

Scheide, Joachim

Article — Digitized Version

Vereinigte Staaten: Nachhaltiger Aufschwung noch nicht gesichert

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Scheide, Joachim (1983) : Vereinigte Staaten: Nachhaltiger Aufschwung noch nicht gesichert, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 2, pp. 64-76

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/3500>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Vereinigte Staaten: Nachhaltiger Aufschwung noch nicht gesichert

Von Joachim Scheide

Seit der Jahreswende 1982/83 hat sich die amerikanische Wirtschaft kräftig erholt. Nachfrage und Produktion nahmen in einem Tempo zu, das dem in früheren Aufschwungsphasen nicht nachstand. Die Besserung wirkte sich auch relativ rasch auf den Arbeitsmarkt aus. Dem konjunkturellen Umschwung ging eine kräftige Expansion der Geldmenge voraus, die anfangs - zusammen mit einer weiter rückläufigen Inflationsrate - für einen deutlichen Rückgang der Zinsen sorgte. Dies regte vor allem den Wohnungsbau und den privaten Konsum an; aber auch die Ausrüstungsinvestitionen stiegen bereits deutlich.

Ob diese kräftige konjunkturelle Aufwärtsbewegung des Jahres 1983 darauf hindeutet, daß nun ein längerer Aufschwung in Gang kommt, ist jedoch fraglich, da nach wie vor viele Belastungsfaktoren bestehen: So dürfte der hohe Dollarkurs dazu führen, daß es bei der ausgeprägten Exportschwäche und nicht zuletzt deshalb beim extrem großen Defizit in der Leistungsbilanz bleibt. Der Fehlbetrag im öffentlichen Haushalt dürfte weiterhin groß sein und die Investoren verunsichern. Die internationale Verschuldungskrise trägt, da insbesondere amerikanische Banken in den betroffenen Ländern engagiert sind, zu hohen Zinsen bei. Und nicht zuletzt ist unsicher, ob die Geldpolitik in Zukunft hektische Reaktionen auf Fehlentwicklungen vermeidet und damit die wirtschaftliche Aktivität stetiger verläuft als in den letzten vier Jahren.

Kräftiger Produktionsanstieg ...

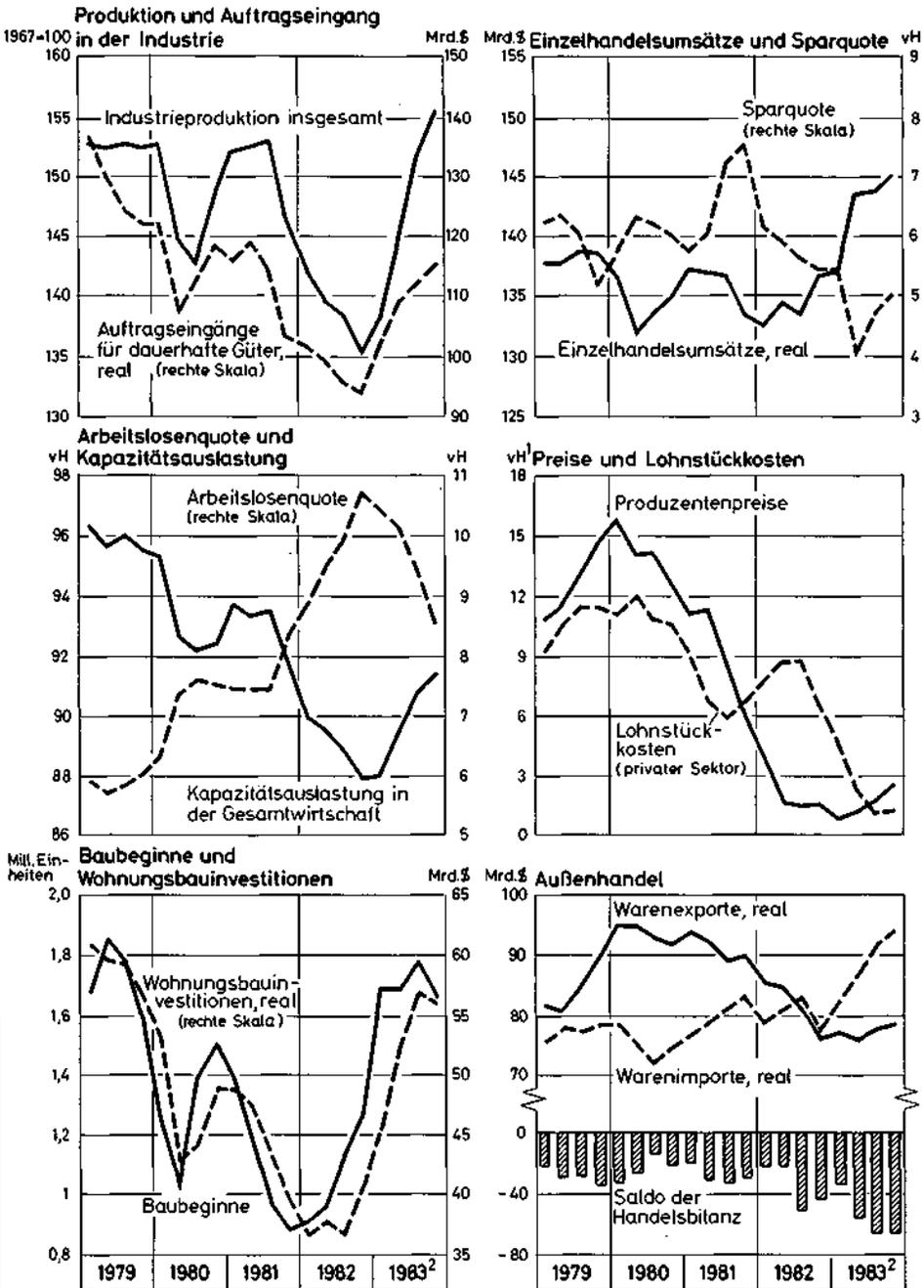
Nach einer dreijährigen Schwächephase, in der das Sozialprodukt insgesamt etwa stagnierte, dominierten 1983 wieder konjunkturelle Auftriebskräfte. Diese waren bislang ähnlich ausgeprägt wie in früheren Erholungsphasen, die indes stets auf recht kurze Perioden der Rezession folgten. Das reale Bruttosozialprodukt dürfte im vierten Quartal 1983 um rund 6 vH höher als im Jahr zuvor gewesen sein, die Inlandsnachfrage ist sogar noch stärker gestiegen. Die gesamtwirtschaftliche Produktion liegt somit - anders als in den meisten Industrieländern - bereits deutlich über dem Niveau, das vor Einsetzen der Rezession erreicht worden war. Auch bei der Industrieproduktion, die etwa doppelt so schnell stieg wie das Sozialprodukt, ist der rezessionsbedingte Rückgang schon aufgeholt (Schaubild 1). Kräftige Impulse kamen auch diesmal von den Lagerdispositionen der Unternehmen. War bis Ende 1982 der Lagerabbau angesichts der anhaltend schwachen Endnachfrage noch forciert worden, versuchten danach Industrie und Handel, die Produktion der Nachfrage entsprechend auszuweiten. Erst im zweiten Halbjahr wurden die Läger wieder aufgestockt.

... und bereits deutliche Besserung der Arbeitsmarktlage

Die Konjunkturerholung führte nahezu ohne Verzögerung zu einem Anstieg der Beschäftigung. Die Zahl der Erwerbstätigen nahm seit Ende 1982 um mehr als 3 vH zu, wodurch der Beschäftigungsrückgang in der Rezession bereits wettgemacht wurde. Daß die Arbeitslosenquote dadurch so deutlich - nämlich um mehr als zwei Prozentpunkte - abnahm, hängt auch damit zusammen, daß der Anstieg der Erwerbsbevölkerung schwächer blieb als in früheren Erholungsphasen. Offenbar haben viele wegen der hohen und lang anhaltenden Erwerbslosigkeit entmutigt die Arbeitsplatzsuche aufgegeben.

Schaubild 1

Indikatoren zur Konjunkturoentwicklung in den Vereinigten Staaten



¹Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in vH. - ²Werte für das dritte Quartal teilweise vorläufig, für das vierte Quartal geschätzt.



Die konjunkturellen Impulse setzen sich in den Vereinigten Staaten deshalb so schnell in eine höhere Beschäftigung um, weil die sozial- und arbeitsrechtlichen Vorschriften weniger rigide sind als in Westeuropa und – damit zusammenhängend – die Flexibilität der Löhne beträchtlich größer ist. So wurden in Unternehmen, die von der Rezession besonders betroffen waren oder unter dem durch den hohen Dollar verschärften Preiswettbewerb litten, Lohnkürzungen akzeptiert und somit Entlassungen in größerem Umfang vermieden. Auch die Tatsache, daß die gesetzlich fixierten Mindestlöhne seit 1981 nicht mehr angehoben wurden, hat die relative Beschäftigungsposition der Arbeitnehmer – vor allem der arbeitsuchenden Jugendlichen – verbessert. Ob diese Zurückhaltung bei der Lohnpolitik von Dauer ist oder ob sie vor allem darauf beruht, daß die ungewöhnlich lange Rezession die Lohnansprüche der Arbeitnehmer gedrückt hat, wird sich erst zeigen, wenn sich die Erholung einige Zeit fortgesetzt hat. Generell ist die Reallohnentwicklung seit Mitte der siebziger Jahre aber Indiz dafür, daß in den Vereinigten Staaten zur Lösung der Beschäftigungsprobleme eher marktkonforme Strategien verfolgt werden. Sie haben wesentlich dazu beigetragen, daß die Zahl der Beschäftigten in den letzten zehn Jahren um etwa 20 vH gestiegen ist – eine im Vergleich zu anderen Industrieländern einzigartige Entwicklung – und die Arbeitslosigkeit insgesamt nur relativ wenig zugenommen hat.

Hohe Ausgabenneigung der privaten Haushalte

Die Ausgaben für den privaten Verbrauch erwiesen sich in den letzten Jahren als außerordentlich robust. Selbst im Verlauf der Rezession im Jahr 1982 sind sie – anders als in früheren Abschwungsphasen – noch leicht gestiegen. Grund dafür dürften vor allem die wiederholten Steuersenkungen gewesen sein, die dafür sorgten, daß die realen verfügbaren Einkommen trotz der schwachen Konjunktur stiegen. Im Gefolge der wieder expansiven Politik und des damit anfangs verbundenen deutlichen Zinsrückgangs setzte Ende 1982 ein kräftiger Nachfrageschub ein, der sich – wenn auch mit deutlichen Schwankungen – bis zur Jahresmitte 1983 fortsetzte. Dabei stiegen die Konsumausgaben schneller als die Einkommen, die Sparquote sank auf einen historischen Tiefstand (zweites Quartal 1983: 4 vH). Offensichtlich waren auch private Käufe in Erwartung der Steuersenkungen vom Juli 1983 vorgezogen worden, so daß von daher schon eine Korrektur für die zweite Jahreshälfte angelegt war, die sich dann auch einstellte.

Die Käufe der privaten Haushalte konzentrierten sich auf Automobile, aber auch auf Ausstattungen für Häuser und Wohnungen. Diese stehen wiederum in Zusammenhang mit dem kräftigen Bauboom, der fast gleichzeitig mit dem Aufschwung des privaten Konsums eingesetzt hatte. Der private Wohnungsbau lag im dritten Quartal 1983 um mehr als 50 vH über dem Niveau des Vorjahrs; er hat damit, wie auch in früheren Zyklen, erheblich zum Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion beigetragen. Zuletzt dürfte der Wohnungsbau allerdings nicht mehr zugenommen haben, was vor allem damit zusammenhängt, daß die Zinsen für Hypotheken schon seit einiger Zeit wieder steigen; aber auch die Baupreise wurden im Jahresverlauf wieder kräftiger angehoben.

Unerwartet frühe Belebung der Investitionen

Nach der mehrjährigen Investitionsschwäche trugen die Unternehmensinvestitionen im Jahr 1983 zum Produktionsanstieg in der Gesamtwirtschaft bei. Die Bauinvestitionen gingen zwar bis zur Jahresmitte 1983 noch zurück – erfahrungsgemäß sind sie stärker vom Niveau der Kapazitätsauslastung abhängig als die Ausrüstungsinvestitionen und reagieren erst relativ spät –; die Ausgaben für Ausrüstungsgüter zogen aber bereits mit dem konjunkturellen Umschwung an. Sie liegen deutlich über den Plänen der Unternehmen vom Früh-

jahr. Ausschlaggebend für die zügige Erholung dürfte die insgesamt sehr günstige Gewinnentwicklung der Unternehmen sein. In den letzten Jahren wurden mehrfach Steuersenkungen und Abschreibungserleichterungen vorgenommen, so daß die Gewinne in der Rezession nicht so stark schrumpften. Ferner gab es eine Entlastung von den Lohnkosten sowie von den Preisen für importierte Güter. Daher konnte sich mit der konjunkturellen Erholung die Ertragslage recht rasch verbessern.

Anhaltende Exportschwäche

Die Ausfuhr der Vereinigten Staaten war in den Jahren 1981 und 1982 rückläufig und stabilisierte sich dann auf dem niedrigen Niveau. Daß die Belebung in den Industrieländern, vor allem auch der Aufschwung im benachbarten Kanada (mit einem Exportanteil von etwa 20 vH), noch nicht zu einem Anstieg der amerikanischen Exporte geführt hat, dürfte zwei Ursachen haben. Erstens hat sich mit der lang anhaltenden Aufwertung des Dollar die preisliche Wettbewerbsposition der amerikanischen Unternehmen verschlechtert; diese haben auf den Weltmärkten teilweise in erheblichem Umfang Marktanteile verloren. Besonders scheint dies für den Bereich der Investitionsgüter zu gelten, da die Exporte dieser Produkte deutlich stärker gefallen sind als die entsprechenden Exporte der konkurrierenden Länder. Zweitens treffen die Auswirkungen der internationalen Verschuldungskrise die Vereinigten Staaten besonders, da etwa ein Drittel der amerikanischen Exporte für Entwicklungsländer bestimmt ist. Vor allem die lateinamerikanischen Länder haben im Jahr 1983 ihre Einfuhren aus den Vereinigten Staaten erheblich – im Durchschnitt um etwa 30 vH – reduziert. Da diese Staaten auch in nächster Zeit – teilweise aufgrund von Auflagen internationaler Institutionen – ihre interne Absorption zu begrenzen versuchen, ist künftig ein dämpfender Einfluß auf die Exportkonjunktur wahrscheinlich.

Dagegen stieg die amerikanische Einfuhr im Zuge der kräftigen Belebung der Inlandsnachfrage in stürmischem Tempo. Die realen Warenimporte nahmen – bei deutlichen Schwankungen – vom zweiten Halbjahr 1982 bis zum zweiten Halbjahr 1983 um rund 15 vH zu. Besonders kräftig expandierten dabei die Einfuhren von Vorprodukten und Konsumgütern. Der im Vergleich zur Binnennachfrage kräftige Importsog geht wohl vor allem auf den hohen Dollarkurs zurück, der auch in diesem Jahr noch zu einem Rückgang der Einfuhrpreise beitrug.

Aufgrund der divergierenden Entwicklung der Ex- und Importe hat sich die Handelsbilanz zunehmend passiviert; das Defizit wird 1983 mit etwa 70 Mrd. \$ deutlich höher sein als im Vorjahr. Das Defizit der Leistungsbilanz dürfte im Jahr 1983 auf fast 40 Mrd. \$ steigen und damit etwa dreimal so hoch sein wie 1982. Diese Passivierungstendenz dürfte sich wegen der zu erwartenden Nachfrageexpansion in den Vereinigten Staaten auch 1984 fortsetzen.

Ende des Stabilisierungsprozesses?

Die Beruhigung des Preisauftriebs, die 1980/81 nach dem Umschwenken auf eine restriktive Geldpolitik begonnen hatte, setzte sich bis zum Frühjahr 1983 zügig fort. Nach Raten von deutlich über 10 vH im Höhepunkt des Inflationsprozesses stiegen die Verbraucherpreise im Winterhalbjahr 1982/83 nicht mehr. Diese Stabilität spiegelte freilich den zugrundeliegenden Trend nicht zutreffend wider, da sich Energierohstoffe massiv verbilligten. Seit dem Frühjahr 1983 stieg das Preisniveau mit einer laufenden Rate von etwa 5 vH wieder an. Die Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten ist damit im internationalen Vergleich nicht mehr so günstig wie zuvor, da sich der Stabilisierungsprozeß in einigen Industrieländern noch fortsetzte.

Daß die Inflationsrate nicht mehr weiter zurückgeht, ist für die Phase eines beginnenden Aufschwungs indes nicht ungewöhnlich. Ebenfalls typisch ist, daß in dieser Phase die Indikatoren für die Preisentscheidungen der Unternehmen ein günstiges Bild vermitteln: Die Lohnstückkosten steigen nur wenig, weil der Produktivitätsanstieg beim konjunkturellen Umschwung stets besonders hoch ist. Auch kommt die Verbesserung der Gewinne nicht zuletzt deshalb zügig voran, ohne daß die Preise stärker angehoben werden. Dies hört aber im weiteren Verlauf einer konjunkturellen Erholung auf, zumal dann, wenn diese durch eine forciert expansive Wirtschaftspolitik getragen wird. Dazu bedarf es nicht unbedingt eines raschen Anstiegs bei den Tariflöhnen; es genügt bereits, wenn Lohnkürzungen, die bislang vorgenommen wurden, jetzt fortfallen. Ferner ist auch die niedrige Kapazitätsauslastung kein Indiz dafür, daß die Inflationsgefahren gebannt sind. Auch in vergangenen Zyklen hat sich gezeigt, daß nicht erst ein hoher Auslastungsgrad für eine Wende in der Preisentwicklung erreicht sein mußte; im Gegenteil, meist setzte eine neue Inflationsbeschleunigung bereits bei einer niedrigeren Auslastung – oder einer höheren Arbeitslosenquote – als im vorangegangenen Zyklus ein. Entscheidend für die trendmäßige Entwicklung der Inflationsrate wird daher sein, ob die Geldpolitik nach der übermäßigen Expansion der Jahre 1982/83 nun einen nachhaltig stabilitätsorientierten Kurs einhält.

Finanzpolitik: Keine Bereitschaft zur Verringerung des Staatsanteils

Das wirtschaftspolitische Konzept der neuen amerikanischen Regierung, deren Amtszeit 1981 begonnen hat, sah eine Wende von der nachfrage- hin zur angebotsorientierten Finanzpolitik vor. Dieser Strategie entsprach, daß sowohl die durchschnittliche als auch die marginale Steuerbelastung der Unternehmen und privaten Haushalte abgebaut wurde. Daß dies schrittweise geschah und lange Zeit im voraus angekündigt wurde, nahm den Steuerensenkungen den Charakter einer antizyklisch intendierten Politik. Der zweite, mindestens für genau so wichtig erachtete Teil des Konzepts sah vor, daß parallel zu diesen Maßnahmen der Anteil der Ausgaben am Sozialprodukt und auch das öffentliche Defizit verringert werden sollten. In diesem Bereich konnten die ursprünglichen Pläne nicht verwirklicht werden. Im Gegenteil, das Tempo des Ausgabenanstiegs blieb hoch: Selbst wenn man berücksichtigt, daß die Konjunktur seit 1980 schlechter lief als erwartet, und man die Ausgaben um die konjunkturelle Komponente bereinigt, betrug die Expansion 1980–1983 real etwa 4 vH pro Jahr; entsprechend ist der Staatsanteil in den letzten Jahren sogar noch gestiegen. Die Folge der divergierenden Entwicklung zwischen den Ausgaben und Einnahmen war ein kräftiger Anstieg des Budgetdefizits. Dabei ist die Ausweitung schätzungsweise nur zur Hälfte konjunkturell bedingt¹. 1983 beläuft sich der Fehlbetrag auf etwa 200 Mrd. \$, was etwa 5 vH des nominalen Sozialprodukts entspricht, im Vergleich zu etwa 60 Mrd. \$ (oder 2,3 vH) im Jahre 1980.

Die kräftige Ausgabensteigerung ist bedenklich, da die staatlichen Ausgaben überwiegend konsumorientiert sind. Daher wird letztlich die gewünschte Modernisierung des Kapitalstocks in der amerikanischen Wirtschaft behindert. Durch die Aufstockung der Verteidigungsausgaben – real stiegen sie jährlich um fast 10 vH – wird die gesamtwirtschaftliche Produktivität kaum gefördert. Gleichzeitig waren Kürzungen bei Transfers und Subventionen in größerem Umfang politisch nicht durchsetzbar; sie expandierten weiterhin kräftig. Hin und wieder wurden sogar Beschäftigungsprogramme, wenn auch in geringem Umfang (rund 10 Mrd. \$ im Jahr 1983), aufgelegt, was dem Konzept einer mittelfristig orientierten Finanzpolitik ebenfalls widersprach.

¹ Dies ergibt sich aus dem Vergleich des tatsächlichen Defizits mit dem „High-Employment Deficit“, einer Größe, die die konjunkturell bedingten Mehrausgaben beziehungsweise Mindereinnahmen unberücksichtigt läßt.

Für das Jahr 1984, dem Jahr der Präsidentschaftswahl, ist nicht abzusehen, daß sich am staatlichen Ausgabenverhalten und an den Defiziten in der Größenordnung von 200 Mrd. \$ etwas ändert. Selbst der in den offiziellen Projektionen unterstellte kräftige Konjunkturaufschwung vermindert das Defizit 1984 nicht nennenswert, strukturell dürfte es sogar zunehmen. Ausgabenkürzungen beziehungsweise Steuererhöhungen größeren Umfangs sind im Wahljahr wenig wahrscheinlich. Ohne durchgreifende Änderungen zeichnen sich daher für die nächsten Jahre bedenkliche Entwicklungen ab: Ausgehend von dem erwarteten Konjunkturverlauf wird die Verschuldung der Bundesregierung 1985 etwa 45 vH des Bruttosozialprodukts ausmachen (1980: 35 vH), die zu leistenden Zinszahlungen werden fast 13 vH der Gesamtausgaben beziehungsweise mehr als 3 vH des Sozialprodukts betragen – gegenüber 9 vH und 2 vH im Jahre 1980.

Diese Aussichten dürften die Entscheidungen der Investoren in nächster Zeit erheblich belasten. Denn der Versuch, die Defizite beziehungsweise die aus ihnen resultierenden Belastungen zu vermindern, kann – wenn Ausgabenkürzungen nicht durchsetzbar sind – nur zu merklichen Steuererhöhungen oder zu einer zusätzlichen Geldschöpfung und damit zu mehr Inflation führen. Beides aber stünde einem nachhaltigen Aufschwung im Wege.

Geldpolitik immer wieder im Dilemma

Mit der neuen Ausrichtung der Geldpolitik Ende 1979 sollte ein Abbau der hohen Inflationsraten erreicht werden. Dabei wollte man weitgehend der monetaristischen Strategie folgen: Durch die Orientierung an einer hinreichend präzise steuerbaren Größe – wie der monetären Basis – sollte eine effiziente Kontrolle über weiter gefaßte Geldmengenaggregate (z.B. M1) erreicht werden; die Expansionsrate der Geldmenge solle allmählich zurückgeführt werden, damit das Stabilitätsziel bei möglichst geringer Zunahme der Arbeitslosigkeit erreicht werden kann. Aus heutiger Sicht ist festzustellen, daß ein solches „monetaristisches Experiment“ nicht stattgefunden hat. Zwar kann man bis Mitte 1982 eine Abnahme der Geldmengenexpansion diagnostizieren; diese vollzog sich aber unter extrem heftigen Schwankungen. Danach hat sich an der Unstetigkeit der Geldpolitik wenig geändert; es wurde erneut ein expansiver Kurs eingeschlagen.

Die Lockerung der Geldpolitik im zweiten Halbjahr 1982 läßt sich im Nachhinein erklären als ein Versuch, die drohende Wirtschaftskrise abzuwenden. So hatte sich die Konjunktur nochmals unerwartet verschlechtert – im zweiten Halbjahr 1982 nahm die Produktion in den Vereinigten Staaten entgegen den meisten Prognosen nochmals ab –; vor allem hatte sich aber auch die internationale Verschuldungskrise zugespitzt. Daraufhin weiteten neben der amerikanischen auch andere Notenbanken wichtiger westlicher Industrieländer die Geldmenge kräftig aus.

Der neue geldpolitische Kurs schien zunächst unbedenklich, zumal die Geldmenge M1 noch einige Zeit im Zielkorridor blieb. Die sich fortsetzende kräftige Expansion wurde von der amerikanischen Notenbank vor allem damit begründet, daß zur Jahreswende 1982/83 Finanzinnovationen² wirksam geworden wären, die eine Verzerrung wichtiger Geldmengenaggregate bewirkt hätten; die monetäre Expansion wäre durch die aktuellen Daten über-

² Im Rahmen einer längerfristig angelegten Deregulierung der amerikanischen Finanzmärkte ändern sich die Rahmenbedingungen für bestehende Anlagearten beziehungsweise wurden völlig neue Konten geschaffen, die vor allem eine marktgerechte Verzinsung zulassen. Dadurch kann es zu erheblichen Verschiebungen zwischen Einlagen kommen, die die einzelnen Geldmengenaggregate in unterschiedlicher Weise treffen. Vgl. die Übersicht in: Joachim Streit, Finanzinnovationen in den USA – Ursachen, Formen, Auswirkungen. Institut für Weltwirtschaft, Kielet Arbeitspapiere, 172, Kiel, April 1983, S. 6-16.

zeichnet. Die Geldpolitik schien einige Zeit ohne verlässliche Orientierung zu sein; denn einerseits war die Verzerrung bei M1 oder M2 quantitativ nicht abzuschätzen, andererseits glaubte man, keine alternative Größe als Steuerungsinstrument zu haben. Auch als die Sonderfaktoren nicht mehr wirksam waren, ging M1 immer weiter über das Geldmengenziel hinaus³. Angesichts dessen sah auch die Notenbank das Stabilitätsziel in Gefahr. In dieser Situation ließ sie die ursprünglich gesetzte Geldmengenvorgabe fallen, zumal diese ohne drastische liquiditätsverknappende Maßnahmen nicht mehr zu erreichen war (die Geldmenge hätte bis zum Jahresende absolut abnehmen müssen). Statt dessen sollte M1 nun – ausgehend von der Basis des zweiten Quartals 1983 – im zweiten Halbjahr 1983 um 5 bis 9 vH zunehmen. Konkret wurde angestrebt, die Geldmenge in diesem Zeitraum mit einer Rate von 7 vH expandieren zu lassen, was gegenüber den 12 Monaten zuvor eine Halbierung des Tempos bedeutet hätte. Die Kurskorrektur war indessen so drastisch, daß M1 von Juli bis November mit einer Rate von nur etwa 1 vH (Jahresrate) expandierte. Damit scheint sich das Muster der letzten Jahre fortzusetzen, das durch extreme Ausschläge in den Zuwachsraten der Geldmenge gekennzeichnet ist.

Diese Hektik trägt erheblich zu der Verunsicherung auf den Finanzmärkten bei, da nie abzusehen ist, wie lange ein bestimmter geldpolitischer Kurs beibehalten wird, wie deutlich die nächste Kurskorrektur ausfällt und vor allem, ob es letztlich bei der Orientierung am Stabilitätsziel bleibt. So ist eine kräftige Expansion immer wieder Anlaß für ein deutliches Gegensteuern, damit sich Inflationserwartungen nicht festigen können. Kommt es als Folge dieser Restriktion zu einer Konjunkturabschwächung oder meint man, genug für das Stabilitätsziel getan zu haben, folgt eine erneute Überkorrektur in die andere Richtung. Dieses Auf und Ab war in den letzten 4 Jahren in Abständen von jeweils 6 bis 12 Monaten zu beobachten. Die Unstetigkeit übertrug sich auch auf den Verlauf der Zinsen. Gab es nach einem Kurswechsel in expansive Richtung zunächst einen zinsenkenden Liquiditätseffekt – so bis zum Herbst 1982 –, setzte sich danach aber immer wieder die Befürchtung durch, die Notenbank werde bald wieder kräftig bremsen. Nicht zuletzt dürfte eine solche Erwartung auch zu dem Anstieg der Zinsen bis zur Jahresmitte 1983 beigetragen haben. Als die Geldmenge dann wieder im Zielkorridor lag, hat sich die Lage an den Finanzmärkten sogar wieder leicht entspannt; die Zinsen sind nicht weiter gestiegen.

Ist M1 als geldpolitischer Indikator noch tauglich?

In letzter Zeit hat sich die Diskussion um die richtige geldpolitische Steuerungsgröße verstärkt. Es mehren sich die Stimmen, nach denen die Geldmenge M1 ihre Funktion als Indikator weitgehend verloren habe. Gestützt wird diese These erstens mit dem Hinweis auf die ungewöhnliche Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit, die vor allem im Verlauf des Jahres 1982 deutlich gesunken ist, nachdem sie zuvor über Jahrzehnte trendmäßig gestiegen war und selbst in Rezessionsphasen kaum abgenommen hatte. Daher sei der Zusammenhang zwischen M1 und dem nominalen Sozialprodukt nachhaltig gestört. Zweitens hätten die Finanzinnovationen diese Größe – ebenso wie z.B. auch M2 – so verzerrt, daß Änderungen dieser Variablen nicht mehr sinnvoll interpretiert werden könnten. Auch enthalte M1 jetzt im Gegensatz zu früher verzinsliche Einlagen, wodurch die relative Überlegenheit als Frühindikator nicht mehr gegeben sei.

Diese Thesen sind deshalb relevant, weil sie die Prognose wichtiger gesamtwirtschaftlicher Größen betreffen, die bislang mit Hilfe monetärer Indikatoren möglich war, aber auch die

³ Die Notenbank hatte angestrebt, M1 zwischen dem vierten Quartal 1982 und dem vierten Quartal 1983 um 4 bis 8 vH steigen zu lassen. Zeitweise lag M1 um mehr als 3 Prozentpunkte über diesem Zielkorridor.

Frage nach der „richtigen“ monetären Steuerungsgröße aufwerfen. Daher soll im folgenden geprüft werden, ob sich in jüngster Zeit die in der Vergangenheit beobachteten Relationen zwischen M1 und anderen Größen deutlich verändert haben⁴.

M1 und monetäre Basis

Zunächst soll der Frage der Steuerbarkeit von M1 nachgegangen werden. Wird unterstellt, daß M1 über die monetäre Basis steuerbar ist, so bedeutet dies, daß der Geldmengenmultiplikator stabil ist. Von kurzfristigen Schwankungen abgesehen, ließen sich also Akzelerationen und Dezelerationen bei M1 durch entsprechende Bewegungen bei der Geldbasis erklären. Die Entwicklung beider Größen ab 1970 zeigt eine recht gute Übereinstimmung (Schaubild 2): Zwar fallen die Wendepunkte der jeweiligen Reihen nicht immer zeitlich zusammen; auch sind die Ausschläge unterschiedlich groß; doch geht in der Regel jede Tempoänderung bei der Expansion der monetären Basis mit einer gleichgerichteten Bewegung bei M1 einher. An dieser Regelmäßigkeit hat sich auch in der Zeit nach 1979 nichts geändert⁵. Die im Vergleich zur davorliegenden Zeit hektischen Ausschläge bei M1 sind auch bei der monetären Basis zu beobachten, obwohl diese Größe durch die Finanzinnovationen allenfalls indirekt tangiert worden ist. Bestätigt wird dieser Eindruck einer weitgehend stabilen Beziehung, wenn man die Variabilität beider Reihen für verschiedene Zeiträume betrachtet (Tabelle 1). Die monetäre Basis stieg in den ersten beiden Perioden etwas stärker als M1, im Trend sank also der Multiplikator. Wichtig für die Beurteilung der Steuerbarkeit ist aber vor allem die Größe der Varianz: Beide Geldmengen schwankten in den siebziger Jahren sehr viel weniger als in der Zeit danach, die Variabilität hat sich bei beiden Größen in etwa verfünffacht. Dies kann sicherlich kein Beleg dafür sein, daß die Schwankungen bei M1 allein durch entsprechende Aktionen der Notenbank hervorgerufen worden sind. Jedoch läßt sich nach dieser Beobachtung das Argument, daß für die Ausschläge von M1 vor allem die Finanzinnovationen oder andere technische Faktoren verantwortlich sind, kaum aufrechterhalten. Eine stetige Entwicklung der Geldbasis, die durch entsprechende Operationen der Zentralbank möglich gewesen wäre, hätte mit hoher Wahrscheinlichkeit auch die Schwankungen bei M1 vermindert. Denn der Geldmengenmultiplikator, der vom Verhalten der Banken und Nichtbanken abhängt, hat sich trotz aller Änderungen des Notenbankverhaltens recht stetig entwickelt.

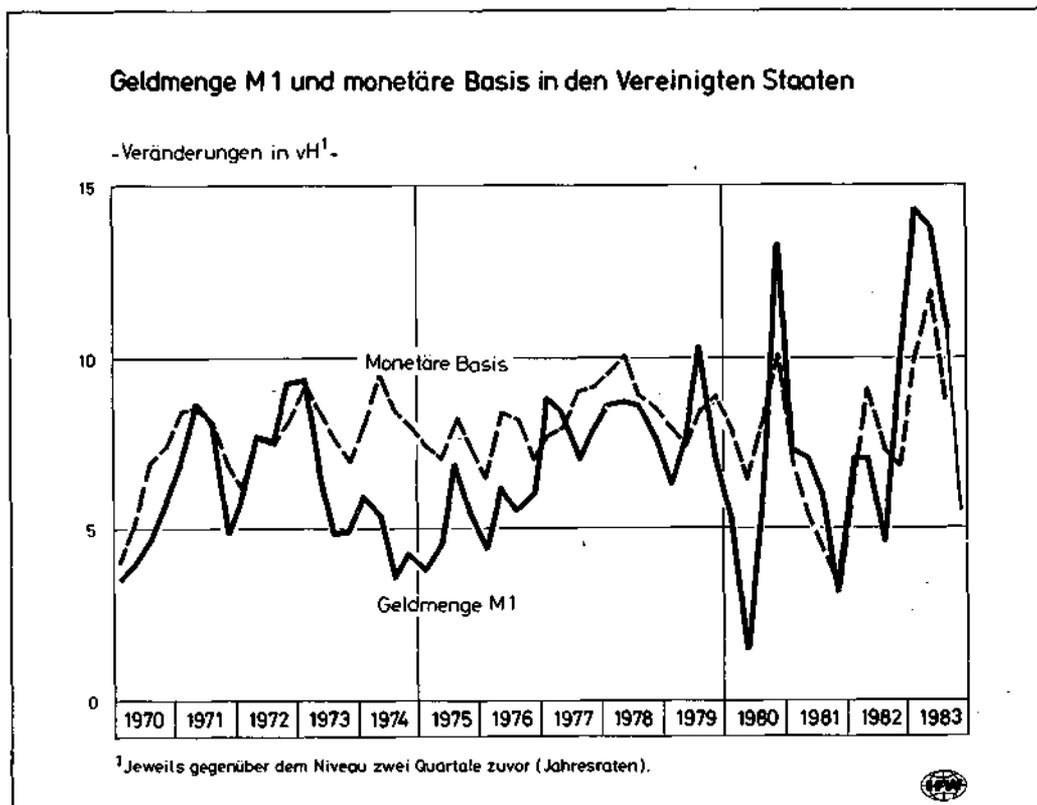
Tabelle 1 - Entwicklung der Geldmenge M1 und der monetären Basis in den Vereinigten Staaten 1970-1983

Zeitraum	Geldmenge M1		Monetäre Basis	
	Zuwachsrate in vH	Varianz	Zuwachsrate in vH	Varianz
1970-1974	6,1	3,4	7,6	1,6
1975-1979	7,0	2,9	8,2	0,9
1980-1983	7,7	14,1	7,5	4,9

Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, Monetary Trends, lfd. Jgg. - Eigene Berechnungen.

⁴ Diese Untersuchung kann wegen der geringen Zahl der Beobachtungen nur erste Anhaltspunkte über die Relevanz der Thesen bieten.

⁵ Eine deutliche Diskrepanz zwischen beiden Reihen besteht für das zweite Quartal 1980. In dieser Periode waren zeitweise Kreditkontrollen wirksam, die den Zusammenhang gestört haben dürften.



M1 und reales Bruttosozialprodukt

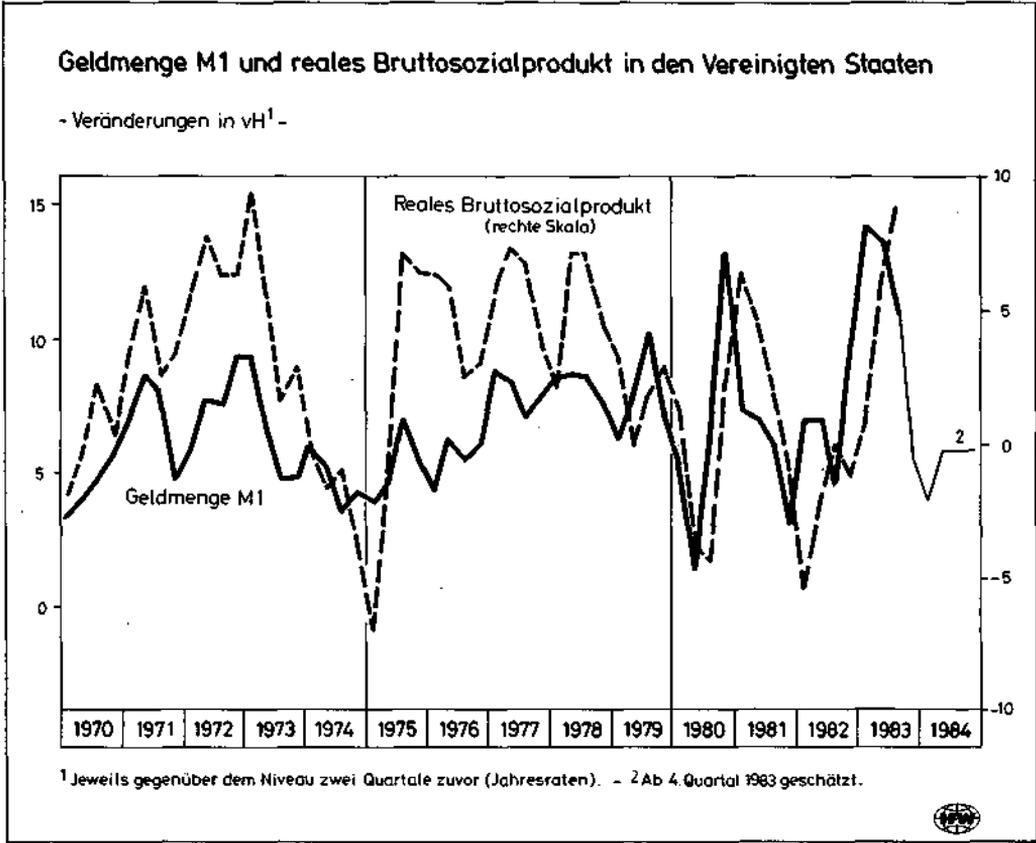
Der Vergleich zwischen den Expansionsraten der Geldmenge und des realen Sozialprodukts zeigt, daß einer Akzeleration oder Dezeleration bei M1 mit meist nur sehr geringer Verzögerung in der Regel eine entsprechende Änderung bei der Produktion folgte, wenn auch die Elastizitäten durchaus unterschiedlich waren (Schaubild 3). Insbesondere lassen sich die Schärfe der Rezession 1974/75 und die rasche Erholung danach nicht allein mit dem Kurswechsel in der Geldpolitik erklären. Hier spielten wohl auch die Exportentwicklung, die finanzpolitischen Maßnahmen und die Ölpreisentwicklung eine Rolle. Auffallend ist, daß die Beziehung seit 1979/80 sogar noch enger geworden zu sein scheint.

Die im Vergleich zu den siebziger Jahren sehr ausgeprägten und kurzfristigen Ausschläge bei der Geldmengenexpansion haben zu einem gleichgerichteten Verlauf bei der Veränderung des Sozialprodukts geführt. Selbst in den Amplituden beider Kurven läßt sich eine Annäherung erkennen. All dies gilt, obwohl in dem Zeitraum mehrere Finanzinnovationen wirksam waren und obwohl sich die Umlaufgeschwindigkeit anomal entwickelt hat. So ist die beschleunigte Ausweitung der Geldmenge seit Mitte 1982, die unerwartet kräftig ausfiel, eine wichtige Ursache für die rasche konjunkturelle Erholung. Folgt man nun diesem Zusammenhang und unterstellt man ferner, daß die Notenbank ihre Ziele einhält und folglich in der nächsten Zeit für eine deutliche Dezeleration der Geldmenge sorgt, wäre damit zumindest kurzfristig eine deutliche Abschwächung in der laufenden Produktionszunahme angelegt. Diese könnte sogar bedeuten, daß das Sozialprodukt im Verlauf von 1984 zeitweise stagniert.

M1 und Preisniveau

Entscheidend für die Wahl eines monetären Indikators ist nach der monetaristischen Strategie letztlich der systematische Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflationsrate. Denn die

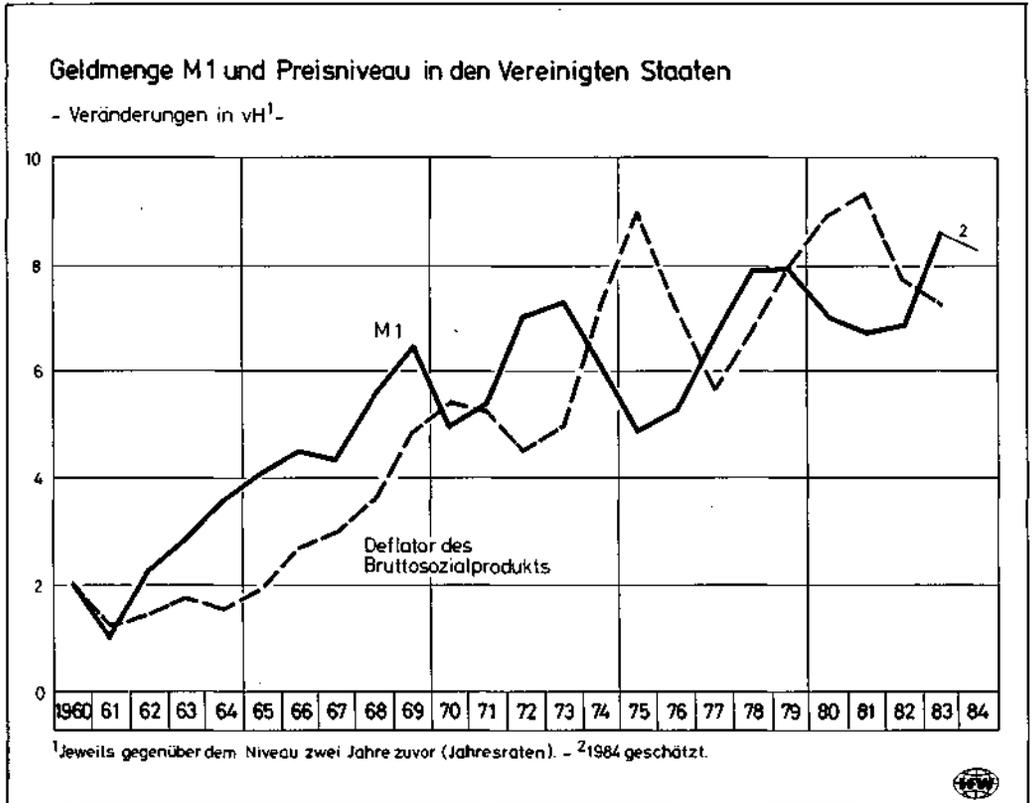
Schaubild 3



Rolle der Zentralbank besteht darin, mittelfristig das Preisniveau zu stabilisieren und nicht – wie bei anderen wirtschaftspolitischen Konzepten – das Realeinkommen zu steuern. Daher kommt es darauf an, diejenige monetäre Größe zu finden, die erstens steuerbar ist und zweitens Gewähr dafür bietet, daß die Inflationsrate beeinflusst werden kann. Für die Geldmenge M1 trafen diese Anforderungen zumindest in der Vergangenheit zu (Schaubild 4): Seit Anfang der sechziger Jahre ist ein trendmäßiger Anstieg sowohl der Inflationsrate (gemessen am Deflator des Sozialprodukts) als auch der Geldmengenzuwachsrates zu beobachten. Auf mittlere Sicht waren die beiden Raten sogar gleich; ferner ging jeder Veränderung des Preisauftriebs ein entsprechender Kurswechsel in der Geldpolitik voraus, und zwar mit einem Vorlauf von etwa zwei Jahren. So läßt sich der Anstieg der Inflation im Verlauf der sechziger Jahre erklären, die Beruhigung zu Anfang der siebziger Jahre, sowie die beiden ausgeprägten Phasen der Beschleunigung 1974/75 und 1979/81, die freilich wegen der jeweils vorangegangenen Ölpreisschübe etwas stärker ausfielen. Auch die in den letzten zwei Jahren zu beobachtende Abschwächung des Preisauftriebs war durch eine restriktive Geldpolitik seit 1980 angelegt; sie ist vermutlich durch die kräftige Aufwertung des Dollar besonders deutlich ausgefallen.

Ob der Zusammenhang zwischen monetärer Expansion und Inflation weiterhin gilt, läßt sich freilich wegen der üblichen Wirkungsverzögerungen heute noch nicht abschätzen. Zu vermuten ist, daß die Geldmengenerweiterung 1983 und 1984 höher sein dürfte als in den Jahren zuvor, auch wenn die angekündigten Ziele eingehalten werden. Die Geldpolitik ging seit Mitte 1982 weit über das hinaus, was einem potentialgerechten Pfad entsprochen hätte; dies gilt selbst dann, wenn man – aus welchen Gründen auch immer – eine Abschwächung im Trend der

Schaubild 4



Umlaufgeschwindigkeit unterstellt⁶. Soll vermieden werden, daß es nun nach dem bisherigen Muster wieder zu einer langanhaltenden Inflationsbeschleunigung - etwa ab 1984/85 - kommt, müßte die Geldpolitik rasch und deutlich gegensteuern. Dies aber wiederum würde die Gefahr eines kurzfristigen Rückschlags im Konjunkturaufschwung vergrößern. So steht die amerikanische Notenbank heute vor einem Dilemma, und sie wird sich wegen der immer wieder auftretenden Zielkonflikte schwertun, für eine ruhige, auf Preisniveaustabilität gerichtete Geldmengenerweiterung zu sorgen.

Ausblick: Zielkonflikte in der Wirtschaftspolitik

Für 1984 ist eine Verlangsamung der konjunkturellen Expansion wahrscheinlich. Dies ist insofern zu erwarten, als die Impulse von den Faktoren, die bislang die kräftige Erholung getragen

⁶ Wird zum Beispiel angenommen, daß die Umlaufgeschwindigkeit seit 1982 nicht mehr um 4 vH wie in den Jahren zuvor, sondern nur um 2 vH zunimmt, ergäbe sich für M1 eine Rate von etwa 5 bis 6 vH für M1, die für die Inflationsentwicklung neutral wäre. Diese Rechnung setzt voraus, daß M1 durch die Innovationen nicht verzerrt ist. Selbst wenn man die Wirkungen dieser Innovationen hoch ansetzt, käme man nicht auf die Rate, die zwischen Mitte 1982 und Mitte 1983 tatsächlich realisiert wurde (etwa 13 vH). Das Ausmaß des durch die institutionellen Neuerungen verursachten zusätzlichen Anstiegs ist allerdings schwer abzuschätzen. Von einigen Autoren wird geschätzt, daß der Einfluß kaum mehr als 1 vH ausmacht. Vgl. Karl Brunner, *Konzeptionsschwache Geldpolitik der USA*. Neue Zürcher Zeitung vom 29./30. Mai 1983.

haben, abklingen: So ist der Umschwung im Lagerzyklus weitgehend vollzogen, und der Wohnungsbau ist bereits extrem stark ausgeweitet worden; auch ist mit einer schwächeren Zunahme des privaten Verbrauchs zu rechnen, da die Sparquote außergewöhnlich niedrig ist und keine weiteren Steuersenkungen anstehen. Diese Abschwächung wird nicht durch expansive Faktoren ausgeglichen. So werden sich die vom Ausland kommenden Impulse nur unwesentlich verstärken, und die Investitionen der Unternehmen dürften kaum rascher als bisher expandieren.

Ob sich damit das Aufschwungstempo lediglich leicht abschwächt und ab jetzt mit einer - wie vielfach erwartet - stetigen Aufwärtsentwicklung in den Jahren 1984/85 gerechnet werden kann, ist jedoch fraglich. Gegen einen „Idealpfad“ der Konjunktur spricht vor allem, daß die wirtschaftspolitischen Impulse nachlassen dürften. Zudem besteht Unsicherheit darüber, ob auf absehbare Zeit Maßnahmen zur Verringerung des staatlichen Defizits ergriffen werden und welcher Art diese sein werden. Neben diesem mittelfristig wichtigen Problem ist auf kurze Sicht entscheidend, welchen Kurs die Notenbank künftig verfolgt. Bleibt es noch für einige Zeit bei der seit Sommer 1983 zu beobachtenden engen Geldpolitik - was für die angestrebte Preisniveaustabilisierung erforderlich erscheint -, wäre 1984 eine deutliche konjunkturelle Abschwächung wahrscheinlich. Will die Notenbank dies vermeiden oder reagiert sie auf erste Anzeichen einer Schwäche wieder mit einer stärkeren monetären Expansion, könnte die Produktion zwar kurzfristig stärker zunehmen. Eine solche Reaktion wäre zum Beispiel dann wahrscheinlich, wenn sich die Notenbank wahltaktischen Überlegungen beugt. Damit wäre

Tabelle 2 - Das Bruttosozialprodukt¹ der Vereinigten Staaten 1981-1984

	1982	1981	1982	1983 ²	1984 ²	1982				1983		
						1.Vj.	2. Vj.	3.Vj.	4.Vj.	1.Vj.	2.Vj.	3.Vj. ³
	Mrd. \$	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH				Veränderung gegenüber dem Vorquartal (Jahresraten ⁴) in vH						
Bruttosozialprodukt	1 485,4	2,6	- 1,9	3,5	4	- 5,5	1,0	- 1,0	- 1,3	2,6	9,7	7,9
Endnachfrage	1 494,8	1,8	- 0,7	3	3	- 1,3	- 0,8	- 1,5	4,5	0,6	6,8	5,1
Privater Verbrauch	970,2	2,7	1,4	4	3	2,4	3,1	0,9	3,6	2,9	10,0	3,5
Private Anlage-												
investitionen	203,9	2,9	- 6,9	7	7	-10,4	- 9,3	- 9,6	2,7	8,8	21,4	19,7
Ausrüstungen	112,7	4,2	- 7,5	3	7	- 7,8	-19,3	- 9,6	- 7,1	5,0	19,8	15,9
Gewerbliche Bauten ...	53,4	7,6	1,8	-7	4	- 1,7	- 2,6	- 7,2	- 5,5	-13,9	-14,9	11,5
Wohnungsbauten	37,8	-5,1	-15,4	38	6	-28,5	17,9	-13,0	53,2	57,3	78,6	36,9
Ausgaben des Staates für												
Güter und Dienste	291,8	0,8	1,8	1	3	- 0,2	- 5,0	9,4	10,6	- 8,8	- 1,1	5,7
Bund	116,6	3,7	5,6	2	5	0,2	-14,0	26,3	28,3	-18,0	- 2,7	7,0
Staten und												
Gemeinden	175,2	-1,0	- 0,5	0,5	2	- 0,5	1,3	- 0,4	- 0,1	- 1,8	0,0	4,9
Export von Gütern und												
Diensten	147,3	0,4	- 7,8	-6	4	-16,2	7,2	-19,2	-24,4	2,4	- 3,2	11,3
Import von Gütern und												
Diensten	118,4	7,3	1,4	7	7	- 7,2	16,4	4,5	-26,1	12,1	26,6	25,4
Vorratsveränderung												
(Mrd. \$)	-9,4	8,5	- 9,4	-3	10	-10,2	- 3,4	- 1,3	-22,7	-15,4	- 5,4	4,7
Deflator	-	9,4	6,0	4,5	5,5	4,3	5,6	3,7	3,8	5,5	3,3	3,4

¹ In Preisen von 1972. - ² Eigene Schätzungen. - ³ Vorläufiges Ergebnis. - ⁴ Auf Basis der saisonbereinigten Werte.

Quelle: US Department of Commerce, Survey of Current Business, Washington, lfd. Jgg. - Eigene Schätzungen.

aber auch angelegt, daß sich die Inflation wieder beschleunigt, zumal durch die Überexpansion von 1982/83 bereits ein Inflationspotential geschaffen worden ist. In diesem Szenario wäre der Aufschwung nur von kurzer Dauer.

Nach der hektischen Geldpolitik in den letzten Jahren ist wenig wahrscheinlich, daß die monetäre Expansion nun in ruhigen Bahnen verläuft. Überreaktionen in der einen oder anderen Richtung scheinen nicht ausgeschlossen, zumal auch die Notenbank immer wieder betont, daß sie nicht nur das Stabilitätsziel verfolgen, sondern auch die Konjunkturerholung fördern will. Zudem könnte die Zentralbank versucht sein, wegen der internationalen Verschuldungskrise eine stärkere Geldmengenausdehnung zuzulassen.

Die Prognose, daß das reale Bruttosozialprodukt 1984 um etwa 4 vH über dem Durchschnitt des Vorjahrs liegt (Tabelle 2), basiert auf der Annahme, daß die Notenbank in nächster Zeit das mittelfristige Stabilitätsziel nicht aufgeben wird. Obwohl die Zuwachsrate über der von 1983 liegt, impliziert sie – wegen des hohen statistischen Überhangs Ende 1983 – eine deutlich schwächere laufende Expansion des Sozialprodukts. Dadurch wird aber vermutlich vermieden, daß sich der Preisauftrieb in nächster Zeit nennenswert verstärkt. Die Verbraucherpreise dürften 1984 um durchschnittlich 5,5 vH höher sein als im Vorjahr.

Chronik wichtiger wirtschaftspolitischer Maßnahmen in den Vereinigten Staaten 1982-1983

1982

14. Dezember Die amerikanische Notenbank senkt den Diskontsatz von 9 auf 8,5 %.

1983

6. Januar Der amerikanische Präsident unterzeichnet ein Gesetz, mit dem zum 1. April 1983 die Bundessteuer auf Benzin von 4 auf 9 Cents pro Gallone erhöht wird. Die zu erwartenden Mehreinnahmen in Höhe von rund 5,5 Mrd. \$ sollen größtenteils zur Reparatur von Straßen und Brücken verwendet werden.
31. Januar Vorlage des Budgetentwurfs des Präsidenten für das Fiskaljahr 1984 (Oktober–September) mit folgenden Eckdaten: Die Ausgaben sollen 848,5 Mrd. \$ (+ 5,4 vH), die Einnahmen 659,7 Mrd. \$ (+ 10,4 vH) betragen, woraus sich ein Defizit in Höhe von 188,8 Mrd. \$ ergibt. Dieser Ansatz enthält gegenüber den ursprünglichen Projektionen bereits Ausgabenkürzungen in Höhe von 34,8 Mrd. \$ und Steuererhöhungen von 10,9 Mrd. \$.
16. Februar Die Notenbank gibt ihre Ziele für die monetäre Expansion bekannt. Danach sollen die Aggregate M1 und M3 vom vierten Quartal 1982 bis zum vierten Quartal 1983 bzw. M2 von Februar/März 1983 bis zum vierten Quartal 1983 wie folgt zunehmen:
M1: 4-8 vH; M2: 7-10 vH; M3: 6,5-9,5 vH.
24. März Der Kongreß verabschiedet ein Gesetz über ein Beschäftigungsprogramm in Höhe von 4,65 Mrd. \$. Weitere 5 Mrd. \$ sollen solchen Staaten und Gemeinden als Kredit gegeben werden, die keine Arbeitslosenunterstützung mehr zahlen können.
23. Juni Der Kongreß verlangt in einer Resolution, das Budgetdefizit im Fiskaljahr 1984 auf 179,3 Mrd. \$ zu begrenzen.
1. Juli Die Senkung der Einkommensteuer für Haushalte und Unternehmen um 10 vH tritt in Kraft.
20. Juli Angesichts der Abweichungen von den ursprünglichen Geldmengenzielen im Verlauf von 1983 werden für die Zunahme der einzelnen Geldmengenaggregate im Zeitraum vom zweiten Quartal bis zum vierten Quartal 1983 folgende Ziele vorgegeben:
M1: 5-9 vH; M2: 7-10 vH; M3: 6,5-9,5 vH.
25. Juli Nach den revidierten Plänen der Administration für den Haushalt 1984 sind Ausgaben in Höhe von 848,1 Mrd. \$, Einnahmen von 668,4 Mrd. \$ und ein Defizit von 179,7 Mrd. \$ vorgesehen.