



# DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

## WOCHENBERICHT 23/2001

Berlin

7. Juni 2001

68. Jahrgang

### US-Wirtschaft im Abschwung — Wirtschaftspolitik steuert massiv gegen

*Seit dem Spätherbst des vorigen Jahres hat sich die Konjunktur in den USA deutlich abgekühlt. Das „Stottern“ des Motors der Weltkonjunktur ist mittlerweile weltweit spürbar. Insbesondere der Einbruch der Investitionstätigkeit und der nur durch einen Rückgriff auf Geldvermögen, also durch ein „Entsparen“, finanzierte private Verbrauch geben Anlass zur Sorge. In diesem Umfeld wird die US-amerikanische Wirtschaftspolitik ihrer konjunkturellen Verantwortung gerecht. Die Finanzpolitik stimuliert noch in diesem Jahr den privaten Verbrauch, die Geldpolitik ist auf einen kräftigen expansiven Kurs umgeschwenkt. Die Gefahr einer Inflationsbeschleunigung besteht nicht. Dass dieser geldpolitische Kurs erfolgversprechend ist, wird durch ökonomische Simulationen gestützt.*

#### Konjunkturmotor USA gerät ins Stocken

Im Spätherbst des vorigen Jahres ist die US-amerikanische Wirtschaft spürbar ins Stocken geraten. Hatte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Sommerhalbjahr 2000 gegenüber dem Winterhalbjahr 1999/2000 noch mit einer Jahresrate von 4,6 % expandiert, so nahm sie im Winterhalbjahr 2000/2001 nur noch um 1,4 % zu.<sup>1</sup> Da die USA während der 90er Jahre fast durchweg die Rolle des Motors der Weltkonjunktur wahrgenommen und andere Wirtschaftsräume kaum aus eigener Kraft diese Dynamik erreicht hatten, ist das „Stottern“ des Motors weltweit schmerzlich spürbar. Sowohl Japan wie auch Europa erleiden somit merkliche Wachstumseinbußen. So dürfte das Wachstum allein in Deutschland um 0,6 Prozentpunkte geringer ausfallen.<sup>2</sup>

Getragen wurde der Boom der US-amerikanischen Wirtschaft in den 90er Jahren durch die Binnennachfrage, d. h. eine rege Investitionstätigkeit und eine kräftige Expansion des privaten Konsums. Seit dem vergangenen

Herbst hat die Investitionsdynamik stark nachgelassen. Die Expansion der privaten Anlageinvestitionen verringerte sich von 9 % im Sommerhalbjahr auf 0,6 % im Winterhalbjahr. Weniger stark, von 4,4 % auf 3,2 %, ließ das Wachstum des privaten Verbrauchs nach; es hatte mithin noch eine durchaus stützende Wirkung auf die Konjunktur (Abbildung 1: Wachstumsbeiträge).

Dass der private Verbrauch immer noch relativ stark expandierte, ging freilich zunehmend zulasten der Netto-Geldvermögensbestände der privaten Haushalte: Obwohl die Beschäftigung (Abbildung 1: Erwerbstätigkeit) vor allem in den Bereichen des verarbeitenden Gewerbes rück-

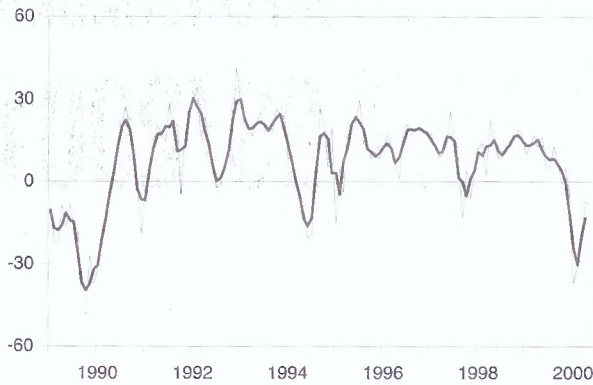
<sup>1</sup> Soweit nicht anders vermerkt, werden im Folgenden die auf Jahresraten hochgerechneten Änderungen der saisonbereinigten Werte gegenüber dem Vorwert angegeben.

<sup>2</sup> Vgl. Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 2001. In: Wochenbericht des DIW, Nr. 15–16/2001.

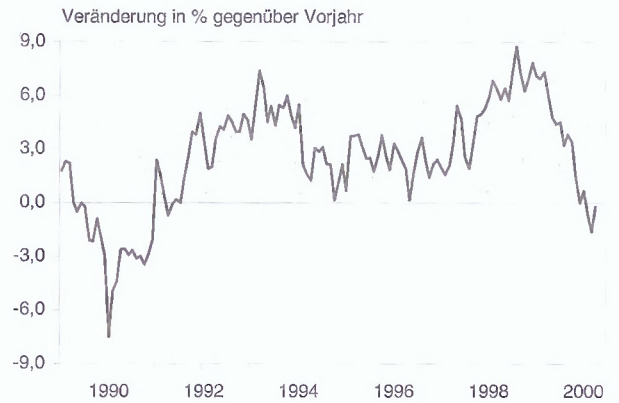
# USA

## Indikatoren zur wirtschaftlichen Entwicklung

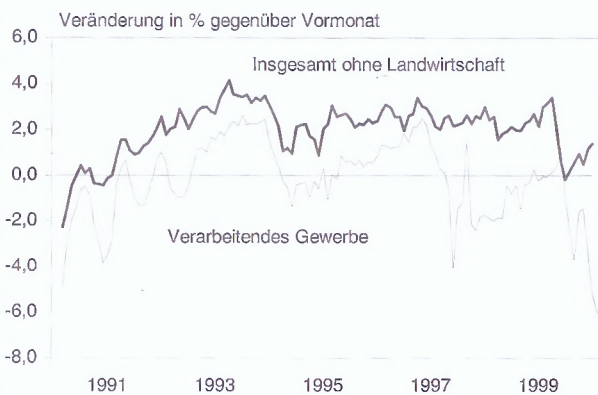
Geschäftsklima<sup>1)</sup>



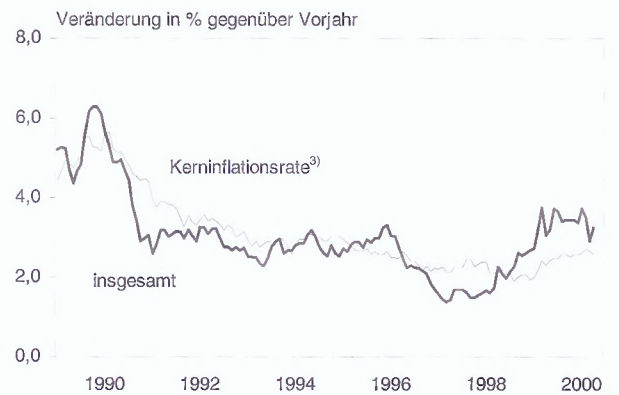
Reale Einzelhandelsumsätze



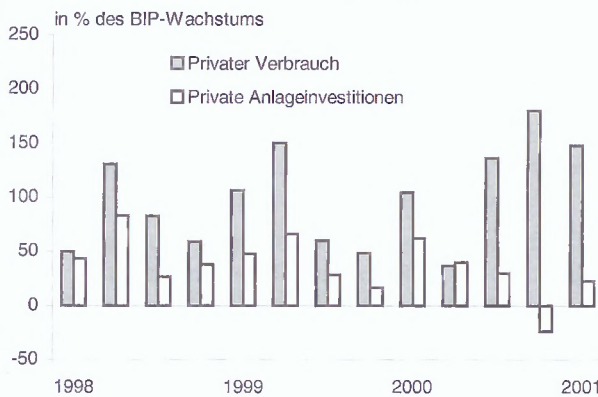
Erwerbstätigkeit<sup>2)</sup>



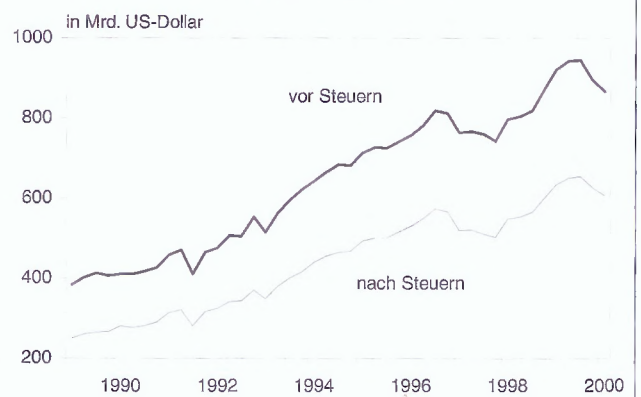
Preisindex der Lebenshaltung



Wachstumsbeiträge<sup>4)</sup>



Gewinne der Unternehmen



<sup>1)</sup> Current Activity Diffusion Index, Business Outlook Survey, Federal Reserve Bank of Philadelphia, saisonbereinigt und gleitender Drei-monatsdurchschnitt. — <sup>2)</sup> Erfassung nach dem Arbeitsplatzkonzept, saisonbereinigte und geglättete Werte, Zuwachsräte gegenüber Vormonat auf Jahresbasis hochgerechnet. — <sup>3)</sup> Ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel. — <sup>4)</sup> Anteil der Wachstumsbeiträge der jeweiligen Aggregate am gesamten BIP-Wachstum.

Quellen: Bureau of Economic Analysis (Survey of Current Business); Bureau of Labor Statistics; US Federal Reserve System; Berechnungen des DIW.

läufig war und damit ein gewisses Vorsichtssparen nahe gelegt hätte, wurde vom Herbst 2000 an sogar zunehmend „entspart“. Nachdem die Sparquote im Durchschnitt des Sommerhalbjahrs 2000 noch bei null Prozent gelegen hatte, war sie im Winterhalbjahr 2000/2001 mit  $-0,9\%$  des verfügbaren Einkommens erstmals negativ.

Der gedrückte, wenn auch immer noch relativ starke, private Verbrauch ist ein Grund für die deutliche Reduktion der Lagerhaltung (die Lagerquote sank von  $0,6\%$  des realen Bruttoinlandsprodukts im 4. Quartal 2000 auf  $-0,2\%$  im 1. Quartal 2001). Der wichtigere Grund lag in der Eintrübung der Erwartungen: Noch im Herbst des vergangenen Jahres schlugen sich die ersten Anzeichen der konjunkturellen Abschwächung nicht in einer Rückführung der Produktion, sondern in einer verstärkten Lagerhaltung nieder. In dem Maße, wie sich jedoch die Auffassung durchsetzte, dass der Abschwung nun doch stärker ausfallen würde als ursprünglich erwartet worden war, wurde zu Beginn dieses Jahres auch die jetzt als überhöht angesehene Lagerhaltung nach unten korrigiert.

Das Geschäftsklima hat sich — auch unter dem Eindruck der drastischen Zinssenkungen der US-amerikanischen Zentralbank — zwar wieder leicht gebessert (Abbildung 1: Geschäftsklima), dennoch ist die konjunkturelle Situation in den USA derzeit äußerst fragil. Besorgnis erregt der starke Einbruch der Investitionstätigkeit. Zum Teil ist die Investitionszurückhaltung sicherlich die normale Reaktion darauf, dass inzwischen die „Blase“ im Bereich der „New Economy“ geplatzt und die Euphorie am Aktienmarkt verfliegen ist. Ausschlaggebend sind jedoch sowohl die aktuelle deutliche Gewinnkompression als auch die gedrückten Absatz- und Gewinnerwartungen. Die Gewinne gingen sowohl vor wie nach Steuern in den beiden vergangenen Quartalen mit zweistelligen Jahresraten zurück. In dem Maße, wie die Abschwächung der Produktion sich nicht sofort in Entlassungen niedergeschlagen hat, sank rechnerisch die Arbeitsproduktivität der Volkswirtschaft (einem Zuwachs von  $2\%$  im 4. Quartal 2000 folgte im 1. Quartal 2001 ein Rückgang um  $0,1\%$ ). Dies und ein kräftigerer Anstieg der Stundenlöhne führten zu einer deutlichen Steigerung der Lohnstückkosten (im ersten Quartal 2001 gegenüber Vorjahr um  $3,5\%$ ). Hinzu kommt, dass sich auch für die US-amerikanischen Unternehmen die Aufwendungen für Energie verteuert haben.<sup>3</sup> Allerdings hat sich dies — bei stark abgeschwächter Nachfrage — nicht in eine entsprechende Zunahme des Preisauftriebs übersetzt. Die Inflation betrug im März und April gegenüber dem Vorjahr  $3\%$  und  $3,3\%$ . (Abbildung 1: Preisindex der Lebenshaltung).

Fragil ist die Situation auch, weil fraglich ist, ob sich der private Verbrauch weiterhin als Stütze der US-amerikanischen Konjunktur erweisen wird. Die Produktionsanpassungen vor allem in den traditionellen Industriebereichen, aber auch in den Firmen der „New Economy“, dürften die

Zunahme der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte durchaus erheblich drücken.

Wichtiger jedoch ist, dass es kaum noch möglich sein dürfte, die Sparquote der privaten Haushalte weiter zu vermindern — genauer, das Geldvermögen weiter abzubauen. Die US-amerikanischen Haushalte können ihren Konsum nicht unbeschränkte Zeit „auf Pump“ finanzieren. Vielmehr dürften zunehmende Arbeitsplatzunsicherheit, weniger stark steigende verfügbare Einkommen sowie gedrückte Aktienkurse und Dividenden über kurz oder lang dazu führen, dass die privaten Haushalte weniger „entsparen“ oder sogar wieder Nettogeldvermögen bilden werden. Dies wird, für sich genommen, die Expansion des privaten Verbrauchs weiter beeinträchtigen.

Sollte der Abbau des Geldvermögens schon binnen kurzer Frist zum Stillstand kommen, dann könnte die gegenwärtige Abschwächung in eine Rezession münden. Hierzu muss es aber nicht kommen. Ob eine Rezession vermieden wird, hängt in beträchtlichem Umfang von der Reaktion der Wirtschaftspolitik ab. Gelingt es ihr, durch rechtzeitiges und entschlossenes Handeln die Gewinnerwartungen der Unternehmen zu stabilisieren, so dürften sich die Einkommenseinbußen in Grenzen halten, die Unsicherheit abnehmen und sowohl Investitionen wie privater Verbrauch wieder eine höhere Dynamik erhalten.

Genau diesen stabilisierenden Kurs verfolgt die US-amerikanische Wirtschaftspolitik. Die Finanzpolitik wird mit Steuersenkungen dazu beitragen, dass die kontraktive Wirkung einer Zunahme der privaten Sparquote durch eine expansive Wirkung der Abnahme der staatlichen Sparquote (Budgetüberschüsse) neutralisiert wird. Und die Geldpolitik sorgt bereits mit relativ niedrigen Zinsen dafür, dass die Kreditaufnahme von Investoren erleichtert wird und die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte an Attraktivität verliert.

### Steuerreform stabilisiert den privaten Konsum

Nach der Amtsübernahme legte die neue Regierung im Februar einen detaillierten Entwurf für ein Steuerreformpaket vor.<sup>4</sup> Hintergrund des Vorschlages bildeten Prognosen des Congressional Budget Office (CBO), dass bis zum Jahre 2011 von den insgesamt zu erwartenden Budgetüberschüssen in Höhe von 5600 Mrd. US-\$ unter Herausrechnung von Gesundheits- und Sozialversicherungsausgaben (und einer gewissen Reserve) insgesamt

<sup>3</sup> Vgl. die Rede von A. Greenspan vor dem Economic Club of New York, 24.5.2001 (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2001/200105242/default.html>).

<sup>4</sup> Vgl. „Blueprint for New Beginnings“ (<http://www.whitehouse.gov/news/usbudget/blueprint/budtoc.html>).

1 600 Mrd. US-\$ im gesamten Zeitraum zur Verteilung stünden. Diese sollten, damit kein Potential für zusätzliche staatliche Ausgabenprogramme entsteht, vor allem über Steuersenkungen in die Portefeuilles der privaten Haushalte zurückfließen. Mit der Rückzahlung eines Teils der Budgetüberschüsse an die Haushalte zielt der Vorschlag implizit darauf ab, die gesamten staatlichen Ausgaben in Zukunft noch stärker an bestimmte Regeln zu binden und den diskretionären Handlungsspielraum für Ausgabenprogramme im nächsten Jahrzehnt noch etwas zu beschneiden.

Zu den zentralen Punkten der verabschiedeten Reform gehören eine Senkung der Steuersätze, die Erhöhung des Kinderfreibetrages, die (Wieder-)Einführung von steuerlichen Vergünstigungen für Ehepaare sowie die Abschaffung der Vermögensteuer. Zusammen mit einigen kleineren Posten — vor allem im Erziehungsbereich — ergeben sich nach der aktuellen Projektion Kosten für die Steuerreform in Höhe von 1 350 Mrd. US-\$ bis zum Jahre 2011.<sup>5</sup> Das entspricht zu Beginn des Zeitraums einer Entlastung von gut einem Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts, am Ende des Entlastungszeitraumes sind es etwas weniger als ein Prozent.

Zwar hat diese Steuerreform alloкатive und distributive Wirkungen<sup>6</sup>, an dieser Stelle sollen jedoch die Folgen für die konjunkturelle Entwicklung dargestellt werden. Der neue Steuertarif wird die Wirkung der im Steuersystem eingebauten automatischen Stabilisatoren, mit denen konjunkturelle Schwankungen gemildert werden, verändern. Der Spitzensteuersatz soll um mehr als sechs Prozentpunkte gesenkt werden, die Steuersätze im mittleren Einkommensbereich werden nur um jeweils drei Prozentpunkte reduziert. Damit verändert sich die Progression des Steuersystems. Gleichzeitig wird im unteren Einkommensbereich ein niedrigerer Eingangssteuersatz eingeführt.

Für die konjunkturelle Beurteilung der Auswirkungen der Steuerreform ist die zeitliche Verteilung der kumulierten Entlastungseffekte wichtig: Bis zum Jahre 2006 werden rund 30 % der Entlastungen anfallen, die restlichen 70 % dürften erst in den Jahren 2006 bis 2011 realisiert werden.<sup>7</sup> Die unterschiedliche zeitliche Verteilung beruht auf dem allmählichen Auslaufen der bestehenden Regelungen und der schrittweisen Senkung der Steuersätze (bzw. dem gesamten schrittweisen Auslaufen der Vermögensteuer). Daher sind die konjunkturellen Effekte der Steuerreform zumindest für dieses und nächstes Jahr kleiner als im Durchschnitt für den gesamten Zeitraum. Die Diskussion zwischen Regierung und Kongress hat im Ergebnis dazu geführt, dass angesichts der schwachen Konjunktur mindestens 100 Mrd. US-\$ noch im Fiskaljahr 2001 (Juli 2001 bis Juni 2002), zum Teil noch im Kalenderjahr 2001, wirksam werden.

Der am 26. Mai 2001 beschlossene Gesetzentwurf (Übersicht) sieht vor, dass die Senkung des Eingangssteuersatzes für die ersten 6 000 US-\$ des zu versteuern-

den Einkommens für Alleinstehende bzw. 12 000 US-\$ für Ehepaare auf 10 % rückwirkend zum 1. Januar 2001 in Kraft tritt. Alle US-amerikanischen Steuerzahler, die seit Jahresbeginn 2001 „zu hohe“ Steuern gezahlt haben, erhalten schon im Sommer dieses Jahres einen Scheck über 300 US-\$ bzw. 600 US-\$ vom Finanzamt. Ebenso wird die Senkung der Steuersätze in den höheren Einkommensgruppen (vorerst um einen Prozentpunkt) schon am 1. Juli 2001 wirksam. Auch der Kinderfreibetrag wird in diesem Jahr erhöht, und zwar um 100 US-\$ je Kind. Im Jahre 2002 kommen Rückzahlungen aus dem Lohnsteuerjahresausgleich, die sich für 2001 aus den nunmehr beschlossenen niedrigeren Steuersätzen ergeben, hinzu. Nach Berechnungen des CBO ergäbe das etwa einen Effekt von 50 Mrd. US-\$ in diesem und 75 Mrd. US-\$ im nächsten Jahr. Dies entspräche rechnerisch einer Konjunkturstimulierung in Höhe eines halben Prozentpunktes des nominalen Bruttoinlandsprodukts in diesem Jahr und eines drei viertel Prozentpunktes im nächsten Jahr. Zum Vergleich: Die Steuerreform in Deutschland schlägt in diesem Jahr mit gut einem Prozentpunkt des nominalen Bruttoinlandsprodukts zu Buche. Für 2003 und insbesondere für 2005 sind weitere Steuerentlastungen beschlossen; 2005 machen sie knapp einen Prozentpunkt des Bruttoinlandsprodukts aus.

Für die USA stellt sich die Frage, ob bei den privaten Haushalten die Steuerentlastungen zu einer entsprechenden Ausweitung des Konsums führen oder ob — auch angesichts der labilen konjunkturellen Lage — die Sparquote steigt. Insbesondere die rasche Auszahlung des Geldes über Verrechnungsschecks dürfte bei den unteren Einkommensgruppen wegen deren höherer Konsumneigung schon in diesem Jahr den Verbrauch stimulieren. Der Gesamteffekt hängt allerdings in entscheidendem Maße davon ab, ob sich die Gewinn- und Investitionserwartungen stabilisieren und zu einer Ausweitung der Produktion und Beschäftigung führen werden. An dieser Stelle ist vor allem die Interaktion der Finanzpolitik mit der Geldpolitik gefragt.

<sup>5</sup> Gemäß den Schätzungen des Congressional Budget Office vom Mai 2001. Vgl. Congressional Budget Office, An Analysis of the President's Budgetary Proposal for Fiscal Year 2002 (Report to the Congress, <http://www.cbo.gov/index.html>).

<sup>6</sup> Man vergleiche die Beiträge auf den Homepages verschiedener amerikanischer „think tanks“ wie der Brookings Institution oder der Heritage Foundation (<http://www.brook.edu>; <http://www.heritage.org>).

<sup>7</sup> Vgl. Congressional Budget Office, An Analysis of the President's Budgetary Proposal for Fiscal Year 2002 (Report to the Congress), S. 6. Die Berechnung bezieht sich auf den „Kompromissvorschlag“ zwischen Senat und Repräsentantenhaus.

### Die Kernpunkte des Steuerreformprogramms der US-amerikanischen Regierung<sup>1)</sup>

Maßnahme	Geschätzte Mindereinnahmen (kumulativ bis 2011)
<b>Steuersätze</b> Einführung eines 10%-Eingangssteuersatzes für die ersten 6 000 bzw. 12 000 US-\$ des zu versteuernden Einkommens für Alleinstehende bzw. Ehepaare; Reduzierung der Steuersätze in mehreren Phasen, dabei sinkt der Spitzensteuersatz auf 33 %, alle anderen Steuersätze um 3 Prozentpunkte, der Steuersatz von 15 % bleibt erhalten, es gibt jedoch einen neuen Eingangssteuersatz von 10 %.	840 Mrd. US-\$
<b>Kinderfreibetrag</b> Erhöhung des Kinderfreibetrages für im Haushalt lebende Kinder von 500 US-\$ auf 600 US-\$ noch in diesem Jahr und schrittweise auf 1 000 US-\$ bis zum Jahre 2010.	190 Mrd. US-\$
<b>Reduzierung der Benachteiligung bei gemeinsam veranlagten Ehepaaren</b> Der abzugsfähige Betrag wird von 2005 an erhöht.	60 Mrd. US-\$
<b>Abschaffung der Vermögensteuer</b> Die Steuersätze sinken von 55 % auf 45 % im Jahre 2007, gleichzeitig werden die Freibeträge allmählich bis auf 3,5 Mill. US-\$ im Jahre 2007 erhöht; von 2011 an soll die Vermögensteuer abgeschafft werden, Schenkungsteuern bleiben in Kraft.	145 Mrd. US-\$
<sup>1)</sup> Beschluss vom 26. Mai 2001. Quelle: Berechnungen des CBO.	

### Geldpolitik auf expansivem Kurs

Die US-amerikanische Notenbank hat angesichts der nachlassenden Konjunkturdynamik in den vergangenen Monaten in mehreren zügigen und kräftigen Schritten ihre Zinsen von 6 ½ auf 4 % gesenkt, also um insgesamt 2 ½ Prozentpunkte. Geht man von den aus gebräuchlichen makroökonomischen Modellen<sup>8</sup> bekannten Multiplikatoren aus, so kann von einer Zinssenkung um einem Prozentpunkt ein expansiver Effekt auf das reale Bruttoinlandsprodukt von 0,4 (Fair-Modell) bis 0,6 (FRB-Modell) Prozentpunkten im ersten Jahr und von 1,3 (Fair-Modell) bis 1,6 (FRB-Modell) Prozentpunkten im zweiten Jahr erwartet werden. Die Senkung der Leitzinsen um 2 ½ Prozentpunkte seit Beginn dieses Jahres dürfte also, für sich genommen, das reale Wachstum schon um 1 bis 1 ½ Prozentpunkte erhöhen. Damit hat die Fed wieder einmal deutlich unter Beweis gestellt, wie ernst sie ihren konjunkturpolitischen Auftrag sieht, auf eine Abschwächung zügig und angemessen zu reagieren. Es bestätigt sich damit der empirisch belegte Zusammenhang, dass die Zielfunktion der US-amerikanischen Zentralbank breit angelegt ist und eben auch mit entsprechendem Gewicht die Beschäftigungsentwicklung enthält. Dies unterscheidet die Politik der US-amerikanischen Zentralbank von der Politik anderer Zentralbanken — wie seinerzeit der Bundesbank und heute der EZB —, die in ihren Reaktionen der Preisniveaustabilität eine viel höhere Bedeutung beimessen.<sup>9</sup>

Um die Wirkung unterschiedlicher Zentralbankstrategien für die USA zu illustrieren, wurden entsprechende Si-

mulationen durchgeführt. Wie würde sich die Lage in den USA darstellen, wenn die Fed eine enger gefasste und stärker auf Bekämpfung der Inflation orientierte Zielfunktion gehabt hätte?

Zu diesem Zweck wurde die Zins-Reaktionsfunktion der Zentralbank im Fair-Modell, die neben der Inflationsrate auch das Niveau und die Veränderung der Arbeitslosigkeit berücksichtigt, entsprechend geändert (vgl. Anmerkungen im Kasten).

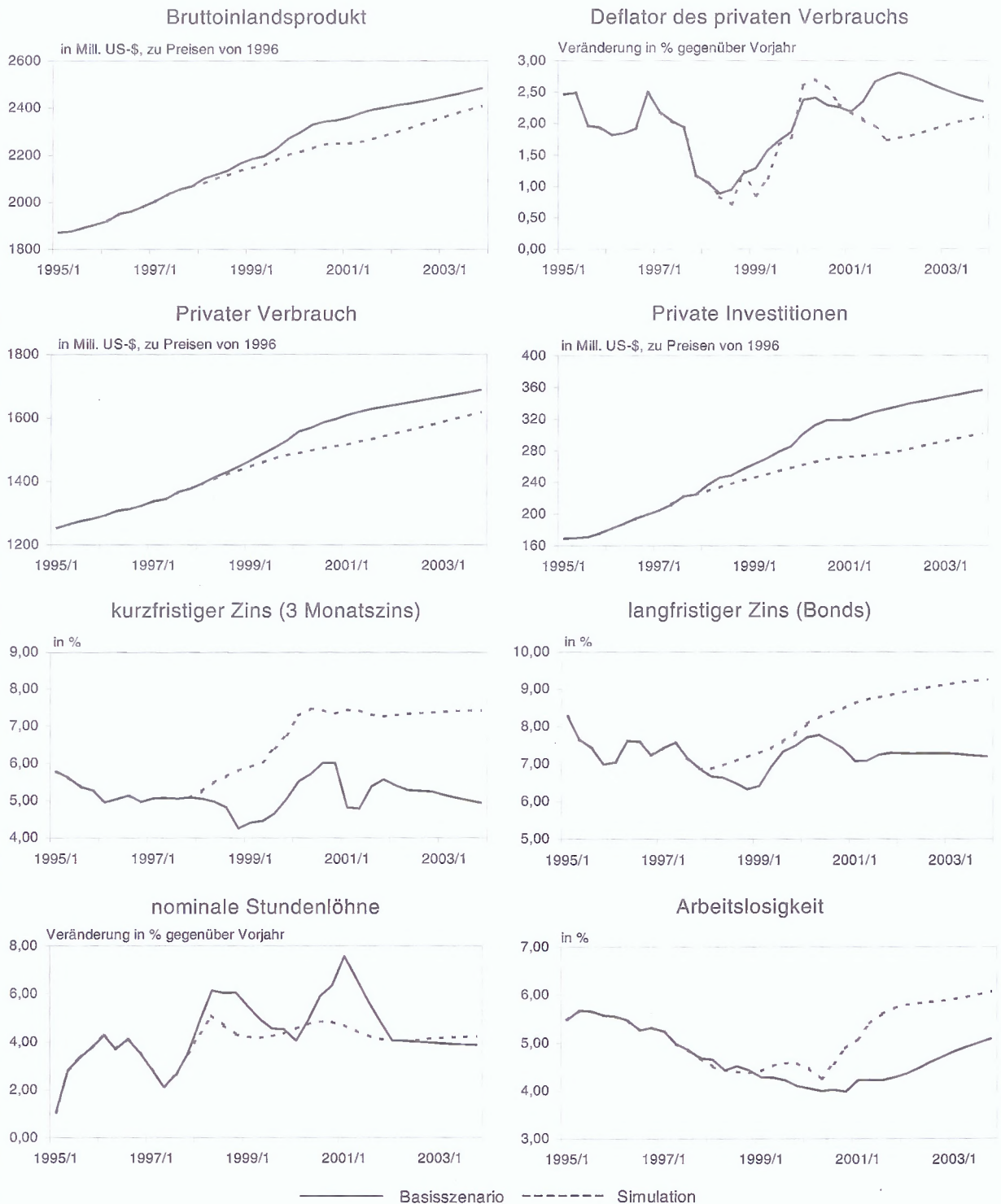
Die Ergebnisse für zentrale Größen sind in Abbildung 2 dargestellt. Für die Basisimulation ist die empirisch geschätzte Reaktionsfunktion der US-amerikanischen Zentralbank unterstellt. Auch diese geldpolitische Ausrichtung impliziert für die vergangenen beiden Jahre einen restriktiven Kurs. Die Werte der Basislösung bis einschließlich des 1. Quartals 2001 sind „echte“ Werte, vom 2. Quartal 2001 an wird auf Basis der für die USA empirisch geschätzten Reaktionsfunktion prognostiziert. Aus dem Basiszenario wird erkenntlich, dass eine konjunkturelle Abkühlung kräftige Zinssenkungen nach sich zieht, die eine konjunkturelle Erholung spätestens im folgenden Jahr herbeiführen.

<sup>8</sup> Für die Analyse wurden für die USA das Modell von Ray Fair (Fair-Modell) und das Modell der US-amerikanischen Notenbank (FRB-Modell) herangezogen.

<sup>9</sup> Diese Art von Reaktionsfunktionen werden in der Literatur oftmals als „konservativ“ bezeichnet.

Abbildung 2

## Simulation zur Geldpolitik in den USA



Das Basisszenario stellt die Standardlösung des Fair-Modells, beginnend mit dem 2. Quartal 2001, dar. Die Reaktionsfunktion ist unverändert.

Für die Simulation wurden die Koeffizienten der Reaktionsfunktion geändert (siehe Anmerkung in der Box) und eine Modellprognose beginnend mit dem 1. Quartal 1998 erstellt.

Quellen: <http://www.fairmodel.econ.yale.edu/>; Berechnungen des DIW.

## Simulationen mit dem Fair-Modell

Für die makroökonomischen Simulationen wurde das US-Modell von Ray C. Fair benutzt. Es gehört zu den langjährig erprobten strukturellen makroökonomischen Modellen und ist frei im Internet verfügbar (<http://fairmodel.econ.yale.edu/>). Das Modell ist ein nachfrageorientiertes Konjunkturmodell mit rationalen Erwartungen, das die Interaktion der makroökonomischen Größen über Verhaltensgleichungen abbildet. Die Stärke des Modells liegt darin, dass es die Größen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung mit der aggregierten monetären Bilanz verknüpft und somit auch Vermögenseffekte abbilden kann. Die für das Modell exogenen Größen, wie Exportnachfrage und Importpreise, werden aus einem ebenfalls von Ray C. Fair entwickelten Mehrländer-Modell übernommen.

Für die Analyse der Geldpolitik im Rahmen eines solchen Modells ist die Reaktionsfunktion der Zentralbank von entscheidender Bedeutung. Die Zinsreaktion der Fed hängt im Fair-Modell vor allem von der heimischen Inflationsrate sowie vom Niveau und der Veränderung der Arbeitslosigkeit ab. Für die Periode der Disinflationspolitik unter dem damaligen Zentralbankpräsident Paul Volcker ist eine Dummy-Variable eingeführt worden.<sup>1)</sup>

Mithilfe von Simulationen wurde zu schätzen versucht, wie sich die Lage in den USA darstellen würde, wenn die Fed eine „konservativere“ Politik betrieben hätte.

Leider gibt es bisher wenig verlässliche Schätzungen für die Reaktionsfunktion, z. B. der Europäischen Zentralbank. Eigene Schätzungen für Deutschland unter dem Regime der Deutschen Bundesbank deuten jedoch darauf hin, dass der Koeffizient für die Reaktion auf die Inflation größer, derjenige für die Reaktion auf die Arbeitslosigkeit bedeutend kleiner sein muss. Dies steht in Einklang sowohl mit den Schätzungen im Mehrländer-Modell MC3 von Fair wie auch mit den Ergebnissen anderer Forscher. Clarida, Galí und Gertler unterstellen aus theoretischen Gründen einen Koeffizienten für die Reaktion auf die Inflation von größer als eins.<sup>2)</sup>

In den hier vorgelegten Simulationen sind die Koeffizienten der Reaktionsfunktion für die Inflation verdoppelt, die Koeffizienten für die Reaktion der Fed auf das Niveau der Arbeitslosigkeit um 30 % gesenkt und die Koeffizienten für die Veränderung der Arbeitslosigkeit um 50 % reduziert worden. Tests, in denen eine noch stärkere Senkung der Koeffizienten unterstellt wurde, ergaben, dass das System instabil wird.

<sup>1)</sup> Ray C. Fair weist verschiedentlich darauf hin, dass er keinen signifikanten Unterschied zwischen den Koeffizienten bezüglich der Reaktion der Fed auf Inflationsgefahren für die Zeit vor und nach Paul Volcker finden kann. Vgl. Ray C. Fair: Actual Federal Reserve Behavior and Interest Rate Rules. In: FRBNY Economic Policy Review, Vol. 7, No. 1, 2001, S. 61–72.

<sup>2)</sup> Die theoretische Begründung liegt in der Gefahr einer monetären Destabilisierung des Systems, d. h. eines sich aufschaukelnden Inflationsprozesses, der von der Zentralbank nicht energisch genug bekämpft wird. Vgl. Richard Clarida, Jordi Galí, Mark Gertler: Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory. In: Quarterly Journal of Economics, Vol. 115, 2000, S. 147–180. Das Argument von Clarida und anderen ist allerdings nur dann stichhaltig, wenn Vermögenseffekte außer Acht bleiben. Vollzieht sich die Transmission monetärer Impulse jedoch nicht nur über den Realzins, sondern auch über die Neubewertung des Vermögens, muss der Koeffizient nicht notwendigerweise größer eins sein. Auch im Modell von Fair liegt der geschätzte Koeffizient mit 0,68 deutlich unter eins.

Für die Alternativsimulation wurden in der Reaktionsfunktion die Koeffizienten verändert (vgl. Anmerkungen im Kasten). In der Simulation ist unterstellt worden, dass die Fed von 1998 an eine mehr am Ziel der Inflationsbekämpfung orientierte Politik betrieben hätte. Der kurzfristige Zinssatz liegt in der gesamten Simulationsperiode oberhalb des Referenzszenarios, ebenso der langfristige Zinssatz.<sup>10</sup> Die Ergebnisse zeigen deutlich, dass der Aufschwung in den USA bei einer härteren Geldpolitik nicht die überschäumende Dynamik der beiden vergangenen Jahre erreicht hätte. Sowohl Investitionen wie privater Verbrauch wären auf einen niedrigeren Pfad eingeschwenkt, weil der konjunkturelle Aufschwung von der Geldpolitik sehr viel früher gebremst worden wäre.

Interessant sind vor allem die Ergebnisse bezüglich Inflation und Arbeitslosigkeit: Es zeigt sich, dass sich die

überaus positive Arbeitsmarktentwicklung der USA bei einer stärker dem Ziel der Inflationsbekämpfung verpflichteten Zentralbank nicht gezeigt hätte, weil der Aufschwung aufgrund der monetären Restriktion früher zum Stillstand gekommen wäre. Gleichwohl führt die breiter angelegte geldpolitische Zielvorgabe der Fed nicht zwangsläufig zu einer Lohn-Preis-Spirale. Auch bei der praktizierten weniger „harten“ Geldpolitik hat die Zunahme der Arbeitslosigkeit im beginnenden Abschwung in den USA zur Folge, dass die Lohnforderungen abnehmen und der Inflationsdruck nachlässt. Im Basisszenario — das ja auf der empi-

<sup>10</sup> Der langfristige Zinssatz ist im Fair-Modell direkt an den kurzfristigen Zinssatz gekoppelt.

risch geschätzten Reaktionsfunktion der Fed beruht — steigt die Inflation zwar noch bis Anfang 2002 (auf etwas über 3 %), auf längere Sicht kommt allerdings auch die Fed-Politik nahezu zur gleichen Inflationsrate wie bei der Simulation einer „härteren“ Inflationsbekämpfung. Nur: Der Pfad der Arbeitslosigkeit liegt dabei im Basisszenario deutlich unterhalb des Alternativszenarios. Eine härtere Bekämpfung der Inflation verhindert folglich zwar kurzfristig Übersteigerungen des Preisauftriebs, allerdings um den Preis einer längerfristig höheren Arbeitslosigkeit.

### Fazit

Die aktuelle Ausrichtung der US-amerikanischen Wirtschaftspolitik gibt Hoffnung, dass die recht kräftige Abkühlung schnell und zügig überwunden wird. Ob die ame-

rikanische Wirtschaft auf einen ähnlich hohen Wachstumskurs einschwenkt wie zum Ende der 90er Jahre, bleibt allerdings fraglich. Zu vieles spricht dafür, dass ein Teil der hohen Dynamik in den Jahren 1998 bis 2000 der spekulativen Blase am Aktienmarkt und einem „New Economy“-Fieber zu verdanken war, was sich in dieser Weise zunächst nicht wiederholen dürfte. Nichtsdestoweniger wird die Wirtschaftspolitik einen Kurs verfolgen, der wachstums- und beschäftigungsorientiert ist, ohne in eine Inflation zu münden. Die geldpolitische Strategie unterscheidet sich erheblich von der, die seinerzeit von der Bundesbank verfolgt wurde und neuerdings von der EZB praktiziert wird. Deren Kurs führt dazu, dass aus Angst vor inflationären Übersteigerungen kräftige Aufschwungentwicklungen durch monetäre Restriktionen frühzeitig zum Stillstand gebracht werden. Damit wird ein nachhaltiger Abbau der Arbeitslosigkeit verhindert.

## Aus den Veröffentlichungen des DIW Beiträge zur Strukturforschung

Erscheinen seit 1967.

- Heft 167 **Ostmitteleuropa auf dem Weg in die EU-Transformation, Verflechtung, Reformbedarf.** Von Christian Weise, Herbert Brücker, Fritz Franzmeyer, Maria Lodahl, Uta Möbius, Siegfried Schultz, Dieter Schumacher und Harald Trabold unter Mitarbeit von Silke Boger und David Rusnok. 348 S. 1997. (3-428-09133-7). DM 178,— / öS 1.299,— / sFr 158,—.
- Heft 168 **Lage und Perspektiven der deutschen Schienenfahrzeugindustrie.** Von Rainer Hopf, Hartmut Kuhfeld, Heike Link, Jörg-Peter Weiß und Hans Wessels unter Mitarbeit von Alfred Haid und Kurt Hornschild. 242 S. 1997. (3-428-09141-8). DM 144,— / öS 1.051,— / sFr 128,—.
- Heft 169 **Wirtschaftliche Verflechtung zwischen EU und GUS — Niedriges Niveau, großes Potential, vage Perspektiven.** Von Christian Weise, Herbert Brücker, Maria Lodahl, Uta Möbius, Siegfried Schultz, Dieter Schumacher, Harald Trabold und Ulrich Weißenburger (†) unter Mitarbeit von Silke Boger, Ulrike Ludden und David Rusnok. 210 S. 1997. (3-428-09344-5). DM 142,— / öS 1.037,— / sFr 126,50.
- Heft 170 **Lage und Perspektiven der Unternehmen in Ostdeutschland — Ergebnisse einer Umfrage.** Von Karl Brenke und Alexander Eickelpasch unter Mitarbeit von Lorenz Blume. 124 S. 1997. (3-428-09361-5). DM 112,— / öS 818,— / sFr 99,50.
- Heft 171 **Europäische Strukturfonds in Sachsen: Zwischenevaluierung für die Jahre 1994 bis 1996.** Von Kornelia Hagen und Kathleen Toepel. 249 S. 1997. (3-428-09389-5). DM 156,— / öS 1.139,— / sFr 138,—.
- Heft 172 **Situation und Perspektiven der deutschen Raumfahrtindustrie — Eine ordnungspolitische Analyse.** Von Bernhard Wieland, Talat Mahmood und Lars-Hendrick Rölller, Projektleitung: Kurt Hornschild. 210 S. 1998. (3-428-09440-9). DM 142,— / öS 1.037,— / sFr 126,50.
- Heft 173 **Auswertung von Statistiken über die Vermögensverteilung in Deutschland.** Von Klaus-Dietrich Bedau. 127 S. 1998. (3-428-09481-6). DM 112,— / öS 818,— / sFr 99,50.
- Heft 174 **Effizienz von Maßnahmen zur Verbrauchseinschränkung bei Mineralölversorgungsstörungen.** Von Rainer Hopf, Jutta Kloas, Heilwig Rieke, Martin Schmied und Franz Wittke (DIW); Klaus Lindner und Dieter Merten (IE). 239 S. 1998. (3-428-09482-4). DM 156,— / öS 1.139,— / sFr 138,—.
- Heft 175 **Wirkung und Wirksamkeit der EU-Binnenmarktmaßnahmen — Evaluierung des Studienprogramms der Europäischen Kommission.** Von Christian Weise, Stefan Bach, Heike Link, Uta Möbius, Bernhard Seidel, Wolfgang Seufert und Harald Trabold. 173 S. 1998. (3-428-09579-0). DM 132,— / öS 964,— / sFr 117,50.
- Heft 176 **Zum Einfluß betrieblicher und sektoraler Differenzierung der Arbeitskosten und sonstiger Regelungen auf die Beschäftigung im Strukturwandel.** Von Bernd Görzig, Wolfgang Scheremet und Frank Stille. 315 S. 1998. (3-428-09580-4). DM 178,— / öS 1.299,— / sFr 158,—.
- Heft 177 **Zur internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Metallhütten in der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS).** Von Peter Eggert, Ilse Häusser, Bernd-Michael Kruse, Jochen Parchmann, Sighelm Thede und Eberhard Wettig. 341 S. 1998. (3-428-09682-7). DM 188,— / öS 1.372,— / sFr 167,50.
- Heft 178 **Die wirtschaftliche Bedeutung Berlins für den Verflechtungsraum Berlin-Brandenburg.** Von Alexander Eickelpasch und Ingo Pfeiffer. 158 S. 1998. (3-428-09745-9). DM 136,— / öS 993,— / sFr 121,—.
- Heft 179 **Deutschland im Strukturwandel — Strukturberichterstattung 1997.** Von Dietmar Edler, Bernd Görzig, Dieter Schumacher, Frank Stille (Koordination), Dieter Teichmann, Dieter Vesper und Rudolf Zwiener. 400 S. 1998. (3-428-09766-1). DM 212,— / öS 1.548,— / sFr 188,—.
- Heft 180 **Der deutsche Dienstleistungshandel im internationalen Vergleich.** Von Siegfried Schultz und Christian Weise unter Mitarbeit von Dietmar Schumacher. 151 S. 1999. (3-428-09845-5). DM 140,— / öS 1.022,— / sFr 124,—.
- Heft 181 **Der Dienstleistungssektor in Hamburg — Stand, Verflechtung, Qualifikation und Entwicklungschancen.** Von Martin Gornig, Peter Ring und Reiner Stäglin. 230 S. 1999. (3-428-09901-X). DM 156,— / öS 1.139,— / sFr 138,—.
- Heft 182 **Ökonomische Wirkungen der Städtebauförderung in Mecklenburg-Vorpommern.** Von Lorenz Blume (Universität Gh Kassel), Klaus-Peter Gaulke (DIW) und Josef Rother (GEFAK). Projektleitung: Rolf-Dieter Postlep (DIW). 108 S. 1999. (3-428-09915-X). DM 132,— / öS 964,— / sFr 117,50.
- Heft 183 **Unternehmensbezogene Dienstleistungen im Land Brandenburg — Strukturen, Defizite und Entwicklungsmöglichkeiten.** Von Kurt Geppert. 122 S. 1999. (3-428-09941-9). DM 132,— / öS 964,— / sFr 117,50.
- Heft 184 **Auswirkungen der weltweiten Konzentration in der Bergbauproduktion auf die Rohstoffversorgung der deutschen Wirtschaft.** Von Peter Eggert, Alfred Haid, Eberhard Wettig (DIW), Manfred Dahlheimer, Manfred Kruszona, Hermann Wagner (BGR). 398 S. 2000. (3-428-10273-8). DM 198,— / öS 1.145,— / sFr 176,—.
- Heft 185 **Kommunal Finanzen und kommunaler Finanzausgleich in Brandenburg.** Von Dieter Vesper. 164 S. 2000. (3-428-10274-6). DM 148,— / öS 964,— / sFr 131,—.
- Heft 186 **Aktuelle steuerliche Rahmenbedingungen für den privaten Mietwohnungsbau — Wirkungen und Alternativen.** Von Stefan Bach und Bernd Bartholmai. 127 S. 2000. (3-428-10382-3). DM 138,— / sFr 122,—.

# Aus den Veröffentlichungen des DIW

## Sonderhefte

Erscheinen als neue Folge wieder seit 1948.

- Nr. 157 **Regionale Strukturpolitik unter den veränderten Rahmenbedingungen der 90er Jahre.** Von Martin Gornig, Bernhard Seidel, Dieter Vesper, Christian Weise (DIW) in Zusammenarbeit mit Hans-Jürgen Ewers, Carl Friedrich Eckhardt, Rainer Magnan (GIB). 152 S. 1996. (3-428-08715-1). DM 74,— / öS 540,— / sFr 74,—.
- Nr. 158 **Polen und die Osterweiterung der Europäischen Union.** Von Fritz Franzmeyer und Christian Weise. 201 S. 1996. (3-428-08768-2). DM 82,— / öS 599,— / sFr 82,—.
- Nr. 159 **Zwischenbilanz der Strukturfondsinterventionen und anderer EU-Programme in den neuen Bundesländern — Gemeinsamkeiten und Unterschiede.** Von Kathleen Toepel. 71 S. 1996. (3-428-08870-0). DM 64,— / öS 467,— / sFr 58,—.
- Nr. 160 **Arbeits- und Betriebszeiten in Deutschland: Analysen zu Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung.** Von Frank Stille und Rudolf Zwiener. 153 S. 1997. (3-428-09209-0). DM 74,— / öS 540,— / sFr 67,—.
- Nr. 161 **Transformation des Wirtschaftssystems in den mittel- und osteuropäischen Ländern: Außenwirtschaftliche Bedingungen und Auswirkungen.** Von Dieter Schumacher, Harald Trabold und Christian Weise (Hrsg.). 435 S. 1997. (3-428-09239-2). DM 148,— / öS 1.080,— / sFr 131,—.
- Nr. 162 **Energiepreise als Standortfaktor für die deutsche Wirtschaft.** Von Jochen Diekmann, Manfred Horn und Hans-Joachim Ziesing. 220 S. 1997. (3-428-09333-X). DM 118,— / öS 861,— / sFr 105,—.
- Nr. 163 **Sonderregelungen zur Vermeidung von unerwünschten Wettbewerbsnachteilen bei energieintensiven Produktionsbereichen im Rahmen einer Energiebesteuerung mit Kompensation.** Von Stefan Bach, Michael Kohlhaas, Barbara Praetorius, Bernhard Seidel und Rudolf Zwiener. 224 S. 1998. (3-428-09378-X). DM 118,— / öS 861,— / sFr 105,—.
- Nr. 164 **Gesamtwirtschaftliche und regionale Effekte von Bau und Betrieb eines Halbleiterwerkes in Dresden.** Von Heike Belitz und Dietmar Edler. 127 S. 1998. (3-428-09450-6). DM 106,— / öS 774,— / sFr 94,—.
- Nr. 165 **Umwelt und empirische Sozial- und Wirtschaftsforschung. Beiträge und Diskussionsberichte zu einer Tagung der Projektgruppe „Das Sozio-ökonomische Panel“ am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung.** Hrsg. von Jürgen Schupp und Gert Wagner. 199 S. 1998. (3-428-09457-3). DM 118,— / öS 861,— / sFr 105,—.
- Nr. 166 **Evaluierung wettbewerbsorientierter Fördermodelle — Das Regionalprogramm für strukturschwache ländliche Räume in Schleswig-Holstein.** Von Martin Gornig und Kathleen Toepel. 166 S. 1998. (3-428-09477-8). DM 112,— / öS 818,— / sFr 99,50.
- Nr. 167 **Auswirkungen der Europäischen Währungsunion auf die deutsche Wirtschaft.** Von Sebastian Dullien und Gustav A. Horn. 95 S. 1999. (3-428-10017-4). DM 98,— / öS 715,— / sFr 89,—.
- Nr. 168 **E-Commerce — Erfolgsfaktoren von Online-Shopping in den USA und in Deutschland.** Von Brigitte Preißl und Hans-Jörg Haas unter Mitarbeit von Christian Rickert. 112 S. 1999. (3-428-10076-X). DM 106,— / öS 774,— / sFr 94,—.
- Nr. 169 **Der Beitrag ausländischer Investoren zum Aufbau wettbewerbsfähiger Wirtschaftsstrukturen in den neuen Bundesländern.** Von Heike Belitz, Karl Brenke und Frank Fleischer. 115 S. 2000. (3-428-10233-9). DM 112,— / sFr 99,50.
- Nr. 170 **Geld, Banken und Staat in Sozialismus und Transformation.** Von Mechthild Schrooten. 201 S. 2000. (3-428-10243-6). DM 148,— / sFr 131,—.
- Nr. 171 **Wie entwickeln sich die Gewinne in Deutschland? Gewinnaussagen von Bundesbank und Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung im Vergleich.** Von Bernd Görzig und Claudius Schmidt-Faber. 84 S. 2001. (3-428-10504-4). DM 92,— / sFr 81,—.

— Einem Teil der Auflage ist ein Prospekt des Verlages Duncker & Humblot beigelegt —

---

Herausgeber: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Königin-Luise-Str. 5, D-14195 Berlin  
Telefon (0 30) 89 789-0 — Telefax (0 30) 89 789-200  
DIW-Internet-Homepage: <http://www.diw-berlin.de>

Präsident: Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann

Abteilungsleiterkollegium: Dr. Gustav A. Horn, Dr. Kurt Hornschild, Prof. Dr. Ulrich Kamecke (kommissarisch),  
Prof. Dr. Hans-Georg Petersen (kommissarisch), Wolfram Schrettl, Ph. D., Dr. Bernhard Seidel,  
Prof. Dr. Gert G. Wagner, Dr. Hans-Joachim Ziesing

Präsident und Abteilungsleiter sind gemeinsam für die wissenschaftliche Leitung verantwortlich

Schriftleitung: Kurt Geppert, Jochen Schmidt, Dieter Teichmann

*US-Wirtschaft im Abschwung — Wirtschaftspolitik steuert massiv gegen*  
Bearbeitet von Ulrich Fritsche

Verlag Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9, D-12165 Berlin, Telefon (0 30) 7 90 00 60  
Nachdruck und sonstige Verbreitung — auch auszugsweise — nur mit Quellenangabe zulässig  
Druck: Druckerei Conrad GmbH, Oranienburger Str. 172, D-13437 Berlin  
Bezugspreis für den Jahrgang DM 210,—, vierteljährlich DM 65,—, Einzelnummer DM 15,—  
Zuzüglich Versandkosten

ISSN 0012-1304