

## Unser Geldsystem X – Das erste Jahrzehnt des neuen Jahrtausends bringt das endgültige Ende des Monetarismus, aber auch eine neue Dimension des Finanzmarktversagens

Von Heiner Flassbeck | 04.04.2014 (editiert am 25.05.2016)

Im Jahr 1997 reisten Oskar Lafontaine (damals Parteivorsitzender der SPD) und ich in die USA. Wir hatten neben vielen anderen Treffen ein langes Gespräch mit Alan Greenspan, dem legendären und damals noch global bewunderten Vorsitzenden des Federal Reserve Systems, also der amerikanischen Zentralbank.

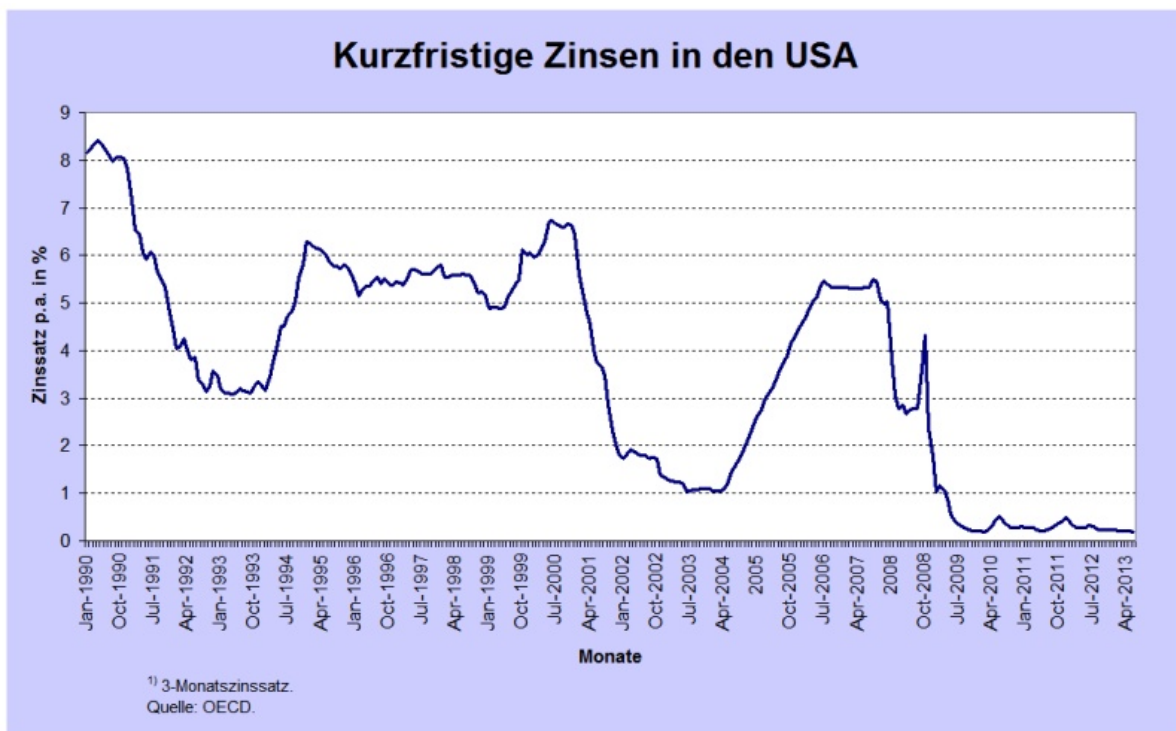
Das Gespräch, das Greenspan nur in Begleitung einer Person aus seinem Stab mit uns beiden führte, war höchst interessant. Er erklärte im Detail, wieso er bereit war, gegen das damals noch herrschende monetaristische Dogma von der natürlichen Arbeitslosigkeit zu verstoßen und weit länger, als es dieses Dogma vorsah, auf eine das Wachstum und die Beschäftigung stimulierende Geldpolitik zu setzen. Greenspan vertrat die Konzeption einer flexiblen und auf die konjunkturelle Situation abgestellten Geldpolitik, da aus seiner Sicht die Geldpolitik bei realistischer Betrachtung der zeitlichen Abläufe jederzeit in der Lage sei, eine im Entstehen begriffene Inflationsbeschleunigung ohne große Mühe abzubremesen.

Nach dem Gespräch waren Oskar Lafontaine und ich uns einig, das wir in Greenspan den exakten Gegenpart zu den dogmatischen, vom Monetarismus geprägten europäischen Notenbankern, am besten verkörpert durch den damaligen Bundesbankpräsidenten Hans Tietmeyer, gesehen hatten. Wir waren allerdings nicht so optimistisch zu glauben, dass sich die Ära der dogmatischen Monetaristen so schnell ihrem Ende zuneigen würde, wie es dann tatsächlich geschah. Greenspans Position zu den Märkten im Allgemeinen und sein grenzenloser Optimismus hinsichtlich der Rationalität der Finanzmärkte, die ihm später zu Recht viel Kritik einbrachte, war nicht Gegenstand unseres Gesprächs und schmälert seine historische Leistung als Notenbanker und als Überwinder des Monetarismus in meinen Augen nicht wesentlich.

Der Pragmatismus Alan Greenspans in Sachen Konjunktursteuerung durch die Geldpolitik wurde mehrfach auf eine harte Probe gestellt. Zunächst – und diese Frage habe ich mit ihm selbst in der Gruppe der G 7 diskutiert – war er zu Zeiten der Asien- und Lateinamerikakrise, also 1996 und 1997, bereit, bei der Ausrichtung der amerikanischen Geldpolitik auf die globale Entwicklung Rücksicht zu nehmen, obwohl sich die USA von oben der von vielen als absolute Schranke angesehenen [natürlichen Arbeitslosenrate bzw. der NAIRU](#) (der Rate, bei deren Erreichen eine Beschleunigung der Inflation droht) näherten. Tatsächlich sank die Arbeitslosenrate gegen Ende der neunziger Jahre auf Werte unterhalb der (in bestimmten Modellen berechneten) NAIRU, in Sachen Inflationsbeschleunigung aber geschah trotzdem nicht viel.

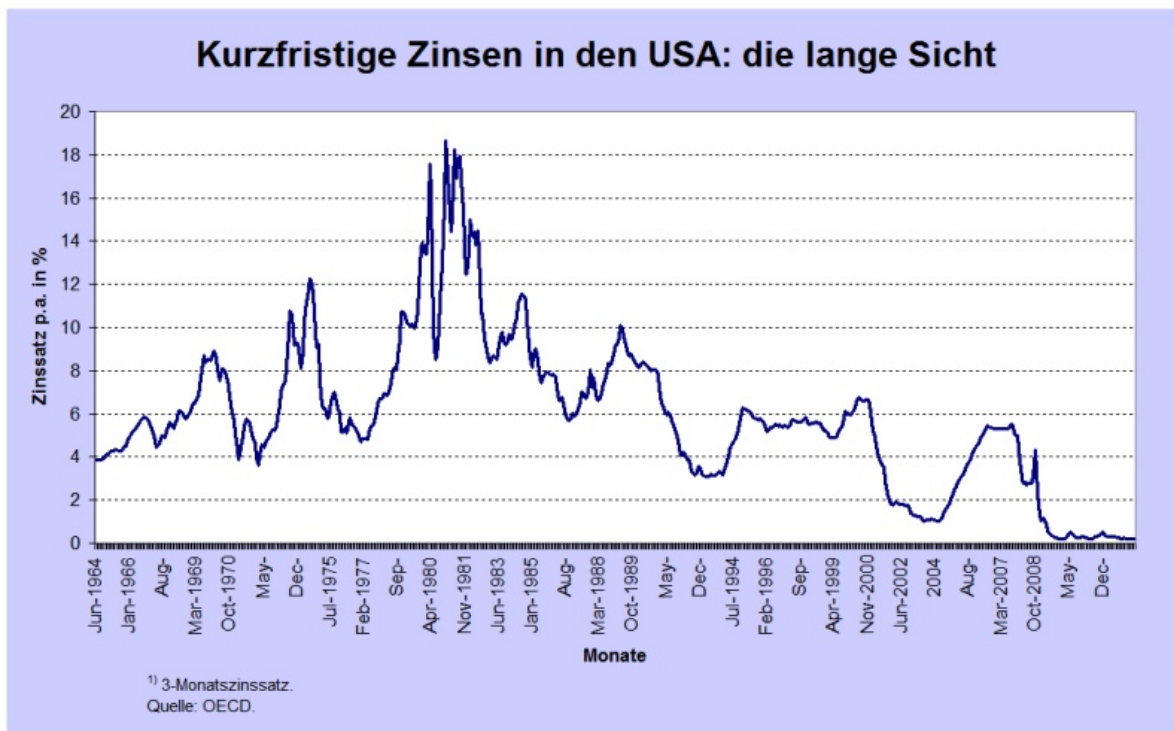
Die zweite und entscheidende Bewährungsprobe für Alan Greenspans Pragmatismus kam mit dem Ende der sogenannten dot.com-Blase, also der Aktienblase, die sich auf Werte der neuen Informationstechnologien konzentrierte. Nachdem relativ moderate Zinssteigerungen im Jahr 1999 diese Blase unter mächtigem Getöse zum Platzen gebracht hatten, sah sich Greenspan sehr früh (allerdings auch unter dem Eindruck des 11. September 2001) bemüßigt, das geldpolitische Ruder wieder in Richtung Anregung herumzuwerfen und senkte die Zinsen kurz danach auf ein (damals) historisches Tief von nur einem Prozent (vgl. Abbildung 1, in der 3-Monatszinssätze dargestellt werden).

Abbildung 1



In einer längerfristigen Betrachtung lässt sich gut erkennen, wie groß dieser Schritt von Anfang des Jahrhunderts schon war (vgl. Abbildung 2). Die Zinsen lagen danach weit unter den Werten, die man in den vierzig, ja fünfzig Jahren zuvor als absolut normal und notwendig angesehen hatte. Dass wir heute noch einmal deutlich tiefer liegen und länger auf diesem Null-Niveau bleiben, steht auf einem anderen Blatt.

Abbildung 2



In Greenspans Verständnis von der Rationalität der Märkte waren die neuen Blasen, die daraufhin auf vielen Finanzmärkten, vor allem bei der Finanzierung von privatem Hauseigentum in den USA, entstanden, keine Gefahr, sondern eben nur eine bestimmte und unproblematische Art und Weise, wie die „Investoren“ auf effizienten Märkten dieses Mal auf die geldpolitische Anregung reagierten. Dass durch die Deregulierung der Finanzmärkte eine völlig andere Art des Investierens entstanden war und fortan den Großteil der Aktivitäten an den Finanzmärkten bestimmte, das gab es in Greenspans Gedankenwelt nicht. Und dass dieses Investieren unproduktiv war, sich auf Herdenverhalten stützte und deswegen ohne Mühe die Scheingewinne selbst generierte, auf die sich die Erwartungen der Herden von „Investoren“ gründeten, kam in der Theorie der effizienten Märkte, an die Greenspan offenbar bis zum Crash glaubte, nicht vor. In einem effizienten Markt wissen ja immer genügend viele Investoren, dass eine Blase im Entstehen ist, und halten entsprechend dagegen, so dass eine wirkliche Übertreibung und falsche Preise eigentlich unmöglich sind.

Greenspan war wie praktisch alle amerikanischen Ökonomen von weit rechts bis weit links nicht bereit anzuerkennen, dass am Währungsmarkt schon seit den siebziger Jahren systematisch falsche Preise zu beobachten sind, weil Herdenverhalten dominiert, was die in einem effizienten Markt zu erwartenden „rationalen“ Lösungen überlagert. Hätte man das Wissen darum konsequent auf die anderen Märkte übertragen, hätte die große Krise vermieden werden können. Aber Deregulierung der Märkte war zu Beginn des Jahrtausends scheinbar das Gebot der Stunde. Und je mehr Akteure sich an den Finanzmärkten tummelten, umso besser musste es ja sein, weil damit die Wahrscheinlichkeit, dass es zu falschen Preisen kommt, sinkt.

Dass bei einem bestimmten Asset (Währung, Staatsanleihe, Aktie, Rohstoffderivat) praktisch alle *long* gehen und fast keiner *short*, was den Preis dramatisch erhöhen muss und damit fast alle Investoren temporär zu Gewinnern macht (und deswegen viele andere noch dazu anreizt, auf den fahrenden Zug aufzuspringen statt abzuspringen), kam in der Theorie effizienter Märkte einfach nicht vor.

Dass fast alle „Investoren“ an diesen Märkten die gleichen Informationen (zu einem erheblichen Teil allgemein vorhandene volkswirtschaftliche Informationen) verarbeiteten und auch noch auf die gleiche Art und Weise interpretieren würden, wurde einfach nicht zur Kenntnis genommen, weil es nicht in das vorgefertigte Weltbild der Ökonomen passte.

Gleichwohl ist es falsch, einfach die Geldpolitik als solche für die Fehlentwicklungen, die zur Finanzkrise von 2008 führten, verantwortlich zu machen. Die Deregulierung war keine Erfindung der Geldpolitik, obwohl es sicherlich viele dogmatische Marktverteidiger wie Greenspan auch unter den Geldpolitikern gab. Nein, die Deregulierung war eine Erfindung der Regierungen. Die Geldpolitik muss ihre Maßnahmen so umsetzen, dass der maximale Effekt erzielt wird. Wie groß der sein wird, entscheidet sich aber an den übrigen Märkten und insbesondere am gesetzlichen Rahmen, der dafür sorgt (oder eben nicht dafür sorgt), dass vor allem Anreize für Investitionen in neue Sachanlagen bestehen und nicht für das Hin- und Herschieben von schon vorhandenen Vermögenswerten. Letzteres wurde aber die wichtigste Aktivität des ersten Jahrzehnts dank der umfangreichen und fast vollständigen Deregulierung der Märkte und der weitgehenden Zulassung all solcher Institutionen (wie Hedgefonds und riesige Investmentabteilungen in Banken), die nicht der Mehrung der allgemeinen Wertschöpfung zgedacht waren, sondern auf Umverteilung zugunsten der Menschen ausgerichtet waren, die in der „Finanzindustrie“ arbeiteten.

Dass die Geldpolitik überfordert ist mit einer Steuerung der Finanzmärkte als solcher und der Steuerung der Wirtschaft insgesamt, zeigte sich unmittelbar nach der großen Rezession von 2008/2009. Obwohl die Kritik an der amerikanischen Geldpolitik unter Greenspan wie ein weltweiter Tsunami daherkam, machten die Zentralbanken der Welt genau das, ja noch in weit größerem Ausmaß, was Greenspan Anfang des Jahrhunderts auch gemacht hatte: Sie senkten die Zinsen! Und sie senkten nicht nur die kurzfristigen Zinsen, sondern sie mischten direkt auch bei den langfristigen Zinsen mit, indem sie Staatsanleihen und andere Papiere kauften, um mit diesem „Quantitative Easing“ noch größere Wirkung zu erzielen, weil damit die Werte der vorhandenen Vermögensobjekte (Assets) unmittelbar erhöht wurden.

Dieser ungeheuerliche Pragmatismus der meisten Notenbanken der Welt in und nach der Krise ist, da kann man relativ sicher sein, das Ende des Monetarismus. Diese Politik hat mit Monetarismus absolut nichts mehr zu tun, und die Tatsache, dass trotz allfälliger Inflationswarnungen der letzten Monetaristen Deflation das Thema der Stunde ist, wird selbst in dem traditionell ignoranten akademischen Betrieb der Ökonomen nicht vollständig beiseite geschoben werden können. Man sieht mittlerweile aber auch völlig klar, dass selbst der Superpragmatismus der Notenbanken nicht ausreicht, die Konjunktur rasch und durchgreifend zu beleben, wenn, wie das Japan schon zwanzig Jahre lang versäumt hat, Lohndeflation nicht mit direkten Eingriffen in den Arbeitsmarkt bekämpft wird. Um zu einem wirklichen Durchbruch im ökonomischen Denken zu kommen, müssen noch weitere Bastionen geschleift werden. Der Untergang des Monetarismus ist nur ein kleiner erster Schritt in die richtige Richtung.

## Über den Autor



**Heiner Flassbeck** ist Honorarprofessor an der Universität Hamburg, war Chef-Volkswirt der UNCTAD und Staatssekretär im BMF. Seine Hauptarbeitsgebiete sind die Globalisierung, die Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung und Geld- und Währungstheorie.

---

Veröffentlicht am: 04.04.2014 | Editiert am: 25.05.2016

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2014/04/abo-artikel-unser-geldsystem-x-das-erste-jahrzehnt-des-neuen-jahrtausends-bringt-das-endgueltige-ende-des-monetarismus-aber-auch-eine-neue-dimension-des-finanzmarktversagens/>