

Roland Leuschel
und Claus Vogt

D
as
Greenspan
Dossier

Alan und seine Jünger:
Die Bilanz einer Ära
Wie die US-Notenbank das
Weltwährungssystem gefährdet

Oder:
Inflation um jeden Preis

Was wäre, wenn Alan Greenspan Recht hätte?

Vorwort zur 3. Auflage

Der Oppositionsführer im US-Senat, Harry Reid, nannte den Fed-Präsidenten Greenspan im März 2005 eines der größten Schlitzohren Washingtons („One of the biggest hacks we have here in Washington“). Ist er das tatsächlich? Oder ist er ein aufrichtiger, prinzipientreuer Mann, der innerhalb des von ihm vorgefundenen und nicht zu ändernden Finanzsystems das Beste tut?

Ob Greenspans Geldpolitik letztlich die von uns befürchteten negativen Folgen für die Weltwirtschaft haben wird, kann erst die Zukunft zeigen. Bis dahin müssen wir uns die grundsätzliche Frage stellen, die auch Chip Hanlon in einem Beitrag für „Financial Sense University“ gestellt hat: „Isn't it possible that he is someone who understands and might actually prefer a system based perhaps on Austrian Economic principles, but has decided to use his knowledge of economics to do the best he can in a world of floating, fiat currencies?“

(Ist es möglich, dass Greenspan sehr wohl die ökonomischen Prinzipien der Österreichischen Schule versteht und es auch vorziehen würde, in einer Volkswirtschaft zu leben, die auf diesen Prinzipien beruht, sich aber entschlossen hat, sein Wissen über die Wirtschaft zu verwenden, um das Beste aus einer Welt ungedeckter Währungen zu machen?)

Die Gretchenfrage, die wir Autoren uns stellen, ist daher ganz einfach: Ist Greenspans Politik vielleicht das kleinere Übel? Tun wir ihm mit unserer scharfen Kritik womöglich Unrecht? Wird alles gut enden und Alan Greenspan als der Held in die Geschichtsbücher eingehen, der die Welt vor einem ökonomischen Desaster gerettet hat? Sind wir mit unseren Einwänden und Sorgen auf intellektuelle Abwege geraten und versuchen vergeblich, „ein Idol vom Denkmal zu schubsen“, wie es die Financial Times Deutschland in ihrer Rezension unseres Buches bissig bemerkte?

Immerhin haben wir in den Jahren 2000 bis 2002 das Platzen einer der größten Aktienblasen aller Zeiten erlebt und im September 2001 die verheerenden Terroranschläge in New York und Washington. Dennoch blieb uns eine größere Wirtschaftskrise bisher zumindest erspart. Viele Menschen sind der Überzeugung, dass wir diese überraschend positive ökonomische Entwicklung in erster Linie Greenspans Geldpolitik zu verdanken haben. Sie habe in beiden Fällen Schlimmeres verhindert und die Wirtschaft erfolgreich durch diesen schweren Sturm gelotst. Anschließend habe der Notenbankpräsident durch die Zinserhöhungen der Jahre 2004/2005 das Notwendige getan und den Partygängern die sprichwörtliche Bowlle wieder weggenommen. Die Situation habe sich wieder normalisiert, die Gefahr sei gebannt und Greenspans beherztes Handeln offensichtlich gerechtfertigt.

Wir teilen diese Meinung nicht. Zunächst einmal gilt es festzuhalten, dass die Aktienblase eine Folge der Geldpolitik Greenspans war. Sie als exogenes Ereignis zu behandeln, das uns wie ein Blitz aus heiterem Himmel traf, ist also falsch. Sodann erscheint uns die Feststellung überaus wichtig zu sein, dass die Folgen der Terroranschläge ganz sicher nicht mit geldpolitischen Mitteln in den Griff zu bekommen sind. Natürlich war es notwendig, die Zahlungssysteme aufrechtzuerhalten und keinen Dominoeffekt entstehen zu lassen. Die panikartigen Zinssenkungen hingegen waren ein Schuss ins Blaue, da Zinsmaßnahmen bekanntlich mit einer erheblichen Zeitverzögerung wirken. Sie als erfolversprechende Akutmaßnahmen im Kampf gegen den Terror darzustellen zeichnet bewusst ein eindeutig falsches Bild geldpolitischer Möglichkeiten. Unser wichtigster Einwand lautet jedoch, dass es schlicht und einfach noch zu früh ist, um die langfristigen Folgen der Greenspan'schen Geldpolitik auf Wirtschaft und Gesellschaft sehen zu können und die prinzipiellen Grenzen geldpolitische Manipulationen wieder einmal aufs Schmerzlichsche erfahren zu müssen. Noch wurde uns die Rechnung dieser Politik nicht präsentiert. Wie hoch wird diese Rechnung ausfallen? „There is no free lunch“, bemerkte einst der große Ökonom und Nobelpreisträger Milton

Friedman. Sollte er mit dieser Aussage Recht behalten, dann müssen wir damit rechnen, dass uns demnächst eine gesalzene Rechnung für die geldpolitischen Exzesse der vergangenen Jahre ins Haus flattern wird.

Eine Grenze seiner geldpolitischen Macht musste Greenspan Anfang 2005 bereits erkennen: Die langfristigen Zinsen lassen sich auch durch die Notenbank nicht beliebig manipulieren; Kapitalmärkte sind nicht der Spielball von Bürokraten und Politikern. Die langfristigen Zinsen sind trotz der seit Juni 2004 erfolgten Zinserhöhungen der Fed nicht, wie von den Notenbankern erhofft, gestiegen, sondern sogar gefallen. Greenspan selbst sprach in diesem Zusammenhang von einem Rätsel („conundrum“). Vielleicht signalisiert der Rentenmarkt damit die Angst der Marktteilnehmer vor einem unmittelbar bevorstehenden Wirtschaftsabschwung, womöglich gar vor einer deflationären Misere. Drängt sich nach dieser jüngsten Erfahrung der Fed mit dem Rentenmarkt nicht der Gedanke auf, dass der Notenbank die Situation längst entglitten ist? Werden die Rentenmärkte vielleicht demnächst schon auf eine künftige Inflation mit deutlich steigenden Zinsen reagieren? Und wird die Notenbank mit ihrem geldpolitischen Instrumentarium dann eine analoge Erfahrung machen müssen, indem sie trotz der von ihr dann sicherlich wieder verordneten Zinssenkungen die Rentenmärkte nicht mehr beeinflussen kann?

Trotz der noch immer sehr großen Popularität der Aktienmärkte und der übersteigerten Medienaufmerksamkeit, die ihnen gewidmet wird, spielen sie im Vergleich zu den Rentenmärkten, aber auch im Vergleich mit den Immobilienmärkten eine in jeder Hinsicht nachrangige Rolle. Diese Aussage gilt jedoch nicht nur aufgrund der Größe und der damit zusammenhängenden ökonomischen Bedeutung der drei Märkte, sondern auch für die Qualität der Marktteilnehmer. Die Rentenmärkte gelten als der Teil der Kapitalmärkte, an dem sich die brilliantesten Finanzfachleute tummeln. Ob dieses Urteil auch heute noch gilt, kann angesichts der in die Billionen US-Dollar gehenden Käufe amerikanischer Staatsanleihen durch asiatische Notenbanken derzeit allerdings bezweifelt werden. Wo befänden sich die langfristigen Zinsen ohne diese nicht dem Prinzip der Gewinnerzielung verpflichtete bürokratische Käufergruppe?

Wir wissen, dass die Zentralbank die letzte große Inflationswelle nicht verhindern konnte bzw. nicht verhindern wollte. Sie reagierte lediglich auf die deutlichen Zinssteigerungen am Rentenmarkt, wo die Zinsen in der Zeit von 1954 bis 1980 von 1,5% auf 16% stiegen. Die Notenbanker

agierten damals nicht etwa als die großartigen Steuermänner, die das Schiff im Griff haben, sondern sie reagierten auf die Folgen ihrer eigenen Fehler und waren schließlich nur noch der Spielball von Gewalten, die weit jenseits ihrer eigenen Fähigkeiten angesiedelt sind. Wir glauben nicht, dass sich an diesem grundlegenden Zusammenhang in den letzten Jahren etwas geändert haben könnte.

1980 schließlich endete ein ausgeprägter Inflationszyklus, als der damalige Fed-Präsident und Vorgänger Alan Greenspans, Paul Volcker, seines Zeichens einer der fähigsten Notenbanker aller Zeiten, den Mut und das Rückgrat hatte, vorausschauend und beherzt zu agieren. Mit drastischen Zinserhöhungen machte er der Inflationsmentalität den Gar aus und schuf die Voraussetzungen für einen tragfähigen langfristigen Aufschwung, der sich als der längste und größte Wirtschaftsboom aller Zeiten entpuppte. Damit wurde auch der Grundstein für die spektakuläre Hausse an den Renten- und Aktienmärkten gelegt, deren dynamischste Phase in den 1980er-Jahren stattfand und die erst im Jahr 2000 ihren spekulativen Höhepunkt erlebte.

Es handelt sich dabei übrigens um denselben Paul Volcker, der im Mai 2005 öffentlich die Politik seines Nachfolgers Alan Greenspan kritisierte und eine Rückkehr zu monetärer und fiskalischer Disziplin anmahnte. Nach der Lektüre seines in der Washington Post veröffentlichten Beitrags („An Economy On Thin Ice“, Eine Wirtschaft auf dünnem Eis) muss der Leser sich tatsächlich die Frage stellen, ob Volcker in seinem Nachfolger Greenspan den potenziellen Totengräber des amerikanischen Erfolgsmodells sieht.

Mit Volckers geldpolitischen Maßnahmen begann 1980 eine ausgeprägte und lang anhaltende Phase der Desinflation. Deren bisheriger Tiefpunkt wurde in den USA im Jahr 2003 erreicht, während die europäischen Rentenmärkte im Mai 2005 ein neues Zinstief markierten. Die Entwicklung an den Rentenmärkten verweist auf eine entscheidende Frage: Befinden wir uns auf dem Weg in eine Deflation oder lediglich in der Endphase der Desinflation, auf die ein neuer Inflationszyklus folgen wird?

Einige auch von uns sehr geachtete Analysten und Experten wie beispielsweise Robert Shiller oder Robert Prechter halten das Deflationsszenario für das wahrscheinliche. Dabei verweisen sie unter anderem auf die deflationären Kräfte, die mit dem wachsenden Einfluss bedeutender osteuropäischer, vor allem aber asiatischer Länder wie China oder Indien auf die Weltwirtschaft einhergehen.

Ausschließen können auch wir eine solche Entwicklung natürlich nicht. Aber wir halten sie für unwahrscheinlich, weil wir in einem Weltwährungssystem ungedeckten und beliebig vermehrbaren Geldes leben. Es gibt keinen Mechanismus, der den hemmungslosen Einsatz der staatlichen Gelddruckmaschine („Helikopter-Geld“) verhindern oder auch nur erschweren würde. Insbesondere amerikanische Notenbanker haben diese Tatsache in den vergangenen Jahren ausdrücklich betont und einen Katalog radikaler geldpolitischer Maßnahmen zur Deflationsbekämpfung vorgelegt. Die Instrumente zur Vermeidung einer deflationären Katastrophe scheinen also ebenso vorhanden zu sein wie die Bereitschaft der Notenbanker, sie zum Einsatz zu bringen. Wie aber steht es mit dem politischen Willen zur Inflation? Werden unsere Politiker ihren Notenbankbürokraten freie Hand lassen und ihnen die notwendige Unterstützung geben?

Das nahezu weltweit bestehende Verschuldungsproblem, das auch die öffentlichen Haushalte betrifft, das längst absehbare Liquiditätsproblem der Pensionskassen und staatlichen Rentenversicherungen sowie die unbezahlbaren Sozialstaatsverpflichtungen der westlichen Länder lassen sich am einfachsten durch Inflation „lösen“. Alle Verpflichtungen könnten dann mit entwertetem Geld nominal erfüllt werden; kein Politiker müsste den schwer zu verkaufenden, aber notwendigen Rückbau des Sozialstaates aktiv betreiben; niemand müsste sich die peinliche Blöße geben, öffentlich den Staatsbankrott zu erklären. Wer oder was könnte unsere Politiker davon abhalten, den für sie so viel einfacheren inflationären Weg durch die unvermeidbare Krise zu wählen und dem geneigten Wähler zur eigenen Exkulpation einen genehmen Sündenbock zu präsentieren? Böse Spekulanten, böse Kapitalisten, böse Ölscheichs oder böse Heuschrecken werden sich zu diesem Zweck von den ach so guten Politikern schon finden lassen.

Natürlich stellen auch wir uns die Frage, ob es dennoch möglich sein kann, dass alle geldpolitischen Bemühungen die von ihren Verfechtern erwünschten Wirkungen verfehlen. Hat der von der Notenbank eingeschlagene Weg zu immer niedrigeren, womöglich sogar negativen Zinsen einen Teufelskreis erzeugt, der zwangsläufig in die Deflation führt? Zwingt er womöglich einen großen Teil der Marktteilnehmer dazu, zu hohe Risiken einzugehen, um die von ihnen geforderten Renditen erzielen zu können? Sind Inflation und Deflation vielleicht tatsächlich, wie von Prechter postuliert, letztlich nur das Ergebnis massenpsychologischer Effekte, die von der Geldpolitik nicht aufgehalten werden können?