

## Die gefährliche Missachtung der Vermögenspreisinflation

Zur Wirkungslosigkeit von Inflationszielen als geldpolitische Regelmechanismen<sup>1</sup>

»In fact, given unwarranted fears of a euro area break-up, monetary policy transmission became severely impaired – to the extent that the financial market dislocations jeopardized our ability to deliver on our price stability mandate. [...] Namely that the central bank should be endowed with a clear price stability mandate and, within this mandate, should be allowed – in fact obliged – to use its instruments in full independence to deliver price stability.«<sup>2</sup>

»[...] any observed statistical regularity will tend to collapse once pressure is placed upon it for control purposes.«<sup>3</sup>

### 1. Einleitung

Spätestens seit dem Ausbruch der US-Hypothekenmarktkrise und der europäischen Schuldenkrise ist die Stabilisierung der Finanzmärkte zum wichtigsten Ziel der Geldpolitik der großen Industrieländer geworden. Die wiederkehrenden Finanzmarktkrisen seit den 1980er Jahren haben in den großen Zentren der Weltwirtschaft zu Leitzinssenkungen gegen null (Abbildung 1) und kontinuierlich anwachsenden Zentralbankbilanzen<sup>4</sup> (Abbildung 2) geführt. Unter dem Oberbegriff der Niedrig-/Nullzinspolitik und quantitativen Lockerung (unkonventionelle Geldpolitik) werden seither nicht nur die Finanzmärkte als Ganzes, sondern auch einzelne Segmente (Hypothekenmärkte, Anleihenmärkte einzelner Staaten, Aktienmärkte, Kreditmärkte für Klein- und Mittelunternehmen etc.) stabilisiert. Mit dem verstärkten Ankauf von Staatsanleihen verschwimmen freilich die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik.<sup>5</sup>

Die Flutung der Finanzmärkte mit (nahezu) kostenloser Liquidität hat trotz weiterhin stagnierender Güterproduktion nicht die von den Kritikern der geldpolitischen

1 Ich danke Kristina Spantig, Raphael Fischer, Sophia Latsos, Juliane Gerstenberger und Taiki Murai für die wissenschaftliche Unterstützung. Ich danke Alexander Fink, Raphael Fischer, Christian Milow, Uwe Vollmer und Adalbert Winkler für sehr konstruktive Anmerkungen.

2 Draghi 2014 a.

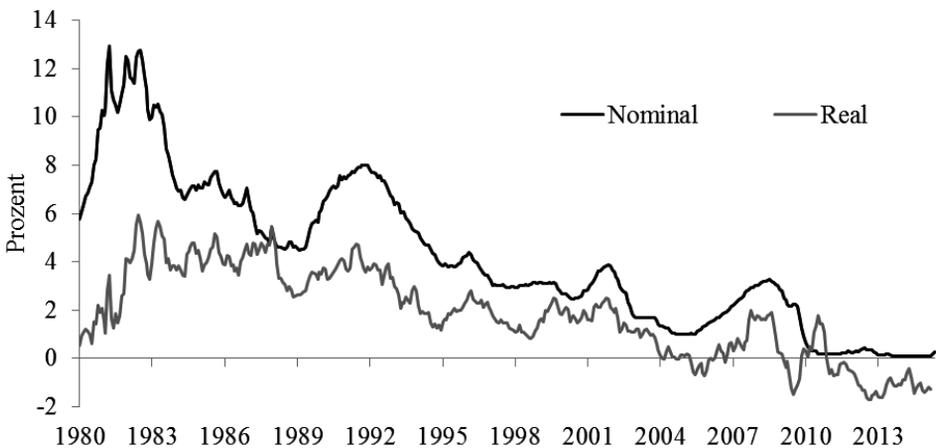
3 Goodhart 1975, S. 5.

4 Die Zentralbanken kaufen Vermögenswerte wie Kreditverbriefungen, Staatsanleihen oder Aktien, um mehr Geld in den Umlauf zu bringen. Dies führt zum Anwachsen der Zentralbankbilanzen.

5 Sinn 2013.

Rettungsaktionen vielfach beschworene Inflation<sup>6</sup> nach sich gezogen. Die Inflationsraten in allen großen Industrieländern und in vielen ehemals inflationsgeplagten aufstrebenden Volkswirtschaften verharren auf niedrigstem Stand. Die Präsidenten der Federal Reserve Bank und der Europäischen Zentralbank können trotz beispielloser monetärer Expansion auf historische Erfolge in der Inflationsbekämpfung verweisen.<sup>7</sup> Als Problem wird nun aber ein möglicherweise fallendes Preisniveau (Deflation) identifiziert.<sup>8</sup> Zudem steigt die Besorgnis, dass die ungebremste Versorgung der Finanzmärkte mit billigem Geld die Währungsstabilität untergräbt.<sup>9</sup> Denn Konsumentenpreisstabilität verträgt sich durchaus mit gleichzeitigen Exzessen auf den Finanzmärkten. Damit stellt sich die Frage nach der Sinnhaftigkeit der nach wie vor hochgehaltenen Inflationsziele, die bisher von den Kritikern der außergewöhnlichen Geldpolitik nicht ernsthaft infrage gestellt werden.

Abbildung 1: Asymmetrische Leitzinssenkungen gegen null: G3-Geldmarktzinsen



Quelle: IWF. Arithmetisches Mittel, Prozent per annum. G3 = USA, Japan, Euro-Raum (vor 1999: nur Deutschland).

Die Inflationsziele müssen auf den Prüfstand. Während Zentralbanken strikt ihren weithin akzeptierten Inflationszielen folgen, gibt es Anzeichen dafür, dass die privaten Finanzinstitute als Oligopolisten bei der Allokation von Zentralbankliquidität den zugrunde liegenden Transmissionsmechanismus zwischen Geldbasis und Inflation unterbrochen haben. Indem Finanzinstitute die zusätzliche Zentralbankliquidität in die Finanz- statt in die Gütermärkte lenken, dämpfen sie nicht nur die Kon-

6 Siehe zum Beispiel Berthold 2014; Stark 2014. Einen guten Überblick über das Aufzeigen von Inflationsgefahren gibt Winkler 2014.

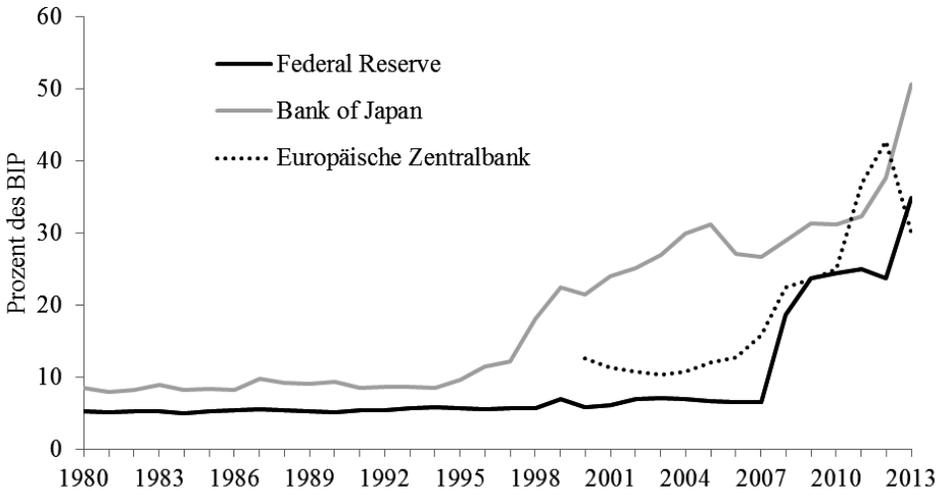
7 Bernanke 2014; Draghi 2014 b.

8 Draghi 2014 a.

9 Neumann 2012; Schnabl 2012.

sumentenpreisinflation, sondern sie schaffen auch immense Zusatzgewinne für Bevölkerungsgruppen mit hohen Einkommen und Vermögen. Das Ergebnis sind Umverteilungseffekte und Reallohnrepression, die bisher vielfach der Konsumentenpreisinflation zugeschrieben wurden. Diesen Effekten sind durch die konsumentenpreisbasierten Inflationsziele keine ausreichenden institutionellen Grenzen gesetzt. Notwendig ist deshalb eine Reform der geldpolitischen Regelmechanismen.

Abbildung 2: Geldbasis der G3-Zentralbanken als Anteil am BIP



Quelle: IWF. G3 = USA, Japan, Euro-Raum.

## 2. Geldpolitische Regeln und die Veränderung der geldpolitischen Transmission

Die Bestrebungen der Politik, die Geldpolitik zu instrumentalisieren, basierten in den 1960er und 1970er Jahren auf der (scheinbaren) empirischen Evidenz der modifizierten Phillips-Kurve, die einen Zielkonflikt zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit annimmt.<sup>10</sup> Eine Begründung dafür, dass die expansive Geldpolitik der 1970er Jahre nicht zum erhofften Absinken der Arbeitslosigkeit führte, lieferte der amerikanische Ökonom Robert Lucas.<sup>11</sup> Er argumentierte, dass rationale private Akteure in einer dynamischen Spielsituation ihr Verhalten an veränderte wirtschaftspolitische Entscheidungsmuster anpassen. Zwar könnten die Zentralbanken durch Zinssenkungen kurzfristig Beschäftigungseffekte erreichen, langfristig würde das Vertrauen in die Geldpolitik jedoch untergraben, die Unsicherheit nehme zu, und die Arbeitslosigkeit steige.

10 Samuelson, Solow 1960.

11 Lucas 1976.

Milton Friedman forderte deshalb 1970, das Geldmengenwachstum zu verstetigen, um die Geldpolitik dem wirtschaftspolitischen Einfluss zu entziehen.<sup>12</sup> Finn Kydland und Edward Prescott<sup>13</sup> schlugen für Demokratien einfache, leicht verständliche Regeln vor, die institutionell so verankert sein sollten, dass sie in demokratischen Entscheidungsverfahren nur schwer und mit Zeitaufwand verändert werden können. Daraus wurde die Kontrolle der Geldpolitik durch Regeln, unterstützt von operativer, institutioneller, finanzieller und personeller Zentralbankunabhängigkeit.<sup>14</sup>

In der geldpolitischen Praxis basierten Regeln zunächst auf Geldmengenzielen (zum Beispiel dem Geldmengenkorridor der Deutschen Bundesbank, der in den 1970er Jahren eingeführt wurde).<sup>15</sup> Nachdem der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation als empirisch instabil eingestuft wurde, traten Inflationsziele ihren Siegeszug an, in denen der Zins als zentrales Instrument der Inflationssteuerung betrachtet wird.<sup>16</sup> Seit der Einführung von Inflationszielen in einer wachsenden Anzahl von Industrieländern verharren die Inflationsraten in allen großen Volkswirtschaften auf niedrigem Niveau. In Deutschland liegt die Inflationsrate (der Konsumentenpreise) seit Einführung des Euro unter den von der Deutschen Bundesbank erreichten Preissteigerungsraten. Der US-Notenbankpräsident Ben Bernanke<sup>17</sup> glaubte, die Zeit der Großen Mäßigung («Great Moderation») sei angebrochen, in der die Federal Reserve Inflation und konjunkturelle Schwankungen seit Mitte der 1980er Jahre besser im Griff hatte.

Mit dem Ausbruch und Andauern der großen Krisen in allen großen Industrieländern (Japan seit 1990, USA seit 2007, Euro-Raum seit 2008) hat sich die Sichtweise auf die Inflationssteuerung nochmals verändert. Die Inflationsraten sind unter die expliziten beziehungsweise impliziten Inflationsziele gesunken, ohne dass

12 »Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon in the sense that it is and can be produced only by a more rapid increase in the quantity of money than in output.« Friedman 1970, S. 24.

13 Kydland, Prescott 1977.

14 Barro, Gordon 1983 a; Barro, Gordon 1983 b.

15 Die Geldmengenziele der Bundesbank wurden bereits in den 1970er Jahren in Reaktion auf Veränderungen der Marktstrukturen modifiziert. Zunächst war die Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken für geldpolitische Entscheidungen von großer Bedeutung. Ab Mitte der 1970er Jahre wurden Geldmengenziele eingeführt, deren zugrunde liegende Geldmengenkonzepte sich im Zeitablauf veränderten.

16 Taylor 1993. Für die 1999 neu geschaffene Europäische Zentralbank wurde ein Inflationsziel auf mittlere Sicht von unter zwei Prozent festgesetzt. Die monetäre Säule des gemeinsamen europäischen geldpolitischen Rahmenwerks wurde zunehmend stiefmütterlich behandelt, symbolisiert durch die Verschiebung der monetären Analyse von der ersten Säule des geldpolitischen Rahmenwerks zu der zweiten Säule vier Jahre nach Geburt der gemeinsamen europäischen Geldpolitik. Ebenfalls im Jahr 2003 wurde das Inflationsziel neu auf unter, aber nahe zwei Prozent festgelegt. In fast allen Jahren vor Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise (2001 bis 2007) wurde der Referenzwert für das Geldmengenwachstum M3 (4,5 Prozent gegenüber dem Vorjahr) weit überzogen.

17 Bernanke 2004.

irgendeines der außergewöhnlichen geldpolitischen Instrumentarien (Nullzinspolitik, Forward Guidance, Dicke Bertha, Outright Monetary Transactions, Bazooka, Abenomics etc.) geeignet scheint, die Inflationsziele nun vom entgegengesetzten Startpunkt – das heißt von unten – zu erfüllen. Die scheinbar so erfolgreiche Anti-Inflationssteuerung erweist sich als erfolgloser Versuch einer Pro-Inflations-Steuerung, die die Zentralbanken zu immer neuen und größer dimensionierten unkonventionellen geldpolitischen Einsätzen antreibt.<sup>18</sup>

Währungsinstabilität zeigt sich jedoch auf den Kapitalmärkten. Seit der zweiten Hälfte der 1980er Jahre sind wir Zeugen einer Welle von wandernden Finanzmarktblasen,<sup>19</sup> als deren Ursache zunehmend die sehr expansiven Geldpolitiken der einflussreichen Zentralbanken identifiziert werden.<sup>20</sup> Dennoch werden die Übertreibungen auf den Finanzmärkten oftmals nicht als Folge expansiver Geldpolitik gesehen. Es wird stattdessen auf ein starkes, als exogen angenommenes Wachstum der Finanzmärkte beziehungsweise eine Sparschwemme (»savings glut«) in einzelnen Volkswirtschaften wie China, Japan oder Deutschland verwiesen.<sup>21</sup> Das Ergebnis ist eine Art asymmetrische Sensibilität hinsichtlich der Entwicklungen auf den Finanzmärkten.<sup>22</sup> Bei fallenden Vermögenspreisen (das heißt in Finanzmarktkrisen) fallen die Reaktionen der Zentralbanken eindeutig aus. Die Zinsen werden stark gesenkt. In Phasen des (spekulativen) Aufschwungs auf den Finanzmärkten wird ein Gegensteuern der Zentralbanken nicht als nötig betrachtet, da Blasen nicht klar identifizierbar seien (Jackson Hole Consensus<sup>23</sup>).

18 Siehe Draghi 2014 c.

19 Schnabl, Hoffmann 2008.

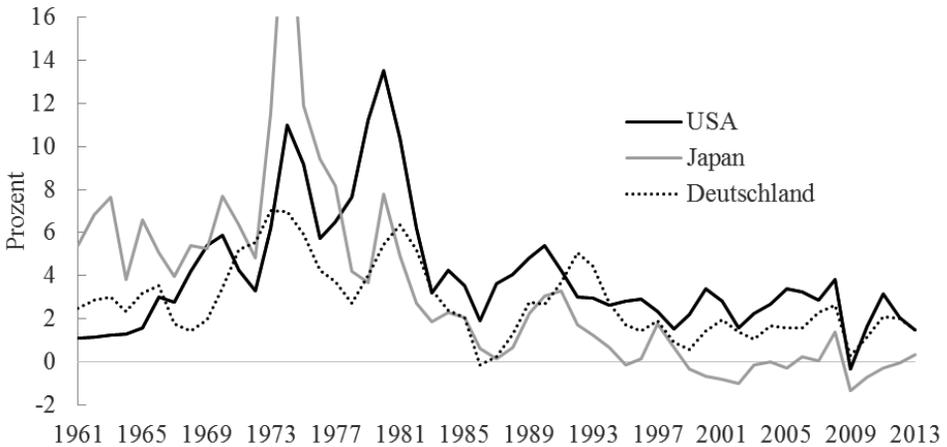
20 Adrian, Shin 2008; Hoffmann, Schnabl 2011; Brunnermeier, Schnabel 2014.

21 Bernanke 2005; Weizsäcker 2013; Bernanke 2014.

22 Schnabl 2012.

23 Blinder, Reis 2005. Es kann unterschiedliche Gründe geben, warum Zentralbanken in der Krise ein größeres Gewicht auf die Stabilisierung der Finanzmärkte legen als im Finanzmarktboom: 1. Es bestehen informelle Beziehungen zwischen Finanzsektor und Zentralbank, sodass in der Zielfunktion der Zentralbank die Stabilisierung der Vermögenspreise nach oben an Gewicht gewinnt. 2. Es bestehen informelle Beziehungen zwischen Zentralbank und der Regierung, die zur kurzfristigen Vermeidung von Arbeitslosigkeit in der Krise Zinssenkungen wünscht (Nordhaus 1975). Steigt die Staatsverschuldung, steigt auch der Druck der Regierung auf die Zentralbank, die Zinsen niedrig zu halten. Denn ein Anheben der Leitzinsen würde durch ein schnelles Anwachsen des Zinsdienstes den Staatshaushalt destabilisieren. 3. Die Zentralbank hält wachsende Bestände an Staatsanleihen und anderen Vermögenswerten, die bei einem Anheben der Zinsen an Wert verlieren würden. Der entsprechende Wertverlust würde das Eigenkapital der Zentralbank reduzieren beziehungsweise aufzehren. Zwar kann die Zentralbank kurz- und mittelfristig auch mit negativem Eigenkapital wirtschaften, langfristig ist sie jedoch auf eine Re-Kapitalisierung durch den Staat angewiesen, was ihre finanzielle Unabhängigkeit untergräbt.

Abbildung 3: G3-Inflationsraten (Konsumentenpreisinflation)



Quelle: IWF.

Mit dem Fortlauf der Krisen, Zinssenkungen gegen null, der immensen Ausweitung der Zentralbankbilanzen (Abbildung 2) und dem Absinken der Inflationsraten (Abbildung 3) stellt sich jedoch die Frage nach dem tatsächlichen Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Konsumentenpreisinflation. Waren in den 1970er Jahren Zinssenkungen beziehungsweise die Ausweitung der Geldbasis durch die großen Zentralbanken noch in allen Industrieländern mit einem deutlichen Anstieg der Inflationsraten verbunden, scheint dies heute nicht mehr der Fall.

Abbildung 4 zeigt für den Zeitraum von 1960 bis 2013 auf der Grundlage der Quantitätsgleichung den Zusammenhang zwischen den Wachstumsraten von Geldbasis (abzüglich der Wachstumsrate der realen Güterproduktion) und Inflation für die USA, Japan und Deutschland (seit 1999 dem Euro-Raum). Die Analyse richtet sich bewusst entsprechend der Quantitätsgleichung auf den Zusammenhang zwischen Geldbasis und Inflation, da die Geldbasis über die Zinssteuerung der Kontrolle der Zentralbank unterliegt<sup>24</sup> und der Zusammenhang zwischen der Geldbasis

24 Im vorliegenden Beitrag wird von einem stabilen langfristigen negativen Zusammenhang zwischen Leitzins und Geldbasis ausgegangen. Wenn die Zentralbank bei einem Geldmarktzins über null durch den Kauf von Vermögenswerten ihre Geldbasis ausweitet, steigt das Volumen an Zentralbankgeld, das dem Bankensektor angeboten wird. Bei konstanter Geldnachfrage muss aus theoretischer Sicht der Zins fallen, um der Gleichgewichtsbedingung auf dem Geldmarkt zu entsprechen. In der geldpolitischen Praxis besteht die Geldbasis aus mehreren Komponenten (autonome Faktoren, ständige Fazilitäten und Offenmarktgeschäfte), von denen nur die Offenmarktgeschäfte direkt von der Zentralbank kontrolliert werden (siehe Disyatat 2008). Die Reservehaltungen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank sind kurzfristig vom Zinssatz weitgehend unabhängig. Bestimmend sind die Nachfrage der Banken nach Mindestreserven sowie das Halten von Überschussreserven, die von Faktoren wie Unsicherheit der Zahlungsflüsse

M0 und weiter gefassten Geldmengenaggregaten<sup>25</sup> schwächer geworden ist.<sup>26</sup> Es besteht für den Zeitraum von 1960 bis 1984 (rechte Spalte von Abbildung 4) für alle drei großen Länder eine enge positive Korrelation zwischen dem Wachstum der Geldbasis (über das Wachstum der realen Gütermenge hinaus) und der Inflation. Als beispielsweise in den 1970er Jahren die Geldbasis der Federal Reserve schneller wuchs als die reale Gütermenge, stiegen die Preise deutlich an. Eine ähnlich enge Korrelation ist für Japan und Deutschland zu beobachten.

In der rechten Spalte von Abbildung 4 ist der Zusammenhang zwischen dem Wachstum der Geldbasis (abzüglich der Wachstumsrate der realen Güterproduktion) und Inflation für die USA, Japan und den Euro-Raum für den Zeitraum ab Mitte der 1980er Jahre (Euro-Raum ab 1999) hingegen nicht mehr zu erkennen. Obwohl die Geldbasis deutlich schneller gewachsen ist als die reale Gütermenge, sind die Inflationsraten tendenziell abgefallen. Dies kann einerseits der Kunstfertigkeit der Zentralbanken zugeschrieben werden – zum Beispiel durch klare Kommunikation ihrer Inflationsziele (siehe Bernanke 2004) –, Inflationserwartungen und damit das Ansteigen von Preisen und Löhnen unter Kontrolle zu halten. Andererseits ist es aber auch offensichtlich, dass sich der Zusammenhang zwischen Geldbasis (beziehungsweise Zinssenkungen) und Konsumentenpreisinflation aufgelöst hat:<sup>27</sup> Die Flutung mit billigem Geld durch die Zentralbanken führt nicht mehr zu der erwarteten Inflation.

Nach Goodharts Gesetz kann eine statistische Gesetzmäßigkeit dann ihre Geltung verlieren, wenn sie als Grundlage wirtschaftspolitischer Regeln dient.<sup>28</sup> In diesem Sinne kann die den Inflationszielen zugrunde liegende statistische Gesetzmäßigkeit als der (positive) Zusammenhang zwischen Geldbasis und Konsumentenpreisinfla-

oder Charakteristika des Zahlungssystems abhängen. Allerdings spielt mittelfristig der Konjunkturzyklus eine Rolle für die Entwicklung der Geldbasis, wenn er mit einer Veränderung der Kreditvergabe der Banken verbunden ist. Senkt die Zentralbank beispielsweise den Zins (als operationales Ziel der Geldpolitik), was unter normalen Bedingungen zu steigender Kreditvergabe der Banken führt, dann steigt die Nachfrage nach Geldbasis, die von der Zentralbank zur Verfügung gestellt wird. Seitdem in vielen Industrieländern der Geldmarktzins die Nullgrenze erreicht hat, ist die Geldbasis beziehungsweise das Volumen der Zentralbankbilanz wieder zum direkten geldpolitischen Instrument geworden. Geldpolitik basiert auf der Ausweitung der Zentralbankbilanz durch den Ankauf von Vermögenswerten wie Staatsanleihen oder verbrieften Krediten. Der Geldmarktzins liegt bei null, während die unkonventionelle Geldpolitik durch den Ankauf von Vermögenswerten den Zins für längerfristige Anlageformen einschließlich Staatsanleihen drücken kann.

- 25 Wie etwa M3, diejenige Geldmenge, die zum Beispiel auch Sichteinlagen bei Banken, Einlagen bei Banken mit vereinbarten Kündigungsfristen von bis zu zwei Jahren sowie Anteile an Geldmarktfonds umfasst.
- 26 Eine wachsende Literatur hat sich mit dem unterbrochenen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation befasst, was mit der Forderung nach direkter Inflationssteuerung verbunden war. Siehe beispielsweise Grauwe, Polan 2008.
- 27 Was sich in der Krise auch im Zusammenbruch des Geldmengenmultiplikators ( $M3/M0$ ) zeigt.
- 28 Goodhart 1975; Goodhart 1989.

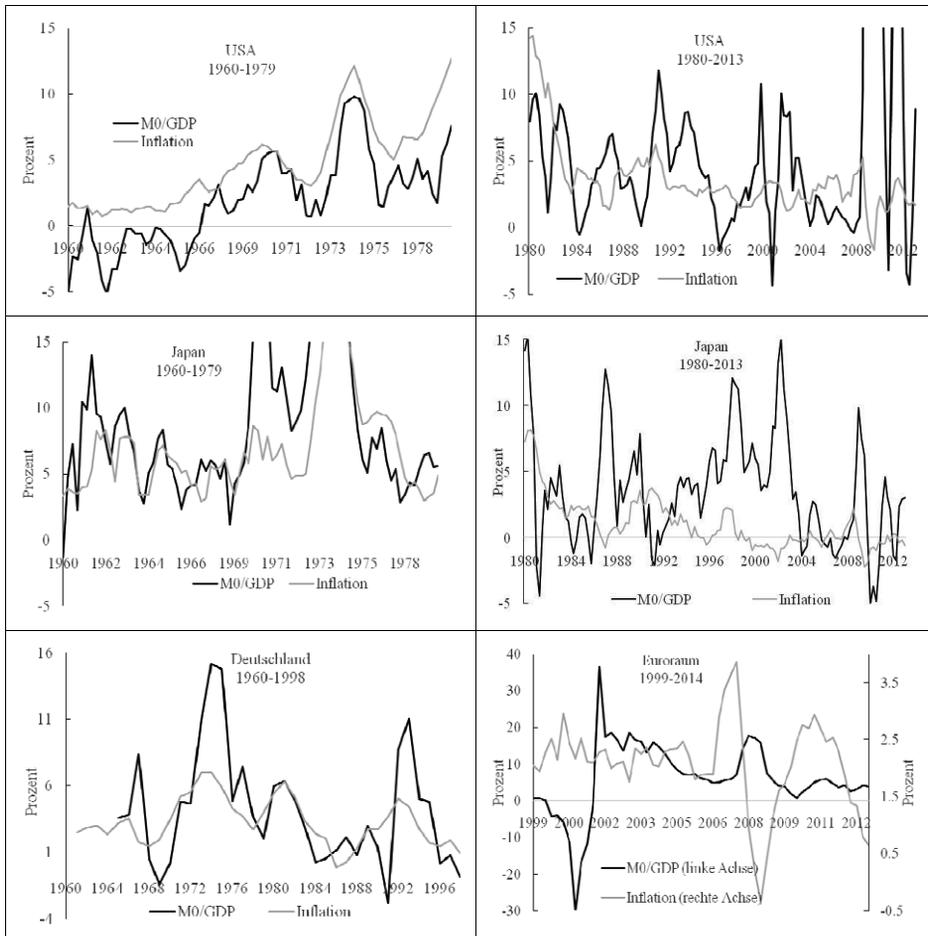
tion gesehen werden, wie er bis in die frühen 1980er Jahre bestanden hat (siehe linke Spalte in Abbildung 4). Nimmt man eine stabile negative Beziehung zwischen Geldbasis und Zins an, also dass ein steigender (sinkender) Zinssatz mit der Senkung (Erhöhung) des Geldumlaufs verbunden ist, dann nehmen auch die Taylor-Regel und andere Inflationsziele auf diesen Zusammenhang Bezug.

Sinkt bei Auslastung der Produktionskapazitäten die Inflationsrate unter den Zielwert, wird eine Zinssenkung veranlasst (beziehungsweise eine Ausweitung der Geldbasis über das reale Wachstum hinaus). Steigt die Inflationsrate bei Auslastung der Produktionskapazitäten über den Zielwert, ist eine Zinserhöhung vorgesehen (beziehungsweise eine Absenkung der Geldbasis unter das reale Wachstum). Im Zuge der unkonventionellen Geldpolitik wird seit dem Absinken der Leitzinsen an die Nullzinsuntergrenze das Absinken der Inflationsraten unter implizite/explicite Zielwerte beziehungsweise die Angst vor Deflation als Begründung für den Ankauf großer Volumina von Vermögenswerten (insbesondere Staatsanleihen) herangezogen. Dies entspricht einer Ausweitung der Zentralbankbilanz beziehungsweise der Geldbasis (einschließlich freiwilliger Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank). Nun aber zeigt sich: Das (drastische) Anwachsen der Bilanzen der großen Zentralbanken<sup>29</sup> war weder vor noch seit der großen Krise mit einem entsprechenden Anstieg der Inflationsraten verbunden.

Woran liegt das? Dies kann einerseits daran liegen, dass – zum Beispiel durch die Krise – der Übertragungsmechanismus von Geldpolitik zur Konsumentenpreis-inflation vorübergehend unterbrochen ist. Steigen aufgrund der unkonventionellen Geldpolitik zunächst nicht die Konsumenten-, sondern die Vermögenspreise, dann wächst aufgrund des gefühlten Ansteigens des Reichtums auch die Nachfrage nach Konsumgütern. Dieser Inflationseffekt ist jedoch verzögert. Die Inflation steigt in zeitlicher Abhängigkeit davon, wie schnell sich Wertsteigerungen der Vermögen auf den Konsum auswirken. Wenn zunächst aufgrund von Vermögenseffekten zugunsten privilegierter Bevölkerungsschichten (siehe Kapitel 4) überwiegend Luxusgüter nachgefragt werden, die im vordefinierten Warenkorb nicht vertreten beziehungsweise stark unterrepräsentiert sind, tritt eine weitere Verzögerung ein. Es kommt nur über Substitutionsbeziehungen zwischen den einzelnen Gütergruppen zu einem Anstieg der Konsumentenpreis-inflation.

29 Nachdem das Volumen der Bilanz der Europäischen Zentralbank ab 2012 wieder deutlich gesunken ist, wird seit 2014 mit dem Ankauf von Kreditverbriefungen und dem groß angelegten Ankauf von Staatsanleihen eine Bilanzausweitung auf das Niveau von 2012 vorangetrieben.

Abbildung 4: G3: Wachstum M0 abzüglich reales Wachstum und Inflation



Quelle: USA, Japan, Euro-Raum: IMF (IFS), Quartalsdaten; Deutschland: AMECO (BIP, Inflation), Deutsche Bundesbank (Geldbasis), Jahresdaten. Deutschland: Geldbasis als gleitender Durchschnitt der letzten fünf Jahre.

### 3. Zur möglichen Rolle des Finanzsektors

Man muss andererseits auch in Betracht ziehen, dass der Zusammenhang zwischen Geldbasis und Inflation so stark gestört ist, dass es trotz enormer Ausweitung der Zentralbankbilanzen zu keinem langfristigen Anstieg der Konsumentenpreis-inflation mehr kommt. Der Finanzsektor als Gruppe rational handelnder Individuen könnte dafür verantwortlich sein, dass die Geldpolitik mit ihrem bestehenden Regelwerk ihrer weithin kommunizierten und immer noch breit akzeptierten Wirkungsweise beraubt wurde. Dies gilt sowohl für die Zeit seit Mitte der 1980er Jahre bis

vor den großen Finanzkrisen als auch seit dem Ausbruch der großen Krisen (Japan seit 1990, USA seit 2007, Europa seit 2008).

Traditionell wird davon ausgegangen, dass dem formellen Finanzsektor eine zentrale Rolle bei der Transmission geldpolitischer Entscheidungen auf die Volkswirtschaft zukommt. Die von den Zentralbanken bereitgestellte Liquidität wird zunächst den Geschäftsbanken (sogenannten »Primary Dealers«) zur Verfügung gestellt, die über deren Verwendung entscheiden. Der traditionellen Auffassung der Wirkungsweise von Geldpolitik liegt die Annahme zugrunde, dass die zusätzliche Liquidität in Form von Krediten den Unternehmen und Haushalten zur Verfügung gestellt wird. Zusätzliche Konsumentenkredite führen zu zusätzlicher Nachfrage nach Konsumgütern, was – bei voller Auslastung des Produktionspotenzials – die Preise steigen lässt.

Antizipieren die Unternehmen den Anstieg der Konsumgüternachfrage, so wird mehr investiert, um die Kapazitäten auszubauen. Die Ressourcen werden zunächst vom Konsumgütersektor in den Investitionsgütersektor verschoben, was zu Preissteigerungen bei den Konsumgütern beitragen kann. Wird ein Anstieg der Konsumentenpreise erwartet (und sind die freien Kapazitäten auf dem Arbeitsmarkt erschöpft), dann fordern die Gewerkschaften höhere Löhne, was weitere Preiserhöhungen nach sich zieht. Die Inflationsziele als geldpolitische Regeln zielen darauf ab, diesen Typ von Konsumentenpreisinflation einzudämmen. Wenn ein Anstieg der Konsumentenpreise erwartet wird, dann wird die Zentralbank entsprechend ihres Inflationsziels den Leitzins anheben, um Inflationserwartungen und Inflation unter Kontrolle zu halten. Die Geschäftsbanken sind zur Verknappung des Kreditangebots gezwungen, was den Investitionsprozess verlangsamt, die Ausdehnung der Arbeitsnachfrage wieder beschränkt und den Inflationsdruck reduziert.

Vergeben rational handelnde Geschäftsbanken hingegen die zusätzlichen Kredite vermehrt, sei es in Form von Immobilienkrediten, sei es zur Finanzierung von Aktienkäufen,<sup>30</sup> sei es für andere Finanzanlagen, dann steigen die Vermögenspreise stark an.<sup>31</sup> Weil in den üblichen Konsumentenpreisindizes Aktienpreise nicht und Immobilienpreise allenfalls indirekt repräsentiert sind, spiegeln sich rasant steigende Vermögenspreise nur sehr bedingt oder sehr verzögert in steigender Konsumentenpreis-inflation wider. Dieser Effekt wird noch potenziert, wenn – wie beispielsweise in Deutschland zwischen 2001 und 2007 oder in Japan seit dem Platzen der Spekulationsblase (1989) – die Kreditvergabe zu großen Teilen ins Ausland erfolgt und Inflationsdruck allenfalls durch steigende Nachfrage nach Exportgütern generiert wird.<sup>32</sup>

Die Finanzinstitute profitieren von der Umleitung der Kreditströme im Aufschwung vor der Krise aus vier Gründen. Erstens wächst bei sinkenden Zinsen das

30 Einschließlich Rückkäufe von Aktien durch große Unternehmen, die die Gewinne pro Aktie erhöhen.

31 In der Regel werden nur bestimmte Anlagemöglichkeiten von den Börsen und Banken favorisiert.

32 Zur Absorption von Inflationsdruck aus den großen Industrieländern in den Bilanzen von Zentralbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften siehe Spantig 2012.

Kreditgeschäft (zum Beispiel für Hypotheken). Die Provisionen für die Vermittlung von Finanzgeschäften (etwa von Investmentbanken) steigen. Zweitens halten Finanzinstitute Vermögenswerte in ihren Bilanzen. Es steigt deren Buchwert und damit auch der Wert der Sicherheiten für neue kreditfinanzierte Käufe von Vermögenswerten. Drittens kommt die asymmetrische Geldpolitik einem Versicherungsmechanismus für Investitionen im Finanzmarkt gleich, während die Unternehmen das Risiko für Sachinvestitionen selbst zu tragen haben.<sup>33</sup> Viertens wird die geldpolitische Regel als ein wichtiges Regulativ gegen übermäßiges Wachstum der Kreditvergabe umgangen, da die (inländischen) Konsumentenpreise zunächst nicht oder nur indirekt von der zusätzlichen Kreditvergabe tangiert werden. Die Gewinne der Finanzinstitute steigen im Verlauf des spekulativen Aufschwungs auf den Vermögensmärkten stark an, ohne dass es direkte institutionelle Grenzen für die Übertreibungen gibt.

Der Anreiz für einzelne handelnde Finanzmarktakteure, sich nicht an den möglicherweise sogar antizipierbaren Spekulationsblasen zu beteiligen, ist gering. Denn das leitende Management kann (als Agent) beträchtliche Teile der Spekulationsgewinne beispielsweise in Form von großzügigen Boni privatisieren. Die Verluste beim späteren Platzen der Blasen verbleiben hingegen bei den Aktionären des Unternehmens (als Prinzipal). Alternativ werden in der Krise durch die geldpolitischen Rettungsmaßnahmen die Kosten der Spekulation vom Finanzsektor – zum Beispiel durch die Re-Kapitalisierung von Finanzinstituten – auf die breite Öffentlichkeit überwälzt. Die geldpolitischen Rettungsaktionen tragen dazu bei, dass der Prinzipal (die Aktionäre) den Agenten (dem Management) die Sanktionen erspart. Denn die zeitweisen Wertverluste der Vermögenswerte zu Beginn der Krise werden durch die Flutung der Finanzmärkte mit billiger Zentralbankliquidität wieder kompensiert. Oder es eröffnen sich neue günstige Spekulationsmöglichkeiten. Je leichter das Nicht-Gelten des Haftungsprinzips vorausgesagt werden kann, desto höher ist das Risiko, dass die Banken dieses Wissen ausnutzen (»moral hazard«). Die Dimension der Spekulationsblasen wird hemmungslos erweitert.

In der Krise ist die Wirkung der Billiggeldpolitik hin zu mehr Inflation noch geringer, weil das Kreditangebot der Banken und die Kreditnachfrage des privaten Sektors fallen. Das Kreditangebot der Banken fällt, weil die Banken wegen Kreditausfällen weniger Risiken eingehen (Kreditklemme). Zudem wird aufgrund vorangegangener Exzesse der Bankensektor stärker reguliert, sodass Kredite nur noch gegen höhere Sicherheiten ausgereicht werden können. Wenn die Vermögenspreise fallen, erleiden auch Unternehmen und Haushalte in ihren Bilanzen Buchverluste, die sie zur Reduzierung ihrer Verbindlichkeiten beziehungsweise Kreditnachfrage zwingen.<sup>34</sup> Zudem reduzieren die Zinssenkungen der Zentralbank am langen und kurzen Ende der Zinsstrukturkurve die Finanzierungskosten der Unternehmen.

33 Darüber hinaus leiden die risikobehafteteren Klein- und Mittelunternehmen mehr unter der Verlagerung des Investitionsverhaltens als die finanziell unabhängigeren Großunternehmen.

34 Bilanzrezession; siehe Koo 2003.

Diese nutzen die entsprechende Kostenersparnis, um Kreditverbindlichkeiten abzubauen.<sup>35</sup>

Die geldpolitische Transmission nimmt aufgrund der Kreditklemme noch mehr den Umweg über die Finanzmärkte. Die unkonventionelle Geldpolitik drückt die Zinsen für Spareinlagen. Der Kauf von Aktien und Immobilien wird dadurch attraktiver, sodass deren Preise steigen. Da nach Übertreibungen auf den Finanzmärkten die Banken stärker reguliert werden, findet die Transmission der unkonventionellen Geldpolitik auch vermehrt über einen wachsenden Schattenbankensektor statt. Der erneute Umweg der geldpolitischen Impulse über die Finanzmärkte führt dazu, dass bei Zinssenkungen gegen null und dem Aufblasen der Zentralbankbilanzen die Wirkung von der Geldbasis zur Inflation noch weiter verzögert wird. Die Inflation, gemessen in den üblichen Konsumentenpreisindizes, kann sogar fallen statt steigen.

Ein solcher umgekehrter Inflationseffekt kann unter anderem aus drei Gründen auftreten. Erstens waren/sind in vielen Ländern (zum Beispiel Japan, USA, Spanien, Irland etc.) Leitzinssenkungen und die Ausweitung der Geldbasis mit Übertreibungen auf Immobilienmärkten verbunden, da die Geschäftsbanken die zusätzliche Liquidität zur Ausweitung von Hypothekenkrediten nutzen. Die Aufschwungphasen auf den Immobilienmärkten werden daher in der Regel von Aufschwungphasen in der Bauwirtschaft begleitet. Die Auswirkungen auf die Konsumentenpreisindizes sind gering, weil in ihnen nur die Mietpreise in den Konsumentenpreisindizes vertreten sind. Zwar steigen die Preise für Neuvermietungen, aber Mietgesetzgebungen oder schwache Zahlungsfähigkeit der Mieter dämpfen die Transmission von steigenden Immobilienpreisen auf die durchschnittlichen Mietpreise. Es werden vielmehr zusätzliche Kapazitäten geschaffen, die nach Platzen der Blasen dämpfend auf die Mietpreise wirken.

Zweitens verbessern sich die Bedingungen der Unternehmen bei der Beschaffung von Fremd- und Eigenkapital. Die Zinsen für von Unternehmen ausgegebene Wertpapiere sinken, und die Aktienpreise steigen. Die sinkenden Kosten für Kapital haben bei einem mit dem Eintritt Chinas und vieler mittel- und osteuropäischer Staaten in die Weltwirtschaft noch deutlich verstärkten globalen Wettbewerb zu Preissenkungen auf den Gütermärkten beigetragen. Die positiven Kosteneffekte niedriger Zinsen für die Unternehmen sind mit den unkonventionellen Geldpolitiken der großen Zentralbanken noch deutlicher geworden.<sup>36</sup>

Drittens können Finanzinstitute die zusätzliche Liquidität für den Ankauf von Staatsanleihen verwenden, sodass die Staatsausgaben weiter wachsen können, beziehungsweise nicht weiter abgesenkt werden müssen. Die kontinuierlichen Zins-

35 Zu einem detaillierteren Zusammenhang zwischen Nullzinspolitik (unkonventioneller Geldpolitik) und Kreditklemme in Japan siehe Schnabl 2015.

36 Die Unternehmenssektoren in einigen Industrieländern (einschließlich China) haben sich aufgrund der Nullzinspolitik zu Nettosparern (statt Nettokreditnehmern) transformiert. Vor allem große Unternehmen profitieren von deutlich gesunkenen Kosten für Fremdkapital, während sich für Klein- und Mittelunternehmen die Kreditaufnahme aufgrund der höheren Risiken tendenziell erschwert. Da die Großunternehmen in Liquidität schwimmen, haben die Käufe eigener Aktien deutlich zugenommen.

senkungen der Zentralbanken gegen null (Abbildung 1) geben den Staaten einen Anreiz, die Schuldenstände zu erhöhen, weil *ceteris paribus* die Zinslast sinkt.<sup>37</sup> Aufschwungphasen auf den Finanzmärkten geben einen Anreiz zur Erhöhung der Staatsausgaben, weil die Steuereinnahmen schnell steigen. Nach dem Platzen von Finanzmarktblasen trägt die Schieflage der Finanzinstitute dazu bei, dass die Steuereinnahmen des Staates sinken. Die schwache Konjunktur erlaubt es jedoch nicht, die Staatsausgaben zurückzufahren. Die Ausgaben steigen tendenziell durch keynesianische Konjunkturpakete. Es wird private Nachfrage durch öffentliche Nachfrage ersetzt, was strukturell die Nachfrage nach Konsumgütern und damit den Preisdruck auf Konsumgüter reduziert.

Auch aus Finanzmarktperspektive muss der zunehmende Anreiz für Banken, in drohender Schieflage Staatsanleihen zu halten, als wichtiger Faktor für das Zusammenbrechen des Wirkungskanals von expansiver Geldpolitik zu Inflation gesehen werden. Die wachsenden Käufe von Staatsanleihen durch die Geschäftsbanken und Schattenbanken drücken das Niveau der langfristigen Zinsen<sup>38</sup> als zentrale Indikatoren für Inflationserwartungen. Der inflationsdämpfende Effekt wird dann weiter verstärkt, wenn die Zentralbanken (wie in Japan, den USA und dem Euro-Raum) im Zuge unkonventioneller Geldpolitik direkt Staatsanleihen kaufen.

Das Anheben der Leitzinsen wird verzögert, da die Zentralbank von einer konsumentenpreisbasierten Regel ausgeht. Die Regel bringt die spekulative Blase daher erst zum Platzen, wenn diese bereits ein beträchtliches Ausmaß erreicht hat. Je größer die Blase, desto größer sind auch die Finanzinstitute geworden. Damit nimmt auch – aufgrund des Prinzips »zu groß zum Scheitern (*too big too fail*)« – die Wahrscheinlichkeit einer erneuten geldpolitischen Rettungsaktion zu: Die negativen Konjunkturreffekte des Platzens der Blasen in Form von Kreditklemmen und Bilanzrezessionen erzwingen bei geringer Inflation von den Zentralbanken erneute, immer größere Runden der geldpolitischen Expansion.

Im Verlauf der sich wiederholenden Schleifen von Zinssenkungen zu Finanzmarktblasen zurück zu Zinssenkungen und so fort<sup>39</sup> werden die negativen Auswirkungen der geldpolitischen Straffung auf die Finanzmärkte immer besser antizipiert. Die geldpolitische Straffung wird immer weiter abgemildert und bleibt schließlich ganz aus. Die Bilanz der Zentralbank wächst stetig. Dies ist besonders deutlich für die Bank of Japan zu beobachten, die seit 1999 den Leitzins nahe null hält, den Ausstieg aus der Nullzins- und unkonventionellen Geldpolitik stetig vertagt und das Zentralbankgeldvolumen immer weiter aufgebläht hat.<sup>40</sup> In Europa und den USA

37 So konnte beispielsweise in Japan der öffentliche Schuldenstand von 66 Prozent (1990) auf 240 Prozent (2014) des BIP steigen, ohne dass sich das Verhältnis des Zinsdienstes an den Ausgaben der Zentralregierung maßgeblich verändert hat; siehe Schnabl 2015.

38 Staatsanleihen haben lange Laufzeiten von bis zu 15 Jahren.

39 Siehe Abbildung 1 und Abbildung 2 sowie Schnabl, Hoffmann 2008 zu wandernden Blasen.

40 Schnabl 2015.

deuten sich mit der stetigen Verzögerung des Ausstiegs aus der sehr expansiven Geldpolitik ähnliche Hysterese-Prozesse an.<sup>41</sup>

Könnten die Zentralbanken problemlos Inflation schaffen, indem sie statt kostenloser Kredite an die Banken Geld drucken und an die Konsumenten verteilen? Nach Bernanke können Zentralbanken Geld in unendlicher Menge emittieren.<sup>42</sup> Wäre das Preisniveau unabhängig von der Geldbasis, könnten die Zentralbanken unbegrenzt Güter und Vermögenswerte kaufen, ohne dass sich deren Preisniveau erhöhen würde. Da dies unmöglich ist, muss es zu einem Preisanstieg kommen, wenn die zusätzlich geschaffene Liquidität für den Kauf von im Konsumentenpreisindex verankerten Gütern verwendet würde. Dies könnte zum Beispiel durch den Abwurf von Geldscheinen aus dem Helikopter erreicht werden (Helikoptergeld), das von den Leuten aufgesammelt und zum Kauf von Gütern verwendet wird. Da das Geld an Wert verliert, würden die Preise unweigerlich steigen. Das geschieht jedoch nicht, weil es nicht den Normen der bisherigen Geldpolitik entspricht.<sup>43</sup>

#### 4. Umverteilungseffekte und Reallohnrepression

Auch die Umverteilungseffekte, die von der hochexpansiven Geldpolitik im Verlauf und nach Ausbruch der Krisen ausgehen, haben einen wichtigen dämpfenden Effekt auf die Inflation. Nach Cantillon<sup>44</sup> wirkt die Ausweitung der Geldbasis nicht gleichmäßig auf alle Bereiche der Volkswirtschaft. Es profitieren die mehr, die die zusätzliche Liquidität zuerst erhalten. Zu Zeiten des Goldstandards bezog Cantillon seine Hypothese auf eine Vermehrung des Bargeldes aus Gold- oder Silberminen:

»Wenn die Vermehrung des Bargeldes von Gold- oder Silberminen ausgeht, die sich in einem Staate befinden, so werden die Eigentümer dieser Minen, die Unternehmer, die Schmelzer, die Raffinierer und überhaupt alle jene, die dort arbeiten, jedenfalls ihre Ausgaben entsprechend ihren Gewinnen erhöhen. [...]; alle diese Vermehrungen der Ausgaben für Fleisch, Wein, Wolle usw. vermindern notwendig den Anteil der anderen Bewohner des Staates, die zunächst nicht an den Reichtümern der fraglichen Minen teilnehmen.«<sup>45</sup>

41 Die parallele geldpolitische Entwicklung in den USA, Japan und Europa zeigt, dass die Entwicklung der europäischen Geldpolitik weitgehend dem globalen Trend folgt. Eurospaspezifische Faktoren wie die Heterogenität des Europäischen Währungsraums werden deshalb hier als untergeordnet betrachtet.

42 Bernanke 2000.

43 Siehe auch Häring 2014. Der Kauf von Vermögensgegenständen mit Bargeld durch die Zentralbank entspricht einer Bilanzverlängerung. Wachsenden Bargeldverbindlichkeiten auf der Passivseite der Bilanz stehen wachsende Vermögenswerte auf der Aktivseite entgegen. Beim Abwurf von neu gedrucktem Bargeld erhöhen sich auf der Passivseite der Bilanz die Bargeldbestände im Umlauf, während das Eigenkapital schrumpft. Helikoptergeld hat damit eine fiskalische Wirkung. Im ersten Fall nur, wenn die erworbenen Vermögenswerte an Wert verlieren. Der Abwurf von Helikoptergeld scheint jedoch nur schwer mit der bisherigen Funktionsweise der Geldpolitik zu vereinbaren.

44 Cantillon 1931, S. 103-112.

45 Ebd., S. 105.

Die Überlegungen Cantillons können stilisiert wie folgt auf die heutige Welt übertragen werden. Die Gold- oder Silbermine ist die Zentralbank, die das öffentliche Zahlungsmittel – hier in Form von Papiergeld oder elektronischem Geld («Fiat Money») – schaffen kann. Der Besitzer der Zentralbank ist in der Regel der Staat, dem die Seigniorage-Gewinne der Zentralbank zufließen. Die Banken können als diejenigen betrachtet werden, die an der Geldproduktion (beziehungsweise deren Verteilung) beteiligt sind (Unternehmer, Schmelzer, Raffinierer etc.). Als »die anderen Bewohner« kann vereinfachend ein Großteil der Haushalte zusammengefasst werden.

Umverteilungseffekte gehen von der Geldpolitik aus, weil die zusätzlich von den Zentralbanken geschaffene Liquidität zunächst den Banken und anderen Finanzinstituten zur Verfügung steht. Diese profitieren nicht nur von einer Zunahme des Kreditgeschäfts bei günstigen Refinanzierungsbedingungen. Sie können auch Aktien, Immobilien, Wertpapiere etc. zu noch niedrigen Preisen erwerben.<sup>46</sup> Wandert die Liquidität weiter in andere Bereiche der Volkswirtschaft, sind durch die zusätzliche Nachfrage der Banken die Immobilien-, Aktien- und Wertpapierpreise bereits angestiegen. Es kommt zu Umverteilungseffekten zugunsten der Finanzinstitute in Form von Bewertungsgewinnen und zusätzlichem Kreditvolumen.

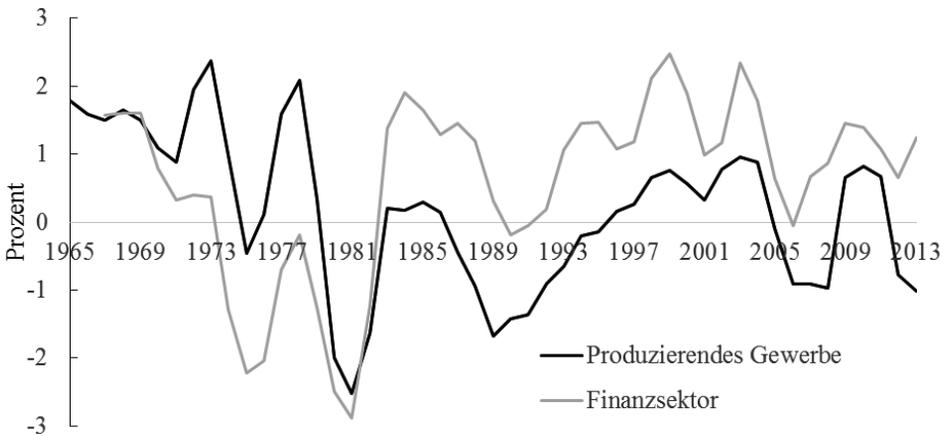
Abbildung 5 gibt partielle Evidenz für Umverteilungseffekte zugunsten des (gesamten) Finanzsektors in den USA relativ zur Industrie seit Mitte der 1980er Jahre auf der Grundlage von relativen Lohneffekten. Wuchsen zuvor die Einkommen der Beschäftigten im Industriesektor schneller als die Einkommen im Finanzsektor, konnten seit Mitte der 1980er Jahre die Beschäftigten im Finanzsektor stetig von stärkeren Lohnerhöhungen profitieren. Dies gilt auch für Finanzmarktkrisen, in denen die Löhne in der Industrie schneller fallen als im Finanzsektor. Tendenziell werden die leitenden Angestellten im Finanzsektor mehr von den Spekulationsgewinnen der Finanzinstitute profitieren als andere Mitarbeiter im Finanzsektor, da auf dieser Ebene einmalige Gewinnausschüttungen aufgrund außergewöhnlicher Leistungen (Boni) üblich sind.

In Bezug auf Vermögensbestände (die mit den Einkommen korreliert sind) profitieren Bevölkerungsschichten, die große Vermögenswerte halten, gegenüber Bevölkerungsschichten mit geringen Vermögen. Abbildung 6 bringt für Japan, Deutschland und die USA die Preisentwicklungen auf den Aktienmärkten (als Indikator für Preisentwicklungen auf den Vermögensmärkten) mit Veränderungen in der Einkommensverteilung in Verbindung.<sup>47</sup> Auf den rechten Achsenabschnitten sind die Anteile der Einkommen des obersten Prozents der Einkommensbezieher am gesamten Volkseinkommen (einschließlich Kapitaleinkommen) abgetragen. Auf der linken Achse sind die Aktienpreise auf 2010 = 100 indiziert.

46 Alternativ werden Finanztransaktionen mit wachsenden Volumen zu wachsenden Prämien vermittelt.

47 Es liegt die Annahme zugrunde, dass sich die Vermögen auf höhere Einkommensschichten konzentrieren. Piketty 2014 analysiert wachsende Ungleichheit auf der Grundlage realwirtschaftlicher Zusammenhänge, während in der vorliegenden Analyse das Problem aus Sicht der Finanzmärkte und der Geldpolitik betrachtet wird.

Abbildung 5: Lohnentwicklung im Industrie- und Finanzsektor der USA

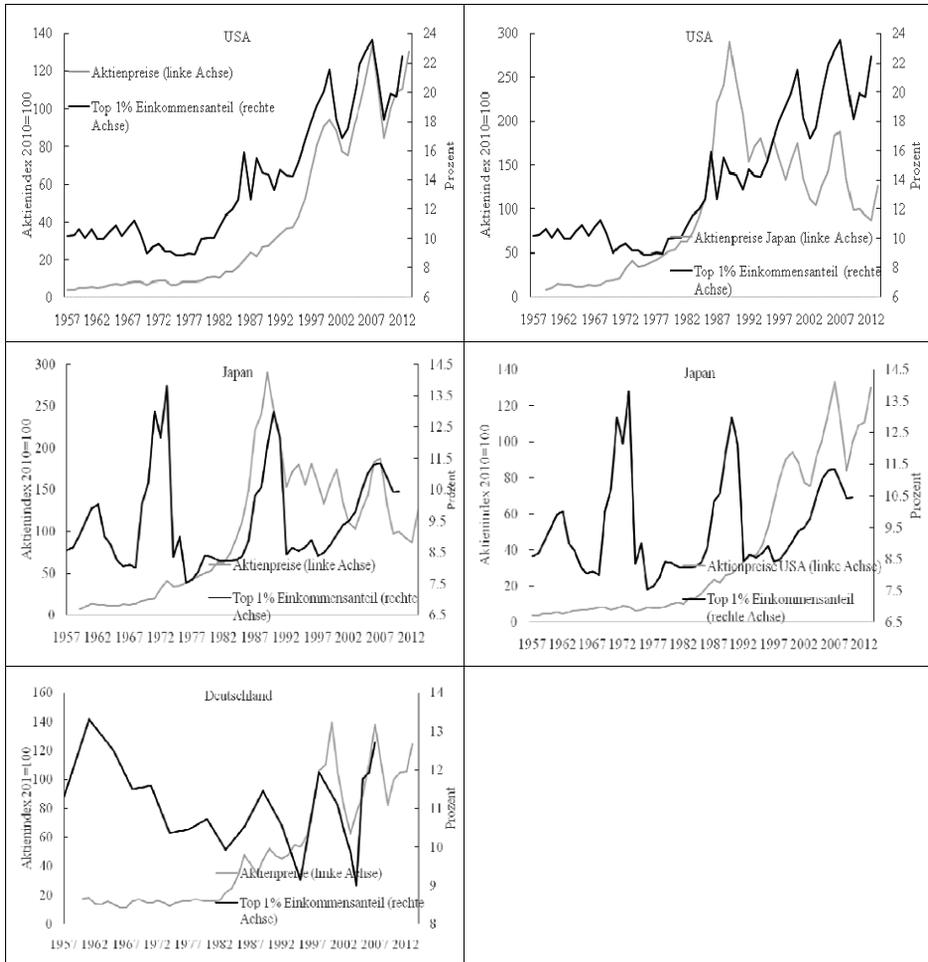


Quelle: IWF.

Für die USA zeigt sich eine enge Korrelation. Der steile Anstieg der Aktienpreise ist seit Beginn der 1990er Jahre mit einem deutlichen Anstieg des Anteils des obersten Prozents der Einkommensbezieher an den gesamten Einkommen verbunden. Zwar ist in Krisen anfangs ein Rückgang dieses Anteils zu beobachten, da die Vermögenspreise zunächst stark fallen. Doch tragen die geldpolitischen Rettungsaktionen dazu bei, dass die Aktienpreise und der Anteil der privilegiertesten Einkommenschichten am Gesamteinkommen (weitgehend) auf dem erhöhten Niveau gehalten werden, das in den Aufschwungsphasen erreicht wurde. Werden durch die geldpolitischen Rettungsaktionen neue Blasen begünstigt, können die Einkommensanteile der Privilegierten weiter wachsen.

Für die USA deutet sich auch an, dass die Veränderung der relativen Einkommenspositionen innerhalb eines Landes in globalisierten Finanzmärkten nicht zwingend von den inländischen Vermögenspreisentwicklungen abhängen muss. Der steile Anstieg des Anteils der Spitzenverdiener an den Gesamteinkommen in den USA geht in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre mit den spekulativen Übertreibungen auf dem japanischen Aktienmarkt einher. Insgesamt ist der Anteil der Einkommen des obersten Prozents der Einkommensbezieher in den USA seit dem Amtsantritt von Alan Greenspan im Jahr 1987 von ca. 13 Prozent auf knapp 23 Prozent im Jahr 2012 gewachsen.

Abbildung 6: Aktienpreise und Einkommensverteilung in den USA, Japan und Deutschland



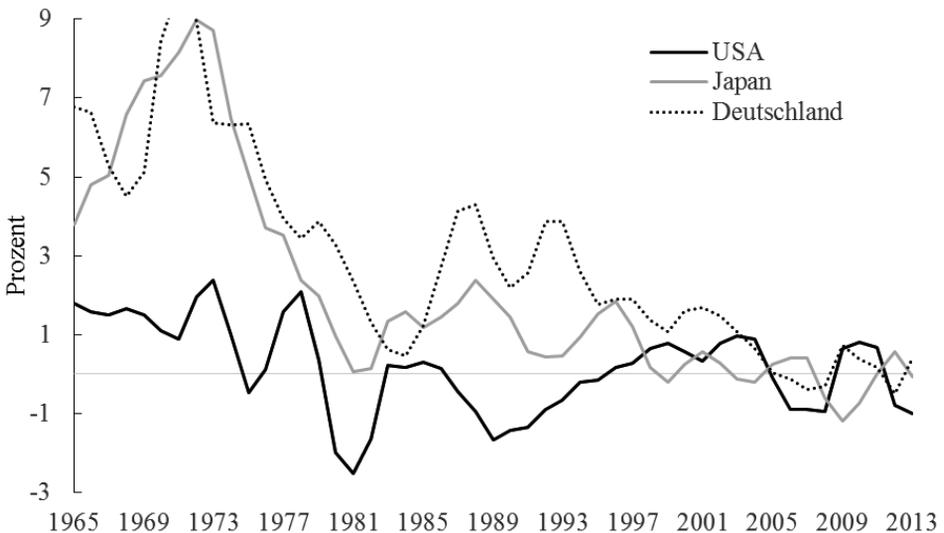
Quelle: OECD, *Main Economic Indicators* (Aktienpreise); *The World Top Incomes Database* (Einkommensanteil). Einkommen inklusive Kapitalerträge.

In Japan ist, ausgehend von einem geringeren Niveau, eine ähnliche Entwicklung erkennbar. Die Blase auf den Aktien- und Immobilienmärkten der zweiten Hälfte der 1980er Jahre hat die Einkommensverteilung zugunsten der Bestverdienenden verändert. Nach dem Platzen der japanischen Blase Ende der 1980er Jahre hat sich dieser Effekt zunächst wieder korrigiert. Er ist aber mit den Aufschwungsphasen auf den internationalen Kapitalmärkten – hier repräsentiert durch die Aktienmärkte der USA – wieder stark gewachsen. Für Deutschland sind weniger Daten hinsichtlich

der Einkommensverteilung verfügbar. Doch es wird deutlich, dass zwischen den Jahren 1995 und 2007 der Anteil der Spitzenverdiener an den Gesamteinkommen stark mit den Aktienpreisen korreliert ist und auf deutlich höherem Niveau als zu Beginn der 1990er Jahre liegt. Die Einkommensverteilung könnte sich weiter zugunsten der Top-Einkommenschichten verändern, da die Europäische Zentralbank ihre unkonventionellen Maßnahmen zur Stützung der Finanzmärkte wieder ausweitet. Der sich in Deutschland abzeichnende Anstieg der Immobilienpreise dürfte diese Entwicklung weiter begünstigen, da sich auch der Immobilienbesitz auf die vermögendere Einkommensschichten konzentriert.

Die wachsende Konzentration von Einkommen auf hohe Einkommensschichten stellt die Frage nach den Überwälzungskanälen auf die niedrigeren Einkommensschichten. Es gilt Hayeks<sup>48</sup> Einsicht, dass »mit jeder Gewährung völliger Sicherheit an eine Gruppe die Unsicherheit der übrigen notwendigerweise größer wird. Garantiert man jemand eine bestimmte Menge eines Kuchens von veränderlicher Größe, so muss notwendig der Anteil, der für alle anderen übrig bleibt, verhältnismäßig stärkeren Schwankungen unterworfen sein als die wechselnde Größe des ganzen Kuchens«. In diesem Sinne kann die asymmetrische Stabilisierung der Vermögenspreise als eine Art Versicherungsmechanismus für die Stabilität der Einkommen der oberen Einkommensschichten gesehen werden. Daraus können größere Risiken und höhere Lasten für mittlere und untere Einkommensschichten entstehen, wenn im Trend die gesamtwirtschaftlichen Reallohnsteigerungen sehr gering oder sogar negativ sind.

Abbildung 7: G3-Reallohnsteigerungen (1965-2013)



Quelle: IWF.

48 Hayek 2011 [1944], S. 166.

In den 1970er Jahren führte die schnell steigende Inflation in den Industrieländern trotz deutlicher Nominallohnsteigerungen zu einem drastischen Verfall des Reallohnanstiegs (Abbildung 7), der in den USA Ende der 1970er Jahre sogar negativ war. Die Geldpolitik bewirkte ein Absinken der Reallohnsteigerungen durch höhere Inflationsraten. Für Deutschland und Japan bedeuteten die 1970er Jahre das jähe Ende des Nachkriegs-Wirtschaftswunders.<sup>49</sup> Seit den einschneidenden Finanzkrisen Ende der 1990er Jahre konvergieren die Wachstumsraten in vielen Industrieländern auf ein sehr niedriges Niveau. Zwar ist kein maßgeblicher Anstieg der Inflationsraten zu beobachten, doch sind in den meisten Ländern nur sehr geringe oder sogar negative nominale Lohnsteigerungen zu verzeichnen. Dies kann damit begründet werden, dass die sehr expansive Geldpolitik über den Umweg von Aufschwung- und Abschwung-Zyklen auf den Finanzmärkten die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften untergräbt.

Der Zusammenhang ist wie folgt: Von positiven Wachstumsraten bei Umverteilungseffekten der Geldpolitik können alle Bevölkerungsschichten durch mehr oder weniger große Einkommenserhöhungen profitieren. Hingegen sind bei einem Nahe-Null-Wachstum relative Einkommensgewinne einer Bevölkerungsschicht mit Einkommensverlusten anderer Schichten verbunden. Beispielsweise sinkt seit der japanischen Finanzmarktkrise (1998) das durchschnittliche Lohneinkommen in Japan (Abbildung 8). Damit müssen die relativen Einkommensgewinne privilegierter Lohnschichten mit deutlichen absoluten Einkommensverlusten der unteren und mittleren Einkommensschichten verbunden sein. In der Regel dürften die Lasten insbesondere auf die unteren Einkommensschichten, aber auch auf die jüngere Bevölkerung durch ein abgesenktes Lohnniveau (beziehungsweise geringere soziale Sicherung) bei Eintritt in das Arbeitsleben überwältigt werden.

Die Überwälzungskanäle sind vielfältig. Unter anderem werden die Renditen von risikoarmen Anlageformen wie Spareinlagen, die oft von der Mittelschicht gehalten werden, nominal gegen null und real ins Negative gedrückt.<sup>50</sup> Risikoreichere Anlageformen, die noch aufgrund von Kursgewinnen Rendite erbringen, werden oft von gehobenen Einkommensschichten gehalten. Der wichtigste Kanal ist jedoch die Reallohnrepression. Da die Finanzkrisen (und von überschwänglichen Aufschwungsphasen auf den Finanzmärkten ausgelöste öffentliche Ausgabenabenteuer<sup>51</sup>) die Staatsverschuldung nach oben treiben, sehen sich Regierungen in der Krise gezwungen, die Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor gering zu halten.<sup>52</sup>

49 Siehe Lutz 1989.

50 Zur finanziellen Repression siehe Hoffmann, Zemanek 2012.

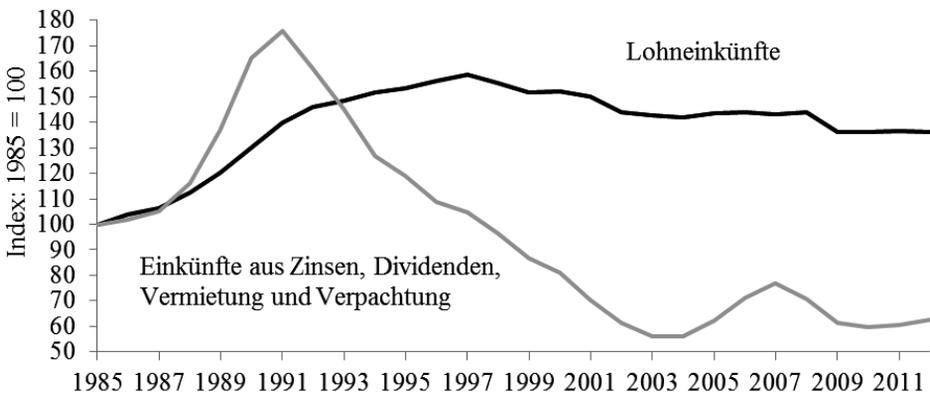
51 Während Boomphasen auf den Finanzmärkten steigen in der Regel die Steuereinnahmen stark an. Die sprudelnden Steuerquellen verleiten Regierungen, die Ausgaben deutlich auszuweiten. Dies war zum Beispiel in den Boomphasen in allen späteren europäischen Krisenländern der Fall. Auch in Deutschland geht die Regierung derzeit bei hohem Steueraufkommen neue Verpflichtungen ein. Platzt die Blase, fallen die Steuereinnahmen wieder stark ab, während die Ausgabenverpflichtungen zunächst bestehen bleiben.

52 Sehr deutlich wird dieser Prozess in Krisenländern wie Spanien, Portugal, Griechenland und Irland. Auch in Deutschland wurde nach Ende des Wiedervereinigungsbooms eine sehr konsequente Politik der Lohnzurückhaltung verfolgt.

Daraus folgt über die Signaleffekte öffentlicher Lohnabschlüsse und über eingetübte Geschäftserwartungen in der Krise Lohnzurückhaltung im privaten Sektor.

Abbildung 8 zeigt für Japan, wie seit dem Platzen der japanischen Blasen Ende 1989 mit der Nullzinspolitik die Einkommen aus inländischen Kapitalerträgen, Vermietung und Dividenden stark gesunken sind. Es haben im Vergleich dazu die Anleger profitiert, die größere Vermögensanteile in wachsenden Märkten wie zum Beispiel den USA angelegt haben. Seit der japanischen Finanzmarktkrise (1998) fällt das reale Lohnniveau stetig. Auch in Europa werden finanzielle Repression und Reallohnrepression – letztere derzeit mit der Ausnahme von Deutschland, wo die realen Löhne bisher stagnierten – immer mehr zur Realität. Reallohnrepression und finanzielle Repression sind wiederum die wichtigsten Bestimmungsgründe für eine schwache private Nachfrage eines Großteils der Bevölkerung und damit geringe Konsumentenpreisinflation.

Abbildung 8: Entwicklung der realen Lohn-, Zins- und Dividendeneinkommen in Japan



Quelle: Economic and Social Research Institute, Cabinet Office, Government of Japan.

Die weithin der Inflation zugeschriebenen negativen Umverteilungs- und Reallohneffekte werden, wie gezeigt, auch ohne Konsumentenpreis-inflation über den Umweg von Auf- und Abschwung-Zyklen auf den Finanzmärkten erreicht. Werden beispielsweise die unteren Einkommensschichten durch Mindestlöhne geschützt, dann werden die bestehenden Lasten zu einem größeren Maße durch finanzielle Repression und Reallohnrepression auf den verbleibenden Teil der Bevölkerung (zum Beispiel die Mittelschicht) verschoben. Eine Geldpolitik, die seit Mitte der 1980er Jahre hinter dem Feigenblatt geringer Inflation die Finanzmärkte inflatiert, bewirkt Umverteilung zugunsten vermögender Einkommensschichten und begünstigt damit Reallohnrepression für breite Bevölkerungsschichten.

## 5. Wirtschaftspolitische Implikation

Das TLTRO-Programm (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) der Europäischen Zentralbank will die Kreditvergabe der Banken direkt an den Unternehmenssektor lenken, indem es für die Kreditvergabe an die Geschäftsbanken die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor zur Bedingung macht.<sup>53</sup> Ebenso sollen Staatsanleihekäufe der Europäischen Zentralbank in Höhe von 1.100 Milliarden Euro Inflation und Wachstum begünstigen. Ob dies gelingt, ist mehr als unklar. Denn das Problem ist grundsätzlicher: Die defekte Regel bedarf einer Korrektur. Regeln sollen nicht nur zielorientiert, einfach und stabil sein,<sup>54</sup> sondern auch an Änderungen der zugrunde liegenden Strukturzusammenhänge anpassungsfähig sein. Niedrige Inflationsraten wurden bisher als geldpolitisches Ziel gewählt, weil dadurch negative Wachstumseffekte und ungewünschte Verteilungseffekte vermieden werden sollten. Nun scheint die sehr expansive Geldpolitik auch ohne ein Ansteigen der Konsumentenpreis-inflation zu negativen Wachstumseffekten und negativen Verteilungseffekten beizutragen.

Zwischen Stabilität und Anpassungsfähigkeit besteht zwar ein Konflikt. Geldpolitische Regeln sollten diskretionäres, zeitinkonsistentes Handeln wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger verhindern. Nun scheint es aber so, als ob die Inflationsziele von den immensen Verzerrungen auf den Finanzmärkten und deren unerwünschten Nebeneffekten ablenken, die von der Geldpolitik ausgehen. Der wirtschaftspolitische Fehler liegt damit in der unterlassenen Reform der Regel. Dies hat es den Zentralbanken erlaubt, neue Ziele wie die asymmetrische Stabilisierung der Finanzmärkte und die Finanzierung von Staatsausgaben zu verfolgen. Ziele der Geldpolitik wie Verteilungsgerechtigkeit und ein stabiles Umfeld für Innovation, Wachstum und Reallohnsteigerungen, die über Geldwertstabilität erreicht werden sollten, sind in den Hintergrund getreten.

Aus der Sicht eines Großteils der Bevölkerung ist deshalb eine Reform der Regel angezeigt, auch wenn dies zunächst mit Anpassungskosten verbunden sein wird. Geschieht dies nicht, dann wird bei Wahlen die schwelende Unzufriedenheit über reale Einkommensverluste zur weiteren politischen Polarisierung beitragen. Für Europa haben diese Verteilungskonflikte nicht nur eine nationale, sondern auch eine supranationale Dimension. Um einer weiteren politischen Polarisierung in Europa entgegenzuwirken, müsste die hochexpansive Geldpolitik ein Ende finden. Die Reform der Regel muss dahin wirken, dass die Übertreibungen auf den Finanzmärkten Eingang in die geldpolitischen Zielfunktionen finden. Die bereits umfassende Forschung zu der Frage, wie dies im Detail geschehen kann, sollte um die aufgezeigten Aspekte der Wachstums- und Verteilungswirkungen der expansiven asymmetrischen Geldpolitik erweitert werden.

53 Europäische Zentralbank 2014.

54 Barro, Gordon 1983 a.

## Literatur

- Adrian, Tobias; Shin, Hyun Song 2008. *Liquidity, monetary policy and financial cycles*. *Current Issues in Economics and Finance* 14, 1. Federal Reserve Bank of New York.
- Barro, Robert; Gordon, David 1983 a. »A positive theory of monetary policy in a natural rate model«, in *Journal of Political Economy* 91, 4, S. 589-610.
- Barro, Robert; Gordon, David 1983 b. »Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy«, in *Journal of Monetary Economics* 12, S. 101-121.
- Bernanke, Ben 2000. »Japanese monetary policy: a case of self-induced paralysis?«, in *Japans's financial crisis and its parallels to U.S. experience*, hrsg. v. Mikitani, Ryoichi; Posen, Adam, S. 149-166. Washington: Institute for International Economics.
- Bernanke, Ben 2004. *The great moderation*. Speech at the meetings of the Eastern Economic Association in Washington, 20. Februar 2014.
- Bernanke, Ben 2005. *The global saving glut and the U.S. current account deficit*. Remarks at the Sandridge Lecture. Richmond: Virginia Association of Economists.
- Bernanke, Ben 2014. *The Federal Reserve: looking back, looking forward*. Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association in Philadelphia, 3. Januar 2014.
- Berthold, Norbert 2014. *Irgendwie, irgendwo, irgendwann. Wächst die Gefahr der Inflation?* <http://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/?p=15265> (Zugriff vom 29.07.2014).
- Blinder, Alan; Reis, Ricardo 2005. *Understanding the Greenspan standard*. *Center for Economic Policy Studies Working Papers* 88. Princeton University, Department of Economics.
- Brunnermeier, Markus; Schnabel, Isabel 2014. *Bubbles and central banks: historical perspectives*. Mimeo. [http://scholar.princeton.edu/sites/default/files/markus/files/bubbles\\_centralbanks\\_historical\\_0.pdf](http://scholar.princeton.edu/sites/default/files/markus/files/bubbles_centralbanks_historical_0.pdf) (Zugriff vom 10.04.2015).
- Cantillon, Richard 1931. *Abhandlung über die Natur des Handels im allgemeinen*. Jena: Verlag von Gustav Fischer.
- Disyatat, Piti 2008. *Monetary policy implementation – misconceptions and their consequences*. *BIS Working Paper* 269. Bank for International Settlements.
- Draghi, Mario 2014 a. *The path to recovery and the ECB's role*. Speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the symposium on financial stability and the role of central banks, organised by the Deutsche Bundesbank, in Frankfurt a. M., 27. Februar 2014.
- Draghi, Mario 2014 b. *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*. Frankfurt a. M., 9. Januar 2014.
- Draghi, Mario 2014 c. *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*. Frankfurt a. M., 4. September 2014.
- Europäische Zentralbank 2014. *ECB announces monetary policy measures to enhance the functioning of the monetary transmission mechanism*. Frankfurt a. M., 5. Juni 2014.
- Friedman, Milton 1970. *Counter-revolution in monetary theory*. Wincott Memorial Lecture, Institute of Economic Affairs Occasional Paper 33.
- Goodhart, Charles 1975. *Problems of monetary management: the UK experience*. Paper presented for the conference in monetary economics. Reserve Bank of Australia.
- Goodhart, Charles 1989. *Money, information and uncertainty*. London: Macmillan.
- Grauwe, Paul de; Polan, Magdalena 2008. »Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon?«, in *Scandinavian Journal of Economics* 107, 2, S. 239-259.
- Hayek, Friedrich August von 2011 [1944]. *Der Weg zur Knechtschaft*. München: Olzog Verlag.
- Häring, Nobert 2014. *Ben Bernanke empfiehlt Zentralbankschecks an alle Haushalte als Mittel gegen Deflation*. <http://norberthaering.de/index.php/de/newsblog2/27-german/news/118-ben-bernanke-empfehlht-zentralbankschecks-an-alle-haushalte-als-mittel-gegen-die-deflation#1-weiterlesen> (Zugriff vom 04.09.2014).
- Hoffmann, Andreas; Schnabl, Gunther 2011. »A vicious cycle of manias, bursting bubbles and asymmetric policy responses – an overinvestment view«, in *The World Economy* 34, 3, S. 382-403.
- Hoffmann, Andreas; Zemanek, Holger 2012. »Financial repression and debt liquidation in the US and the Euro area«, in *Intereconomics: Review of European Economic Policy* 47, 6, S. 344-351.
- Koo, Richard 2003. *Balance sheet recession: Japan's struggle with uncharted economics and its global implications*. New York: Wiley & Sons.

- Lucas, Robert E. 1976. »Econometric policy evaluation: a critique«, in *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1, S. 19-46.
- Lutz, Burkart 1989. *Der kurze Traum immerwährender Prosperität*. Frankfurt a. M.: Campus.
- Kydland, Finn; Prescott, Edward 1977. »Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans«, in *Journal of Political Economy* 85, S. 473-490.
- Neumann, Manfred 2012. *Draghi auf De-Montage*. <http://markt-ruf.de/2012/11/draghi-auf-demontage/> (Zugriff vom 21.11.2012).
- Nordhaus, William 1975. »The political business cycle«, in *Review of Economic Studies* 42, S. 169-190.
- Piketty, Thomas 2014. *Capital in the twenty-first century*. Cambridge: Harvard University Press.
- Samuelson, Paul; Solow, Robert 1960. »Problem of achieving and maintaining a stable price level. Analytical aspects of anti-inflation policy«, in *American Economic Review Papers and Proceedings of the Seventy-second Annual Meeting of the American Economic Association* 50, 2, S. 177-194.
- Schnabl, Gunther 2012. *Monetary policy reform in a world of central banks. Working Papers on Global Financial Markets* 26. Universität Jena.
- Schnabl, Gunther 2013. »Die japanischen Lehren für die europäische Krise«, in *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 62, 1, S. 1-22.
- Schnabl, Gunther 2015. »Monetary policy and structural decline: lessons from Japan for the European crisis«, in *Asian Economic Papers* 14, 1, S. 124-150.
- Schnabl, Gunther; Hoffmann, Andreas 2008. »Monetary policy, vagabonding liquidity and bursting bubbles in new and emerging markets – an overinvestment view«, in *The World Economy* 31, 9, S. 1226-1252.
- Sinn, Hans-Werner 2013. *Gutachten im Auftrag des Bundesverfassungsgerichts. Zweiter Senat, Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1439/12 und 2 BvR 1824/12, Organstreitverfahren 2 BvE 6/12, Sitzung 11. und 12. Juni 2013*.
- Spantig, Kristina 2012. *International monetary spillovers in an asymmetric world monetary system: the United States versus China. Working Papers on Global Financial Markets* 33. Universität Jena.
- Stark, Jürgen 2014. »Die EZB auf dem Weg zur Bad Bank«, in *Handelsblatt* vom 9. September 2014, S. 12-13.
- Taylor, John B. 1993. »Discretion versus policy rules in practice«, in *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, S. 195-214.
- Weizsäcker, Christian von 2013. »Public debt and price stability«, in *German Economic Review* 15, 1, S. 42-61.
- Winkler, Adalbert 2014. »Dauerkritik an der Europäischen Zentralbank. Falsch angewendete Theorie untergräbt Vertrauen in die Geldpolitik«, in *Wirtschaftsdienst* 94, 7, S. 479-486.

**Zusammenfassung:** Historisch niedrige Inflationsraten und Warnungen vor Deflation in den großen Industrieländern gehen mit Exzessen auf den Finanzmärkten einher. Um Wachstum und Inflation wiederzubeleben, werden im Zuge der quantitativen Lockerung die Zentralbankbilanzen stark ausgeweitet, ohne dass es zu einem maßgeblichen Anstieg der Inflationsraten kommt. Es wird argumentiert, dass Inflationsziele als geldpolitische Regelwerke zur Steuerung von Konsumentenpreis-inflation ihre Wirkung verloren haben. Rationale gewinnmaximierende Finanzinstitute umgehen die Regel, indem sie zusätzliche Zentralbankliquidität in die Finanz- statt in die Gütermärkte lenken. Dies führt zu Umverteilungseffekten zugunsten der Akteure in den Finanzmärkten und der Halter von Vermögenswerten, die mit Reallohnrepression im Rest der Bevölkerung verbunden sind. Die wirtschaftspolitische Implikation ist die Reform der bestehenden geldpolitischen Regelwerke.

**Stichworte:** Geldpolitik, Inflationsziele, Regelbindung, Zeitinkonsistenz, Goodharts Gesetz, Verteilungsgerechtigkeit, finanzielle Repression, Reallohnrepression

### The dangerous neglect of asset price inflation. The ineffectiveness of inflation-targeting frameworks as monetary policy rules

**Summary:** Historically, low inflation rates and concerns about deflation in industrial countries are accompanied with a non-sustainable exuberance in the financial markets. To reanimate inflation and growth, central bank balance sheets are inflated via unconventional monetary policies without having a significant effect on consumer prices. It is argued that inflation-targeting frameworks have lost their effectiveness as monetary policy rules. Rational profit-maximizing financial institutions circumvent rules by funnelling the additional central bank liquidity into financial markets instead of commodity markets. This leads to redistribution effects favouring financial market agents and the holders of financial assets, which is combined with real wage repression for the rest of the population. The economic policy implication is the reform of the current monetary policy frameworks.

**Keywords:** monetary policy, inflation targeting, monetary policy legislation, time inconsistency, Goodhart's law, income inequality, financial repression, real wage repression

#### Autor

Prof. Dr. Gunther Schnabl  
Universität Leipzig  
Institut für Wirtschaftspolitik  
Grimmaische Str. 12  
04109 Leipzig  
schnabl@wifa.uni-leipzig.de