

Working Paper

Nr.: 57, 18.1.2006

Author: David F. Milleker

Die Fed im Übergang von Alan Greenspan zu Ben S. Bernanke

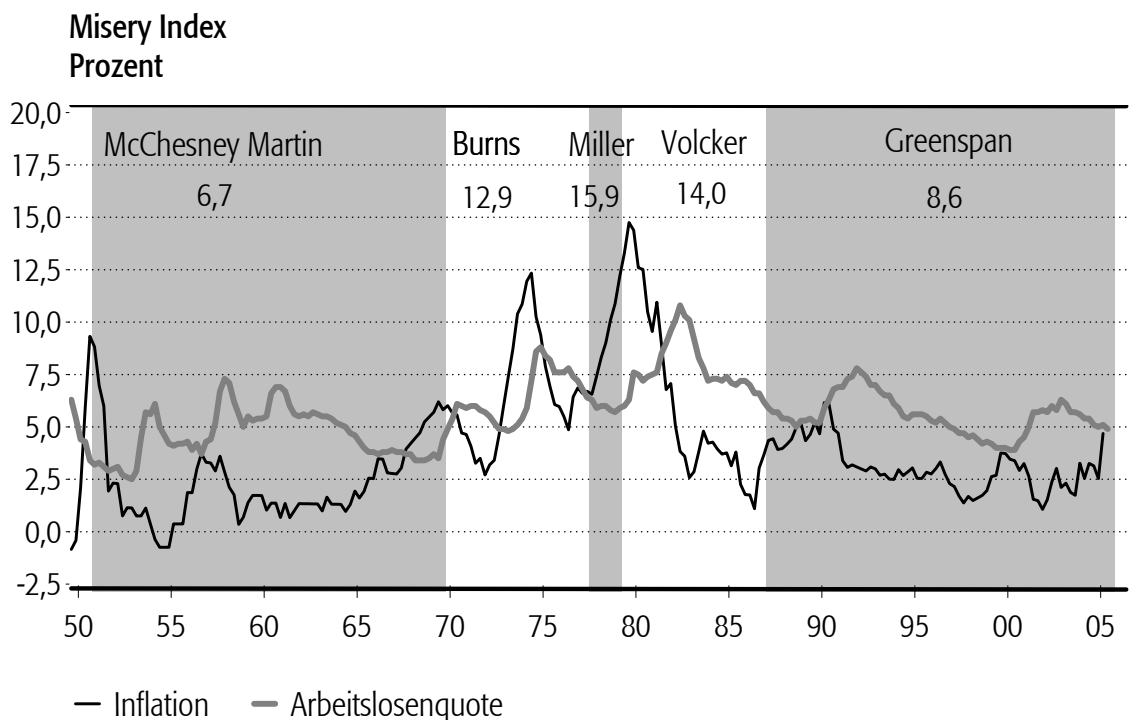
Einleitung

„Mögest Du in interessanten Zeiten leben“ gilt in den USA als chinesischer Fluch. Wenn am 31. Januar 2006 die **Amtsübergabe von Alan Greenspan auf Ben S. Bernanke** als Chairman der Federal Reserve stattfindet, geht nicht nur eine **achtzehnjährige Amtszeit zu Ende** (und damit die zweitlängste in der Geschichte der Fed nach William McChesney Martin), sondern auch eine ausgesprochen ereignisreiche Epoche. Sie beinhaltet etwa **den Börsencrash 1987, die Tequila-Krise 1994/95, die Asienkrise 1997/98 und das Platzen der New-Economy-Blase in den Jahren 2000 und 2001**. Der Umgang Greenspans mit diesen Krisen dürfte vermutlich weit stärker in der öffentlichen Wahrnehmung als prägendes Element seiner Ära als Notenbankchef in Erinnerung bleiben als der unter ihm vollzogene Weg zu mehr Transparenz bei geldpolitischen Entscheidungen. Das **aktive Krisenmanagement ist wohl der kontroverseste Teil des Erbes der Greenspan-Ära**. Der Fed unter Greenspan wird häufig nachgesagt, dass sie asymmetrisch auf Entwicklungen an den Finanzmärkten reagiere: sie dämpfe nicht den starken Auftrieb bei Vermögenspreisen und sehe ihre Aufgabe auch nicht in der Verhinderung von Blasen, sondern eher darin, die Folgen eines Platzens der Blase durch eine rasche geldpolitische Lockerung zu mildern.

Kritiker der US-Notenbankpolitik werfen ihr vor, durch ein solches Vorgehen die Finanzmärkte zum Eingehen übergroßer Risiken zu verleiten und charakterisieren die Politik als „Greenspan Put“ (Miller/Weller/Zhang 2002) oder „serial bubble blower“ (Economist 2003). Die Fed verweist dagegen zumeist auf das Problem wie schwierig es sei, außergewöhnliche Entwicklungen an den Finanzmärkten überhaupt adäquat identifizieren zu können (Greenspan 2002). Sollte – und dafür gibt es eine Reihe von Anzeichen – die expansive Politik der Fed in den Jahren 2002 und 2003 zu einer weiteren Blase, diesmal am Immobilienmarkt, geführt haben so wird sein Nachfolger mit genau diesem Problem konfrontiert werden.

Geldpolitik und gesamtwirtschaftliche Entwicklung unter Alan Greenspan

In den USA wird zum Vergleich von wirtschaftlichen Perioden gerne auf einen recht einfachen Maßstab zurückgegriffen. Der sogenannte „**Misery-Index**“ ergibt sich aus der **Addition der beiden wirtschaftlichen Grundübel Inflationsrate und Arbeitslosenquote**. In der unteren Grafik ist der jeweilige Durchschnittswert des Misery-Index für die Amtsperioden der fünf Fed-Chairmen seit 1951 abgetragen. Nach dieser recht einfachen Bewertungsmethode wäre **Alan Greenspan der zweiterfolgreichste Chef der US-Notenbank seit dem Zweiten Weltkrieg**. Ein alternativer Bewertungsmaßstab, der nicht auf den Durchschnitt, sondern die absolute Veränderung des Misery-Index im Verlauf der Amtszeit abstellt, führt ebenfalls zu diesem Ergebnis. Nur dass bei einer solch dynamischen Betrachtungsweise, dann nicht mehr McChesney Martin, sondern Volcker der erfolgreichste US-Zentralbanker seit den fünfziger Jahren gewesen ist und mit einem Rückgang des Misery Index um 9,4 Punkte den unter Greenspan um 0,5 Punkte um Längen schlägt.



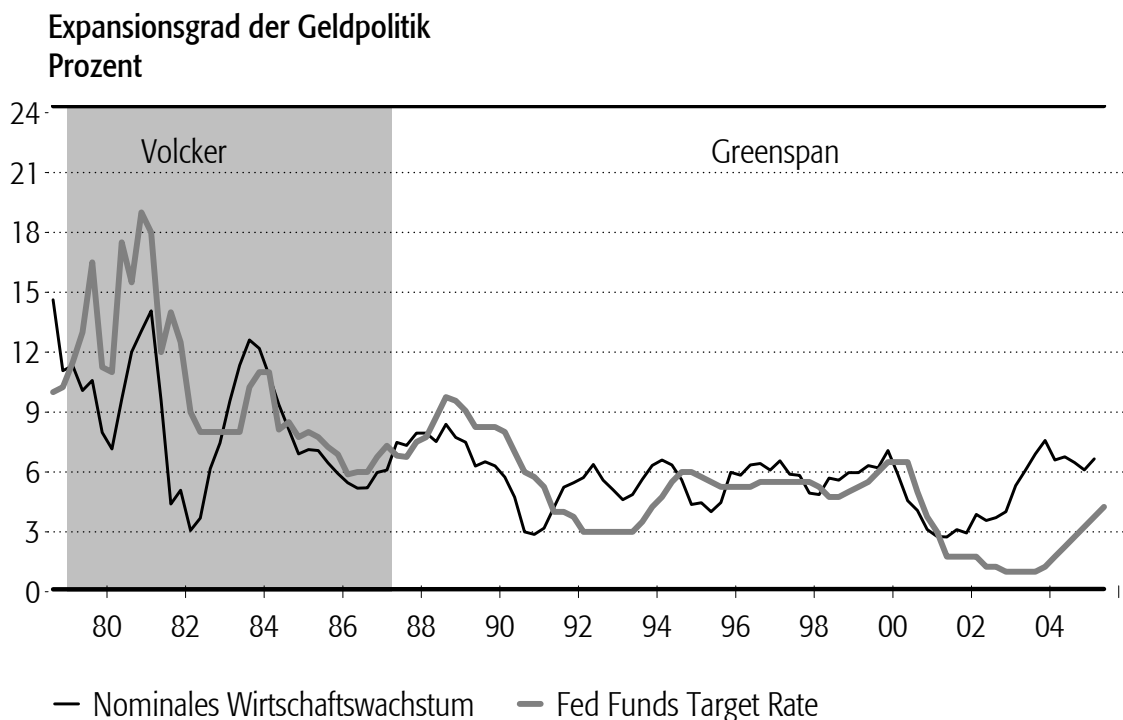
Die kleine Zahlenspielerei mit dem Misery-Index veranschaulicht freilich im Wesentlichen nur, dass Alan Greenspans Zeit am Ruder der US-Notenbank insgesamt eine Phase der gesunden wirtschaftlichen Entwicklung gewesen ist, ohne den faktischen Beitrag der Geldpolitik dabei zu berücksichtigen.

Eine weitaus fundiertere Annäherung an die Geldpolitik der Ära Greenspan im historischen Vergleich lässt sich mit der statistischen Schätzung einer sogenannten Reaktionsfunktion der Notenbank erreichen. Aus der Reaktionsfunktion lässt sich etwa ableiten, welches Gewicht die US-Notenbank einzelnen gesamtwirtschaftlichen Parametern bei der Festsetzung ihres Leitzinsniveaus beimisst. Der Einfachheit halber, haben wir sowohl für die Jahre der Amtszeit von Paul Volcker

und der von Alan Greenspan eine sehr simple Reaktionsfunktion in Abhängigkeit vom realen Wirtschaftswachstum und der Inflationsrate ohne Berücksichtigung weiterer Faktoren geschätzt. In der Tat lässt sich aus dieser einfachen Schätzung ersehen, dass zwischen der Volcker- und der Greenspan-Fed ein ganz wesentlicher Unterschied hinsichtlich der Gewichtung des Wachstumsziels gegenüber dem der Preisstabilität besteht. **Stand unter Paul Volcker ganz eindeutig die Inflationsbekämpfung im Mittelpunkt der Zentralbankpolitik, so kam es unter Greenspan zu einer immer stärkeren Betonung des Wachstumsziels.**

Gewichtung von Zielen in der Reaktionsfunktion der US-Notenbank in Prozent der Gesamtreaktion			
	Wirtschaftswachstum	Inflation	R ²
Volcker	26	74	0,75
Greenspan	62	38	0,72

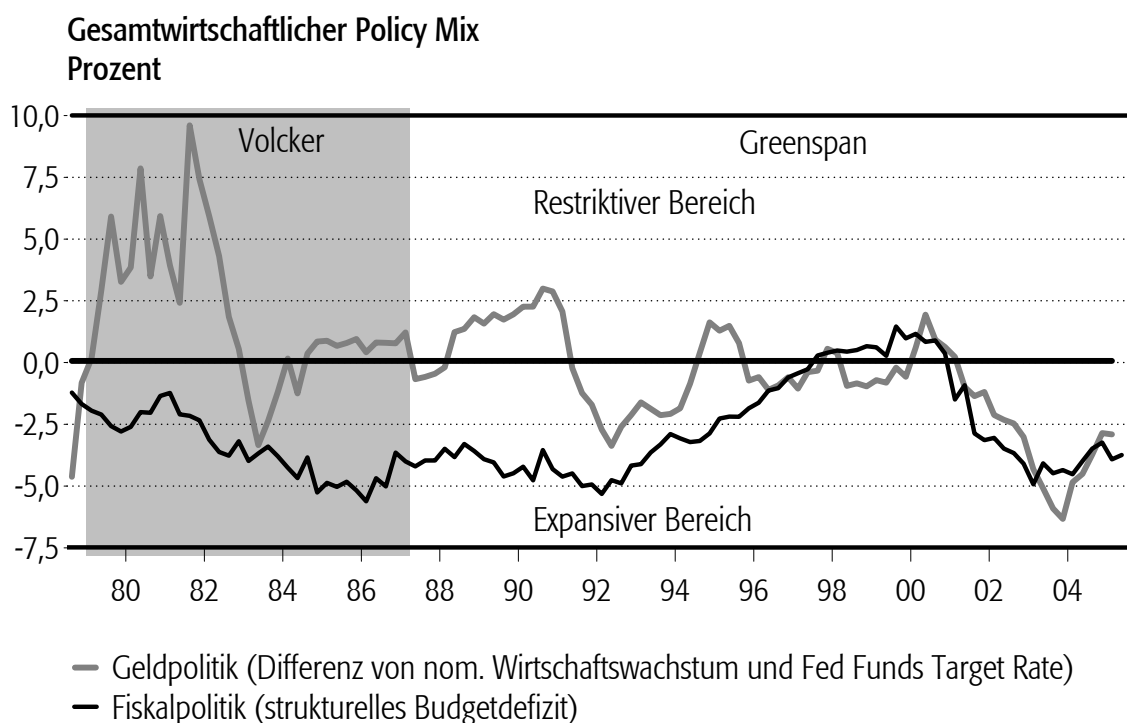
Grafisch lässt sich die unterschiedliche Gewichtung der wirtschaftspolitischen Ziele auch durch die Differenz von nominalem Wirtschaftswachstum und Leitzins abbilden. Nach einer Daumenregel ist die Geldpolitik in etwa dann neutral ausgerichtet, wenn beide Größen gleichauf liegen. Sie ist dagegen expansiv ausgerichtet, wenn der Leitzins unterhalb der Wachstumsrate des nominalen BIP liegt. **Im Mittel der Jahre von Volcker an der Spitze der Fed lag der Leitzins um 210 Basispunkte oberhalb der nominalen Wachstumsrate des BIP, im Mittel der Ära Greenspan dagegen um 80 Basispunkte darunter.**



Die Grafik veranschaulicht deutlich, wie allmählich sich der Wechsel in der geldpolitischen Ausrichtung vollzogen hat. In den Jahren 1987 bis 1991 überzog weiterhin ein eher restriktiver Kurs,

dem eine längere expansive Phase in den Jahren 1992 bis 1994 folgte. Das Gros der Expansionspolitik vollzog sich dagegen in den letzten Jahren nach dem Platzen der New Economy-Blase.

Nun bildet die Geldpolitik nicht allein die Wirtschaftspolitik ab, sondern interagiert mit der Fiskalpolitik. Die nachfolgende Grafik zeigt neben der bereits angeführten Daumenregel für den geldpolitischen Expansionsgrad auch das von der OECD ermittelte strukturelle - also nicht konjunkturabhängige - Budgetdefizit der US-Bundesregierung. Letzteres kann insoweit als fiskalpolitischer Expansionsgrad interpretiert werden, als die damit verbundene unmittelbare Nachfrage und/oder die Einkommensübertragungen an den privaten Sektor einen maßgeblichen Beitrag zur Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten liefern. Negative Werte bei Geld- oder Fiskalpolitik stehen dabei jeweils für einen höheren Expansionsgrad des jeweiligen Politikfeldes.



Die Darstellung eines Bildes für den gesamtwirtschaftlichen Policy Mix wirft ein deutlich vollständigeres Schlaglicht auf die Ära Greenspan als die solitäre Darstellung einer grundlegenden Verschiebung im Rahmen der Geldpolitik. Denn die **im Vergleich zur Ära Volcker expansivere geldpolitische Ausrichtung unter Alan Greenspan geht einher mit der tendenziellen Straffung der Fiskalpolitik unter der Clinton-Administration**. Etwas weitreichender könnte man auch formulieren, dass die restriktivere Fiskalpolitik der Clinton-Administration es der Fed erlaubt hatte, eine etwas lockerere Geldpolitik zu betreiben, als dies zu Zeiten der Kombination Volcker/Reagan möglich gewesen war.

Eine solche Interpretation ließe sich etwa aus der ökonomischen Literatur zum Zusammenhang zwischen Inflation und Staatsdefiziten herleiten. Anfang der 80er Jahre legten etwa die US-Ökonomen Sargent und Wallace (1981) dar, dass bei einem Zinsniveau oberhalb der Wachstumsrate des nominalen BIP selbst bei einem ausgeglichenen staatlichen Primärsaldo (Defizit ohne

Berücksichtigung von Zinszahlungen) die Schuldenstandsquote des öffentlichen Haushalts aufgrund steigender Zinsbelastungen immer weiter ansteigen wird. Gibt es zudem eine Aufnahme-grenze des Privatsektors für Staatsschuldtitel, so kann das System letztlich nur noch durch einen Preissprung oder die unmittelbare Monetisierung der Staatsschuld durch die Zentralbank im Gleichgewicht gehalten werden können. Sargent und Wallace beschreiben folglich einen nicht durchhaltbaren Policy Mix.

Da Greenspan während seiner Zeit als Fed-Chef immer wieder als Mahner gegen Budgetdefizite aufgefallen ist, kann man die Interpretation durchaus wagen, dass er die Verminderung derselben unter der Clinton-Administration durchaus zum Anlass genommen hat, eine expansivere Geldpolitik zu betreiben – und dies nicht getan hätte, wenn er mit ähnlichen Budgetdefiziten konfrontiert worden wäre, wie sie bei der Reagan-Administration üblich gewesen waren .

In diesem Zusammenhang ist freilich **zumindest zu hinterfragen, weshalb es unter Greenspan seit 2001 zu einer Kombination aus einer massiv gelockerten Geld- wie auch Fiskalpolitik gekommen ist und er zunächst eine deutliche Steuersenkung sogar nachdrücklich unterstützt hat (Greenspan 2001) und erst seit 2003 wieder verstärkt fiskalische Disziplin anmahnt**. Auf die Politikkombination der letzten Jahre sowie die damit verbundenen Herausforderungen für die Fed-Politik werden wir noch detailliert zu sprechen kommen.

Strategiewechsel auf leisen Sohlen

Die geldpolitische Praxis der Fed, wie wir sie heute kennen, kann als **Dreiklang aus Transparenz, konjunkturpolitischem Aktivismus und Gradualismus bei der Festsetzung der Leitzinsen identifiziert werden**. In den USA wird diese Kombination häufig knapp unter dem Stichwort des „New Monetary Consensus“ (Wray 2004a, 2004b) zusammengefasst. Der „**New Monetary Consensus**“ steht dahingehend jenseits des Monetarismus der Volcker-Fed, weil sich die Geldpolitik nicht an einer einzigen zentralen Kernvariable wie der Geldmenge ausrichtet, aber auch nicht (ausschließlich) auf keynesianischen Konzepten von konjunkturellen Überhitzungen durch Unterschreitung einer „natürlichen“ Arbeitslosenquote oder neoklassischen Konzepten wie der langfristigen Neutralität von Geldpolitik hinsichtlich der realwirtschaftlichen Entwicklung basiert. Stattdessen beruht der unter Alan Greenspan praktizierte Fed-Ansatz auf einer recht **weitreichenden Betrachtung von Indikatoren, ohne jedoch einem davon eine wirklich zentrale Schlüsselstellung einzuräumen**. So führte etwa der frühere Fed Governor Lawrence Lindsey aus: „We look at a whole raft of variables – we ignore nothing and we focus on nothing“ (zitiert nach Wray 2004b).

Während im Übergang von Miller zu Volcker ein unübersehbarer Strategiewechsel von keynesianischen Steuerungsüberlegungen zu einer monetaristischen Ausrichtung der Geldpolitik vollzogen wurde (Lindsey/Orphanides/Rasche 2005), kam der Strategiewechsel unter Greenspan auf sehr leisen Sohlen. **Erst 1994 wurde überhaupt deutlich, dass sich so etwas wie ein Strategiewechsel überhaupt vollzogen hatte**. In diesem Jahr stand die Fed von verschiedenen Seiten unter erheblicher Kritik. Der damalige Vorsitzende des Bankenausschusses im Repräsentantenhaus, Henry González, hatte die Fed aufgefordert, endlich ihre Entscheidungen transparenter zu machen, da Gerüchte im Umlauf waren, die Fed-Entscheidungen würden vorab an Dritte illegal weitergeleitet. Zudem gab es auch erhebliche Kritik am langen Stillhalten der Fed – im Februar 1994 lag die letzte Anhebung der Leitzinsen rund fünf Jahre zurück. Ökonomen mit monetaristischer Ausrichtung verwiesen auf das verhältnismäßig starke Geldmengenwachstum, solche mit keynesianischer Ausrichtung auf die stark gefallene Arbeitslosenquote als Anzeichen für sich abzeichnende Überhitzungserscheinungen in der Wirtschaft. 1993 sprach der geldpolitische Bericht der Notenbank dementsprechend auch von Überhitzungserscheinungen und drohenden Inflationsgefahren. Eine Zinserhöhung erfolgte freilich erst im Februar 1994.

Der Auftritt Greenspans kurz nach der Entscheidung zur geldpolitischen Straffung vor dem Kongress war in mancher Hinsicht denkwürdig: Greenspan gab zu Protokoll, dass a) „on the inflation front, the deterioration evident in some indicators in the first half of 1993 proved transitory“, b) „in the current period, cost and price pressures still appear to remain dampened, c) „it is too early to judge the degree of underlying economic strength in the early months of 1994“ und d) „fiscal and monetary policy have contributed to the decline of inflation expectations in recent years along with decreases in long-term interest rates“ (Greenspan 1994).

In der Tat fällt es auch aus heutiger Sicht einigermaßen schwer, die Logik der Äußerungen Greenspans ohne die zwischenzeitliche Kenntnis der Fed-Strategie im Sinne eines geldpolitischen Risi-

komanagements, zu verstehen. Der Inflationsdruck und die Wachstumsaussichten haben sich gegenüber dem Vorjahr eher vermindert, und dennoch hebt die Fed erstmals seit fünf Jahren die Zinsen im Februar 1994 an und begründet dies mit „as the Federal Open Market Committee surveyed the evidence at its February 4 meeting, a consensus developed that the balance of risks had, in fact, shifted ... real short rates close to zero appeared to pose an unacceptable risk of engendering future problems“ (Greenspan 1994). Wenige Monate später tauchten dann in Äußerungen von FOMC-Mitgliedern erstmals die Worte „neutral“ und „accomodative“ im Zusammenhang mit dem Zinsniveau auf. Sie gehören heute zum Standard-Repertoire, waren damals allerdings in dem Sinne „neu“, dass sie keiner der drei vorherrschenden geldpolitischen Theorierichtungen (Monetaristen, Keynesianer, Neoklassiker) zuzuordnen waren.

James K. Galbraith (1994) schrieb damals in einem Artikel „The most intriguing possibility – based on Greenspan’s obscure reference to ‘unacceptbalbe risks’ of low interest rates – is that he has embraced some *antique theoretical ideas* [Hervorhebung durch den Autor des vorliegenden Textes], traceable to the early twentieth century Swedish economist Knut Wicksel. These ideas, proposing a ‘natural interest rate’, concern the relationship between the optimal rate of interest, the physical productivity of capital investment, and the rate of growth. According to this doctrine, interest rates should rise when they fall below the ‘natural’ rate of return on capital, which in simple steady-state models is equal to the long-run sustainable real rate of economic growth. If this rate is, say, 2.5 % and inflation is 2 %, then such a rule would indicate a target level of 4.5 % for nominal interest rates“. Schon Galbraith mutmaßte damals völlig zutreffend, dass – ähnlich wie unsere im vorangegangenen Abschnitt verwendete Daumenregel – die Begriffe „natural“ und „neutral“ inhaltlich einfach gleichgesetzt werden.

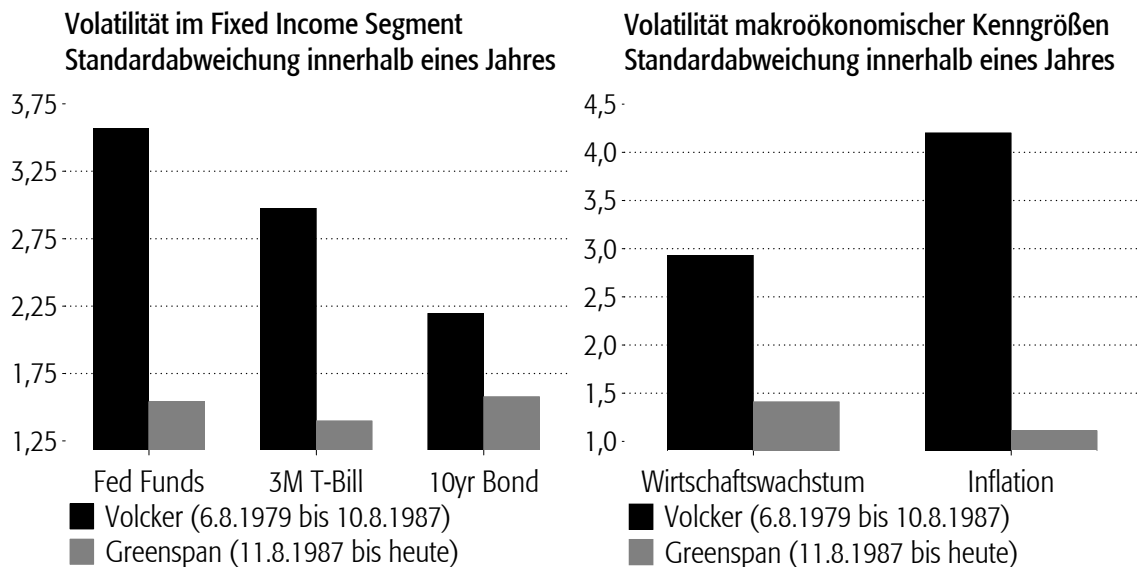
Die inzwischen auch in voller Länge vorliegenden Sitzungsprotokolle der US-Notenbank zeigen, dass sich der **Strategiewechsel von einer (monetaristischen) Regelbasierung der Fed unter Paul Volcker hin zum heutigen Ansatz eines Risikomanagements mit breiter Indikatorenbasis nicht abrupt vollzogen hat, sondern sich zwischen 1987 und 1994 nach und nach herausbildete**. Zwischenzeitlich wurden eine ganze Reihe anderer Indikatoren – wie etwa die Zinsstrukturkurve – als Zwischenziele eingesetzt, nachdem sich a) für die USA kein über längere Zeit stabiler Zusammenhang zwischen Geldmengenaggregaten und Inflation herstellen ließ und b) auch die Fähigkeit der Fed, die Geldmenge wirklich mit ihrem Instrumentarium wirksam zu steuern, als unzureichend herausgestellt hatte.

Als problematisch an dem heutigen Ansatz, die Geldmenge an einem „neutralen“ Zinsniveau auszurichten, wird in der Literatur häufig angesehen, dass es **keinen wirklichen mittelfristigen Maßstab für Neutralität geben kann, sind doch weder eine natürliche Ertragsrate des Realkapitals noch die langfristige und nachhaltige Wachstumsrate der Volkswirtschaft beobachtbare ökonomische Größen** (Galbraith 1994, Wray 2004b).

Geldpolitik und Finanzmärkte unter Alan Greenspan

Als das große Verdienst von Alan Greenspan wird gemeinhin der sehr viel **größere Grad an Transparenz in der Geldpolitik** und somit auch die größere Berechenbarkeit der Entscheidungsfindung angesehen. In der Tat hat die Fed hier Schritt für Schritt immer mehr Informationen zur Verfügung gestellt. So gibt der US-Offenmarktausschuss erst seit 1994 nach seinen Sitzungen das berühmte Statement heraus und veröffentlicht seit August 2005 zudem auch die Protokolle seiner Sitzungen bereits vor der jeweils nächsten Sitzung, so dass sich die Finanzmärkte nun sehr frühzeitig ein Bild darüber machen können, welche gesamtwirtschaftlichen Faktoren bei der Entscheidungsfindung gerade eine besondere Rolle spielen.

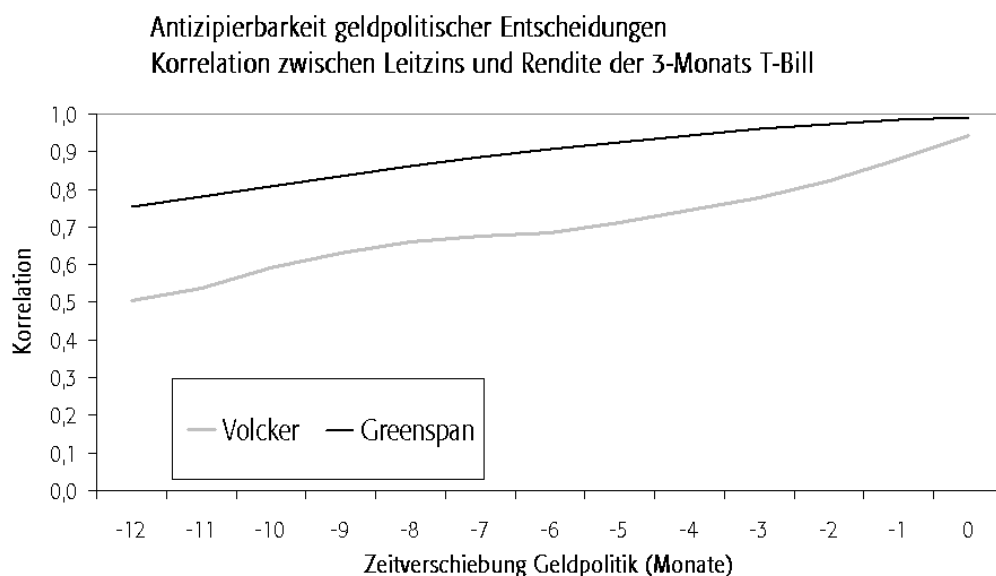
Ein ad hoc-Maß für die Stetigkeit der Geldpolitik ist die Volatilität an den Zinsmärkten, die sich als Standardabweichung der Zinssätze innerhalb eines Kalenderjahres darstellen lässt. Sie ist in der linken der beiden nachfolgenden Grafiken für Fed Funds Target Rate, 3-Monats T-Bill und 10-jährige Treasury-Anleihe dargestellt. Wie aus der Grafik ersichtlich wird, ist die Volatilität an den Fixed-Income Märkten im Mittel der Amtszeit von Greenspan gegenüber der seines Vorgängers Volcker deutlich zurückgegangen.



Bei der Beurteilung eines solchen Durchschnittswertes ist jedoch ein gewisses Maß an Vorsicht geboten. Denn über die letzten dreißig Jahre hat sich auch die Volatilität des makroökonomischen Umfeldes deutlich vermindert. Ben Bernanke (2004) hat dies einmal als „The Great Moderation“ bezeichnet. Ein deutlich besseres Maß für die Verbesserung der Geldpolitik ergibt sich folglich, wenn man die Finanzmarktvolatilität in Bezug zur Volatilität des gesamtwirtschaftlichen Umfeldes in Bezug setzt. Bildet man etwa die Differenz zwischen der Volatilität aus der Summe von realem Wirtschaftswachstum und Inflation einerseits und der Volatilität der Fed Funds Target Rate andererseits jeweils gemittelt über die Amtszeit der jeweiligen Fed Chairmen, so ergibt sich für die Amtszeit von Paul Volcker ein Wert von 3,6 und für die von Greenspan von 1,0.

Freilich ist bei der Interpretation selbst dieser Zahlen zu berücksichtigen, dass die Fed sich unter Volcker im November 1979 zu einem radikalen Kurswechsel in Richtung einer Geldmengensteuerung entschloss, nachdem sie zur Auffassung gekommen war, dass ihr die bisherige Politik der Zinssteuerung nicht dabei helfen könne, die Inflation nachhaltig einzudämmen (Lindsey/Orphanides/Rasche 2005). Dies war selbstverständlich auch eine enorme kommunikative Herausforderung. Es dauerte ungefähr bis 1983 bis die Finanzmärkte sich wirklich auf die neue Herangehensweise eingestellt hatten. Zerlegt man die Zeit der Volcker-Fed in einen Zeitraum vor 1983 und einen danach, so ergäbe sich für den ersten Zeitraum (1979 – 1982) ein Differenzwert zwischen der Summe der Volatilität der makroökonomischen Größen einerseits und der Leitzinsvolatilität von 4,0 und für die zweite Periode (1983 – 1987) von 1,4. Die Volatilitätsminderung durch eine verbesserte Kommunikationspolitik der Notenbank unter Greenspan ist dann zwar immer noch beachtlich, doch bei weitem nicht mehr so ausgeprägt wie bei der Betrachtung der Gesamtzeiträume.

Als alternatives Maß für die Güte der Fed-Kommunikationspolitik kann auch die Korrelation zwischen Leitzinsänderungen und Renditeänderungen der 3-Monats Treasury-Bill herangezogen werden. Man kann die Rendite der 3-Monats T-Bill auch als vom Finanzmarkt antizipierte Änderung der Geldpolitik interpretieren. In der nachfolgenden Grafik haben wir die Korrelation zwischen beiden Größen mit einem jeweils unterschiedlichen Vorlauf der T-Bill Renditeänderungen vor den Leitzinsänderungen dargestellt. Der Zeitpunkt „0“ ist folglich als der selbe Monat der Leitzinsentscheidung zu interpretieren. Der Zeitpunkt „-12“ wäre dagegen der erwartete Leitzins, wie er ein Jahr vor der Zinsentscheidung der Fed vom Finanzmarkt antizipiert wird.

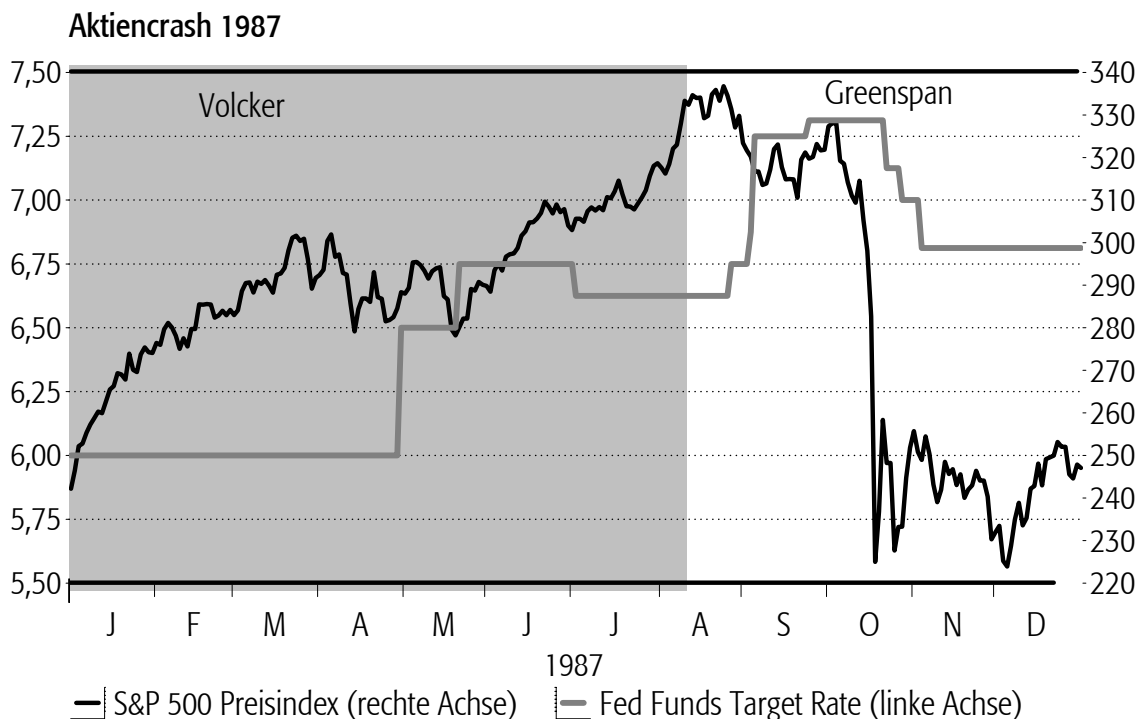


Wiederum zeigt sich, dass die **Finanzmärkte die Geldpolitik der US-Notenbank unter Greenspan deutlich besser antizipieren können, als dies unter seinem Vorgänger der Fall gewesen war**. Konnten die Marktakteure unter Volcker nur mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 50 % das Leitzinsniveau in einem Jahr richtig einpreisen, war dies unter Greenspan mit einer Wahrscheinlichkeit von knapp über 75 % möglich.

Die Fed als Krisenmanager: 1987, 1995, 1997/98 und 2001

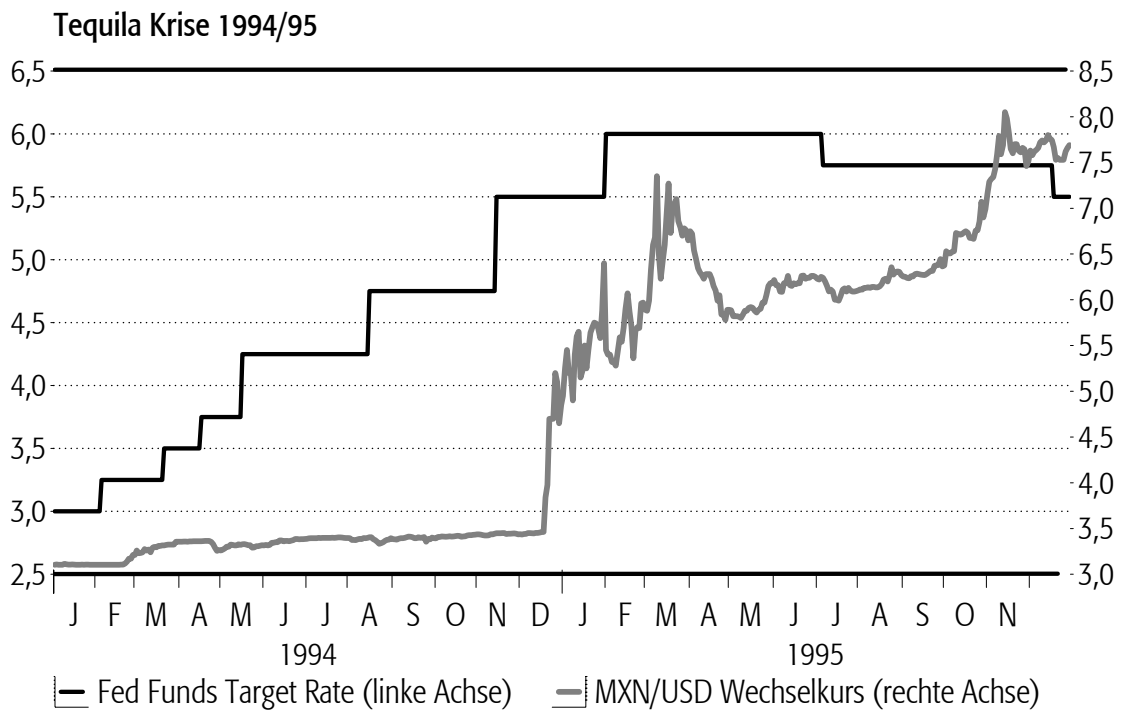
Unter Alan Greenspan schenkte die Fed der Entwicklung an den Finanzmärkten eine ausgesprochen hohe Beachtung. Das gilt nicht nur für die zuvor beschriebene Kommunikationspolitik, mit der die Märkte seit 1994 sehr intensiv auf die Handlungen der Fed eingestimmt werden, sondern auch für die Tatsache, dass die US-Notenbank unter Greenspan eine Reihe von Finanzmarktkrisen zu bewältigen hatte. Im Folgenden wollen wir zunächst noch einmal die wichtigsten Stationen des Krisenmanagements Revue passieren lassen, bevor wir eine kurze Bewertung vornehmen.

So brach **1987 etwa der Aktienmarkt drastisch ein**, nachdem aufgrund des bestehenden Plaza-Accords zwischen den G7-Staaten (Europa und Japan sollten zur Bereinigung des US-Leistungsbilanzdefizits ihre Konjunktur stimulieren, Amerika die seinige dämpfen) und einem Strafzungskurs der Bundesbank massive Zinserhöhungserwartungen für die Fed aufgekommen waren. Zwischen dem 14. und 19. Oktober 1987 gab der Aktienmarkt – gemessen am S&P 500 Preisindex - um 28,3 % nach, worauf die US-Notenbank zwischen dem 21. Oktober und dem 4. November mit raschen Zinssenkungen um insgesamt 50 Basispunkte reagierte, um die Finanzmärkte wieder zu stabilisieren.

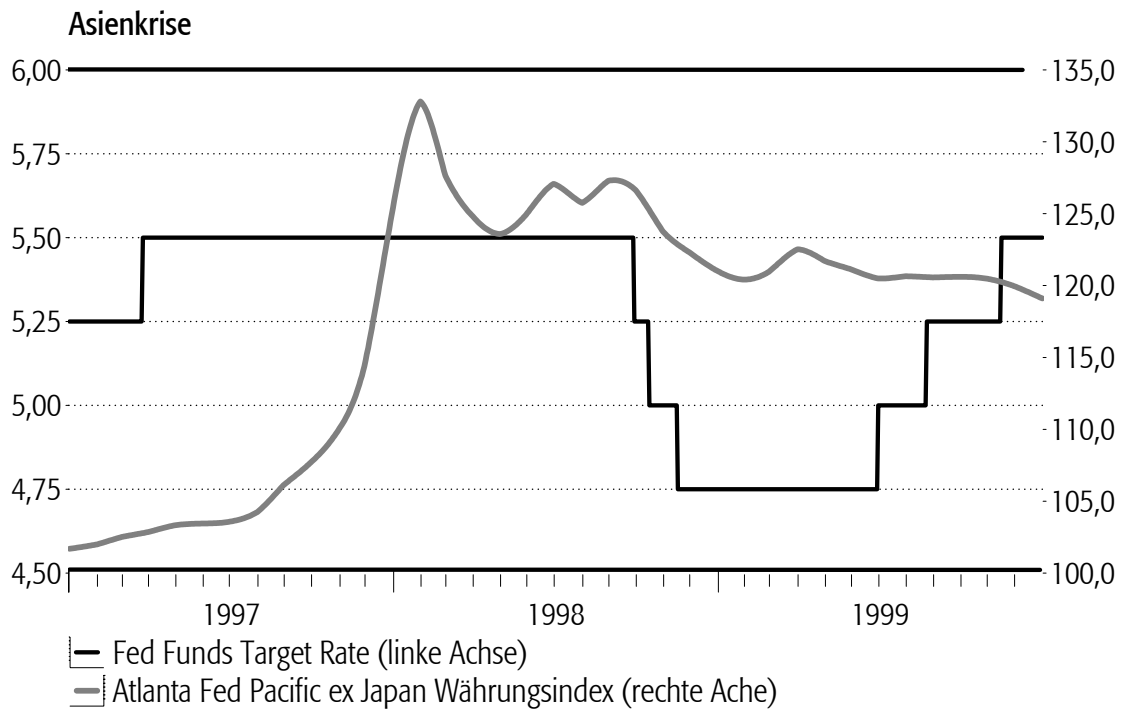


Auch der straffe Zinserhöhungskurs des Jahres 1994 zog international einige Nachwirkungen - wie etwa eine deutliche Ausweitung der Spreads von Emerging Markets-Anleihen - nach sich, welche zur Jahreswende 1994/95 zu einer signifikanten Abwertung des mexikanischen Peso gegenüber dem US-Dollar führte („**Tequila Krise**“). Die Fed setzte daraufhin ihren Strafzungskurs ab Februar 1995 aus und begann ab Juli mit einer geldpolitischen Lockerung. Durchaus von historischem Inte-

resse ist die Tatsache, dass die Fed während ihres Zinserhöhungszyklus sehr intensiv über die möglichen Auswirkungen auf die Finanzmärkte diskutiert hat. So scheint auf Basis der vollständigen Fed-Sitzungsprotokolle dieses Jahres gesichert, dass eine Mehrheit der Mitglieder im Offenmarktausschuss der Auffassung gewesen war, dass die Realwirtschaft einen noch schnelleren Straffungskurs vertragen hätte und man zudem eine Überbewertung am Aktienmarkt reduzieren müsse, die Finanzmärkte aber wohl einen noch schnelleren Straffungskurs nicht würden verdauen können (Wray 2004b).



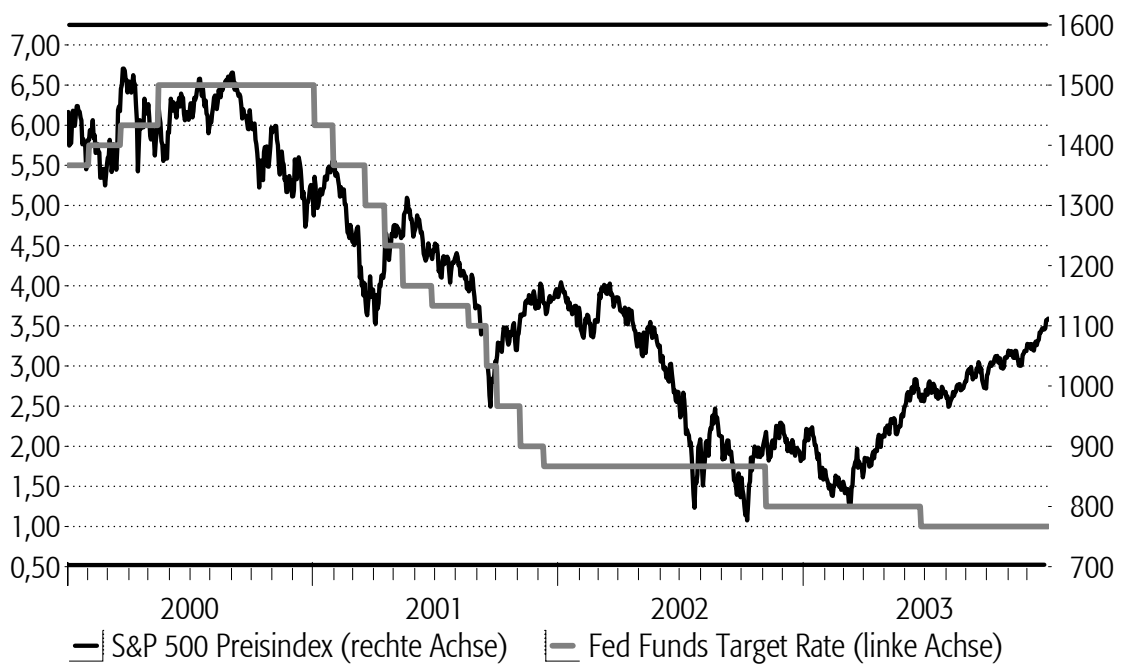
1997 löste die Abwertung des Thai-Baht die Kettenreaktion der **Asienkrise** aus, in deren Folge noch eine ganze Reihe anderer asiatischer Volkswirtschaften in eine Abwertung gegenüber dem US-Dollar gezwungen wurden und parallel äußerst schmerzhaft Prozesse zur Leistungsbilanzanpassung durchlaufen mussten. Im Gegensatz zur Tequila Krise reagierte die Fed diesmal allerdings erst 1998 geldpolitisch, als mit dem Default Russlands und der möglichen Pleite des Hedge Fonds LTCM das Risiko einer systemischen Finanzmarktkrise gesehen wurde.



Das **verbindende Element zwischen Tequila- und Asienkrise ist, dass die Fed in beiden Angelegenheiten nicht primär auf heimische Faktoren abstellte, sondern auf Entwicklungen im Ausland reagierte.** In beiden Fällen wurde ein expansiver geldpolitischer Kurs gefahren, für den es mit Blick auf die rein gesamtwirtschaftliche Entwicklung eigentlich keine Rechtfertigung gab. Dies steht in scharfem Kontrast etwa zur Aktienmarktkrise des Jahres 1987.

In mancher Hinsicht erinnert die letzte Episode des Fed-Krisenmanagements in den Jahren 2001 bis 2003 eher an die Reaktion des Jahres 1987 als an das Verhalten während der Tequila- oder der Asienkrise. Auf einen Einbruch des US-Aktienmarktes reagiert die Fed im Frühjahr 2001 - als sich der seit dem Sommer 2000 anhaltende Rückgang der Aktienmarktbewertungen beginnt zu verselbstständigen - mit ausgeprägten Zinssenkungen. Im Rückblick zeigt sich auch, dass die Fed anscheinend nur besonders frühzeitig erkannt hatte, wie deutlich sich die Konjunktur in dieser Zeit abgekühlt hatte. Dass das Fed-Krisenmanagement in den Jahren 2001 bis 2003 an die Fed-Reaktion des Jahres 1987 erinnert, gilt freilich in besonderer Weise für die Reaktion auf die Terroranschläge des 11. September 2001. Damals war die Konjunktur bereits wieder auf dem Weg der Besserung, als Reaktion auf den Terror brachen jedoch die Aktienmärkte deutlich ein. Die Geldpolitik der Jahre 2002 bis Mitte 2004 – mit der zu diesem Zeitpunkt stattfindenden Deflationsdebatte - bedarf sicherlich einer gesonderten Würdigung und wird daher in einem späteren Abschnitt behandelt.

Aktienkrise 2000 bis 2003



Die sicherlich **zentrale Fragestellung hinsichtlich der geldpolitischen Ausrichtung der Fed ist sicherlich nicht so sehr die Frage, ob sondern wie die Fed auf die Finanzmärkte reagiert. Ein wesentlicher Kritikpunkt in der wissenschaftlichen Literatur (Miller/Weller/Zhang 2002) ist, dass sie dies in ausgesprochen asymmetrischer Art und Weise tut.** Sie reagiere nicht auf Bewertungsgewinne an den Finanzmärkten, versuche aber den gesamtwirtschaftlichen „Fall-out“ von deutlichen Bewertungsverlusten durch die Bereitstellung neuer Liquidität für die Finanzmärkte in engen Grenzen zu halten. Nun macht die Fed in ihren öffentlichen Statements auch gar keinen Hehl daraus, dass sie die realwirtschaftlichen Effekte platzender Blasen bekämpfen wird, während sie auf der Entstehungsseite von Blasen ein nicht unbeträchtliches „Identifikationsproblem“ sieht. D.h. die Fed weist sowohl auf ihre mangelnden Möglichkeiten hin, Blasen korrekt zu identifizieren, wie auch auf die Tatsache, dass die realwirtschaftlichen Verluste, die zur Reduktion bestehender Blasen notwendig wären, gegebenenfalls schwerer wiegen könnten als die möglichen zukünftigen Vorteile (Greenspan 2002). Aus der öffentlich konstatierten asymmetrischen Haltung der US-Notenbank hinsichtlich der Entwicklung von Asset-Preisen kann man das potenzielle Problem von Moral Hazard ableiten. Weil alle Finanzmarktakteure wissen, dass die Fed im Zweifelsfall die Märkte mit hinreichender Liquidität versorgen wird, um übermäßige Kursverluste auszuschließen, können sie auch viel höhere Risiken eingehen. Die Fed würde mit ihrer Politik folglich genau die Überbewertungsprobleme schaffen, die sie anschließend wieder bekämpfen muss.

In markantem Kontrast zum öffentlichen Bild der Fed steht freilich, dass sich der Offenmarktausschuss in der Vergangenheit sehr wohl überlegt hat, Finanzmarktüberbewertungen durch Zinserhöhungen zu bekämpfen. Beispielhaft hierfür stehen etwa die Bekämpfung von Überbewertungen am Aktienmarkt 1994 und 1996/1997 („irrational exuberance“-Warnung von Alan Greenspan) so-

wie in der jüngsten Vergangenheit auf dem Markt für Wohnimmobilien. Im Falle der geldpolitischen Straffung des Jahres 1994 ist ein Versuch des „Bubble popping“ auch tatsächlich unternommen worden.

Letztlich kann die Frage, ob die US-Notenbank auf die Finanzmärkte asymmetrisch reagiert, nur ökonometrisch beantwortet werden. Hierzu haben wir die bereits zuvor geschätzte Reaktionsfunktion der Fed um den Erklärungsfaktor der Aktienmarktentwicklung erweitert. Dabei wird erstens ein Schätzdurchgang mit der Vorjahresveränderung der Aktienkurse durchgeführt, um zu einer neuen Reaktionsfunktion zu kommen. In einem zweiten Schritt wird dann eine Dummy-Variable für Phasen fallender oder steigender Aktienkurse gesetzt. Die Dummy-Variablen dienen dabei der Identifikation von unterschiedlichen Reaktionsmustern, je nach dem, ob sich die Fed mit steigenden oder fallenden Aktienkursen konfrontiert sieht.

Gewichtung von Zielen in der Reaktionsfunktion der US-Notenbank in Prozent der Gesamtreaktion im Zeitraum 1987 bis 2004					
	Stützzeitraum	Wirtschaftswachstum	Inflation	Aktienmarkt	R
Einfache Taylor-Spezifikation	1987 – 2004	62	38	-	0,72
Erweiterte Spezifikation mit Aktienmarkt	1987 – 2004	54	43	3	0,81
Erweiterte Spezifikation mit fallenden Aktienmärkten	1987 – 2004	57	41	2	0,79
	1987 – 1994	59	39	2	0,82
	1994 – 2000	59	38	3	0,81
	2000 – 2004	61	22	17	0,84
Erweiterte Spezifikation mit steigenden Aktienmärkten	1987 – 2004	55	44	1	0,81
	1987 – 1994	52	42	6	0,83
	1995 – 2000	54	43	3	0,81
	2000 – 2004	62	35	3	0,82

Die vorgenommenen Schätzungen für die Fed-Reaktionsfunktion unter Berücksichtigung von Aktienmärkten und Regimen zeigen durchaus, dass die US-Notenbank die Entwicklung an den Finanzmärkten in ihre Entscheidungen einzubeziehen scheint. Denn die Treffsicherheit der Schätzungen, gemessen am Bestimmtheitsmaß R^2 nimmt unter Berücksichtigung dieser Variablen zu. Freilich ist die Korrelation zwischen makroökonomischen Zusammenhängen wie Wachstum und Inflation so stark ausgeprägt, dass die Entwicklung an den Finanzmärkten allein nur einen relativ geringen Erklärungsbeitrag zum jeweils aktuellen Leitzinsniveau leistet. Dennoch lässt sich **für die gesamte Ära Greenspan ein leicht asymmetrischer Bias der Fed-Zinsen dahingehend feststellen, die Zinsen im Rahmen bei fallenden Vermögensmärkten stärker und früher zu senken als im Falle steigender Vermögenspreise anzuheben.** Die asymmetrische Reaktion auf die

Vermögenspreise überlappt dabei teilweise mit der Reaktion auf den makroökonomischen Datenkranz, da im Regime fallender Aktienmärkte auch das Gewicht der Reaktion auf das Wirtschaftswachstum ausgeprägter ist als im Regime steigender Aktienmärkte. Das Ergebnis ist robust in Bezug auf verschiedene mögliche Parameter zur Abbildung der Vermögensmärkte (alternativ haben wir auch für die Netto-Vermögensposition der privaten Haushalte oder den Risikospread von Unternehmensanleihen getestet), nicht allerdings hinsichtlich des gewählten Zeitraums. **Im Zeitraum 2001 bis 2004 überwiegt die Überbetonung fallender Vermögenspreise gegenüber steigenden im Verhältnis 6:1, für die Zeit 1987 bis 1994 ist dagegen eine deutliche Übergewichtung der Zinsreaktion bei steigenden Aktienkursen im Verhältnis 3:1 zu konstatieren. Für die Zwischenphase (1995 bis 2000) ist dagegen gar kein Bias in die eine oder andere Richtung festzustellen.**

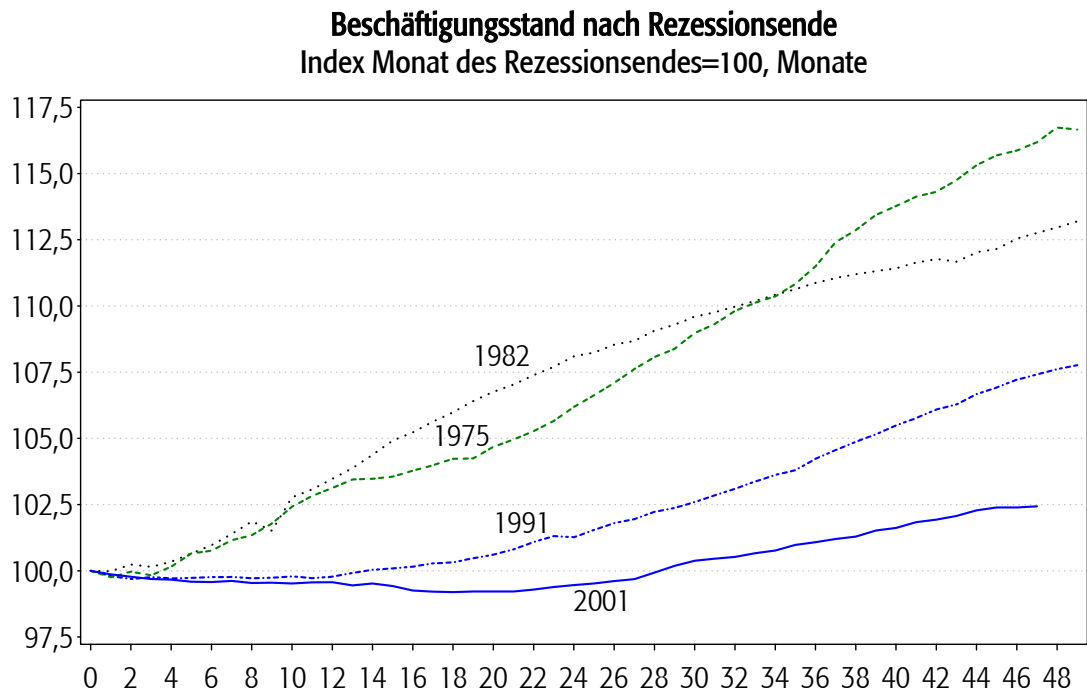
Somit kann man zwar durchaus von einem deutlichen asymmetrischen Bias der Fed-Reaktion in den letzten Jahren sprechen, der allerdings nicht durchgängig in dieser Form für die Greenspan-Ära prägend war, sondern etwa in den frühen Jahren sogar ein umgekehrtes Vorzeichen aufwies. **Zwischen 1995 und 2000 hat folglich ein Kurswechsel der Fed mit Blick auf die Finanzmärkte eingesetzt.** Bedenkt man die Reaktion der Fed auf die Tequila- und die Asienkrise, welche beide nur bedingt etwas mit der heimischen Konjunkturlage zu tun hatten, ist die Feststellung einer Kursänderung in dieser Phase zunächst nicht verwunderlich. Unbeantwortet muss freilich die Frage bleiben, ob die Zinsreaktionen in diesen beiden Krisen maßgeblich für das Entstehen der späteren Aktienmarktblase waren. Fest steht, dass sich a) während dieses Zeitraums die Entwicklung an den Aktienmärkten zunehmend von der makroökonomischen Entwicklung entkoppelt hat und b) ein erhebliches Maß an zusätzlicher Liquidität entstanden ist. Als durchaus plausible Hypothese ließe sich formulieren, dass die Fed mit den nicht auf Basis heimischer Faktoren getroffenen Lockerungen im Rahmen von Tequila- und Asienkrise den Finanzmärkten das Gefühl gab, im Zweifelsfall ein Absicherung durch zusätzliche Liquidität zu geben.

Dass die Fed im Nachfeld des Platzens der Aktienmarktblase dann sogar einen deutlichen Bias zur geldpolitischen Lockerung bei fallenden Aktienmärkten entwickelte, ist aus den 2002 und 2003 vorherrschenden Deflationsängsten durchaus verständlich. Ebenso wie für die Konjunktur (siehe nächster Abschnitt) stellt sich jedoch die Frage, ob die Fed-Politik in diesen Jahren die zugrundeliegenden Probleme nicht eher verschoben, denn wirklich behoben hat.

Die aufgeschobene Rezession von 2001

Das ökonomische Erbe der Greenspan-Fed wie auch die künftige Herausforderung für die Bernanke-Fed wird maßgeblich von der strukturellen Lage der US-Wirtschaft geprägt. Wie wir bereits zu Beginn der Studie gezeigt haben, war der gesamtwirtschaftliche Policy Mix der vergangenen Jahre ausgesprochen expansiv und hat der US-Wirtschaft seit 2002 zu einer konjunkturellen Performance verholfen, die deutlich über dem Trendwachstum von real 2,8 bis 3,2 % lag. **Addiert man den Expansionsgrad von Geld- und Fiskalpolitik, so waren die vergangenen Jahre vom stärksten gesamtwirtschaftlichen Impuls seit dem Ende der Ford-Administration und der Amtszeit**

von Arthur F. Burns am Steuer der Fed geprägt. Doch trotz dieser massiven Impulse blieb in den vergangenen Jahren etwa die Kerngröße Beschäftigungswachstum deutlich hinter den Werten vergangener Zyklen zurück.



Natürlich sind das Zusammentreffen von starken wirtschaftspolitischen Impulsen und einer im historischen Vergleich unterdurchschnittlichen Beschäftigungsentwicklung nur ein erstes Indiz, dass es **um die strukturelle Gesundheit der US-Wirtschaft vielleicht nicht zum Besten bestellt** ist. Doch wie wir im Folgenden anhand eines umfassenderen Ansatzes zeigen wollen, übernimmt Ben S. Bernanke ein durchaus schwereres Erbe, als es auf Basis der ausgesprochen guten Wachstumsdaten der vergangenen Jahre den Anschein haben könnte.

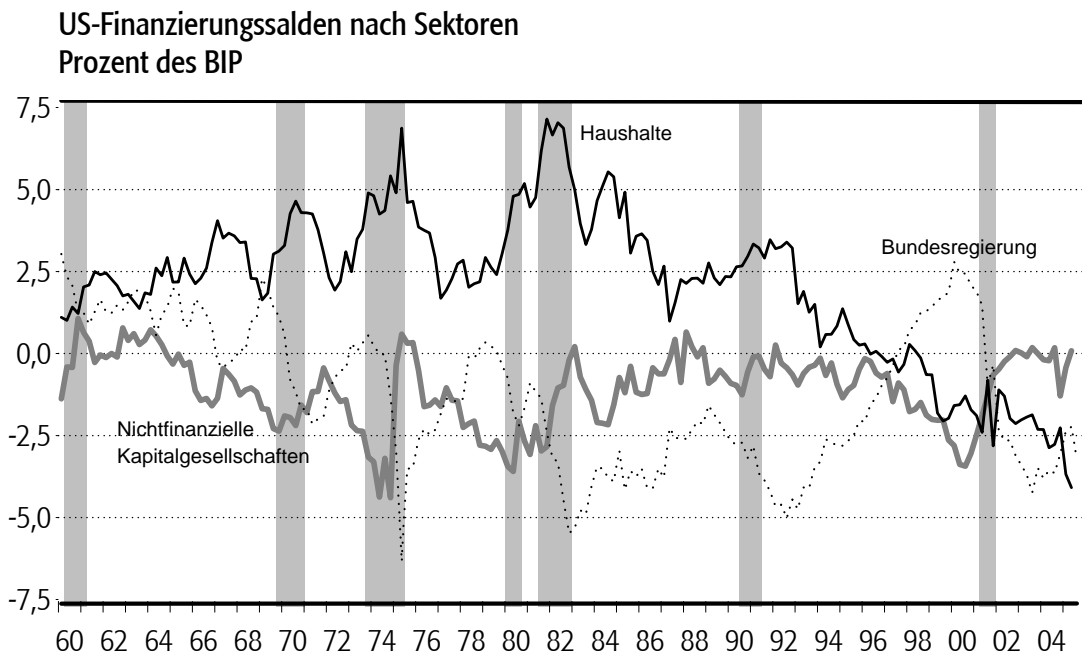
Ausgangspunkt unserer Betrachtungen ist ein Zyklus-Modell in der Tradition der österreichischen Schule. Konjunkturelle Zyklen kommen gemäß dieses Ansatzes dadurch zustande, dass der Privatsektor im Vertrauen auf die Zukunft in Vorleistung tritt und Ausgaben tätigt. Dabei gilt im ökonomischen Kreislauf stets, dass die Ausgaben des einen Sektors den Einnahmen eines anderen entsprechen. In einer geschlossenen Volkswirtschaft müssen sich per Definition die Finanzierungssalden, d.h. die Differenz zwischen Einnahmen und Ausgaben, aller drei inländischen Sektoren (Private Haushalte, Unternehmen und Staat) zu Null addieren. In einer offenen Volkswirtschaft entspricht dagegen die Summe der Finanzierungssalden der heimischen Sektoren per Definition dem Leistungsbilanzsaldo, der die Einnahmen- und Ausgabenströme vom Inland zum Ausland repräsentiert.

Konjunkturelle Zyklen kommen durch das Abwechseln von Phasen hoher Ausgabendynamik (Expansion) mit Phasen der privatwirtschaftlichen Konsolidierung zustande, die sich durch Schwankungen in den Finanzierungssalden der einzelnen Sektoren nachzeichnen

lassen. Die Motivation für den Wechsel zwischen den Konjunkturphasen entspringt einzelwirtschaftlichen Kalkülen, die sich auf die Gesamtwirtschaft übertragen, wobei die Kreditverfügbarkeit eine maßgebliche Rolle spielt. Nach Joseph Schumpeter entspricht der Kredit dem Medium, mit dem ein Unternehmer auf noch nicht (selbst) erwirtschaftetes Einkommen zugreift, um Investitionen zu tätigen und Innovationen zu schaffen. Übertragen auf die Gesamtwirtschaft kommt es in einem solchen Prozess der kreditfinanzierten Investition folglich zunächst zu einer Verschlechterung des Finanzierungssaldos des Einzelunternehmens. Finden sich für das dann erstellte Produkt genügend Käufer, kehrt der Finanzierungssaldo aber spätestens in der Folgeperiode wieder zu seinem Ausgangswert zurück. Rechnet sich die Investition mangels Käufern nicht, wird das Unternehmen unter Konsolidierungsdruck geraten und Ausgaben zurückfahren, was für andere ökonomische Akteure wiederum Einkommensverluste nach sich zieht. **Wird eine kritische Masse von Wirtschaftssubjekten erreicht, deren Einkommensperspektiven sich entweder aufhellen oder eintrüben, kommt es zu Booms oder Rezessionen.** Die analoge Logik lässt sich natürlich auch auf Haushalte anwenden (auch wenn dies kein explizites Thema von Schumpeter war). So kann der einzelne Haushalt etwa Ersparnisse abbauen oder Kredite aufnehmen, um Produkte zu kaufen, was wiederum eine erhöhte Rentabilität des entsprechenden Anbieters nach sich zieht, der daraufhin entweder die Löhne erhöht oder neue Arbeitskräfte einstellt, was dann wieder positiv auf den gesamten Haushaltssektor (wenn auch nicht notwendigerweise auf den Ursprungshaushalt) zurückwirkt. Neben privaten Haushalten und Unternehmen sind der Staat und das Ausland weitere Akteure. Verhält sich der öffentliche Sektor wirtschaftspolitisch passiv, so schneidet er sich in Expansionsphasen von jeder gesamtwirtschaftlichen Transaktion über Verbrauchs- und Einkommensteuern ein Stück vom Kuchen ab. Im Aufschwung steigen seine Einnahmen überproportional, so dass sein Finanzierungssaldo ins Positive dreht, der Privatsektor aber insgesamt eine Verschlechterung der Finanzierungslage verzeichnet. Im Abschwung dagegen fällt Steueraufkommen aus und Ausgaben wie Transferleistungen steigen an, was Effekte mit umgekehrtem Vorzeichen wie im Aufschwung auslöst. Dies wird auch als automatische Stabilisatorwirkung der öffentlichen Haushalte bezeichnet. Ähnliches gilt für das Ausland: Da die heimischen Sektoren einen Teil ihrer Nachfrage für End- oder Zwischenprodukte verwenden, steigen im Aufschwung die Importmengen an, so dass sich die Summe der heimischen Finanzierungssalden in der Tendenz verschlechtert. Dieser Effekt ist um so ausgeprägter, je größer eine Volkswirtschaft ist.

Die nachfolgende Grafik illustriert, dass für die **US-Wirtschaft Rezessionen (grau hinterlegte Flächen) in der Regel immer mit Konsolidierungsphasen des Privatsektors einhergegangen sind, Expansionsphasen dagegen mit einer Verschlechterung.** Im Modellrahmen kann eine aktive Wirtschaftspolitik mittels zweier Instrumente auf die Konjunktur Einfluss nehmen. Sie kann entweder über die **Fiskalpolitik, etwa Steuersenkungen oder höhere Ausgaben, Einkommen in den Privatsektor transferieren**, so dass sich ceteris paribus die Finanzierungslage des Privatsektors bessert. Dadurch erreicht dieser gegebene Konsolidierungsziele entweder schneller oder steckt bei unveränderter Sparneigung das Zusatzeinkommen in zusätzliche Ausgaben. Sofern der Ausgabenmultiplikator des Privatsektors höher ist als der des öffentlichen (wofür unsere empirischen Ergebnisse sprechen), muss dies kein Strohfeuer sein, sondern kann durchaus auch auf

den mittelfristigen Pfad der öffentlichen Finanzen positiv wirken. Alternativ kann die **Geldpolitik die Ausgabenbereitschaft des Privatsektors durch niedrige Zinsen stimulieren**, wobei verschiedene Transmissionsmechanismen denkbar sind. So vermindert sich etwa bei niedrigen Zinsen aufgrund des bereits zuvor beschriebenen monetären Effekts von Sargent und Wallace die Notwendigkeit von Primärüberschüssen, um eine gegebene Quote von Schulden zu Einkommen zu erzielen, oder die niedrigen Zinsen setzen – bei einer weitgehend variablen Verzinsung des Schuldenbestandes – zusätzliches verfügbares Einkommen für Investitionen oder Konsum frei.



Nach diesem Exkurs können wir uns nun wieder den Wirkungen des expansiven Policy Mix der vergangenen Jahre zuwenden: Wie aus der oberen Grafik ablesbar ist, befand sich kurz vor Beginn der Rezession des Jahres 2001 insbesondere der US-Unternehmenssektor mit einem Defizit von rund 3,5 % des BIP in einer historisch ausgesprochen schwachen Situation. Nur während der Ölkrisen 1974/75 und 1979/80 war die Finanzlage ähnlich schlecht. Allerdings war in diesen beiden Episoden die Verschlechterung insbesondere durch die massive Verteuerung von Ölprodukten aus dem Ausland bedingt, während die Verschlechterung der Jahre 1998 bis 2000 vor allem durch außergewöhnlich hohe, aber in der Summe wohl eher Überinvestitionen (sonst hätte sich der Finanzierungssaldo nicht nachhaltig verschlechtern dürfen) bedingt war. Auffällig ist zudem die sehr deutliche Verschlechterung der Finanzierungsposition der privaten Haushalte in den Jahren 1998 bis 2000, die sich von einer annähernd ausgeglichenen Position zu einem Defizit von 2 % des BIP wandelte. **Kurz zusammengefasst, befand sich der US-Privatsektor zur Jahreswende 2000/01 in einer Situation mit erheblichem aufgestauten Konsolidierungsbedarf, der letztlich in eine zu erwartende Bereinigungssituation mündete.** Bis zum Ende der Rezession trat die typischerweise zu erwartende Bereinigung der privatwirtschaftlichen Finanzierungssalden auch tatsächlich ein. Im ersten Quartal 2002 lag der Finanzierungssaldo der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften bei nur noch -0,4 % des BIP (Q1 2001: -2,5 %), der der privaten Haushalte bei -1,1 % des BIP (Q1 2001: -1,8 %). Die nachfolgend einsetzende Erholung ist insofern ungewöhnlich, als es sich

um den ersten Konjunkturzyklus der Nachkriegsgeschichte handelt, der aus einer Defizitposition des privaten Sektors heraus gestartet wurde. Kumuliert lag der Finanzierungssaldo der Privatwirtschaft bei $-1,5\%$ des BIP. Der Zyklus 1991 wurde dagegen mit einem Überschuss von $2,4\%$ begonnen, der 1983 mit einem Überschuss von $5,2\%$.

Nimmt man nun die Fiskal- und Geldpolitik mit in den Blick, so ist zunächst im Rezessionszeitraum ein Swing im Saldo des Bundeshaushalts um $4,3$ Prozentpunkte (von $+1,9\%$ des BIP auf $-2,4\%$ des BIP zwischen dem 1. Quartal 2001 und dem 1. Quartal 2002) festzustellen. Diese Verschlechterung ist zu rund 60% auf aktive wirtschaftspolitische Maßnahmen wie die Steuerbeschlüsse vom Mai 2001 (Konjunkturprogramm mit einem Volumen von rund 70 Mrd. USD), das Maßnahmenpaket nach dem 11. September (Wiederaufbau und zusätzliche Steuermaßnahmen mit einem Volumen von rund 100 Mrd. USD) sowie eine Ausweitung der Verteidigungsausgaben um 50 Mrd. USD zurückzuführen., Rund 40% hierzu trugen konjunkturell bedingte Faktoren wie eine verminderte Steuerbasis (insbesondere eine Drittelung des Aufkommens aus der Capital Gains Tax durch den Aktienmarkteinbruch und einem Beschäftigungsrückgang um $2,4$ Millionen) bei. Hervorzuheben bleibt, dass **der fiskalpolitisch induzierte Einkommenstransfer vom Staat zum privaten Sektor in der Summe deutlich höher lag als der Konsolidierungsfortschritt im Privatsektor.**

An dieser Stelle kommt die Geldpolitik mit ins Spiel. Wie bereits zuvor ausgeführt, kann die Geldpolitik die Ausgabenbereitschaft des Privatsektors entweder stimulieren oder dämpfen. Zwischen Anfang 2001 und der ersten Jahreshälfte 2003 hat sie zunehmend stimulierend gewirkt und somit Konsolidierungserfordernisse im Privatsektor in den Hintergrund treten lassen. **Die Rezession 2001 ist neben der von 1981/82 die einzige in der Nachkriegsgeschichte, in der die Summe der Finanzierungssalden von Staat, Haushalten und nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften zum Ende niedriger ausfällt als zu Beginn.**

Die Wirkungsweise der Konjunkturpolitik der Jahre 2001 bis 2004 lässt sich somit auf folgenden Nenner bringen: Die Fiskalpolitik versorgte primär die privaten Haushalte über Steuersenkungen mit erhöhter Kaufkraft und die Fed sorgte mit niedrigen Zinsen für eine mehr als vollständige Verausgabung dieser Kaufkraft, so dass letztlich der Unternehmenssektor rasch und verhältnismäßig schmerzfrei sein Defizit auf Null zurückführen konnte. Dies geschah freilich alles mit der Nebenwirkung steigender Defizite bei den öffentlichen und privaten Haushalten. Insgesamt hat sich die aktuelle Finanzierungssituation der US-Wirtschaft seit dem Stand vor der Rezession 2001 noch einmal deutlich verschlechtert, wie sich aus dem Anstieg des Leistungsbilanzdefizits um zwei Prozentpunkte ablesen lässt. Als verhältnismäßig problematisch ist auch anzusehen, dass sich der Finanzierungssaldo des gesamten Privatsektors – trotz einer massiven Ausweitung der öffentlichen Defizite – im heutigen Stand ($-4,0\%$ des BIP) kaum von dem des Rezessionsbeginns ($-4,3\%$ des BIP) unterscheidet. Bezogen auf die Standardausgabenmultiplikatoren der einzelnen Sektoren gibt es aber bei einer Verschiebung der Finanzierungssalden zwischen Unternehmenssektor und Haushalten nicht den Vorteil, dass die Differenz ähnlich stark ausgeprägt ist, wie zwischen den beiden privaten Sektoren und dem Staat. Die Idee des konjunkturel-

len „Front loading“ ((der Staat überträgt mittels einer expansiven Fiskalpolitik als Initialzündung Einkommen an Sektoren mit deutlich höheren Ausgabenmultiplikatoren und kann durch das dadurch induzierte höhere Wachstum seine eigenen Defizite wieder abbauen, wodurch per saldo ein positiver Effekt auf das BIP-Niveau ausgelöst wird) funktioniert in dieser Betrachtungsweise nicht, wenn es sich um eine Verschiebung von Defizitpositionen zwischen den beiden Privatsektoren handelt.

Die fundamentalen Probleme der US-Wirtschaft, die zur Rezession 2001 geführt haben, sind mithin durch den expansiven Policy-Mix der letzten Jahre nicht abgemildert worden. Sie bestehen weiter und der Zahltag wurde nur hinausgeschoben.

Von eher akademischer Natur ist in diesem Zusammenhang die Frage, welche alternativen Vorgehensweisen es gegeben hätte. Da wäre zum einen die reine Nutzung der Fiskalpolitik gewesen. Die Defizite des Privatsektors hätten so kuriert und eine Konsolidierung des Bundeshaushalts dann über Abwarten erreicht werden können. Zum anderen hätte die Geldpolitik durch höhere Zinsen das Tempo der Konsolidierungsanstrengungen im Privatsektor beschleunigen können. In beiden Fällen wäre die Rezession weniger schnell überwunden und das Wachstum der letzten Jahre schwächer ausgefallen. Freilich wäre dann auch die fundamentale Basis wesentlich günstiger. Im früher oder später notwendigen Bereinigungsprozess der US-Ungleichgewichte wird nach dem derzeitigen Stand der Dinge nur noch die Geldpolitik einsatzfähig sein, da der Fiskalpolitik in Anbetracht der gegenwärtigen strukturellen Defizite kein Raum für expansive Manöver bleibt.

Die Richtung der Bernanke-Fed

Ben Bernanke übernimmt die Fed zu einem Zeitpunkt, an dem die US-Wirtschaft nach wie vor von erheblichen inneren Ungleichgewichten gekennzeichnet ist, nachdem ein extrem expansiver Policy Mix die in Rezessionen übliche Bereinigung von Ungleichgewichtslagen vorübergehend nicht zugelassen hatte. Der neue US-Notenbankchef bekommt somit kein einfaches Erbe und dürfte in nicht allzu ferner Zukunft entweder mit einer Reihe von Jahren unterdurchschnittlichen Wirtschaftswachstums oder einer Rezession konfrontiert werden.

Entscheidend für den Umgang mit diesen Entwicklungen dürfte freilich die strategische Ausrichtung der Fed unter Ben Bernanke werden. In seiner Nominierungsanhörung vor dem Senat stellte der designierte Chairman zwei grundlegende Aspekte heraus. Erstens die Wahrung von „Kontinuität“ mit der Greenspan-Ära und zweitens den Wunsch, ein explizites, einfach verständliches Inflationsziel zu formulieren. Der erste Punkt dürfte recht leicht zu erfüllen sein, ist doch Bernanke einer der wissenschaftlichen Begründer des bereits beschriebenen New Monetary Consensus (konjunkturpolitischer Aktivismus, Gradualismus bei Zinsanpassungen und Transparenz geldpolitischer Entscheidungen). Von **größerer praktischer Bedeutung dürften die Einführung eines Inflationsziels und die damit verbundenen Auswirkungen auf die Strategie der Fed sein.**

Bernanke begründet seinen Wunsch nach der Einführung eines Inflationsziels wie folgt: „However, the relevant question at this point is not the unknowable outcome of the historical counterfactual but whether, given the initial conditions we face today, the adoption of an explicit inflation objective might not improve U.S. monetary policy in the future. The Fed’s environment today is different from that of the 1980s and 1990s in at least one important respect: Price stability is no longer just over the horizon, but has been achieved—core inflation rates are currently not much above 1 percent. Thus, in contrast to the experience of the past 35 years or so, in which there could be little doubt about the Fed’s desired direction for inflation, today the risks to inflation are more nearly symmetrical; that is, inflation can be too low as well as too high. A case can be made, I believe, that when the economy is operating in the region of price stability, public expectations and beliefs about the central bank’s plans and objectives, always important, become even more so. First, because the public can no longer safely assume that the central bank prefers lower to higher inflation, expectations about future policy actions and future inflation may become highly sensitive to what the public perceives to be the Fed’s “just right” level of inflation. Uncertainty about this “just right” level of inflation thus may translate, in turn, into broader economic and financial uncertainty. Second, at very low inflation rates, the zero lower bound on the policy interest rate is more likely to become relevant, which increases the potential importance of effective expectations management by monetary policymakers. For example, when interest rates are very low, the best way to ease policy may be to explain to the public that the current low interest rate will be maintained for a longer period, rather than simply lowering the current rate. It seems to me that the enhanced importance of public beliefs and expectations about monetary policy in the region of price stability argues for greater attention by the central bank to its methods of communication when inflation is low.” (Bernanke/Issing/Kohn 2004).

Bernankes Ankündigung, sich als Fed-Chef für die Einführung eines Inflationsziels einsetzen zu wollen, hat bei der Senatsanhörung zu einigen Nachfragen geführt. Insbesondere vor dem Hintergrund des „Dual Mandate“ der Fed sowohl für stabile Preise als auch für Vollbeschäftigung zu sorgen,* gab es eine Reihe von Nachfragen der Senatsmitglieder, warum ausgerechnet das Ziel Preisstabilität numerisch quantifiziert werden sollte, nicht aber das Beschäftigungsziel. In diesem Zusammenhang ist zunächst einmal festzuhalten, dass die Fed in der Strategiewahl zur Erreichung ihres Mandates vollkommen frei und nicht weisungsgebunden ist (außer das Notenbankgesetz würde geändert).

Bernanke „heilt“ diesen scheinbaren Widerspruch zwischen der numerischen Festlegung eines der beiden Ziele durch die Einführung einer „optimal long-run inflation rate“ (OLIR) als der Rate, welche die beste durchschnittliche Entwicklung mit Blick auf Inflation und wirtschaftliche Entwicklung über die Zeit erreicht. Er begründet dies wie folgt: „...a strong case can be made that, below a certain

* Voller Text aus Section 2A des Federal Reserve Act „The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy’s long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.“

inflation rate, the benefits of reduced microeconomic distortions gained from price stability are outweighed by the costs of too-frequent encounters of the funds rate with the zero-lower-bound on nominal interest rates. (This argument underlies the common view that there should be a “buffer zone” against deflation.) Hence, in general, the OLIR will be greater than zero inflation, correctly measured. Note also that the OLIR is an average long-run rate; variation of actual inflation around the OLIR over the business cycle would be expected and acceptable” (Bernanke/Issing/Kohn 2004). Auf Basis einer umfassenden Analyse der ökonomischen Literatur kommt Bernanke (a.a.O.) zu dem Ergebnis, dass eine Inflationsrate von 2 % sowohl die Risiken hinreichend begrenzt, an die effektive Untergrenze des Leitzinses zu stoßen, als auch den Strukturwandel nicht zu behindern.

Die Operationalisierung eines (mittelfristigen) Inflationsziels im Sinne von Bernanke dürfte nach unserer Einschätzung auf einen 2 %-Zielpunkt mit der Kerninflationsrate als Bezugspunkt hinauslaufen. Dass voraussichtlich die allgemeine Kerninflationsrate (Preisauftrieb ohne Berücksichtigung von Energie und Nahrungsmitteln) und nicht etwa der von Greenspan bisher bevorzugte Deflator des privaten Verbrauchs ohne Energie zur Zielgröße erhoben werden dürfte, liegt an dem besonderen Wert eines allgemein verständlichen Maßstabs, den Bernanke gerne mit dem Inflationsziel verbinden würde. Rein akademisch spricht zwar viel für die Verwendung des Deflators, da hier eine regelmäßige Anpassung der Gütergewichte vorgenommen wird, die Kernrate spielt jedoch in der öffentlichen Diskussion eine wesentlich bedeutendere Rolle und würde somit die Transparenz des Inflationsziels unterstützen. Und letztlich liegen beide Inflationsgrößen so eng beieinander, dass es kaum einen Unterschied macht, ob man die eine oder andere Größe verwendet.

Bei der Bewertung von Inflationszielen sollte man sich einige Erkenntnisse der wissenschaftlichen Literatur den Resultaten von Inflation Targeting-Regimen (entnommen aus Neumann/von Hagen (2002) und Levin/Natalucci/Piger (2004) verdeutlichen:

1. Grundsätzlich sind **kurzfristig keine positiven Effekte der Einführung eines solchen Regimes nachweisbar**. Das gilt sowohl für den Anschlag von Disinflationsprozessen selbst als auch für die makroökonomischen Kosten wie schwächeres Wachstum (sog. sacrifice ratio) eines solchen Prozesses.
2. Explizite Inflationsziele tragen maßgeblich zur **Verankerung von Erwartungen bei**. Volkswirtschaften mit einem solchen Ziel weisen eine deutlich geringere Korrelation zwischen der tatsächlichen Preissteigerungsrate in der Vergangenheit und den Erwartungen auf als Ökonomien ohne ein solches Ziel.
3. Zudem weisen die Inflationsraten wie auch die Zinsen in **Ökonomien mit Inflationsziel eine geringere Volatilität sowohl bei den Preissteigerungsraten selbst wie auch bei den Leitzinsen auf**. Generell wird dies so interpretiert, dass Zentralbanken mit einer klaren Zielbindung weniger ausgeprägt auf kurzfristige Schwankungen im makroökonomischen Umfeld reagieren als solche ohne eine solche Zielbindung.
4. **Hinsichtlich der Reaktionsfunktion der Zentralbanken auf Wachstum und Inflation sind die Ergebnisse nicht eindeutig**. Auf der einen Seite lässt sich feststellen, dass Zentralbanken

seit der Einführung von Inflationszielen dem Inflations- gegenüber dem Wachstumsziel ein relativ höheres Gewicht einräumen. Auf der anderen aber auch, dass etwa auf Ölpreisschocks mit einer deutlich geringeren geldpolitischen Restriktion geantwortet wurde als vor der Einführung des Inflation Targeting. Es ist somit noch nicht endgültig geklärt, ob Inflationsziele nun zu einem stärkeren Anti-Inflationsbias führen oder die bessere Verankerung von Inflationserwartungen den Zentralbanken letztlich mehr Spielräume gibt, auf konjunkturelle Schwächephase mit stärkeren geldpolitischen Impulsen zu reagieren. Die hier vorherrschende Unsicherheit hängt stark damit zusammen, dass die Einführung solcher Regime sich primär Anfang der neunziger Jahre vollzog und meist mit dem Bestreben nach niedrigeren Inflationsraten verbunden war. Eventuelle positive Effekte wie etwa ein größerer Spielraum zur Konjunktursteuerung erfordern einen längeren Erfahrungszeitraum, der bisher noch nicht vorliegt.

Ben Bernanke dürfte gleichwohl von der Einführung eines Inflationsziels erwarten, durch die Verankerung von Inflationserwartungen einen erhöhten Spielraum zur geldpolitischen Konjunktursteuerung zu erhalten und durch ein Einschließen der Glaubwürdigkeit der Fed mögliche Volatilitäten an den Finanzmärkten zu begrenzen.. Daneben mag auch eine Rolle spielen, dass seine intensive wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem Thema Deflation für einen hinreichend großen Inflationspuffer gegen eine solche Entwicklung spricht. Unsere frühere Analyse zum Thema unkonventionelle Geldpolitik (Milleker 2003) kam zwar zu dem Schluss, dass die damals von Bernanke und Reinhard propagierte Strategie einer Deckelung der Langfristzinsen durch Offenmarktoperationen nicht hätte umgesetzt werden können, die gleichzeitige Einführung eines Inflationsziels in Kombination mit Offenmarktoperationen zur Geldmengensteuerung jedoch einen sinnvollen Weg aus einer deflationären Entwicklung hätte darstellen können. Der Wunsch nach einem Inflationsziel als Deflationspuffer ist somit durchaus zu unterstützen.

Der erste Test für die Präferenz Bernankes, mit einem Inflationsziel zu arbeiten, dürfte bereits im Jahr 2006 kommen. Wie wir aus den Protokollen wissen, geht der Offenmarktausschuss für das Jahr 2006 von steigenden Kerninflationsraten aus, die hauptsächlich über Zweitrundeneffekte getrieben werden, während die Konjunktur instabil bei knapp 3,5 % gesehen wird. Die konjunkturelle Einschätzung des FOMC bezieht sich dabei immer auf die Steigerung im Jahresverlauf, d.h. die Rate vom Jahresschlussquartal zum Jahresschlussquartal des Vorjahres. Rechnet man den bisher vorhandenen statistischen Überhang von 0,5 Prozentpunkten mit ein, der sich aus dem Jahresverlauf 2005 ergibt, so liegt die Fed-Schätzung in der Betrachtung für das Jahresmittel mit rund 4 % ein gutes Stück über der Erwartung des Consensus der privatwirtschaftlichen Prognostiker von 3,3 % im Jahresmittel, was einer durchschnittlichen Dynamik im Jahresverlauf von 2,8 % entspricht. Die Consensus-Inflationsprognose von 3,0 % ist dabei durchaus kompatibel mit leicht anziehenden Kerninflationsraten, sofern man keine deutlich anziehenden Energiepreise unterstellt.

Nach ihrer eigenen Konjunktüreinschätzung müsste die Fed folglich unter einem Regime des Inflation Targeting tendenziell weiter auf Straffungskurs bleiben, um Zweitrundeneffekte frühzeitig einzudämmen. Sollte sie sich dagegen mit einer Entwicklung wie im Consensus unterstellt konfrontiert

sehen, würde das Inflationsbild in die gleiche Richtung deuten, die konjunkturelle Entwicklung dagegen eher in Richtung Konstanz des Leitzinses oder sogar schon einer leichten Lockerung.

Es ist somit nicht unwahrscheinlich, dass sich die Fed – gerade in der Frühphase der Bernanke-Chairmanship – in einem Umfeld sich abschwächender Wachstumsdynamik und noch leicht steigender Kerninflation nicht so schnell zu einer Lockerung entschließt, wie dies etwa unter Alan Greenspan der Fall gewesen wäre.

Literatur

- Bernanke, Ben S. (2004): The Great Moderation, Meetings of the Eastern Economic Association, February 20, 2004, Washington, DC.
- Bernanke, Ben S. (2002): Asset price 'bubbles' and monetary policy, New York Chapter of the National Association for Business Economists, October 15, 2002.
- Bernanke, Ben S. (2005): Nomination hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, November 15, 2005.
- Bernanke, Ben S./Issing, Otmar/Kohn, Donald L. (2004): Panel Discussion: Inflation Targeting, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, pp. 165-184.
- Darby, Michael R. (1984): Some pleasant monetarist arithmetic, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review.
- Economist (2003): Another hangover in the making? - America's spurt in growth is being fuelled by a dangerous cocktail, November 6, 2003.
- Galbraith, James K. (1994): Self-fulfilling prophets – inflated zeal at the Federal Reserve, The American Prospect, Volume 5, Issue 18.
- Greenspan, Alan (1994): Report of the Federal Reserve to Congress, February 22, 1994.
- Greenspan, Alan (2001): Current fiscal issues, Before the Committee on the Budget, U.S. House of Representatives, March 2, 2001.
- Greenspan, Alan (2002): Central Bank Perspectives on Stabilization Policy - Articles from the bank's 2002 Economic Policy Symposium, 'Rethinking Stabilization Policy', Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Fourth Quarter 2002.
- Issing, Otmar (2002): Central Bank Perspectives on Stabilization Policy - Articles from the bank's 2002 Economic Policy Symposium, 'Rethinking Stabilization Policy', Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Fourth Quarter 2002.
- Levin, Andrew T./Natalucci, Fabio M./Piger, Jeremy M. (2004): The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, pp. 51-80.
- Lindsey, David E./Orphanides, Athanasios/Rasche, Robert H. (2005): The Reform of October 1979: How It Happened and Why, Federal Reserve Finance and Economics Discussion Series 2005-02.
- Milleker, David F. (2003): What if? Musings on the Use of Unconventional Monetary Policy in the US, Update – Facts, Figures & Forecasts April 2003, Frankfurt/Main.
- Miller, Marcus/Weller, Paul/Zhang, Lei (2002) Moral hazard and the US stock market – analyzing the „Greenspan put“?, Institute of International Economics Working Paper 02-1, Washington DC.
- Neumann, Manfred J.M./von Hagen, Jürgen (2002): Does inflation targeting matter?, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, pp. 127 –147.
- Sargent, Thomas/Wallace, Neil (1981): Some unpleasant monetarist arithmetic, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review.
- Wray, L. Randall (2004a): The case for rate hikes – did the Fed prematurely raise rates?, Levy Institute Public Policy Brief No. 79.
- Wray, L. Randall (2004b): The Fed and the New Monetary Consensus – the case for rate hikes, part two, Levy Institute Public Policy Brief No. 80.