

wirtschaft.

Der BaZ-Gast: Oliver Landmann

Die Greenspan-Doktrin liegt in Trümmern



Zu den vielen Opfern, welche die Finanzmarktkrise gefordert hat, gehört auch der Glorienschein, der den früheren Chef der amerikanischen Zentralbank, Alan Greenspan, bis zum Ende seiner Amtszeit im Jahre 2006 umgab.

Damals wurde er noch als «Magier» gefeiert. Nicht ohne Grund, denn er hatte den USA fast zwei Jahrzehnte lang eine monetäre Stabilität beschert, wie sie keiner seiner Vorgänger über eine vergleichbar lange Zeitspanne hinweg zu stande gebracht hatte.

ZU LOCKER. Heute dagegen hagelt es Kritik. Greenspan wird vorgeworfen, durch eine in den Jahren 2001 bis 2005 viel zu lockere Geldpolitik und durch sein Eintreten für eine möglichst leichte Regulierung der Finanzmärkte die Exzesse an den Finanzmärkten verursacht zu haben, die am Ursprung der aktuellen Krise stehen. Erst letzte Woche musste er vor einem Ausschuss des amerikanischen Kongresses reumütig bekennen, wie sehr er sich in der Selbstregulierungsfähigkeit des Finanzsystems getäuscht habe, und wie sehr er darüber schockiert sei.

In der Tat zwingt die Finanzmarktkrise dazu, die Strategiebücher der Geldpolitik zu überdenken. Insbesondere der Umgang der Geldpolitik mit spekulativen Übertreibungen der Märkte wird im Lichte der aktuellen Ereignisse eine Neubeurteilung erfahren müssen. Exzessive Preisbewegungen – sogenannte spekulative Blasen – auf Märkten für Vermögenswerte sind so alt wie diese Märkte selbst. Die Frage, die sich immer wieder stellt, ist, wie die Geldpolitik auf solche Blasen reagieren sollte, um Schäden für die Preisstabilität und den Rest der Wirtschaft abzuwenden. Greenspan liess sich hierbei von einer Doktrin leiten, die auf zwei Pfeilern ruhte:

- > Der erste Pfeiler war der Grundsatz, dass die Zentralbank nicht versuchen solle, eine spekulative Blase durch Verknappung der Liquiditätsversorgung frühzeitig zu bekämpfen. Vielmehr solle sie sich darauf beschränken, die destabilisierenden Folgen für Inflation und Konjunktur zu neutralisieren, wenn die Blase platzt. Dafür sprechen sowohl die Schwierigkeit, eine spekulative Blase zweifelsfrei zu identifizieren, als auch die Kosten, die der Wirtschaft in Form von schwächerem Wachstum und mehr Arbeitslosen entstehen, wenn die Geldpolitik an der Zinsschraube dreht, ohne dass eine absehbare Gefährdung des Stabilitätsziels dazu zwingt.
- > Der zweite Pfeiler der Greenspan-Doktrin war die Überzeugung, dass die volkswirtschaftlichen Risiken, die von spekulativen Blasen ausgehen könnten, dank der Ausbreitung moderner Instrumente des Risiko-

managements und der immer breiteren Risikostreuung auf den globalen Finanzmärkten beherrschbar sind. Entsprechend widersetzte sich Greenspan während seiner Amtszeit Forderungen nach einer strengeren Regulierung gerade jener komplexen und intransparenten Finanzderivative, deren Wertverluste seither so grosse Löcher in die Bankbilanzen gerissen haben. Dieser Glaube an die Selbstregulierungsfähigkeit der Finanz- und Kreditmärkte hat sich als fataler Irrtum erwiesen. Die Konsequenz für die Geldpolitik ist, dass ihre traditionellen Instrumente der Liquiditätsausweitung und der Zinssenkungen zur Bekämpfung der Finanzmarktkrise im Moment nicht mehr genügen. Für die notwendig gewordene Rekapitalisierung der Banken und für die weiteren vertrauensbildenden Massnahmen mussten zuletzt die Steuerzahler als Bürgen mit ins Boot genommen werden. Die heute sichtbaren Folgen

Greenspans Glaube an die Selbstregulierungsfähigkeit der Finanz- und Kreditmärkte hat sich als fataler Irrtum erwiesen.

der spekulativen Blase bei den Immobilienpreisen und den aus Immobilienkrediten abgeleiteten Finanzderivaten haben den zweiten Pfeiler der Greenspan-Doktrin zum Einsturz gebracht. Damit gerät aber auch der erste Pfeiler ins Wanken. Man kann heute nicht mehr gut argumentieren, dass die Zentralbanken einer spekulativen Blase gelassen zusehen können, weil es nach deren Platzen ja immer noch früh genug für stabilisierende Massnahmen sei.

FLANKENSCHUTZ. Damit ist klar: Die makroökonomische Stabilisierungsaufgabe der Geldpolitik ist ohne den Flankenschutz einer effektiven Finanzmarktaufsicht nicht zu erfüllen. Bis die Finanzmarktkrise und die sich in ihrem Schlepptau anbahnende Rezession ausgestanden sind, wird es dauern. In dieser Zeit werden sich die Zentralbanken gezwungen sehen, die Wirtschaft erneut mit viel Liquidität zu stützen, wie Greenspan dies schon zu Beginn des Jahrzehnts nach dem Platzen der «New-Economy»-Blase getan hatte. Bleibt zu hoffen, dass die Regulatoren und Aufsichtsorgane ihre Lektion rasch lernen. Sonst könnte die nächste Krise noch schärfer ausfallen als diese.

* Oliver Landmann ist ordentlicher Professor für theoretische Volkswirtschaftslehre an der Universität Freiburg i.Br.