Die amerikanischen Budgetdefizite und der Dollarkurs*

Von Dieter Cansier, Tübingen

Es ist eine weit verbreitete Auffassung, daß zwischen den amerikanischen Haushaltsdefiziten und der Entwicklung des Dollarkurses ein enger Zusammenhang besteht. Tatsächlich jedoch ist die Rolle, die die Fiskalpolitik seit Anfang der 80er Jahre gespielt hat, sehr umstritten. Die Meinungen gehen weit auseinander. Da empirische Untersuchungen eher gegen die Fiskalpolitik sprechen[1], wird häufig dem Einfluß der Haushaltsdefizite überhaupt keine größere Bedeutung beigemessen[2]. Diese Position soll der Ausgangspunkt unserer Überlegungen sein. Ich möchte im folgenden zwei Fragen behandeln: 1) Welche Wirkungen der Haushaltsdefizite sind aus theoretischer Sicht zu erwarten? Sprechen plausible theoretische Gründe gegen die Relevanz der Budgetpolitik? Dabei ist zwischen der Phase der Aufwertung des Dollars vom September 1980 bis März 1985 und der sich anschließenden bis heute andauernden Phase der Dollarabwertung zu unterscheiden. 2) Ergebnis der Dollaraufwertungen waren hohe amerikanische Leistungsbilanzdefizite, die in jüngster Zeit zum zentralen makroökonomischen Problem der internationalen Wirtschaftspolitik geworden sind. Daher soll zweitens gefragt werden, welche Bedeutung der Verringerung der amerikanischen Budgetdefizite für den Abbau des Leistungsbilanzdefizits zukommt.

I. Steigender Außenwert des Dollars und wachsende Haushaltsdefizite

Der gewogene Außenwert des Dollars gegenüber den Währungen von 14 Industrieländern erhöhte sich von September 1980 bis März 1985 um etwa 58%[3]. Gegenüber der DM stieg der Kurs im gleichen Zeitraum von DM 1,80

---

* Vortrag, gehalten vor der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg am 21. Januar 1988.

[1] Keinen Zusammenhang zwischen Haushaltsdefiziten, Zinssätzen und Dollaraufwertung sieht *Evans* (1985, 1986). Nach *Hooper* (1985) war der Einfluß eher schwach. Dagegen weist *Feldstein* (1986) den Haushaltsdefiziten die dominierende Rolle zu. Einen engen positiven Zusammenhang zwischen Budgetdefiziten und langfristigen Zinssätzen ermittelt *Hoelscher* (1986).

[2] Vgl. auch Council of Economic Advisers (1987), S. 113ff.

[3] Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Januar 1985 und Dezember 1987, jeweils S. 81* und S. 82*.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

auf über DM 3,50. Seit April 1985 verminderte sich der Außenwert kontinuierlich und liegt mittlerweile niedriger als im Jahr 1980, als die amerikanische Leistungsbilanz noch ausgeglichen war.

Für die Aufwertungsphase kann man zunächst feststellen: Die Aufwertung des Dollars ist nicht Folge einer verstärkten Nachfrage des Auslandes nach amerikanischen Gütern, sondern Folge einer verstärkten Nachfrage nach amerikanischen Vermögenswerten gewesen, anders läßt sich die Passivierung der Leistungsbilanz nicht erklären. Erklärungen der Dollaraufwertungen müssen also bei den Nettokapitalimporten ansetzen[4].

Für die massive Zunahme der Kapitalimporte werden eine Reihe von Gründen genannt. Eine Rolle mögen – wie häufig betont wird – relativ günstige Ertragserwartungen für Sachinvestitionen infolge der Steuererleichterungen und Deregulierungen sowie der Lohnzurückhaltung der Gewerkschaften gespielt haben, ebenso wie die Schuldenkrise in Lateinamerika – und die damit verbundene Kapitalflucht und Verringerung der Kapitalexporte der US-Geschäftsbanken – und die Liberalisierung des Kapitalexports in Japan. Am wichtigsten dürfte jedoch der Einfluß der Zinsentwicklung gewesen sein. Zwischen den Dollaraufwertungen und Zinssteigerungen (nominell und real) besteht eine auffallende Parallelität. Die Realzinsen erhöhen sich seit Oktober 1979, machen aber insbesondere 1981 bis 1983 einen kräftigen Sprung nach oben. Gleichzeitig bildet sich ab Mitte 1980 ein positives und im weiteren Verlauf zunehmendes und hohes Zinsgefälle heraus. Seit Ende 1984 fallen die amerikanischen Realzinsen und der Zinsvorsprung nimmt ab.

---

[4] Genauer betrachtet ist folgendes festzustellen (vgl. Tabelle 1): Die Aufwertung 1981 geht mit einer leichten Zunahme des Leistungsbilanzüberschusses und einer kräftigen Abnahme der Nettokapitalexporte (Kapitalverkehrsbilanz) einher. Daraus kann man entweder schließen, daß die Aufwertung allein Folge der Kapitalbewegungen war und die Zunahme des Leistungsbilanzüberschusses eine kurzfristig anomale Reaktion der Handelsbilanz auf die Aufwertung widerspiegelt oder daß ein gewisser Aufwertungsdruck ebenfalls von den Leistungsbilanzüberschüssen herrührte. Bei der zweiten Interpretation ist nicht ganz ausgeschlossen, daß die Handelsbilanz bereits kurzfristig normal auf die Wechselkursänderungen reagiert hat. Im allgemeinen wird jedoch eine verzögerte Reaktion angenommen. So geht die OECD davon aus, daß der Anstieg des Dollars 1981 durch die verzögerte Anpassung erst ab Mitte 1983 eine drastische Verschlechterung der amerikanischen Handelsbilanz bewirkt hat (Dezember 1981, S. 56). Zugleich argumentiert sie später, daß ein Aufwertungsdruck ebenfalls vom Leistungsbilanzüberschuß herrührte (Juni 1982, S. 62).

Ab 1982 weist die Leistungsbilanz rasch wachsende Defizite auf. Die Defizite werden bis 1985 fast ausschließlich durch Veränderung der privaten Nettoauslandsposition der Vereinigten Staaten finanziert. Ab 1986 nimmt die offizielle Finanzierung stark zu. Im ersten Halbjahr 1987 mußte über 40% des Leistungsbilanzdefizits durch öffentliche Interventionen finanziert werden.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 1: **US-Leistungsbilanz und ihre Finanzierung, in Mio. $**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Leistungsbilanz[a] (–: Defizit)	3725	4470	–11213	–41562	–101530	–117680	–141300	–160700
Finanzierung:[b] Kapitalverkehrsbilanz (–: Kapitalexport)	–10483	–4473	13846	36632	99578	123320	108000	104000
Langfristiger Kapitalverkehr	–6817	11276	7638	4927	39704	61010	73800	34500
Kurzfristiger Kapitalverkehr (ohne Geschäftsbanken)	32538	27519	51291	8037	36704	22600	15900	25100
Kapitalverkehr der Geschäftsbanken	–36204	–43268	–45083	23668	23170	39710	18300	44400
Veränderung der Nettoauslandsposition der Zentralbank	–6758	–3	2634	–4930	–1936	5640	–33300	–56700

a) saisonbereinigt. – b) nicht saisonbereinigt.
Quellen: OECD, Economic Outlook, Dezember 1980 bis Dezember 1987.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Offen ist, welche Faktoren bestimmend für den Zinsanstieg gewesen sind. Da seit Anfang der 80er Jahre zugleich eine straffe Geldpolitik und eine expansive Haushaltspolitik betrieben werden, könnte durchaus die Auffassung vertreten werden, daß von den Haushaltsdefiziten keine wesentlichen Einflüsse ausgegangen sind, vielmehr der Zinsanstieg Folge der restriktiven Geldpolitik und der günstigen Ertragserwartungen gewesen ist. Unzweifelhaft hat die Geldpolitik, die unter dem Eindruck zweistelliger Inflationsraten und hoher Inflationserwartungen seit dem 4. Quartal 1979 einen restriktiven Kurs einschlägt und diesen Kurs im Prinzip bis Ende 1984 beibehält, eine wichtige Rolle gespielt. International gesehen übernahm die amerikanische Notenbank eine Führungsrolle in der Inflationsbekämpfung, so daß die amerikanische Geldpolitik auch restriktiver angelegt war als im Ausland.

Ziemlich parallel dazu erhöhte sich jedoch auch das Haushaltsdefizit des Bundes bereits 1980 kräftig, um dann mit der neuen Finanzpolitik Präsident *Reagans* seit 1982 in raschem Tempo anzusteigen[5]. Die neue Finanzpolitik findet erstmals ihren Niederschlag im Haushaltsplan für das Haushaltsjahr 1982, das am 1. Oktober 1981 beginnt. Die Einkommensteuer wird – verteilt über drei Jahre – kräftig gesenkt, und die Abschreibungsbedingungen für neue Investitionen werden wesentlich verbessert. Die Grenzsteuersätze werden um etwa ein Viertel herabgesetzt, der Spitzensteuersatz von 70% auf 50% reduziert und die Abschreibungsfristen auf 3 und 5 Jahre bzw. 18 Jahre (für Gebäude) verkürzt. Wichtigstes Ziel dieser Maßnahmen war die Förderung der Leistungs- und Investitionsanreize. Auf der Ausgabenseite werden zur gleichen Zeit die Verteidigungsausgaben stark erhöht. Sie sollten von 5,5% auf 8% des Bruttosozialproduktes ansteigen. Insgesamt waren keine Haushaltsdefizite eingeplant, vielmehr sollte sogar das von Präsident *Carter* übernommene Defizit in Höhe von 70 Mrd. Dollar bis Mitte der 80er Jahre abgebaut werden. Die Budgetentwicklung verlief aber ganz anders. Die ehrgeizige Aufgabe, Steuern und Staatsausgaben bei erheblichen Umschichtungen im Haushalt zu senken, wurde nicht bewältigt. Die Möglichkeiten der Ausgabenkürzung und die wirtschaftliche Entwicklung wurden zu günstig eingeschätzt. Das Budget geriet außer Kontrolle. Die Defizite nahmen ungeahnte Größenordnungen an. Sie erhöhten sich sprunghaft von 79 Mrd. Dollar im Haushaltsjahr 1981 auf 128 Mrd. im Haushaltsjahr 1982 und ein Jahr später noch einmal auf 208 Mrd. Dollar. Während das Defizit des Bundes in den 70er Jahren etwa 2% des Bruttosozialproduktes betrug, erreichte es 1983 die Rekordhöhe von 6% und verharrte dann bei gut 5%. Erst in jüng-

[5] Gemessen sowohl anhand des tatsächlichen als auch des strukturellen Budgetdefizits, vgl. Tabelle 2.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ster Zeit ist eine rückläufige Tendenz zu beobachten. Bezogen auf alle Gebietskörperschaften liegt die Defizitquote allerdings niedriger, weil die Haushalte der Bundesstaaten und Gemeinden traditionell Überschüsse aufweisen (vgl. Tabelle 3). Während also ursprünglich eine Politik geplant war, die in ihren Wirkungen auf die Gesamtnachfrage die Geldpolitik unterstützen sollte, wurde tatsächlich eine stark expansive Budgetpolitik betrieben, die in eigenartigem Gegensatz zur restriktiven Geldpolitik steht. Im internationalen Vergleich sind ebenfalls für die Finanzpolitik erhebliche Unterschiede festzustellen. Während die Haushaltsdefizite in den Vereinigten Staaten seit 1980 ansteigen, gehen sie in Japan, der Bundesrepublik Deutschland und in anderen europäischen Ländern zurück (gemessen anhand des strukturellen Defizits, vgl. Tabelle 2). Die amerikanische Budgetpolitik verfolgte einen expansiveren Kurs als im Ausland. Daher läßt sich das zunehmende Zinsgefälle auch aus internationalen Unterschieden in der Haushaltspolitik erklären.

Aus der Konstellation einer „tight-money-easy-budget"-Politik leitet sich nach konventionellen theoretischen Vorstellungen ein besonders kräftiger Anstieg der Zinsen ab, so daß die amerikanische Zinsentwicklung von daher gut erklärbar erscheint. Unklar ist freilich, welche relative Bedeutung der einen und der anderen Politik dabei zukommt.

Nach herkömmlichen theoretischen Vorstellungen steigen die Zinsen im Zuge wachsender Haushaltsdefizite sowohl wegen der erhöhten staatlichen Kreditnachfrage zur Finanzierung der Defizite als auch wegen der expansiven Wirkungen und des damit verbundenen erhöhten Transaktionskassenbedarfs, eine gegebene Geldmenge jeweils vorausgesetzt. Die Gründe für einen Zinsanstieg sind:

- das zunehmende marginale Risiko für den risikoscheuen Investor, wenn er zusätzliche unsichere Wertpapiere in sein Portefeuille aufnimmt,
- das Keynesianische Spekulationsmotiv,
- die Notwendigkeit eines höheren Zinssatzes, wenn ein zusätzliches Sparen angeregt werden soll, da die marginale Zeitpräferenzrate mit abnehmendem Konsum steigt und einen höheren finanziellen Ausgleich verlangt,
- die gegebene Zentralbankgeldmenge, die den Kreditschöpfungsspielraum der Geschäftsbanken begrenzt.

Sind diese Aussagen wesentlich zu relativieren, wenn man versucht, die amerikanische Budgetpolitik zu beurteilen? Führt eine differenziertere Analyse zum Ergebnis, daß keine nennenswerten Zinseffekte aufgetreten sind? Es könnten drei Aspekte eine Rolle gespielt haben: die Monetisierung

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 2: **Änderungen der Gesamtdefizite der öffentlichen Haushalte in den G-5-Ländern in Prozent des BSP/BIP (–: Erhöhung)**

	tatsächliche Defizite					strukturelle Defizite				
	USA	Japan	BR Deutschland	Frank-reich	U.K.	USA	Japan	BR Deutschland	Frank-reich	U.K.
1980	–1,8	0,3	–0,4	0,7	–0,2	–0,5	0,2	–0,2	1,3	1,1
1981	0,3	0,6	–0,8	–1,9	0,7	0,9	0,6	0,1	–1,0	2,9
1982	–2,5	0,2	0,4	–0,9	0,5	–0,9	0,3	1,2	–0,6	1,5
1983	–0,3	–0,1	0,8	–0,4	–1,3	–0,7	0,5	1,1	–0,1	–1,3
1984	1,0	1,6	0,6	0,5	–0,3	–0,5	1,0	0,2	0,4	–0,8
1985	–0,5	1,3	0,8	–0,2	1,0	–0,8	0,5	0,6	0,6	0,5
1986	–0,2	–0,1	–0,1	0	0,3	–0,4	0,3	–0,3	0	–0,3
1987[a)]	1,1	0,9	–0,5	0,7	1,3	0,9	+0,7	–0,3	0,7	0,3
1980 - 84[b)]	–3,3	2,6	0,6	–2,0	–0,6	–1,7	2,6	2,4	0	3,4
1985 - 87[b)]	0,4	2,1	0,2	0,5	2,6	–0,3	1,5	0	1,3	0,5

a) vorläufige Angaben. – b) kumulative Änderungen.
Quellen: OECD, Economic Outlook, Dezember 1984, Dezember 1985, Juni 1986, Juni 1988.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 3: **Defizite der öffentlichen Haushalte in den USA**

	Defizite (:–) Mrd. $			Defizitquote			
	Bund (Haushaltsjahr) I	Bund (volksw. Gesamtrechnung) II	Gesamt (Bund, Bundesstaaten u. Gemeinden) III	I in v. H. des BSP	II in v. H. des BSP	III in v. H. des BSP	III in v. H. der Bruttoersparnis
1979	– 40,2	– 16,1	11,5	–1,6	–0,6	0,5	2,5
1980	– 73,8	– 61,3	– 34,5	–2,8	–2,2	–1,3	– 7,7
1981	– 78,9	– 63,8	– 29,7	–2,1	–2,1	–1,0	– 5,7
1982	–127,9	–145,9	–110,8	–4,0	–4,6	–3,5	–24,8
1983	–207,8	–176,0	–128,6	–6,2	–5,2	–3,8	–27,7
1984	–185,3	–170,0	–101,5	–5,0	–4,5	–2,8	–17,7
1985	–212,3	–198,0	–136,3	–5,4	–4,9	–3,3	–24,7
1986[a)]	–220,7	–205,0	–145,0	–5,3	–4,8	–3,5	–27,0
1987[a)]	–148,0	–154,0	–106,0	–3,9	–3,4	–2,4	

a) vorläufige Angaben.

Quellen: Economic Report of the President, Washington (1987), S. 276, 331, 335 und OECD, Economic Outlook, Dezember 1987, S. 23, 83, und 186.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der Budgetdefizite, das Argument *Barros,* daß das Angebot zusätzlicher Staatspapiere seine eigene Nachfrage schafft und der Einfluß der internationalen Kapitalströme.

(1) Eine kompensierende Erhöhung der Geldmenge kann man ausschließen, denn die Geldpolitik orientierte sich strikt am Ziel der Inflationsbekämpfung und war deshalb auch bereit, relativ hohe Zinsen in Kauf zu nehmen. Daß sich der Fiskus durch Inflationierung der Schuldenlast entledigen wollte, steht in völligem Widerspruch zu diesem Ziel. Auch das Motiv, die Investitionen zu stützen, dürfte angesichts der günstigen Entwicklung der privaten Investitionen keine Rolle gespielt haben. Die private Investitionsquote war trotz der hohen Zinsen relativ hoch, was sich mit den günstigen Ertragserwartungen und Steuerentlastungen erklären läßt. Die restriktiven Wirkungen der Politik zeigten sich vor allem im „crowding-out" von Nettoexporten. Bleibt als mögliches Argument, daß es der amerikanischen Notenbank nicht hinreichend gelungen ist, den durch verstärkte Refinanzierungen der Geschäftsbanken ausgelösten Geldschöpfungsprozeß zu kontrollieren. Aber auch dafür gibt es kaum Anhaltspunkte, denn die Entwicklung der Geldmenge M_2 – die seit 1982 die wichtigste Zielgröße der Geldmengensteuerung darstellt – hielt sich während des Betrachtungszeitraums im Rahmen des Zielkorridors von 6 - 9%. Allerdings könnte man ein Indiz für eine gewisse Monetisierung darin sehen, daß die Wachstumsrate der Geldmenge M_2 über der mittleren Rate des Zielkorridors lag[6].

(2) *Barros* These, daß das Angebot von Staatspapieren seine eigene Nachfrage schafft, liegen ultrarationale Erwartungen der Steuerzahler zugrunde. Diese These ist der „neuen klassischen Makroökonomik" zuzurechnen. Sie ist als Äquivalenztheorem seit *Ricardo* in der Finanzwissenschaft bekannt. Steuern und öffentliche Verschuldung sind danach äquivalente Finanzierungsinstrumente. Die Steuerzahler antizipieren die späteren Schuldendienststeuern und gehen davon aus, daß der Gegenwartswert der zukünftigen Steuern genau dem Wert der emittierten Staatspapiere bzw. dem Budgetdefizit entspricht. Die Kreditaufnahme hat für den Steuerzahler deshalb den gleichen Charakter wie eine aktuelle Steuer. Um für die zukünftigen Steuerzahlungen vorzusorgen, sparen die Steuerzahler verstärkt. Ein zusätzliches Sparen in Höhe des Budgetdefizits verschafft ihnen gerade die Mehreinnahmen, die sie später für die Steuerzahlungen benötigen. Es kommt zu keinerlei Zinssteigerungen.

Man muß sich wundern, daß *Barros* These – die bereits von *Ricardo* abgelehnt worden ist – in der „neuen klassischen Makroökonomik" so viel

[6] Vgl. *Hooper* (1986), S. 132f.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zuspruch findet. Barro selbst läßt in seinem Lehrbuch „Makroökonomie" keinen Zweifel daran, daß er sein Modell für realistischer hält als das konventionelle keynesianische Modell[7]. Dem muß man vehement widersprechen. Das Äquivalenztheorem stellt unerfüllbare Anforderungen an Vorstellungskraft, Abstraktionsvermögen und Wissen der Bürger. Es geht von einem einfachen überschaubaren Steuersystem (genau genommen einer Kopfsteuer), fehlenden Überwälzungsvorgängen, gleichen Einkommen und gleichen individuellen Verhaltensweisen aus. Es setzt Vorhersehbarkeit der Politik voraus, obwohl kein Modell dem Steuerzahler hilft, die Inzidenz unseres komplizierten Steuersystems zu beurteilen und die zukünftigen Entscheidungen der Politiker über Steuererhöhungen oder auch Ausgabenkürzungen zu antizipieren. Der Bürger weiß nicht einmal, wann und wie hoch sich der Staat verschuldet und über welche Zeit in welcher Höhe Schuldendienstzahlungen anfallen werden. In der Regel kommt es überhaupt nicht zu einer Tilgung der ausstehenden Staatsschulden, weil die Haushalte ständig defizitär sind. Tilgung und Steuererhöhungen werden ad calendas graecas aufgeschoben.

Die *Barro*-These ist also höchst unplausibel. Es ist deshalb auch nicht überraschend, daß sich für ein kompensierendes Mehrsparen keine empirischen Anhaltspunkte finden. Während sich der Anteil der öffentlichen Defizite am Bruttosozialprodukt in den Vereinigten Staaten kräftig erhöht hat, hat sich die private Sparquote kaum verändert.

(3) Es ist unstrittig, daß angesichts der hohen internationalen Kapitalmobilität ein enger internationaler Zinszusammenhang besteht. Bei vollkommener Kapitalmobilität würden schon kleinste Zinserhöhungen sehr hohe Kapitalimporte induzieren und keine nennenswerten Zinsänderungen zulassen. Offensichtlich entspricht die Realität nicht dieser Modellwelt, denn tatsächlich läßt sich ein hohes Zinsgefälle zugunsten der Vereinigten Staaten beobachten.

Der kritische Punkt im Zusammenhang mit dem Phänomen der internationalen Kapitalmobilität ist ein anderer. Denn: Es hängt vom Grad der Kapitalmobilität ab, ob eine expansive Haushaltspolitik mit einer Aufwertung oder eventuell auch mit einer Abwertung der heimischen Währung verbunden ist. Es kann auch zur Abwertung kommen, was dann ein Beleg für die Irrelevanz der amerikanischen Budgetdefizite wäre.

Von der expansiven Finanzpolitik gehen zwei divergierende Einflüsse auf den Devisenmarkt aus: Die Zunahme des Volkseinkommens führt zur Passivierung der Leistungsbilanz und damit zu einem Nettodollarangebot. Die

[7] Vgl. *Barro* (1986), S. 457ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zinsbedingten Kapitalimporte erhöhen dagegen die Dollarnachfrage. Wie die Modelltheorie zeigt (*Mundell-Fleming*-Modell), hängt der Nettoeffekt von den marginalen Nettogüterimporten (preis- und einkommensbedingt) bezogen auf die marginalen (zinsbedingten) Nettokapitalimporte im Verhältnis zu den den marginalen Zinsanstieg je zusätzlichem Sozialprodukt bestimmenden monetären Parametern ab. Dieses Resultat ist zwar für eine „kleine" offene Volkswirtschaft abgeleitet, die Sozialprodukt, Preisniveau und Zinssatz des Auslandes nicht zu beeinflussen vermag. Jedoch auch für ein „großes" Land, zu dem die Vereinigten Staaten wohl zählen, bleibt es bei der Grundaussage, daß die Reaktion des Wechselkurses entscheidend von der Zinselastizität der Kapitalströme bestimmt wird. Bei hoher Elastizität tritt der Aufwertungseffekt ein, sonst kommt es zur Abwertung. Die fehlenden Zugangsbeschränkungen und die große Effizienz des amerikanischen Finanzmarktes, die geringen Transaktionskosten und die Professionalisierung des Kapitalverkehrs sprechen für eine sehr hohe Zinselastizität.

Wenn diese Annahme zutrifft, hat dies aber zugleich auch wichtige Konsequenzen für die Beurteilung der expansiven Wirkungen der Haushaltsdefizite. Denn bei hoher Kapitalmobilität führen schon geringe Zinssteigerungen zu einer starken Konterkarierung der fiskalischen Impulse durch Verdrängung von Nettoexporten. Möglicherweise haben also die amerikanischen Defizite weitaus weniger expansiv gewirkt, als gemeinhin angenommen wird.

Alles in allem kann man nach diesen Überlegungen sehr wohl davon ausgehen, daß die Budgetdefizite Zinsen und Dollarkurs erhöht haben. Wie stark allerdings der relative Beitrag der Fiskalpolitik gewesen ist, muß offen bleiben. Restriktive Geldpolitik, günstige Ertragserwartungen und expansive Finanzpolitik haben zusammengewirkt und die massive Dollaraufwertung herbeigeführt. Das Zusammentreffen dieser drei Impulse erklärt die ausgeprägten Zinserhöhungen.

II. Dollarabwertung und Haushaltsdefizite

In der zweiten Phase findet ein Kurswechsel zugunsten einer „easier money policy" statt. Als sich die Konjunktur in den Vereinigten Staaten 1984/85 stark abschwächte, ging der Fed in der zweiten Hälfte 1984 zu einer expansiven Geldpolitik über. Die amerikanischen Zinsen und der Zinsvorsprung gegenüber dem Ausland nehmen seit dem 4. Quartal 1984 ab, etwas später – ab April 1985 – beginnt die Talfahrt des Dollars. Die Erklärung des Dollarrückgangs bereitet insofern einige Schwierigkeiten, als die Kapitalimporte zunächst (1985) noch weiter zunehmen, und zwar stärker als das

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Leistungsbilanzdefizit. Erst ab 1986 gehen die Kapitalimporte zurück und unterschreiten sie Leistungsbilanzdefizite[8]. Warum konnte der Außenwert des Dollars unter diesen Bedingungen fallen? Der wichtigste Grund besteht offensichtlich darin, daß das Leistungsbilanzdefizit ex ante schneller gestiegen ist als die Nettokapitalimporte. Durch die Abwertungen ist dann das Defizit verringert worden. Die Leistungsbilanz muß also 1985 bereits kurzfristig normal auf die Wechselkursänderungen reagiert haben. Einen zusätzlichen Einfluß haben die Interventionen der amerikanischen Notenbank zugunsten eines niedrigeren Dollarkurses ausgeübt[9]. Diese Geldschöpfung fügt sich sinnvoll in das neue expansive Konzept der Geldpolitik ein, insbesondere auch deshalb, weil in dem hohen Dollarkurs eine wesentliche Ursache für die Konjunkturabschwächung gesehen wurde.

Für die Abwertungen nach der Anfangsphase waren dann die abnehmenden Zinsdifferenzen, das zunehmende Leistungsbilanzdefizit, die sich verstärkenden Abwertungserwartungen und die Umkehr in der Kapitalgewinnspekulation bestimmend.

Mit der Entwicklung des Haushaltsdefizits haben die Abwertungen auf den ersten Blick wenig zu tun. Denn die Defizite (Anteil am Bruttosozialprodukt) nehmen zunächst noch weiter zu (das strukturelle Defizit bis 1986), so daß sich die expansiven Wirkungen verstärken. Erst 1987 verringert sich der Anteil des staatlichen Defizits am Bruttosozialprodukt, und zwar deutlich um einen Prozentpunkt. Auch im internationalen Vergleich gehen die amerikanischen Haushaltsdefizite erst 1987 stärker zurück als in den anderen Ländern (vgl. Tabelle 2). Die laufenden Defizite haben also zunächst noch zinserhöhend gewirkt, erst 1987 haben sie ebenso wie die Geldpolitik zur Verringerung des Zinsgefälles beigetragen.

Stärkere und frühzeitigere Wirkungen könnten aber mit den Defiziten verbunden gewesen sein, wenn die von *Feldstein* propagierte These zutrifft, daß nicht die laufenden, sondern die erwarteten zukünftigen Budgetdefizite für die Devisen- und Finanzmärkte relevant sind[10]. Es lassen sich zwei Erwartungshypothesen unterscheiden:

---

[8] Die bis 1986 noch stark zunehmenden langfristigen Kapitalimporte sind auf Kursgewinnerwartungen bei langfristigen Wertpapieren zurückzuführen. Der kräftige Rückgang der Inflationsraten löste weitere Preissenkungserwartungen aus, die zu einer vermehrten Nachfrage nach Wertpapieren führten und Kurssteigerungen hervorriefen. Die ausländischen Anleger, insbesondere die japanischen Anleger, rechneten damit, daß sich dieser Trend fortsetzen würde. In Abwägung mit den erwarteten Währungsverlusten (Wechselkurserwartung) dominierte die Erwartung weiterer Kursgewinne. 1987 kehrte sich die Situation um. Vgl. OECD, (Dezember 1987), S. 75 f.

[9] Die Nettoauslandsposition der amerikanischen Zentralbank hat sich 1985 um 5,8 Mrd. Dollar erhöht.

[10] *Feldstein* (1986), S. 364 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

- Die „Krisenhypothese" unterstellt, daß die erwarteten hohen Haushaltsdefizite das Vertrauen der Anleger in die amerikanische Wirtschaft und Währung erschüttert hätten. Früher oder später seien rigorose Eingriffe unvermeidlich, sei es, daß der Staat versucht, die Staatsschuld durch Inflationierung zu verringern oder daß die Steuern drastisch erhöht oder die Ausgaben stark gekürzt werden, ungeachtet möglicher Rezessionsgefahren. Inflations- oder Rezessionserwartung hätten also zu Kapitalabflüssen geführt und die Abwertungen des Dollars mit hervorgerufen. Gegen diese These spricht, daß in den Jahren 1985 und 1986 die Inflationsraten niedrig waren und die langfristigen Kapitalimporte noch kräftig zunahmen.
- Die entgegengesetzte „Vertrauenshypothese" knüpft daran an, daß sich 1985 eine Wende in der amerikanischen Finanzpolitik abzeichnet. Es stehen nun die Bemühungen um einen Abbau des Haushaltsdefizits im Vordergrund. Im Dezember 1985 wird vom Präsidenten das *Gramm-Rudman*-Haushaltskontrollgesetz unterzeichnet, das eine stetige Verringerung der Haushaltsdefizite auf mittlere Sicht zwingend vorschreibt. Das Gesetz sieht feste Obergrenzen für die zulässige Neuverschuldung des Bundes vor. Das frühere Ziel *Reagans,* den Haushalt vollständig auszugleichen, wird wieder aufgegriffen und hier gesetzlich verankert. Das Budget soll 1993 ausgeglichen sein. Abweichungen von den Obergrenzen sollen nur zugelassen sein, wenn das Sozialprodukt in zwei aufeinander folgenden Vierteljahren stagniert. Sofern sich Präsident und Kongreß nicht freiwillig auf die Einhaltung der Zielwerte einigen, werden die Ausgaben nach einem festen Schlüssel automatisch gekürzt.

Nach dieser Hypothese gehen die Märkte davon aus, daß später entweder die Zinsen sinken oder der Dollarkurs fallen wird[11]. Wenn Zinssenkungen erwartet werden, vermindert sich bereits in der Gegenwart der langfristige Zinssatz, weil verstärkt Wertpapiere nachgefragt werden und die Kreditnachfrage zurückgeht. Da auch Ausländer mit dieser Entwicklung rechnen, nehmen die Kapitalimporte zunächst zu, später jedoch führen Kursgewinnrealisierungen zu erhöhten Kapitalexporten und das niedrigere Zinsniveau zu einem schwächeren Zustrom von Kapital, so daß sich der Abwertungseffekt durchsetzt. Sofern sich mit der Konsolidierungspolitik andererseits die Vorstellung verbindet, daß es in der Zukunft zu einer Abwertung des Dollars kommt, führen Abwertungserwartungen zu Kapitalabflüssen und zu

[11] Die Bedeutung der zukünftigen Defizite für den langfristigen Zinssatz und den Wechselkurs heben *Blanchard* und *Dornbusch* (1984) sowie Dornbusch (1986), S. 195f. hervor. Darauf, daß Zinssenkungserwartungen durch das *Gramm-Rudman*-Gesetz ausgelöst worden sind, stellt *Gordon* (1987), S. 151 ab.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 4

Obergrenzen für die Haushaltsdefizite nach dem „Balanced Budget and Emergency Defizit Control Act" vom 12. Juni 1987

Haushaltsjahr	Defizit (in Mrd. Dollar)
1988	144
1989	136
1990	100
1991	64
1992	28
1993	0

Abwertungstendenzen in der Gegenwart. Ebenso wie zunehmende Haushaltsdefizite eine Aufwertung erwarten lassen, legt die Konsolidierungspolitik es nahe, daß es zu einer Abwertung kommen wird, so daß entsprechende Erwartungen der Devisenmärkte durchaus begründet erscheinen.

Die erwarteten geringeren Defizite können also frühzeitig Abwertungstendenzen gefördert haben. Bedeutendere Einflüsse sind allerdings erst für die Zeit ab 1986 und insbesondere für die jüngste Zeit anzunehmen. Das *Gramm-Rudman*-Gesetz war nicht nur überraschender Schlußpunkt eines monatelangen Streits zwischen Kongreß und Präsidenten um eine freiwillige Verringerung der Defizite, sondern es bestanden von vornherein auch Zweifel an der Verfassungsmäßigkeit. Wegen der Mitwirkung des Präsidenten des Bundesrechnungshofes bei der Ausführung des Gesetzes wurde es am 7. Juli 1986 für verfassungswidrig erklärt. Erst ein Jahr später (vgl. Tabelle 4) erhielt es seine endgültige Form. Zwar nahm der Kongreß inzwischen erhebliche Ausgabenkürzungen vor, dies änderte jedoch nichts daran, daß die für das Haushaltsjahr 1986 vorgesehene Defizitgrenze weit überschritten wurde. Erst 1987 kündigt sich mit dem kräftigen Rückgang der staatlichen Defizitquote auf etwa 2½ v. H. und den Ende des Jahres ergriffenen Maßnahmen zur Sicherung der Einhaltung der Zielwerte für die Haushaltsjahre 1988 und 1989 die endgültige Wende in der Budgetentwicklung an.

III. Die Bedeutung der Konsolidierungspolitik für den Abbau des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits

Der Abbau des Leistungsbilanzdefizits erfordert von amerikanischer Seite eine restriktive Politik. Um Rezessionsgefahren in den anderen Ländern zu vermeiden und um die amerikanischen Anstrengungen zu unterstützen, können die Partnerländer zugleich eine expansive Politik betreiben.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Auf diese kombinierte Strategie haben sich die sieben großen Industriestaaten im Louvre-Abkommen vom Februar 1987 geeinigt. Die Vereinigten Staaten haben sich verpflichtet, ihre Haushaltsdefizite zu verringern und eine weniger expansive Geldpolitik zu betreiben. Eine entsprechende Änderung der Geldpolitik ist seit Mitte 1987 zu beobachten. Das *Gramm-Rudman*-Gesetz würde, wenn es befolgt wird, in den nächsten Jahren einen ausgeprägt restriktiven Kurs der Haushaltspolitik bedeuten. Die Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen haben sich verpflichtet, durch eine expansive Geld- und Finanzpolitik die Binnennachfrage anzuregen. Ziel der gemeinsamen Politik ist die Verringerung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits und der damit verbundenen internationalen Ungleichgewichte bei Verhinderung eines weiteren Falls des Dollarkurses.

Auf einige Aspekte dieser Politik soll im folgenden eingegangen werden. Es soll gefragt werden, ob die Finanz- oder die Geldpolitik das geeignetere Instrument zur Verringerung der Leistungsbilanzdefizite darstellt und ob es sinnvoll ist, die Konsolidierungspolitik durch eine restriktive Geldpolitik zu ergänzen.

Zwischen der restriktiven Geld- und Finanzpolitik besteht unter dem zahlungsbilanzpolitischen Aspekt ein zentraler Unterschied: Bei der Geldpolitik steigen die Zinssätze, bei der Fiskalpolitik fallen sie. Daraus leiten sich zwei wesentliche Vorteile für die Fiskalpolitik ab:

(1) Die notwendige Verringerung der inländischen Gesamtnachfrage geht bei der Geldpolitik zwangsläufig mit einer besonders kräftigen Verminderung der Investitionen einher. Nach der makroökonomischen Gleichgewichtsbedingung müßte die Beseitigung des Leistungsbilanzdefizits, das etwa 3% des Bruttosozialprodukts ausmacht, einhergehen mit einer Erhöhung der Sparquote und einer Abnahme der staatlichen Defizit- und privaten Investitionsquote. Die private Sparquote (Bruttoersparnis in v.H. des Bruttosozialprodukts) ist in den Vereinigten Staaten jedoch ziemlich konstant. Sie liegt seit 1970 zwischen 17 und 18% (die Höchst- und Tiefstwerte von 16% und 19% in den Jahren 1970, 1972 und 1975 vernachlässigt). Es besteht also kaum Spielraum für eine Anpassung durch Erhöhung der Sparquote. Betrachten wir die reine Geldpolitik, dann entfällt auch eine Anpassung durch Verringerung der staatlichen Defizitquote (sie wird im Kontraktionsprozeß sogar steigen). Als Ergebnis erhält man: Die Beseitigung des Leistungsbilanzdefizits würde einen starken Rückgang der Investitionsquote erfordern. Es ergäbe sich eine massive Verschlechterung der Wachstumsbedingungen.

Bei der Fiskalpolitik ist das anders. Das *Gramm-Rudman*-Gesetz sieht Kürzungen der Staatsausgaben vor. Die Verringerung der Gesamtnachfrage

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

kann wesentlich zu Lasten der Staatsnachfrage und auch bei entsprechenden Steuererhöhungen teilweise zu Lasten des Konsums gehen. Die private Investitionsquote muß nicht abnehmen. Tatsächlich fördern die mit der Konsolidierungspolitik verbundenen Zinssenkungen die privaten Investitionen. Die Budgetpolitik gestattet also den Vereinigten Staaten eine investitionsschonendere und insofern wachstumsfreundlichere Rückführung des Leistungsbilanzdefizites als die Geldpolitik.

(2) Der zweite wichtige Unterschied beider Instrumente betrifft die Frage, wie wirksam ein Abbau des Leistungsbilanzdefizits jeweils möglich ist. Die Geldpolitik ist wegen der Zinserhöhung und des zunehmenden Zinsgefälles gegenüber dem Ausland relativ ineffizient. Bei ihr besteht folgendes Problem: Die Zinserhöhung begünstigt eine Aufwertung, die den Effekt der Aktivierung der Leistungsbilanz aus den rückläufigen Einkommen abschwächt, ja ihn tendenziell überkompensiert. Die Erklärung ist folgende: Wenn eine restriktive Geldpolitik betrieben wird, vermindert sich das Volkseinkommen und erhöht sich im allgemeinen das Zinsniveau. Nehmen wir nun an, daß die Wechselkurserwartungen der Anleger konstant sind, so daß die Nettokapitalimporte allein von den internationalen Zinsdifferenzen abhängen, dann entsprechen im neuen Gleichgewicht dem höheren nationalen Zinsniveau höhere Nettokapitalimporte, was aber bei ausgeglichener Zahlungsbilanz bedeutet, daß auch das Leistungsbilanzdefizit zunimmt. Die restriktive Geldpolitik führt also von dem anvisierten Zahlungsbilanzziel weg. Sie erleichtert nicht die Politik, sondern sie erschwert sie.

Damit das Leistungsbilanzdefizit zurückgeht, muß das Zinsgefälle gegenüber dem Ausland abnehmen. Das ist bei der restriktiven Geldpolitik aber nur bei starker Verminderung des Volkseinkommens wahrscheinlich. Das Leistungsbilanzdefizit läßt sich also möglicherweise nur unter Inkaufnahme einer schweren Rezession beseitigen.

Günstig dagegen sind die Wirkungen eines Abbaus der Budgetdefizite. Infolge der sinkenden Zinsen gehen die Nettokapitalimporte zurück. Der Aufwertungseffekt, der tendenziell mit der einkommensbedingten Aktivierung der Leistungsbilanz verbunden ist, wird abgeschwächt, ja wenn man die frühere Prämisse einer hohen Kapitalmobilität zugrunde legt, also annimmt, daß der Zinseffekt dominiert, dann kommt es insgesamt zu einer Abwertung der heimischen Währung. Der Wechselkursmechanismus unterstützt den Einkommensmechanismus. Die Konsolidierungspolitik ist also in bezug auf das Leistungsbilanzziel besonders wirksam, setzt allerdings voraus, daß man den Abwertungsdruck auf den Dollar zuläßt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Es ist überraschend, daß zwar die Haushaltskonsolidierungspolitik von der offiziellen Politik allgemein als wichtige und notwendige Maßnahme zur Beseitigung der internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichte angesehen wird, jedoch der damit verbundene Abwertungseffekt für den Dollar nicht in Rechnung gestellt wird. Dies verwundert vor allem auch deshalb, weil in der ersten Hälfte der 80er Jahre die hohen Zinsen als wesentlicher Grund für die Dollaraufwertungen hervorgehoben worden sind, so daß jetzt konsequenterweise umgekehrt argumentiert werden müßte, denn eine Änderung der Strukturbedingungen – hier der Verringerung der internationalen Kapitalmobilität – ist sicher nicht eingetreten.

Aus diesen Überlegungen kann der Schluß gezogen werden, daß sich die amerikanischen Anstrengungen zur Verringerung des Leistungsbilanzdefizits auf die Haushaltspolitik konzentrieren sollten. Eine Politik der Verringerung des Geldmengenwachstums und Stützungsaktionen zugunsten des Dollars erschweren eher die zahlungsbilanzpolitische Aufgabe, indem sie das Zinsniveau hoch halten. Sie beeinträchtigen die Investitionstätigkeit und das Wirtschaftswachstum und belasten durch höhere Zinszahlungen zusätzlich die öffentlichen Haushalte.

Auch für die Partnerländer bietet die Konzentration der amerikanischen Politik auf die Haushaltskonsolidierung Vorteile. Unvermeidlich ist es, daß im Ausland die Exporte kräftig zurückgehen, wenn das amerikanische Leistungsbilanzdefizit beseitigt werden soll. Weitere Aufwertungen der heimischen Währungen erschweren zwar in diesen Ländern die Exporte, jedoch wären die Gefahren für sie wahrscheinlich eher größer, wenn es im Zuge einer sehr restriktiven amerikanischen Politik zu einer weltweiten Rezession käme.

Ein anderer Aspekt ist, daß es für das Ausland sinnvoll sein kann, sich gegen einen Rückgang der Gesamtnachfrage durch expansive Maßnahmen zu schützen und auf diese Weise zugleich auch einen gewissen Beitrag zur Verringerung der internationalen Ungleichgewichte zu leisten. Damit ein deutliches Zinsgefälle zu Lasten der Vereinigten Staaten bestehen bleibt, sollte auch hier der Schwerpunkt der Maßnahmen bei der Fiskalpolitik liegen.

IV. Schlußbemerkungen

Zusammenfassend läßt sich dreierlei feststellen: Aus theoretischer Sicht ist nicht widerlegt, daß die hohen amerikanischen Haushaltsdefizite in der ersten Hälfte der 80er Jahre die Aufwertungen des Dollars wesentlich mitbe-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

stimmt haben. Dagegen dürften die Haushaltsdefizite für die Dollarabwertungen eher von untergeordneter Bedeutung gewesen sein, denn der Wechsel von der expansiven Haushaltspolitik zur deutlich restriktiven Politik beginnt erst im Laufe des Jahres 1987. Die Vereinigten Staaten müssen unvermeidlich eine restriktive Politik betreiben, wenn sie ihr Leistungsbilanzdefizit beseitigen wollen. Mit Hilfe der Haushaltskonsolidierung läßt sich dieses Ziel wesentlich wirksamer und wachstumsfreundlicher als mit Hilfe der restriktiven Geldpolitik erreichen, so daß sich die amerikanische Politik auf die Verringerung der Budgetdefizite konzentrieren und auf geldpolitische Stützungsmaßnahmen zugunsten des Dollars verzichten sollte.

Literatur

Barro, R. J.: Makroökonomie, Regensburg (1986). – *Blanchard,* O. und *Dornbusch,* R.: US Deficits, the Dollar, and Europe, CEPS Papers Nr. 6, Centre for European Policy Studies, Brüssel 1984. – *Dornbusch,* R.: Dollars, Debts, and Deficits, Leuven (1986). – Economic Report of the President, transmitted to the Congress January 1987, together with The Annual Report of the Council of Economic Advisers, Washington (1987). – *Evans,* P.: Is the Dollar High Because of Large Budget Deficits? In: Journal of Monetary Economics, Vol. 18 (1986), S. 227ff. – *Evans,* P.: Do Large Deficits Produce High Interest Rates? In: American Economic Review, Vol. 75 (1985), S. 68ff. – *Feldstein,* M.: The Budget Deficit and the Dollar, in: NBER Macroeconomics Annual (1986), *Fischer,* S. (Hrsg.), Cambridge, Mass., S. 355ff. – *Gordon,* R. J.: Macroeconomics, 4. Aufl. Boston und Toronto (1987). – *Hoelscher,* G.: New Evidence on Deficits and Interest Rates, in: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 18 (1986), S. 1ff. – *Hooper,* P.: International Repercussions of the U.S. Budget Deficit, in: Außenwirtschaft, 40. Jg. (1985), S. 117ff. – OECD: Economic Outlook, Jahrgänge 1980 bis Juni 1988.

Zusammenfassung

Die amerikanischen Budgetdefizite und der Dollarkurs

Da es sehr umstritten ist, ob zwischen den amerikanischen Haushaltsdefiziten und dem Dollarkurs ein engerer Zusammenhang besteht, wird untersucht, ob plausible theoretische Gründe gegen die Relevanz der Budgetpolitik in der Phase der Dollaraufwertung von September 1980 bis März 1985 und in der Phase der Dollarabwertung seit April 1985 sprechen. Außerdem wird gefragt, welche Bedeutung der Verringerung der Defizite für den Abbau des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits zukommt.

Für die Aufwertungsphase kann man davon ausgehen, daß die wachsenden Haushaltsdefizite des Bundes Zinssätze und Dollarkurs erhöht haben. Wie stark allerdings der relative Beitrag der Fiskalpolitik gewesen ist, muß offen bleiben.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Restriktive Geldpolitik, günstige Ertragserwartungen und expansive Finanzpolitik haben zusammengewirkt und die massive Dollaraufwertung herbeigeführt. Daß Geldschöpfung, Mehrsparen und Kapitalimporte einen Zinsanstieg verhindert haben, kann man ausschließen. Kritischer Punkt im Zusammenhang mit den internationalen Kapitalbewegungen ist die Höhe der Zinselastizität der Kapitalströme. Nur bei „hoher" Elastizität führen Haushaltsdefizite zur Aufwertung der heimischen Währung, andernfalls kommt es zur Abwertung, was dann ein Beleg für die Irrelevanz der amerikanischen Budgetdefizite für den Dollarkurs wäre. Wenn man im allgemeinen von einer hohen Zinselastizität ausgeht, muß man konsequenterweise auch den Schluß ziehen, daß die Defizite eher mit geringen expansiven Wirkungen auf das Volkseinkommen verbunden gewesen sind.

Für die Dollarabwertungen dürften dagegen die Haushaltsdefizite von untergeordneter Bedeutung gewesen sein, denn ein Wechsel von der expansiven Haushaltspolitik zur deutlich restriktiven Politik beginnt erst im Laufe des Jahres 1987. Da sich mit dem *Gramm-Rudman*-Haushaltskontrollgesetz seit Ende 1985 eine Wende in der Budgetentwicklung abzeichnet, können allerdings schon frühzeitiger Zinssenkungs- und Abwertungserwartungen Abwertungstendenzen gefördert haben.

Die Beseitigung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits verlangt unvermeidlich von den Vereinigten Staaten eine restriktive Politik. Mit Hilfe der Haushaltskonsolidierung läßt sich dieses Ziel wesentlich wirksamer und wachstumsfreundlicher als mit Hilfe der restriktiven Geldpolitik erreichen, so daß sich die amerikanische Politik auf die Verringerung der Budgetdefizite konzentrieren und auf geldpolitische Stützungsmaßnahmen zugunsten des Dollars verzichten sollte.

Summary

The US Budget Deficit and the Dollar Rate

Since it is highly disputed whether there is a close interrelationship between the US budget deficit and the dollar rate, this contribution examines whether plausible theoretical reasons speak against the relevance of US budget policies in the period of an appreciating dollar rate between September 1980 and March 1985 and in the phase of a declining dollar rate that began in April 1985. Another question raised in this paper concerns the importance to be attached to reducing budget deficits in order to cut the deficit on the US current account.

It would be a fair assumption for the period of a rising dollar rate that the growing deficits in the Federal budgets raised interest rates and the value of the dollar. However, the question must remain open what relative contribution is to be ascribed to fiscal policy in this context. The combined effects of a restrictive monetary policy, of positive earnings expectations and of an expansionary fiscal policy are responsible for the massive appreciation of the dollar rate. The assumption that money creation, extra saving and capital imports have prevented interest rates from rising can be precluded. The critical element in connexion with international capital movements is the interest elasticity of capital flows. Budget deficits lead to national currency appreciation only when elasticity is high; if it is low, the consequence is depreciation, which would then

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

testify of the irrelevance of the US budget deficits to the dollar rate. When assuming a generally high interest elasticity, it is only logical to conclude that the deficits have been associated with rather minor expansionary effects on National Income.

On the other hand, the budget deficits are likely to have been of a rather minor importance in the phase of a declining dollar rate, because a switch from expansionary to clearly restrictive budget policies began in the course of 1987 only. Since the *Gramm-Rudman* Bill suggests that there has been a trend reversal in budgetary developments since the end of 1985, it is possible that falling interest rate and declining dollar rate expectations have been conducive to an earlier tendency toward a declining dollar rate.

The elimination of the US budget deficit on the deficit on current account invariably means for the US Government to pursue a restrictive policy. This objective can be reached much more effectively and at a much higher growth rate by consolidating the budget than by running a restrictive monetary policy so that US policy should focus on reducing budget deficits and on abstaining from monetary policy support of the dollar rate.

Résumé

Les déficits budgétaires américains et le cours du dollar

Les déficits budgétaires américains vont-ils de pair avec le cours du dollar? Cette question est très controversée. C'est pourquoi, l'auteur examine s'il y a des raisons théoriques plausibles que montrent que la politique budgétaire n'était pas significative lors de la réévaluation du dollar de septembre 1980 à mars 1985 et lors de la dévaluation du dollar depuis avril 1985. Il se demande en outre quelle importance a la réduction des déficits pour la diminution déficit de la balance des opérations courantes américaines.

Pour la phase de réévaluation, on peut supposer que les déficits budgétaires croissants du gouvernement ont poussé les taux d'intérêt et le cours du dollar vers le haut. Mais, on ne sait pas à quel point la politique fiscale y a sa part relative. La politique monétaire restrictive, les attentes de revenus favorables et la politique financière expansive ont concourru à la réévaluation massive du dollar. On peut exclure que la création de trésorerie, les épargnes accrues et les importations de capitaux ont empêché une augmentations des taux d'intérêt. Un point critique à propos des mouvements de capitaux internationaux est l'importance de l'élasticité des flux de capitaux par rapport aux taux d'intérêt. Ce n'est qu'en cas d'une „forte" élasticité que les déficits budgétaires font revaloriser la monnaie nationale, en cas contraire, celle-ci dévalue; ce qui prouverait l'influence négligeable des déficits budgétaires américains sur le cours du dollar. Si l'on part en général d'une grande élasticité aux taux d'intérêt, on doit en conclure logiquement que les déficits ont plutôt été liés aux faibles effets expansifs sur le revenu national.

Pour les dévaluations du dollar, par contre, les déficits budgétaires devraient avoir joué un rôle peu important. En effet, ce n'est qu'au cours de 1987 que la politique budgétaire expansive commence à devenir nettement plus restrictive. Comme un tournant

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

de l'évolution du budget se dessine depuis la fin 1985 avec la loi de contrôle budgétaire de *Gramm-Rudman,* des attentes de diminution des taux d'intérêt et de dévaluation déjà précoces peuvent avoir intensifé les tendances de dévaluation.

Pour éliminer la déficit de la balance des opérations courantes américaines, les Etats-Unis doivent suivre une politique restrictive. A l'aide de la consolidation budgétaire, cet objectif se laisse beaucoup plus efficacement réaliser et est plus favorable à la croissance qu'à l'aide de la politique monétaire restrictive. La politique américaine devrait donc se concentrer à réduire les déficits budgétaires et renoncer à des mesures de politique monétaire en vue de soutenir le dollar.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.21.3.363 | Generated on 2025-12-17 00:37:03
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/