

Landmann, Oliver

Article

Eine Bilanz des Reagan-Experimentes

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Landmann, Oliver (1984) : Eine Bilanz des Reagan-Experimentes, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 64, Iss. 10, pp. 501-508

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/135971>

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.

Eine Bilanz des Reagan-Experimentes

Oliver Landmann, Basel*

Die erste Amtszeit Präsident Reagans nähert sich ihrem Ende. Oliver Landmann analysiert die binnenwirtschaftlichen Erfolge und Mißerfolge der Reagan-Administration und kommt zu dem Ergebnis, daß wichtige Ziele, insbesondere die Förderung der inländischen Kapitalbildung, weitgehend verfehlt wurden. Prof. Dr. Anton Konrad untersucht die internationalen Konsequenzen der hohen US-Kapitalimporte. Entziehen die USA der übrigen Welt Kapital?

Am 18. Februar 1981, einen Monat nach seinem Amtsantritt, legte Präsident Ronald Reagan dem amerikanischen Kongreß ein Wirtschaftsprogramm vor, das aus vier Punkten bestand¹:

- Einschränkung der Staatsausgaben von über 22 % am BSP auf 19,3 % bis 1985 bei markanter Gewichtsverlagerung von den Transfers und anderen zivilen Verwendungen zum Verteidigungshaushalt.
- Verringerung der Steuerbelastung von 21,4 % am BSP auf 19,3 % bis 1984.
- Abbau der staatlichen Regulierungen.
- Ermutigung einer stetigen und am Ziel der Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik.

Die Stoßrichtung dieses Programms war ganz offenkundig: Die Einflußnahme und Einmischung des Staates in die private Wirtschaftstätigkeit sollte eingedämmt werden. Die Administration sah hierin nicht nur einen Selbstzweck ihrer Laissez-faire-Ideologie, sondern versprach sich auch ganz konkrete Resultate bei der Bekämpfung der wirtschaftlichen Schwierigkeiten, die dem Land seit Mitte der 70er Jahre in zunehmendem Maße – und 1980/81 ganz besonders – zu schaffen machten. Im Vordergrund standen drei ungelöste Probleme:

- Die Inflation.* Der Verlust der Preisstabilität hatte zwar schon im Laufe der 60er Jahre eingesetzt, beschleunigte sich in den 70er Jahren dann aber erheblich. Eine bis Ende 1978 expansiv eingestellte Geldpolitik und der zweite Ölpreis-Schock 1979/80 trugen dazu bei, daß die Inflationsrate 1980 einen Rekordwert von 13,5 % erreichte.
- Die Arbeitslosigkeit.* In der Aufschwungsphase, die auf die Rezession von 1974/75 folgte, sank die Arbeits-

losenrate bis 1979 von einem Höchststand von 8,5 % auf 5,8 %, lag damit aber immer noch deutlich über dem Durchschnittsniveau der 50er und 60er Jahre. Durch das Zusammentreffen des zweiten Ölpreis-Schocks mit einer scharfen Restriktionspolitik des Federal Reserve stieg die Arbeitslosenrate wieder an und betrug bei Reagans Amtsantritt 7,5 %.

- Die Stagnation der Arbeitsproduktivität.* Wie auch in allen anderen Industrienationen hat sich das Produktivitätswachstum der USA in den 70er Jahren markant verlangsamt und, zwar von jährlich 2,8 % (1950-73) auf 0,8 % (1973-79). Zwischen 1978 und Reagans Amtsantritt stagnierte die Arbeitsproduktivität rezessionsbedingt, und das Reallohniveau lag Anfang 1981 sogar unter dem Stand von 1973.

An all diesen Fronten versprach die Reagan-Administration außerordentliche Erfolge. Ihre Projektionen vom Februar 1981, die in Tabelle 1 wiedergegeben sind, stellten in Aussicht, daß das reale Sozialprodukt sich innerhalb von drei Jahren von der vorangegangenen Rezession erholen und danach langfristig mit einer Rate von mehr als 4 % wachsen würde. Im gleichen Zeitraum sollte sich die Inflationsrate sukzessive auf die Hälfte zurückbilden. Und schließlich wurde für das Fiskaljahr 1984 auch ein ausgeglichener öffentlicher Haushalt versprochen.

Wie wir heute wissen – und wie aus Tabelle 1 hervorgeht –, wich die tatsächliche Entwicklung von diesen Projektionen erheblich ab: Im dritten Quartal 1981 setzte eine erneute Rezession ein, die sich bis Ende 1982 zum schwersten Konjunkturreinbruch der Nachkriegszeit ausweitete. Anstelle des projektierten kontinuierlichen Rückgangs der Unterbeschäftigung stieg die Ar-

Dr. Oliver Landmann, 32, ist Privatdozent und Mitarbeiter des Instituts für angewandte Wirtschaftsforschung an der Universität Basel.

* Dieser Aufsatz entstand, während der Verfasser mit einem Stipendium des Schweizerischen Nationalfonds als Visiting Scholar an der Stanford University weilte.

¹ Vgl. America's New Beginning: A Program for Economic Recovery. The White House, February 18, 1981.

beitslosenrate auf zeitweise über 10 %. Als Folge davon ging die Inflationsrate sehr viel rascher als erwartet zurück und erreichte 1983 ihren niedrigsten Stand seit 1967.

Auf die scharfe Rezession folgte ein ebenso kräftiger Wiederaufschwung, der dazu geführt hat, daß heute, anderthalb Jahre nach dem Durchschreiten der konjunkturellen Talsohle, nicht nur die Inflationsrate, sondern auch die Arbeitslosenrate und das Wachstum des Sozialprodukts relativ nahe bei den für 1984 projektierten Werten liegen. Diese Übereinstimmung darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, daß das reale Sozialprodukt auch nach zwei Jahren eines überaus kräftigen Wachstums 1984 immer noch fast 5 % unter dem von der Administration ursprünglich in Aussicht gestellten Niveau liegen wird. Überhaupt nicht zielkonform hat sich die öffentliche Finanzlage entwickelt: Anstelle des erhofften Einnahmen-Ausgaben-Gleichgewichts klappt heute ein 200-Mrd.-Dollar-Loch im Haushalt, das zudem nur noch zu einem kleinen Teil zyklisch bedingt ist. Parallel dazu ist das reale Zinsniveau weit mehr als erwartet angestiegen und 1984 auf dem Rekordstand von rund 6 % angelangt. Wie kam es zu dieser Zielabweichung? Ist sie auf Mängel der wirtschaftspolitischen Konzeption zurückzuführen?

Die wirtschaftspolitische Doktrin

Die wirtschaftspolitische Doktrin, die dem Reagan-Programm zugrunde lag, ging von der Prämisse aus, daß sich das traditionelle Instrumentarium der *Nachfragesteuerung* als untauglich erwiesen hatte und daß statt dessen die Anstrengungen der Wirtschaftspolitik auf die Ausweitung des *Angebotsspielraums* zu richten seien. Das Schlagwort lautete *Supply-side economics*; gemeint war im wesentlichen eine Wachstumspolitik.

Die zentrale These der Supply-side-Schule war, daß der Steuerstaat durch die Inanspruchnahme eines immer größeren Teils des Sozialprodukts die Anreize zum produktiven Einsatz der Ressourcen geschwächt hatte. Diese Entwicklung sollte nun durch die Neuorientierung der Fiskalpolitik umgekehrt werden. Im Vordergrund standen dabei vor allem zwei Effekte:

- die Vergrößerung des Arbeitsangebots und
- die Förderung der Kapitalbildung.

Das Arbeitsangebot sollte vergrößert werden, indem mit der Senkung der marginalen Einkommensteuersätze der materielle Ertrag der Arbeit erhöht und die Abwanderung in die Schattenwirtschaft entmutigt wurde. Dieser Effekt wurde überschätzt. Er ist schon auf rein theoretischer Ebene nicht eindeutig, weil dem ange-

strebten Substitutionseffekt ein Einkommenseffekt entgegenwirkt, der durchaus dominieren könnte². Empirische Studien haben keinen überwältigenden Einfluß des Netto-Reallohns auf das Arbeitsangebot gefunden³ – am ehesten noch für jugendliche und weibliche Arbeitskräfte. Gerade deren Partizipationsrate hat in den 70er Jahren aber trotz stagnierender Reallöhne und steigender marginaler Steuersätze stark zugenommen. Da zudem bei Reagans Amtsantritt eine immer noch erhebliche Arbeitslosigkeit zu verzeichnen war, drängt sich der Schluß auf, daß die Mobilisierung zusätzlicher Arbeitskräfte durch Preisanreize weder besonders erfolgversprechend noch besonders dringlich war.

Von größerer Bedeutung war das zweite Anliegen, das mit der Steuersenkung verfolgt wurde, nämlich die Förderung der Kapitalbildung. In der zweiten Hälfte der 70er Jahre waren sowohl die Spar- als auch die Investitionsquote stark zurückgegangen, nachdem sie schon vorher deutlich unter dem internationalen Durchschnitt gelegen hatten.

Ursachen der verringerten Kapitalbildung

Die Supply-side-Schule sah in diesem Rückgang die Folge einer Erosion der Spar- und Investitionsanreize durch das Zusammenwirken der Inflation mit einem dem Nominalwertprinzip verhafteten Steuersystem⁴. Schon ohne Berücksichtigung steuerlicher Gesichtspunkte mußten die Haushalte im Zuge der sich beschleunigenden Inflation negative reale Ertragsraten auf ihre Sparanlagen hinnehmen. Bei einem Zinsniveau von 6,3 % und einer Inflationsrate von 7,1 % belief sich der Realzins im Durchschnitt der 70er Jahre auf $-0,8$ %. Für einen Sparer mit einer marginalen Steuerbelastung von 30 % betrug die Nominalverzinsung nach Steuern noch 4,4 %, real also $-2,7$ %. Zusätzlich verschärft wurde die Verzerrung der Ertragsraten durch gesetzliche Zinsobergrenzen für die üblichen Sparformen. Die Folge war, daß es für die Haushalte wenig attraktiv war, dem Kapitalmarkt Mittel zur Verfügung zu stellen. Viel lohnender war es, zum Erwerb von dauerhaften Konsumgütern und Immobilien selbst Kredit aufzunehmen. Während sich die Nutzung dieser konsum-

² Der Einkommenseffekt paßt der Supply-side-Schule verständlicherweise nicht ins Konzept. P. C. Roberts, später als Assistenzsekretär im Schatzamt aktiv an der Implementierung des Reagan-Programms beteiligt, bezeichnete ihn denn auch als „foreign to the price-theoretical perspective of economic science“ (sic!) und verstieg sich sogar zur Behauptung, daß Überwiegen des Einkommenseffektes über den Substitutionseffekt impliziere, daß „alle Konsumgüter inferiore Güter seien“ (P. C. Roberts: The Breakdown of the Keynesian Model, in: The Public Interest, No. 52, Summer 1978).

³ Siehe allerdings J. A. Hausman: Labour Supply, in H. J. Aaron, J. A. Pechman (Hrsg.): How Taxes Affect Economic Behavior, Washington 1981.

⁴ Vgl. Economic Report of the President, 1983, Chap. 4.

nahen Geldanlagen der Besteuerung weitgehend entzieht, unterliegen die Erträge kapazitätsbildender unternehmerischer Investitionen nicht nur der Körperschaftsteuer, sondern auch der Kapitalertrag- bzw. Kapitalgewinnsteuer der Aktionäre. Wohl kamen auch die investierenden Unternehmer in den Genuß der vom Steuersystem akzentuierten realen Negativzinsen. Aber dieser Vorteil wurde dadurch wieder kompensiert, daß die Inflation nominell fixierte Abschreibungsobergrenzen entwertete und bei Lagerbeständen Scheingewinne entstehen ließ. Beides vergrößerte die reale Steuerlast der Unternehmen und verminderte damit die Investitionsneigung.

Neue Sparanreize

Die Konsequenz aller dieser Effekte war eine zunehmende Verzerrung der Verwendungsstruktur des Sozialprodukts zu Lasten der produktiven industriellen Investitionen. Fast alle Elemente des Reagan-Programms waren darauf angelegt, diese Verzerrung zu beseitigen: die Senkung der Inflationsrate, die Senkung der Steuersätze, der Abbau investitionsfeindlicher Regulationen, die Erleichterung der Abschreibungen. Das Hauptgewicht der Maßnahmen lag eindeutig auf der Stimulierung des privaten Sparangebots. Durch die Senkung der marginalen Steuersätze und durch die Schaffung neuer steuerfreier Sparformen sollte der Sparwille gestärkt werden. Wiederum wurde auf die Substitutionswirkung eines relativen Preises gesetzt: Der Anstieg des nach Steuern verbleibenden Realzinses sollte die Haushalte dazu bewegen, ihren Konsum aufzuschieben und dafür mehr Sparkapital zur Finanzierung von Investitionen zur Verfügung zu stellen. Wie schon beim Arbeitsangebot – und aus demselben Grund – ist die Nettowirkung der höheren Ertragsrate auch im Falle des Sparangebots theoretisch ambivalent. Immerhin deuten neuere empirische Studien darauf hin, daß die Zinselastizität des Sparens größer ist, als früher vielfach angenommen wurde⁵.

Bis jetzt haben jedoch die Haushalte nicht merklich auf die neuen Sparanreize reagiert. Trotz stark gestiegenen Realzinses und reduzierter Steuersätze hat die Sparquote ihren in den 70er Jahren begonnenen Abwärtstrend fortgesetzt und 1983 mit 4,8 % ihren tiefsten Wert seit 1949 erreicht. Ob dies bedeutet, daß die Preis-

anreize wirkungslos sind, nur mit Verzögerung wirken oder in diesem Fall von Drittfaktoren überlagert worden sind, ist kontrovers. Das Spektrum der Erklärungen reicht von der Rezession über den Vermögenseffekt der Aktienmarkthausse bis hin zu demographischen Faktoren wie dem anteilmäßigen Vordringen junger Jahrgänge im Familiengründungsalter mit entsprechend hoher Ausgabenneigung⁶.

Staatliches Finanzgebahren

Welcher Anteil des Volkseinkommens gespart wird, hängt natürlich nicht nur vom Sparverhalten der privaten Haushalte und Unternehmungen ab, sondern auch von den Ausgaben und Einnahmen des Staates. Es war von vornherein klar, daß das Steuersenkungsprogramm, für sich allein genommen, die Ersparnis der öffentlichen Hand reduzieren würde. Selbst die Reagan-Administration hatte sich zu keiner Zeit die mit der vielzitierten Laffer-Kurve verbundene Vorstellung zu eigen gemacht, daß niedrigere Steuersätze zu höheren Steuereinnahmen führen würden. Und da (entgegen dem sog. ricardianischen Äquivalenzprinzip) nicht realistischere damit gerechnet werden konnte, daß die privaten Konsumausgaben vom Finanzierungsmodus der Staatsausgaben unberührt bleiben würden, hätte der öffentliche Konsum parallel zu den Steuern reduziert werden müssen, wenn wirklich ein Anstieg der volkswirtschaftlichen Sparquote das Ziel war. Die Kürzung der Staatsausgaben stand denn ja auch an erster Stelle des Reagan-Programms.

Vorderhand unbeantwortet blieb folgende Frage: Wie sollte es möglich sein, die in Aussicht genommene Output- und Beschäftigungsexpansion zu realisieren, wenn die Fiskalpolitik auf Senkung der privaten und öffentlichen Konsumquote angelegt war und die Geldpolitik auf ihren restriktiven antiinflationären Kurs verpflichtet blieb? Die Politik, deren erklärtes Ziel es war, die Triebkräfte des Angebotswachstums freizulegen, drohte offenkundig die Nachfrage nach diesem Angebot abzuwürgen. Aber nachfrageseitige Gesichtspunkte hatten in der theoretischen Konzeption des Reagan-Experiments keinen Platz. Das Ziel war ja gerade, eine radikale Abkehr von den traditionellen nachfrageorientierten keynesianischen Denkmustern zu vollziehen: „A crucial feature of the new approach to economic policy is to reject completely and I hope permanently the Keynesian fear of saving and to recognize that a higher saving rate would be a good thing for the American economy.“⁷

Der Jahreswirtschaftsbericht 1982, in dem die ganze Konzeption ausführlich dargelegt ist, geht noch einen Schritt weiter und identifiziert Konsumverzicht gleich mit

⁵ M. J. Boskin: Taxation, Saving, and the Rate of Interest, in: Journal of Political Economy, 86, 1978; L. H. Summers: Capital Taxation and Accumulation in a Life Cycle Growth Model, in: American Economic Review, 71, 1981.

⁶ Siehe z. B. D. Seligman: Why Americans Don't Save Enough, in: Fortune, April 2, 1984.

⁷ M. Feldstein: The Conceptual Foundations of Supply-Side Economics, in: Supply-Side Economics in the 1980s, Proceedings of a Conference sponsored by the Federal Reserve Bank of Atlanta and the Emory University Law and Economics Center, Quantum Books, 1982.

Tabelle 1
Projektionen der Reagan-Administration und tatsächliche Entwicklung 1981-84

	Das Erbe der Carter-Administration	Projektionen der Reagan-Administration					Tatsächliche Entwicklung			
	1980	1981	1982	1983	1984	1981	1982	1983	1984	
Arbeitslosenrate	7,1	7,8	7,2	6,6	6,4	7,6	9,7	9,6	7½ ^a	
Inflationsrate (Konsumentenpreise)	13,5	11,1	8,3	6,2	5,5	10,4	6,1	3,2	4 ^a	
Reales BSP-Wachstum	-0,3	1,1	4,2	5,0	4,5	2,6	-1,9	3,3	6 ^a	
Nominelles BSP-Wachstum	8,8	11,1	12,8	12,4	10,8	12,2	4,0	7,7	10¼ ^a	
Wachstum der Geldmenge M ₁	6,5	6,0	5,5	5,0	4,5	6,4	8,5	9,0	5,5 ^b	
Zins (kurzfr.) nominell	11,5	11,1	8,9	7,8	7,0	14,0	10,7	8,6	10¼ ^c	
real	-1,8	0	0,6	1,5	1,4	3,3	4,3	5,2	6	
Haushaltssaldo des Bundes (in Mrd. \$)	-60	-55	-45	-23	+1	-58	-111	-195	-184 ^d	

^a Prognose der OECD, Economic Outlook, July 1984. ^b 1. Quartal 1984. ^c Juli 1984. ^d Budget Fiskaljahr 1984. Quelle: America's New Beginning... a.a.O.; Economic Report of the President, 1984.

Kapitalbildung: „One way to expand the stock of physical capital is for the household and government sectors to reduce their combined demand for current consumption.“⁸

Die Geldpolitik

Ebensowenig konnte überzeugen, wie die Administration die fortgesetzte Verlangsamung der Geldmengenerweiterung mit ihren Zielvorgaben für das Wirtschaftswachstum in Einklang zu bringen gedachte. Die Idee war, daß der angebotsseitige Impuls der Steuer-senkung ein konstantes oder anfänglich sogar steigendes nominelles Sozialproduktwachstum in zunehmendem Maße mit Realwachstum ausfüllen sollte, während gleichzeitig die Inflationsrate unter der Einwirkung des rückläufigen Geldmengenzuwachstums sinken würde. Die Verwirklichung dieses Szenarios hätte zwei Dinge vorausgesetzt: Erstens hätten die von der monetaristischen Geldmengenpolitik konditionierten Inflationserwartungen und die Angebotseffekte der Fiskalpolitik eine hinreichend starke Wirkung auf die Preis-Mengen-Struktur des Sozialprodukts ausüben müssen, um die Inflationsrate ohne ein Beschäftigungsoffer zu senken. Und zweitens hätte das in Aussicht gestellte Nominal-einkommenswachstum bei Einhaltung der angestrebten Geldmengenziele einen Rückgang der Geldnachfrage vorausgesetzt, für den aber keinerlei Anlaß bestand. Wie aus Tabelle 1 hervorgeht, hätte die Umlauf-

geschwindigkeit der Geldmenge M₁ nach Maßgabe des Reagan-Programms zwischen 1981 und 1984 jährlich um 6 % - 8 % zunehmen müssen, obwohl sie vorher im Mittel nur um 3 % und noch nie länger als zwei Jahre hintereinander um mehr als 5 % gestiegen war. Dies allein ließ das kurz- bis mittelfristig anvisierte Einkommenswachstum als äußerst zweifelhaft erscheinen⁹.

Das Ziel des Haushaltsausgleichs

Mit dem Wachstumsziel war natürlich auch das Ziel des Haushaltsausgleichs in Frage gestellt. Denn ein geringeres Wachstum des Volkseinkommens implizierte auch ein geringeres Wachstum der Steuereinkünfte. Hätte der öffentliche Haushalt bis 1984 dennoch im Gleichgewicht sein sollen, so wären wesentlich weitergehende Ausgabenkürzungen ins Auge zu fassen gewesen. Dabei waren schon die ursprünglichen Sparvorschläge mehr Wunschdenken als realisierbares Programm. Um das Loch zu stopfen, das die Steuersenkungen und die zusätzlichen Verteidigungsanstrengungen bis 1984 in den Gesamthaushalt reißen würden, sahen die ersten Projektionen Einsparungen vor, die sich allein im Fiskaljahr 1984 auf 125 Mrd. \$ belaufen sollten. Das sind knapp 15 % der Ausgaben, die sich bei Fortschreibung des letzten Voranschlags der Carter-Administration ergeben hätten. Da die zentralen Elemente des sogenannten sozialen Sicherheitsnetzes, nämlich Social Security und Medicare, für Kürzungen niemals ernsthaft zur Diskussion standen, die Verteidigungsausgaben erhöht werden sollten und es auch bei den Zinszahlungen nichts zu streichen gab, stand für die Einsparungen nur noch ein kleiner Teilbereich von rund 30 % des Gesamthaushalts zur Verfügung. Dieser Bereich der „übrigen Ausgaben“ hätte nach den Sparvor-

⁸ Economic Report of the President, 1982, S. 116.

⁹ Diese Inkonsistenz zwischen Geldmengenzielen und Einkommensprojektionen war von Anfang an ein Zielpunkt der keynesianischen Kritik. Siehe z. B. W. Heller: Assessing the Reagan Economic Program, und J. Tobin: The Reagan Economic Plan: Supply-Side, Budget, and Inflation, beide in R. H. Fink (Hrsg.): Supply-Side Economics: A Critical Appraisal, Frederick 1982.

stellungen der Administration also halbiert werden müssen – was politisch zu keiner Zeit eine realistische Möglichkeit war.

Die einzigen nennenswerten Ausgabenkürzungen bewilligte der Kongreß im Laufe des Jahres 1981. Betroffen waren vor allem die Bereiche Energie, Erziehung und die Transfers an Staaten und Gemeinden. Aber diese Einsparungen beliefen sich nur auf ein gutes Drittel der unter optimistischen Annahmen erforderlichen Summe. Der Rest blieb entweder im Kongreß stecken oder wurde von der Administration schon gar nicht in konkreter Form unterbreitet. Da gleichzeitig die vorgeschlagenen Steuersenkungen ein wesentlich günstigeres Echo fanden und praktisch ohne Abstriche in Kraft traten, waren die heute so viel diskutierten Defizite von Anfang an programmiert.

Von der Rezession zum Aufschwung

Die geschilderten Ungereimtheiten trugen dazu bei, daß die Amtszeit der Reagan-Administration durch ungewöhnlich heftige Ausschläge der Konjunktur gekennzeichnet war. Zunächst kam es zur Rezession der Jahre 1981/82, die auf eine restriktive Geld- und Fiskalpolitik zurückzuführen war. Die Zentralbank hatte die Erholung von der „Minirezession“ des Jahres 1980 alimentiert, blieb im zweiten Halbjahr 1981 mit dem Geldmengenwachstum aber deutlich unterhalb ihres eigenen Zielkorridors, u. a. weil die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes in den vorangegangenen Quartalen rascher als erwartet gestiegen war. Von der Fiskalpolitik gingen 1981 in dreifacher Hinsicht kontraktive Impulse aus:

- Auf der *Einnahmenseite* machte sich das Steuersenkungsprogramm noch kaum bemerkbar. Erst im letzten Quartal 1981 trat eine erste, auf 5 % beschränkte Senkung der Einkommensteuer in Kraft. Bis dahin hatte sich aber aufgrund der weiterhin hohen Inflation die „kalte“ Erhöhung der Steuersätze fortgesetzt, so daß das Steuersystem im Jahre 1981 dem Wirtschaftskreislauf alles in allem mehr Kaufkraft entzog als 1980¹⁰.
- Auf der *Ausgabenseite* nahmen die zusätzlich geplanten Verteidigungsausgaben erst im Budget für das Fiskaljahr 1983 einen bedeutenden Umfang an. Dagegen gingen die realen Käufe der Staaten und Gemeinden infolge einschneidender Kürzungen der Transfers aus der Bundeskasse bis 1982 absolut zurück.
- Und drittens zeichnete sich trotz vorderhand noch bremsender Fiskalpolitik schon im Laufe des Jahres 1981 ab, auf welche *zukünftigen Defizite* man zusteuerte. Entsprechende Erwartungen wirkten auf den Finanz-

¹⁰ Vgl. die Schätzungen des zyklisch bereinigten Budgets in: Survey of Current Business, No 12, 1983, S. 32 f.

Tabelle 2
Geld- und Fiskalpolitik vom 2. Halbjahr 1981 bis zum 1. Halbjahr 1983

Periode	Wachstumsrate der Geldmenge M_1 (in % p. a.)	Defizit des Bundeshaushalts (in Mrd. \$ p. a.)		Reales Sozialproduktwachstum (in % p. a.)
		absolut	zyklisch bereinigt	
1981:II	5,0	79,1	68,7	-0,7
1982:I	5,9	110,9	69,8	-2,3
1982:II	11,2	183,3	123,3	-1,2
1983:I	14,5	174,7	115,2	+6,1

Quelle n: International Financial Statistics, February 1984, line 59 mab; Economic Report of the President, 1984, Tables B-2 und B-75; Survey of Current Business, No. 12, 1983, S. 33.

märkten qualitativ gleich wie die Restriktionspolitik des Federal Reserve, nämlich in Richtung eines höheren realen Zins- und Wechselkursniveaus. Der Crowding-out-Effekt der bevorstehenden fiskalpolitischen Expansion wurde damit gewissermaßen vorweggenommen und verstärkte den Rückgang der Gesamtnachfrage.

Mitte 1982 stellten Geld- und Fiskalpolitik dann gleichzeitig auf Expansion um: Die Geldmenge M_1 wuchs von Juli 1982 bis Juni 1983 mit mehr als verdoppelter Geschwindigkeit, und das Haushaltsdefizit schnellte nicht nur absolut, sondern auch auf zyklisch bereinigter Basis sprunghaft in die Höhe (Tabelle 2). Es war klassisches „pump priming“, und die Wirkung blieb nicht aus: Nach 1½-jähriger Rezession setzte die Wirtschaftstätigkeit Anfang 1983 zu einem kräftigen Aufschwung an, der auch heute noch anhält.

Wirkungen über den Konjunkturzyklus hinaus

Das Supply-side-Experiment hat gelehrt, daß es nicht Angebots- im Gegensatz zu Nachfragepolitik gibt, sondern nur Wirtschaftspolitik mit angebots- und nachfrage-seitigen Effekten, die beide in Betracht gezogen werden wollen. Was wachstumspolitisch motiviert war und ein zusätzliches Arbeits- und Kapitalangebot mobilisieren sollte, hat zunächst einmal – gänzlich unbeabsichtigte – konjunkturelle Wirkungen auf Arbeits- und Kapitalnachfrage ausgeübt. Nachdem nun aber die Talsohle der Konjunktur schon seit einiger Zeit durchschritten ist, stellt sich die Frage, welche längerfristigen Veränderungen das Reagan-Experiment über seine unmittelbaren zyklischen Effekte hinaus bewirkt hat.

Ein Ziel, das die Administration rascher als beabsichtigt erreicht hat, ist die Senkung der Inflationsrate. Neben der scharfen Rezession kam ihr dabei auch zu Hilfe, daß der Deregulierungsprozeß sowie eine verschärfte internationale Wettbewerbssituation in einigen Schlüsselsektoren das Lohnwachstum spürbar dämpften. Gelingt es der Geld- und Fiskalpolitik zu verhindern, daß

Tabelle 3
Investition und Ersparnis seit 1965¹

Periode	Herkunft der Ersparnisse		Verwendung der Ersparnisse	
	private inländische Netto- ersparnis	Kapital- importe	private inländische Netto- investition	Defizit der öffentlichen Haushalte
1965-69	8,3	-0,3	7,6	0,3
1970-74	7,4	-0,1	7,0	0,5
1975-79	6,9	0,1	6,0	1,1
1980	5,4	-0,2	4,1	1,2
1981	6,1	-0,1	4,9	0,9
1982	5,3	0,3	1,8	3,8
1983	5,8	1,1	2,8	4,0

¹ Angaben in % des Bruttosozialprodukts. Abweichungen von der Kreislaufidentität beruhen auf der statistischen Diskrepanz und Rundungsfehlern.

Quelle: Economic Report of the President, 1984.

der gegenwärtige Aufschwung in einer neuerlichen Überhitzung der Wirtschaft endet, so liegt es durchaus im Bereich des Möglichen, daß das in der Rezession erbrachte Beschäftigungsoffer nicht vergeblich gewesen ist, sondern als Preis des Übergangs zu einer Periode größerer Geldwertstabilität wird gelten können.

Was die wachstumspolitische Zielsetzung des Reagan-Experiments angeht, läßt sich jetzt wohl noch nicht voraussagen, in welchen längerfristigen Trend die Wirtschaftstätigkeit nach den zurückliegenden konjunkturellen Turbulenzen einmünden wird. Nicht gut stehen jedoch die Aussichten, daß die Reagan-Administration das Zwischenziel erreicht, das sie sich mit Blick auf die Beschleunigung des Wachstums gesetzt hat, nämlich die Gewichtsverlagerung in der Verwendungsstruktur des Sozialprodukts vom Konsum zur Ersparnis und zur Kapitalbildung. Zwar hat sich die Investitionstätigkeit nach dem scharfen Einbruch von 1982 bisher wieder normal – oder im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen sogar leicht überdurchschnittlich¹¹ – belebt. Über ihrer weiteren Entwicklung liegt jedoch der Schatten einer rapide gesunkenen Ersparnisbildung. Wie Tabelle 3 zeigt, hat sich der seit den 60er Jahren anhaltende Trend rückläufigen Sparens in den letzten Jahren verschärft fortgesetzt. Besonders schwer ins Gewicht fällt dabei das Entsparen des öffentlichen Sektors, dessen Ausgabenüberschuß in den Jahren 1982-83 rund 70 % der privaten inländischen Nettoersparnis absorbiert hat. Ohne tiefgreifende Korrekturen auf der Einnahmen- oder Ausgabenseite steht zu erwarten, daß die Finan-

¹¹ Vgl. Economic Report of the President, 1984, Table 6-2, S. 177.

¹² „A budget deficit of 5 % of GNP would absorb an amount equal to nearly all net saving and would virtually eliminate capital accumulation as a source of productivity growth and rising real incomes“ (Wall Street Journal, July 15, 1983).

¹³ Siehe z. B. J. Rutledge: The „Structural Deficit“ Myth, in: Wall Street Journal, August 4, 1983.

zierungslücke des Bundeshaushalts bis Ende des Jahrzehnts auf einem Niveau von 5 % des Sozialprodukts verharren wird.

Konsequenzen des Ungleichgewichts

Es besteht nicht völlige Einhelligkeit darüber, wie gravierend die Perspektive eines solchen andauernden Ungleichgewichts ist. Dramatische Konsequenzen hat Martin Feldstein in Aussicht gestellt¹².

Feldsteins implizite Diagnose lautet, daß der zinsunelastische Finanzierungsbedarf der Regierung den Kredit so stark verteuert, daß die privaten Investoren nicht mehr mithalten können und auf die Durchführung produktiver Investitionsprojekte verzichten müssen.

Demgegenüber meinen die dogmatischeren Supply-side-Ökonomen, die innerhalb der Reagan-Administration bisher die Oberhand behalten haben, daß die mit einer Sanierung der öffentlichen Finanzen fast zwangsläufig einhergehenden Steuererhöhungen mehr Schaden anrichten würden als das Haushaltsdefizit selbst.

Diese Gruppe bestreitet den Zusammenhang zwischen Defizit und Kreditkosten mit dem Argument, daß der Zins als Finanzmarktpreis nicht durch das Gleichgewicht der Stromgrößen Investition und Ersparnis bestimmt werde, sondern durch das Gleichgewicht der auf den Finanzmärkten gehandelten Bestände, im Vergleich zu denen das Defizit sehr klein ist¹³. Das hohe Zinsniveau reflektiere deshalb nicht den Kreditbedarf der Regierung, sondern die angesichts vergangener Erfahrungen immer noch nicht zerstreuten Inflationsbefürchtungen der Anleger. Das ist eine Erklärung, die deshalb nicht überzeugt, weil sich mangelndes Vertrauen in den Stabilitätskurs des Federal Reserve nicht nur auf dem Kapitalmarkt, sondern auch auf den Devisenmärkten manifestieren müßte. Der Dollar ist gegenüber ausländischen Währungen jedoch ungebrochen stark geblieben, was darauf hindeutet, daß die hohen Nominalzinsen auch real hoch sind und nicht eine versteckte Inflationsprämie reflektieren.

Feldsteins These, daß ein ausgetrocknetes Sparangebot zu einem bindenden Engpaß der Kapitalbildung zu werden droht, wirft die keynesianische Frage auf, ob zusätzliche Investitionen die zu ihrer Finanzierung erforderliche Ersparnis nicht selbst erzeugen. Wenn wir über die kurze Frist des Keyneschen Multiplikatorprozesses hinausblicken, so kommen für ein solches induziertes Sparen zwei Mechanismen in Frage: einerseits ein kaldorianischer Umverteilungsprozeß, in dessen Verlauf steigende Preise die Unternehmungsgewinne erhöhen und damit auch den Selbstfinanzierungsspielraum vergrößern. Für diesen Mechanismus bestehen

insofern günstige Voraussetzungen, als die Nominallöhne in den USA vergleichsweise träge auf das Preisniveau reagieren. Es wäre allerdings illusorisch, darauf zu setzen, daß die Ersparnis des Unternehmungssektors auf die Dauer die Lückenbüßerrolle spielen kann, wenn die privaten und öffentlichen Haushalte nicht sparen. Denn die implizierte funktionale Einkommensverteilung müßte früher oder später mit den Gleichgewichtsbedingungen des Arbeitsmarktes in Konflikt geraten.

Die Rolle des Kapitalimports

Von größerer Bedeutung dürfte ein anderes Ventil sein, das die Investitionstätigkeit vom Druck der öffentlichen Defizite entlastet, nämlich der Kapitalimport. Diese Finanzierungsquelle hat in den letzten Jahren an quantitativer Bedeutung stark zugenommen und beträgt gegenwärtig rund 2 % des Sozialprodukts. Das Leistungsbilanzdefizit als das güterwirtschaftliche Äquivalent des Kapitalzuflusses wird vom hohen realen Wechselkurs und vom Konjunkturfälle zum Ausland aufrechterhalten. Es entschärft zwar das Dilemma zwischen Konsumverzicht und stagnierender Kapitalbildung, geht aber zu Lasten der dem Weltmarkt ausgesetzten Wirtschaftszweige und droht zudem innerhalb weniger Jahre eine in Jahrzehnten aufgebaute internationale Gläubigerposition aufzuzehren – was in bezug auf das Realeinkommenswachstum ähnliche Konsequenzen hat wie das Unterlassen von Inlandsinvestitionen.

Auch dem Kapitalimport sind natürlich Grenzen gesetzt. Die Erfahrung lehrt, daß sich die Investitionsquote eines Landes trotz internationaler Kapitalströme nicht über einen längeren Zeitraum hinweg sehr weit von der Größenordnung entfernt, die durch das inländische Sparangebot vorgegeben ist¹⁴. Aber nichts spricht dafür, daß die ins System eingebauten Anpassungsprozesse besonders rasch laufen. Die Wechselkurs-, Zins- und Vermögenseffekte, welche die moderne Portfoliogleichgewichtstheorie als Folge einer anhaltenden Veränderung der Nettoauslandsposition erwarten läßt, wirken zwar alle in Richtung des Leistungsbilanzausgleichs, sind aber nach bisheriger Erkenntnis nicht von übermäßiger quantitativer Bedeutung¹⁵. Solange nicht die Wirtschaftspolitik bewußt gegensteuert, dürfte das

gegenwärtige außenwirtschaftliche Ungleichgewicht am ehesten von der Einebnung des internationalen Konjunkturfalles her eine Korrektur erfahren.

Auswirkung des Konsums

Als Fazit läßt sich festhalten, daß das Reagan-Programm – bzw. das, was davon im politischen Prozeß überlebt hat – genau das Gegenteil seiner wohl wichtigsten Zielsetzung bewirkt hat, nämlich eine prononciert konsumlastige Verwendungsstruktur des Sozialprodukts.

Was die als Preisanreize gedachten Steuervergünstigungen an *mikroökonomischen* Allokationswirkungen hätten erzielen sollen, wird von ihren kontraproduktiven *makroökonomischen* Kreislaufwirkungen völlig in den Schatten gestellt. Der gegebene Ansatzpunkt zu einer Erhöhung der Spar- und Investitionsquote ist deshalb im jetzigen Augenblick wohl weniger die Entzerrung der relativen Ertragsraten als die Eindämmung des öffentlichen Entsparens.

Die Meinungen über die kurz- bis mittelfristigen Aussichten der amerikanischen Wirtschaft sind geteilt. Während sich die Supply-side-Schule in dem kräftigen Aufschwung der letzten anderthalb Jahre nachdrücklich bestätigt sieht – Laffer: „Wer sagt da noch, Reaganomics funktioniere nicht?“¹⁶ –, verweisen skeptischere Beobachter auf die Risiken, die mit den Haushaltsfehlbeträgen, dem hohen Zinsniveau und der Abhängigkeit von fortgesetzten Kapitalimporten verbunden sind. Eine unmittelbare Gefährdung des Aufschwungs droht allerdings von keinem dieser Faktoren. Die expansive Fiskalpolitik bleibt eine Hauptstütze des Nachfragewachstums, und der Zinsanstieg ist der allokativen Mechanismus, der bei zunehmendem Auslastungsgrad der Kapazitäten den Spielraum für die Expansion des privaten und öffentlichen Konsums schafft.

Ausblick

Daß „Amerikas gegenwärtige Prosperität in hohem Maße vom guten Willen des Auslands abhängt“, weil „große Summen importierten Kapitals. . . einen Konsum-Boom zu finanzieren erlauben“¹⁷, bedeutet nicht, daß ein (jederzeit möglicher) Stimmungsumschwung unter den internationalen Investoren zuungunsten des Dollars dem „Konsum-Boom“ ein augenblickliches Ende setzen würde. Denn eine Portfolio-Umschichtung zurück in DM, Yen, SFr etc. ist keineswegs gleichbedeutend mit einer Umkehr der faktisch fließenden Kapitalströme, sondern würde zunächst einfach eine Neubewertung der ausstehenden Verbindlichkeiten und Forderungen – d. h. eine Dollar-Abwertung – erzwingen. Die indirekten Wirkungen einer solchen Wechselkurs-

¹⁴ Vgl. M. Feldstein: Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run, in: European Economic Review, 21, 1983.

¹⁵ Siehe in bezug auf den Wechselkurseffekt neuerdings M. P. Dooley, P. Isard: The Portfolio-Balance Model of Exchange Rates and Some Structural Estimates of the Risk Premium, IMF Staff Papers, 30, 1983.

¹⁶ Arthur B. Laffer: Vindication, in: Wall Street Journal, May 25, 1984.

¹⁷ So die Formulierung von Newsweek, February 27, 1984.

anpassung, nämlich die mittelfristige Reaktion des Import- und Exportvolumens, würde dann allerdings die Korrektur des Leistungsbilanzungleichgewichts, und damit auch den Rückgang des Kapitalimports, beschleunigen.

Ein schwieriges Problem wird die Wirtschaftspolitik zu lösen haben, wenn nach den kommenden Wahlen die Sanierung der öffentlichen Finanzen ernsthaft in Angriff genommen werden sollte – was, unabhängig vom Wahlausgang, als einigermaßen wahrscheinlich anzusehen ist. Denn namhafte Ausgabenkürzungen und/oder Steuererhöhungen, die frühestens im ersten Halb-

jahr 1985 beschlossen sein können, werden ihre volle Wirkung erst dann entfalten, wenn der gegenwärtige Aufschwung an Dynamik eingebüßt haben wird. Soll es nach der Episode von 1981/82 nicht nochmals passieren, daß eine auf langfristige Wirkungen hin angelegte und wachstumspolitisch auch unbestrittenermaßen erwünschte Politik zunächst einmal nur die Konjunktur destabliert, so wird der Kurswechsel der Fiskalpolitik nicht nur mit Bedacht dosiert, sondern auch eng mit der Geldpolitik abgestimmt werden müssen. Es ist freilich einige Skepsis am Platz, ob so viel Feinsteuerung gelingen kann.

USA

Entziehen die USA der übrigen Welt Kapital?

Anton Konrad, München

Die hohen amerikanischen Zinsen und die zuversichtlichen Erwartungen bezüglich der Entwicklung des Dollarkurses haben in den beiden vergangenen Jahren eine beispiellose Anziehungskraft auf Auslandskapital ausgeübt. So machte 1982 und 1983 der Bruttokapitalimport in die USA nicht weniger als 89 bzw. 83 Mrd. Dollar aus. Einer weitverbreiteten Ansicht gemäß wird dadurch das Kapitalangebot in der übrigen Welt verknappt. So wurde auf den verschiedenen Gipfelkonferenzen den USA geradezu der Vorwurf gemacht, sie hungerten die anderen Volkswirtschaften in bezug auf die Kapitalversorgung aus¹. Einer derartigen Auffassung entsprechen dann Forderungen wie: „Der Abfluß von Kapital aus der Bundesrepublik, das hier dringend für Investitionen gebraucht würde, muß gebremst werden.“²

Aber auch in den Vereinigten Staaten selbst wird offenbar der Kapitalimport als das probate Mittel angesehen, um die Finanzierung des Haushaltsdefizits ohne Beeinträchtigung der privaten Investitionsfinanzierung zu bewerkstelligen. Dies wurde vor allem durch eine Art von Zinsspaltung angestrebt: Während die für die Anregung des Kapitalimports relevanten Nominalzinsen relativ hoch blieben, wurden die für die Investitionsent-

scheidungen von US-Unternehmen wichtigeren Zinsen nach Steuern durch massive steuerliche Begünstigung der Investitionen herabgeschleust.

Neuerliche Bemühungen gehen dahin, den Kapitalimport durch institutionelle Änderungen anzuregen, um so eine Dämpfung des Zinsauftriebs zu erreichen. Diesem Ziel diene die jüngst beschlossene Aufhebung der Quellensteuer für ausländische Besitzer amerikanischer Wertpapiere. Daneben wird eine Reihe weiterer Maßnahmen diskutiert, wie die Ausgabe von speziellen Anleihen des Bundes und öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten für Ausländer oder die Erlaubnis, daß amerikanische Unternehmen auch Inhaberpapiere an Stelle der für Ausländer üblichen Namenspapiere emittieren können.

Haushaltsdefizit und Auslandsverschuldung

Die Notwendigkeit eines Kapitalimports wird für die USA gewöhnlich darauf zurückgeführt, daß die eigene Ersparnis nicht ausreicht, um gleichzeitig den Kreditbedarf des Staates und der privaten Investoren zu decken. Aus Tabelle 1 ist ersichtlich, inwieweit zur Finanzierung der Investitionen und des Haushaltsdefizits auf eine Auslandsverschuldung zurückgegriffen werden mußte.

Prof. Dr. Anton Konrad, 51, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Universität München. Die Schwerpunkte seiner Tätigkeit liegen auf der Außenwirtschafts-, Entwicklungs- und Konjunkturpolitik.

¹ Ähnliche Äußerungen finden sich auch in den Mitteilungen des Internationalen Währungsfonds: „Given the magnitude of the U.S. fiscal imbalance in relation to domestic saving, the deficits in this country are contributing to keeping interest rates high worldwide and to absorbing scarce capital from the rest of the world.“ Vgl. IMF Survey, 26. März 1984, S. 83.

² „Dollar weiter auf dem Höhenflug“, in: General-Anzeiger, Bonn, vom 24. Juli 1984.