

SCHWERPUNKT: VON GREENSPAN ZU BERNANKE

Der Abschied des Märkteflüsterers

Greenspan-Ära geht zu Ende – Bilanzstichtag ungewiss – Der „Maestro“ hinterlässt Nachfolger Bernanke ein brisantes Erbe

Von Jürgen Schaaf, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 27.1.2006
Man kann es drehen und wenden, wie man will: Am 31. Januar, wenn Alan Greenspan nach 18 Jahren als Vorsitzender des Notenbankausschusses ausscheidet, verliert die



Alan Greenspan

amerikanische Wirtschaftspolitik eine ihrer schillerndsten Figuren. Besonders seine kryptische Kommunikation, mit der er die Märkte gleichzeitig beruhigte und verwirrte, begründeten seinen Legendenstatus. Egal, um welche Krise es sich handelte, der Glaube der Öffentlichkeit an die Omnipotenz des geldpoliti-

schen Heilsbringers war schier unerschütterlich. Gemessen an seiner öffentlichen Wirkung ist Greenspan zum Star aufgestiegen. Im ruhestand kann er dank dieser Popularität mit Vortragshonoraren in Höhe von 150 000 Dollar rechnen.

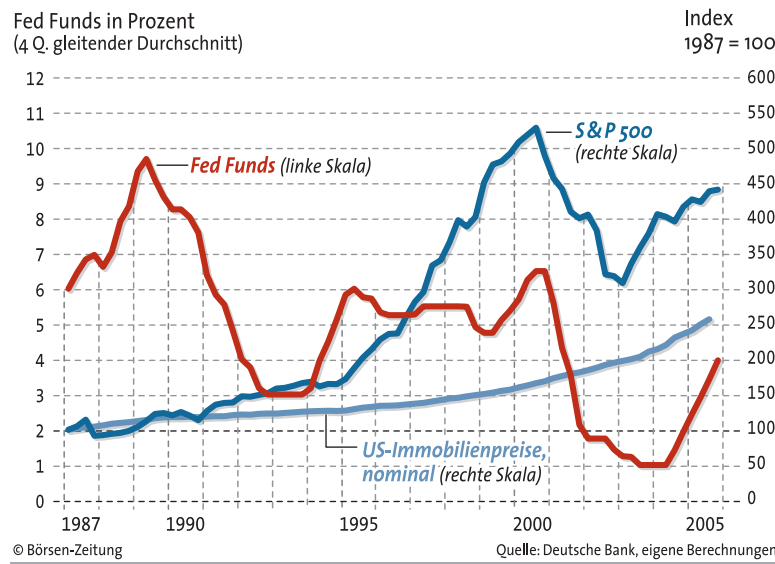
Seine Bilanz als Notenbanker fällt dagegen gemischter aus – und sie hängt vor allem vom „Bilanzstichtag“ ab und von der Festigkeit des Glaubens an ökonomische Gesetze.

Offiziell: Blütenweiße Weste

Zum offiziellen Ende seiner Amtszeit kann Greenspan eine blütenweiße Weste vorzeigen: hohes Wachstum mit langen Aufschwüngen und nur zwei milden Rezessionen, niedrige Arbeitslosigkeit und ein stabiles Presiniveau kennzeichnen die Greenspan-Ära. Der so genannte Mysery-Index bescheinigt ihm die zweiterfolgreichste Regenschaft seit dem zweiten Weltkrieg nach McChensey Martin. Der Mysery-Index addiert die Übel Arbeitslosigkeit und Inflation zusammen.

Relativiert wird diese Leistung zwar dadurch, dass Greenspans Mandat in einer Phase global niedriger Inflationsraten lag und dass die hohen Wachstumsraten eher auf der höheren Produktivität und den günstigen demografischen Rahmenbedingungen in den USA beruhen als auf der geldpolitischen Steuerung. Dass er die Gunst der Stunde genutzt hat,

Berg- und Talfahrt an den Märkten in der Greenspan-Ära



kann man ihm aber sicherlich nicht ankreiden.

Heikel erscheint vielmehr an Greenspans Hinterlassenschaft. Nicht wenige Experten erwarten, dass die Rechnung für die Amtsführung Greenspan erst noch kommen wird – und sie könnte salzen sein.

Die Kritik richtet sich vor allem gegen den so genannten Greenspan-Put (siehe Beitrag von Thomas Mayer auf dieser Seite). Er könnte –

lange nach Greenspans Ausscheiden – verheerende Wirkungen für die US- und die Weltwirtschaft haben. In seinem Risiko-Management-Ansatz hat der „Maestro“ auf Krisen heilend reagiert, indem er massiv Liquidität ins System gepumpt hat. Vorsorge gegen übertriebenen Vermögensbewertungen an Aktien- oder Immobilien (siehe Grafik) war seine Sache dagegen nicht. Das ausufernde Leistungsbilanzdefizit der

USA, überschuldetet Privathaushalte, überhitzte Immobilienmärkte in Teilregionen der Vereinigten Staaten werden von Kritikern als Konsequenz der lange anhaltenden Niedrigzinspolitik gedeutet. Die wiederum sollte eine Rezession nach den Finanzmarktkrisen um den Aktiencrash der Jahre 2000 und 2001 verhindern – und hat vielleicht die nächste Blase genährt. Ein abrupter Einbruch am US-Immobilienmarkt könnte verheerende Folgen haben (siehe Beitrag von Barry Eichengreen auf dieser Seite). Greenspan wird dann aber längst dem Beratungsunternehmen Greenspan Associates vorstehen, das er nach seinem Ausscheiden nach einem Bericht des „Wallstreet Journal“ gründen will.

Irgendwann jedoch muss die Zech gezahlt werden – sofern die ökonomischen Gesetze nicht ihre Gültigkeit verloren haben, sondern nur Aussetzer hatten, weil der „Märkteflüsterer“ es ihnen einredete.

Insofern übergibt der 79-Jährige seinem Nachfolger Ben Bernanke ein heikles und ungewisses Erbe. Diese Ungewissheit beinhaltet aber auch, dass der Abbau der Ungleichgewichte mit der Handschrift Greenspans geräuschloser vollzogen werden, als die Worst-Case-Szenarios nahe legen. Ob Bernanke diesen Prozess im Stile seines Vorgängers hinauszögern wird, ist noch unklar. Sicher ist, dass die Korrekturen kommen werden, und zwar nicht ohne Kosten. Denn: Aufgeschoben ist nicht aufgehoben.

Messlatte liegt nach Greenspan höher

Mehr Transparenz und weniger Personenkult für die Zukunft wünschenswert

Von Barry Eichengreen*)

Börsen-Zeitung, 27.1.2006
Anfang Januar nahm ich an einem akademischen Treffen des Federal Reserve Board teil. Da es ein Samstag war, war das Gebäude ansonsten verlassen. Nur die Handwerker waren dabei, das Büro Alan Greenspans für seinen Nachfolger in einem frischen Weiß zu streichen.

In ähnlicher Weise gab es die Tendenz, die Leistungen des aus dem Amt scheidenden Vorsitzenden erstrahlen zu lassen. Er ist der „Dirigent der Weltwirtschaft“, so etwa der Titel von Bob Woodwards bewundernder Biografie.

Maßstäbe gesetzt

Es ist sicherlich wichtig, die bedeutendste Leistung des Vorsitzenden nicht aus den Augen zu verlieren: Er hat die Ansprüche angehoben, an denen sich Zentralbanker künftig messen lassen müssen. Nach 18 Jahren Greenspan ist es sicherlich nicht ganz einfach, sich noch einmal den traurigen Zustand des Notenbankwesens in den 1970er Jahren ins Bewusstsein zu rufen. Die Zentralbank drohte damals die Kontrolle über die Inflation zu verlieren. Die amerikanische Geldmarktpolitik war unbeständig und unberechenbar. Das Vertrauen war äußerst gering.

Paul Volcker, der 1979 in das Büro einzog, das das von Greenspan wurde, spielte bei der erneuten Verpflichtung der Notenbank zur Preisstabilität eine Schlüsselrolle. Aber die Volcker-Jahre der zweistelligen Zinssätze und extremen Überziehungskredite führten zu einer Dollar-Krise. Greenspan ebnete den Weg zurück zur Normalität: Wir halten es jetzt für selbstverständlich, dass die Zentralbank der Preisstabilität die oberste Priorität beimisst. Wir erwarten, dass Zentralbanker ihre Entscheidungen auf der Grundlage neuester Modelle und der ganzen Bandbreite verfügbarer Informationen über die Wirtschaft fällen. Vermutlich am wichtigsten ist aber, dass wir Kontinuität erwarten. Sogar wenn ein Personalwechsel vollzogen wird, wie beispielsweise von Greenspan zu Bernanke, erwarten wir solide, beständige und allgemein berechenbare Leitlinien.

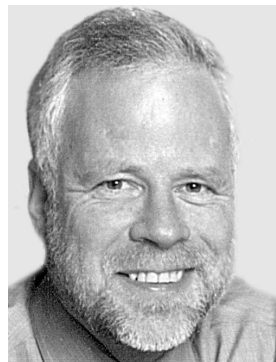
Ferner setzen wir heutzutage bei Zentralbankern ein äußerst hohes intellektuelles Niveau voraus. Präsident Bush kann vielleicht einen seiner alten Freunde mit der Leitung der Bundeskatastrophenschutzbehörde beauftragen. Aber er war gezwungen, einen angesehenen Exper-

ten in geldpolitischen Fragen wie Ben Bernanke für die Notenbank auszuwählen.

Diese Entwicklung beschränkt sich nicht auf die Vereinigten Staaten. Von Mexiko bis Polen können wir beobachten, dass Zentralbanker dazu verpflichtet werden, dieselben Standards zu erfüllen. Alan Greenspans wichtigstes Vermächtnis ist es, die Messlatte höher gelegt zu haben.

Keine dieser Leistungen kann aber darüber hinwegtäuschen, dass Greenspan einige Dinge hätte besser machen können. Drei Probleme hinterlässt er seinem Nachfolger.

Erstens, die Notenbank hat unter Greenspan weder das ökonomische Modell vermitteln können, das ihren Entscheidungen zugrunde liegt, noch hat sie ihre Handlungen eindeutig erklärt. Sie hat sich zu sehr



Barry Eichengreen

auf Schlagworte beschränkt, z. B. vor kurzem die Notwendigkeit, den Leitzins in „maßvollen Schritten“ anzuheben. Mehr Transparenz und weniger Personalisierung der Notenbankpolitik müssen die nächsten logischen Schritte sein. Dies ist dringend erforderlich, damit die Öffentlichkeit lernt, der Einrichtung und ihren Prozessen zu vertrauen – und nicht nur der Person an ihrer Spitze. Der Vorsitzende Bernanke wird sich vermutlich für mehr Transparenz und weniger Personalisierung stark machen.

Zweitens, der aus dem Amt scheidende Vorsitzende erlaubte sich gelegentlich, sich zu Sachdiskussionen zu äußern, die außerhalb seines Kompetenzbereichs lagen. So gestattete sich Greenspan beispielsweise überflüssige Kommentare darüber, dass Bushs Steuersenkungen sehr wünschenswert seien. Finanzpolitische Themen fallen jedoch allein in den Einflussbereich gewählter Amtsinhaber. Selbstverständlich kann und muss sich die Zentralbank mit den inflationären Konsequenzen des

Haushaltsdefizits auseinander setzen. Greenspans Kommentare waren allerdings auch mehr im Sinne ideologisch motivierter Argumente zu verstehen. So hält er einen schlanken Staat sowie Steuersenkungen für wünschenswert. Das Ausmaß staatlichen Eingriffs ist aber eine Frage sozialpolitischer Entscheidung, in die sich eine Zentralbank nicht einmischen sollte.

Finanzielles Fiasco droht

Drittens hat Alan Greenspan seinen berühmten „Risiko-Management-Ansatz“ der Geldmarktpolitik nicht auf die Risiken angewandt, die durch die Ungleichgewichte aufgeworfen wurden. Ein drastischer Preisrutsch am Immobilienmarkt könnte zu einem finanziellen Fiasco führen. Ein starker Kursverfall des Dollar, hervorgerufen durch Ängste vor dem ausufernden US-Leistungsbilanzdefizit, könnte zudem sowohl die wichtigsten Finanzinstitutionen als auch die globale Wirtschaft destabilisieren. Greenspan hat es geschafft, die Aufmerksamkeit auf diese Probleme zu lenken, ohne gegen sie anzugehen. Dies begründete er damit, dass weder ein drastischer Preisverfall am Immobilienmarkt noch das verheerende Leistungsbilanzdefizit die Inflation anheizen würden. Nach der Senkung der Leitzinsen im Jahre 1998 als Folge der russischen Zahlungsunfähigkeit und des Beinahe-Ausfalls des „Long-Term Capital Management“ hätte ein verantwortungsvoller Risikomanager den Leitzinssatz in den Jahren 1999 bis 2000 schneller wieder angehoben, um die Ungleichgewichte einzudämmen. Nach den Leitzinssenkungen 2001 bis 2002 – aus Angst vor Deflation – hätte er den Leitzins zwischen 2003 und 2004 schneller wieder anheben müssen, um zu verhindern, dass diese Niedrigzinspolitik den boomenden US-Immobilienmarkt weiter fördert. Nicht nur, dass Greenspan seinem Nachfolger viele Ungleichgewichte hinterlässt, er übergibt ihm auch keine Anleitung, wie die Zentralbank diese zu handhaben hat.

Insgesamt kann man das, was Alan Greenspan seinem Nachfolger als Vermächtnis überlässt, aber als positiv beschreiben. Sollte Ben Bernanke nur halb so erfolgreich sein, wird auch er in die Geschichte als großartiger Lenker eingehen.

*) Professor Barry Eichengreen lehrt Wirtschafts- und Politikwissenschaften an der University of California in Berkeley.

Symbiose mit den Finanzmärkten

„Greenspan-Put hat Akteure unentgeltlich gegen Risiken abgesichert“

Von Thomas Mayer*)

Börsen-Zeitung, 27.1.2006
Mit dem herannahenden Ende der Amtszeit von Alan Greenspan wird der Chor der Lobgesänge auf den „Maestro“ der Geldpolitik wohl außer gewöhnliche Höhen erreichen. Sogar die größten Skeptiker werden anerkennen müssen: Der Mann hatte Fortune, bei dem was er tat. Doch lassen wir hier den Weihrauch (noch einmal) bei Seite und gehen der Frage nach, was denn für die Ära Greenspan kennzeichnend war und was dies für die Geldpolitik heute bedeutet.

Auf die Gefahr hin, eine lange und vielschichtige Periode der US-Geldpolitik ungebührlich zu vereinfachen, scheinen mir doch drei Entwicklungen wesentlich zur Charakterisierung der Ära Greenspan (1987-2006) beizutragen: (1) die Rehabilitierung der Geldpolitik als Instrument zur Konjunktursteuerung; (2) der Einsatz der Geldpolitik zur Auslotung der Grenzen des Wachstums und (3) der Gebrauch der Geldpolitik zur Stabilisierung der Finanzmärkte in Krisensituationen. In die Ära Greenspan fielen zwei Rezessionen, die eine zu Anfang der neunziger Jahre und die andere zu Anfang dieses Jahrzehnts. Der Umstand, dass die Rezessionen milde und die sich daran anschließenden Aufschwünge lange ausfielen, wird oft dem Geschick der Geldpolitik zugeschrieben, obwohl eindeutige Beweise für einen solchen Kausalzusammenhang fehlen. Die frühere Erkenntnis, dass Zeitverzögerungen in der Wirkung der Geldpolitik lang und variabel sind, ist in der Ära Greenspan verblasst. Moderne Zentralbanken haben sich heute an der Konjunktur zu orientieren, auch wenn sie dieser oft eher hinterherlaufen als voraussehen.

Grenzen des Wachstums

Doch spielte die Geldpolitik in der Greenspan-Ära nicht nur eine aktive Rolle bei der Konjunktur Stabilisierung, sondern half auch, die Grenzen des Wachstums auszuloten. So ließ Greenspan die Zinsen über die neunziger Jahre relativ niedrig, obwohl die Wirtschaft mit Raten wuchs, die in der Vergangenheit zu Überhitzung geführt hatten. Der Maestro glaubte schon früher als andere an das „Produktivitätswunder“ der US-Wirtschaft und wurde durch die moderate Entwicklung der Inflation eindrucksvoll bestätigt. Dass die lockere Geldpolitik dabei einen Aktienspezialist gegen Ende der neunzi-

ger Jahre, eine Immobilienpreisblase in jüngerer Zeit und eine Explosion des außenwirtschaftlichen Leistungsbilanzdefizits begünstigte, gilt den Bewunderern Greenspans höchstens als Schönheitsfehler. Skeptiker regen diese Entwicklungen an, die Fixierung auf die Verbraucherpreis-inflation zu hinterfragen.

Typischerweise hat Greenspan selbst einige kritische Kommentare zu seiner Politik geliefert. In einer 1967 veröffentlichten Analyse (mit dem Titel „Gold und wirtschaftliche Freiheit“) hatte er das Verhalten der Fed Ende der zwanziger Jahre wie folgt beschrieben: „Das überschüssige Kreditangebot, welches die Fed in die Wirtschaft pumpte, schwappte in den Aktienmarkt über und löste dort eine fantastische Spekulation aus. Mit einiger Verzögerung absor-

bierte dann die Fed die Überschussreserven und brach den Boom. Aber es war zu spät: Ende 1929 waren die spekulativen Exzesse so übermächtig geworden, dass ihre Bekämpfung eine scharfe Kontraktion der Wirtschaft und einen Verfall des Vertrauens im Unternehmenssektor auslöste.“ (Ayn Rand, „Capitalism: The Unknown Ideal“, New York 1967.) Und letztes Jahr stellte er die Frage, ob nicht seine eigene Geldpolitik zu einer ungesunden Kompression von Risikoprämien beigetragen hat.



Thomas Mayer

Schließlich ging die Geldpolitik in der Greenspan-Ära eine enge Symbiose mit den Finanzmärkten ein. Zum einen bestand diese darin, dass die Fed zuverlässig mit reichlich Liquidität aushalf, wenn Verwerfungen auf den Finanzmärkten auftraten; zum anderen darin, dass die Fed immer erfolgreicher die Erwartungen auf den Finanzmärkten steuerte. Schon kurz nach seinem Amtsantritt 1987 begründete die FOMC-Vorsitzende sein enges Verhältnis zu den Finanzmärkten. Als im Oktober 87 der Aktienmarkt einbrach, pumpte

die Fed schnell Liquidität in das Finanzsystem. Eine ähnliche Reaktion zeigte die US-Notenbank auf die Sparkassenkrise Anfang der neunziger Jahre, die Hedgefonds-Krise 1998 und auf den Börsen-Crash von 2000-02. Die Maxime Greenspans war, die Finanzmärkte sich selbst zu überlassen, solange alles gut ging, aber sofort einzuspringen, wenn es Probleme gab. Zwar machte dies den Maestro zum Liebling von Wall Street, kreierte aber auch das böse Wort vom „Greenspan Put“, einer von ihm den Finanzmarktteilnehmern gewährten unentgeltlichen Absicherung ihrer Positionen.

Der Zentralbank hörig

Über die Jahre hat die Greenspan-Fed die Steuerung der Erwartungen auf den Finanzmärkten perfektioniert. Zunächst wurden nur einzelne Zinsentscheidungen, dann das gesamte Zinserhöhungsprogramm von 2004-06 sorgfältig signalisiert und geräuschlos abgewickelt. Doch scheint der „Greenspan Put“ in Kombination mit der systematischen Erwartungssteuerung den Finanzmärkten einen Teil ihres Urteilsvermögens genommen und sie in die Hörigkeit der Zentralbank gebracht zu haben. Wie anders wäre es sonst zu erklären, dass Risikoprämien auf historische Tiefstände geschrumpft sind und die längerfristigen Zinsen hartnäckig niedrig bleiben? Irgendwann, so die Logik, wird schon wieder ein Brand auf den Finanzmärkten ausbrechen, den die Fed in einer Flut von Liquidität erstickt wird. Wer in einem solchen Umfeld risikoreiche Werte hält, darf sich schneller Hilfe sicher sein, und wer risikoarme Staatsanleihen besitzt, darf sich auf einen preistreibenden Liquiditätsregen freuen.

Alan Greenspan Nachfolger, Ben Bernanke, setzt auf Kontinuität in der US-Geldpolitik. Was bleibt ihm auch anderes übrig, solange Greenspans Politik als das „winning recipe“ gilt? Doch könnte dieses Rezept in seiner Amtszeit gewaltigen „stress tests“ ausgesetzt sein. Kann die Fed das Leistungsbilanzdefizit auch weiterhin ignorieren, wenn es den Dollar zum Absturz bringt? Wie lange kann die Fed den Finanzmärkten noch „Greenspan Puts“ einlösen, ohne das Vertrauen in Papiergeld zu zerstören? Man kann Bernanke nur wünschen, dass er während seiner Amtszeit ebenso viel Fortune hat wie sein Vorgänger.

*) Dr. Thomas Mayer ist Chefvolkswirt Europa der Deutschen Bank.

Stationen

August 1987	Alan Greenspan wird Vorsitzender des Federal Reserve Board
Oktober 1987	Aktiencrash „Schwarzer Montag“
August 1990	Irak besetzt Kuwait
1994/95	Tequilla-Krise
September 1996	Rede zum „Irrationalen Überschwang“
1997/98	Asienkrise
Juni 2005	Zahlungsunfähigkeit Russlands
September 1998	Krise des Long Term Capital Management Hedgefonds
März 2000	Aktien-Crash nach New Economy Bubble
September 2001	Terror-Anschläge in New York
Dezember 2001	Enron-Krise
Juni 2003	Zins auf Rekordtief (1,0%)
Juni 2004	Zinswende (Reihe von Zinserhöhungen startet)
Januar 2006	Amtsende

Börsen-Zeitung