

Schnabl, Gunther

Working Paper

Mit dem Kopf im Sand? Goodharts Gesetz und die Wirkungslosigkeit von Inflationszielen als geldpolitische Regelmechanismen

Working Papers on Global Financial Markets, No. 55

Provided in Cooperation with:

University of Jena and University of Halle-Wittenberg, Foundations of Global Financial Markets - Stability and Change

Suggested Citation: Schnabl, Gunther (2014) : Mit dem Kopf im Sand? Goodharts Gesetz und die Wirkungslosigkeit von Inflationszielen als geldpolitische Regelmechanismen, Working Papers on Global Financial Markets, No. 55, Graduiertenkolleg 'Konstitutionelle Grundlagen globalisierter Finanzmärkte - Stabilität und Wandel', Jena und Halle (Saale)

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/106523>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Working Papers on Global Financial Markets

No. 55

Mit dem Kopf im Sand? Goodharts Gesetz und die Wirkungslosigkeit von Inflati- onszielen als geldpolitische Regelmechanismen

Gunther Schnabl

**GLOBAL FINANCIAL
MARKETS**

University Jena
Carl-Zeiss-Str. 3
D-07743 Jena

University Halle
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle

Tel: +49 3641 942261
+49 345 5523180

E-Mail: info@gfinm.de
www.gfinm.de

Oktober 2014



Mit dem Kopf im Sand? Goodharts Gesetz und die Wirkungslosigkeit von Inflationszielen als geldpolitische Regelmechanismen¹

Gunther Schnabl

Universität Leipzig, Institut für Wirtschaftspolitik
Grimmaische Str. 12
D-04109 Leipzig
schnabl@wifa.uni-leipzig.de

Zusammenfassung

Historisch niedrige Inflationsraten und Warnungen vor Deflation gehen in den großen Industrieländern mit Exzessen auf den Finanzmärkten einher. Um Wachstum und Inflation wiederzubeleben, werden im Zuge der quantitativen Lockerung die Zentralbankbilanzen aufgeblasen, ohne dass es zum einem maßgeblichen Anstieg der Inflationsraten kommt. Der Artikel argumentiert, dass gemäß Goodharts Gesetz Inflationsziele als geldpolitische Regelwerke zur Kontrolle von Konsumentenpreisinflation ihre Wirkung verloren haben. Durch die Etablierung der Regeln ist der zugrundeliegende Transmissionsmechanismus von einer Ausweitung der Geldbasis zu Konsumentenpreisinflation zusammengebrochen. 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 den Haltern von Vermögenswerten, die mit Reallohnrepression im Rest der Volkswirtschaften verbunden sind. Die wirtschaftspolitische Konsequenz ist die Reform der bestehenden geldpolitischen Regelwerke.

Schlagnörter: Geldpolitik, Inflationsziele, Regelbindung, Zeitinkonsistenz, Goodharts Gesetz, Verteilungsgerechtigkeit, Reallohnrepression.

JEL: E31, E44, E52, E58, E61.

¹ Ich danke Kristina Spantig, Raphael Fischer und Sophia Latsos für die sehr hilfreiche wissenschaftliche Zusammenarbeit. Ich danke Alexander Fink, Raphael Fischer, Christian Milow und Uwe Vollmer für sehr konstruktive Anmerkungen.

“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. It was against this background that we announced the Outright Monetary Transactions (OMTs). Like all our monetary policy measures, it has served to ensure compliance with our price stability mandate as provided for in the Treaty. And it builds on an established monetary policy doctrine that has gained prominence not least because it has been successfully pursued by the Bundesbank for several decades. 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.” (Draghi, 2014a)

“any observed statistical regularity will tend to collapse once pressure is placed upon it for control purposes” (Goodhart, 1975, 5).

1. Einleitung

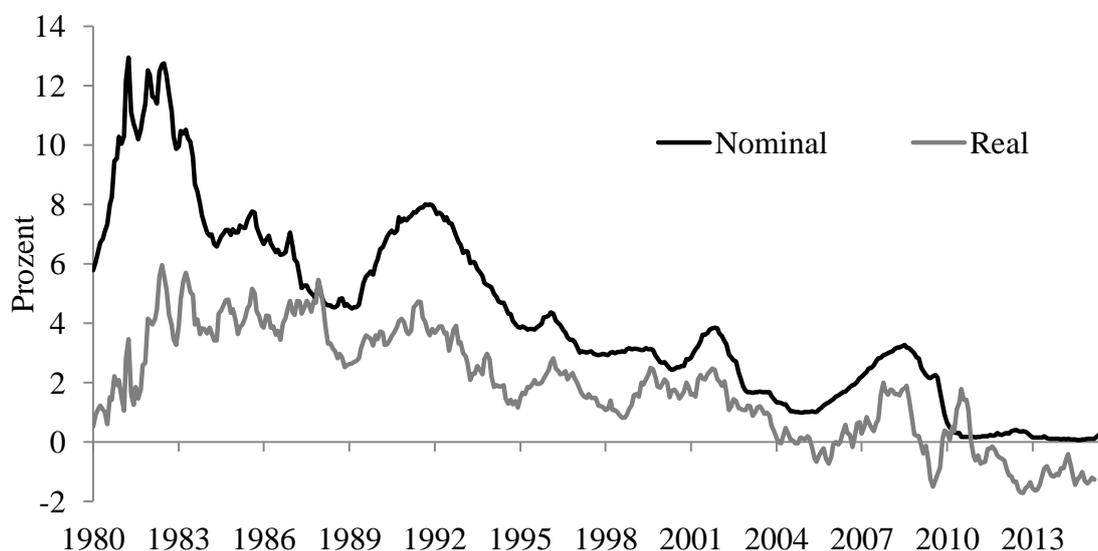
Spätestens seit dem Ausbruch der US-Hypothekenmarktkrise und der europäischen Schuldenkrise ist die Stabilisierung der Finanzmärkte zum geldpolitischen Hauptziel in den großen Industrieländern herangewachsen. Wiederkehrende Finanzmarktkrisen haben in den großen Zentren der Weltwirtschaft zu Leitzinssenkungen gegen Null (Abb. 1) und kontinuierlich anwachsenden Zentralbankbilanzen (Abb. 2) geführt. Unter dem Oberbegriff der Niedrig-/Nullzinspolitik und quantitativen Lockerung werden seither nicht nur die Finanzmärkte als ganzes, sondern auch einzelne Segmente (Hypothekenmärkte, Anleihenmärkte einzelner Staaten, Aktienmärkte, Markt für Unternehmenskredite, Kreditmarkt für Klein- und Mittelunternehmen etc.) stabilisiert. Mit dem wachsenden Ankauf von Staatsanleihen verschwimmen die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik (Sinn 2013).

Die Flutung der Finanzmärkte mit (nahezu) kostenloser Liquidität hat trotz weithin stagnierender realer Outputs nicht die von den Kritikern der geldpolitischen Rettungsaktionen vielfach beschworene Inflation² nach sich gezogen. Die Inflationsraten in allen großen Industrieländern und in vielen ehemals inflationsgeplagten aufstrebenden Volkswirtschaften verharren auf historischen Tiefständen. Die Präsidenten der Federal

² Siehe z.B. Berthold (2014). Einen guten Überblick über das Anmahnen von Inflationsgefahren gibt Winkler (2014).

Reserve Bank und der Europäischen Zentralbank können trotz beiseitiger monetärer Expansion auf historische Erfolge in der Inflationsbekämpfung verweisen (Bernanke 2014, Draghi 2014b). Dennoch steigt die Besorgnis, dass die zunehmende Flutung der Finanzmärkte die Währungsstabilität untergräbt (Neumann 2012, Schnabl 2012). Historische Preisstabilität geht mit ebenso historischen Exzessen auf den Finanzmärkten einher. Damit stellt sich die Frage nach der Sinnhaftigkeit der weithin dominierenden Inflationszielen, die bisher auch nicht von den Kritikern der außergewöhnlichen Geldpolitik ernsthaft in Frage gestellt werden (siehe beispielsweise Stark 2014 und Boskin et al. 2010).

Abb. 1: Asymmetrische Leitzinssenkungen gegen Null: G3 Geldmarktzinsen

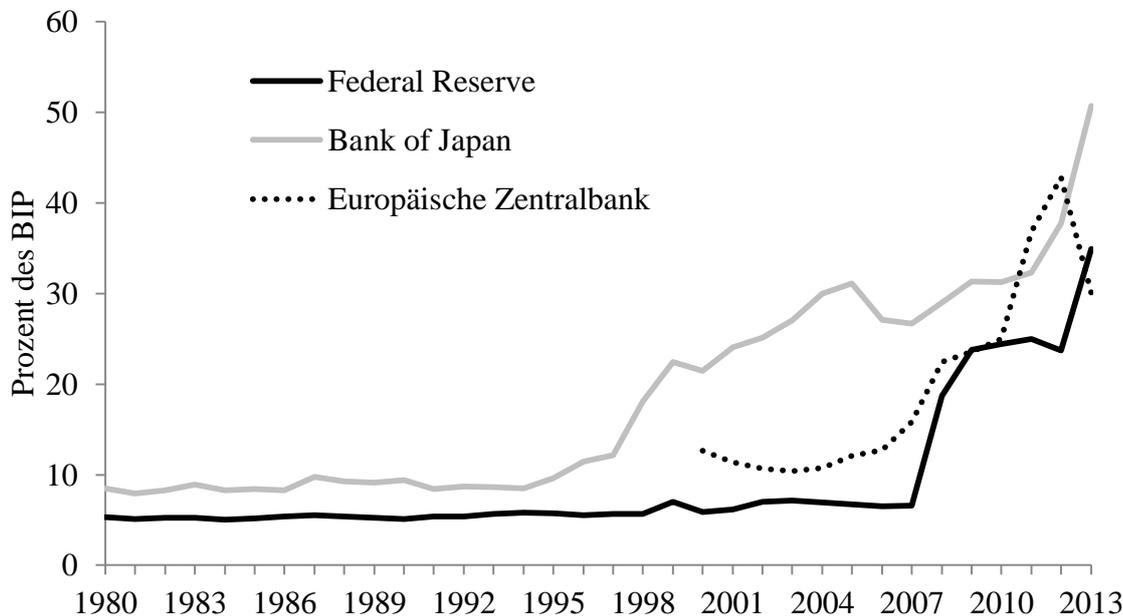


Quelle: IWF. Arithmetisches Mittel, Prozent per annum. G3=USA, Japan, Euroraum (vor 1999=Deutschland).

Der Beitrag stellt auf der Grundlage der Zeitinkonsistenz-Literatur (Lucas 1976, Kydland and Prescott 1977, Goodhart 1975) die Inflationsziele auf den Prüfstand. Während Zentralbanken strikt ihren weithin akzeptierten Inflationszielen folgen, haben die privaten Finanzinstitute als Oligopolisten bei der Allokation der zusätzlich geschaffenen Zentralbankliquidität den zugrundeliegenden Transmissionsmechanismus zwischen Geldbasis und Inflation unterbrochen. Indem Finanzinstitute die zusätzliche Zentralbankliquidität in die Finanz- statt in die Gütermärkte lenken, dämpfen sie nicht nur die Konsumentenpreis-inflation, sondern sie schaffen auch immense Windfall-Gewinne (Q-Gewinne) für Schlüsselakteure in den Finanzmärkten. Das Ergebnis sind Umverteilungseffekte und Reallohnrepression, wie sie bisher der Konsumentenpreis-inflation

zugeschrieben wurden, und denen keine institutionellen Grenzen gesetzt sind. Notwendig ist eine Reform der geldpolitischen Regelmechanismen.

Abb. 2: Geldbasis der G3-Zentralbanken als Anteil am BIP



Quelle: IWF.

2. Zeit(in-)konsistenz und geldpolitische Regeln aus historisch-theoretischer Perspektive

Die Entwicklung der Public Choice-Theorie in den 1960er und 1970er Jahren basierte auf der Einsicht, dass öffentliche Entscheidungsträger nicht zwingend – wie von Lord Keynes angenommen – den öffentlichen Interessen folgten, sondern ebenso wie Unternehmen und Haushalte ihren Nutzen maximieren. Für die Geldpolitik bedeutete dies, dass politisch kontrollierte Zentralbanken die Auslastung des Produktionspotentials zum Wohle des Politikers steuern können (Nordhaus 1975). Während übermäßige Zinssenkungen vor der Wahl aufgrund der Wachstumsimpulse die Siegchancen der Politiker erhöhen, werden die negativen Auswirkungen in Form von Preis-Lohn-Spiralen, wachsender Unsicherheit, gedämpfter Wachstumsdynamik und ansteigender Arbeitslosigkeit erst sichtbar, nachdem die Wiederwahl gesichert ist. Die Arbeitslosigkeit steigt, statt zu fallen.

Die Bestrebungen der Politik sich die Geldpolitik nutzbar zu machen, basierten in den 1960er und 70er Jahren auf der (scheinbaren) empirischen Evidenz der modifizierten Phillips-Kurve, die einen Trade-off zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit annahm (Samuelson und Solow 1960). Durch Überraschungsinflation und reale Lohnsenkungen sollte die Arbeitslosigkeit reduziert werden. Der Anstieg der Arbeitslosenraten in der industrialisierten Welt in den 1970er Jahren widerlegte jedoch in einer langanhaltenden Phase von Inflation cum Stagnation (Stagflation) diesen Zusammenhang.

Eine Begründung für das Scheitern der geldpolitischen Arbeitsmarktpolitik lieferte Lucas (1976), der davon ausging, dass rationale private Akteure in einer dynamischen Spielsituation ihr Verhalten an veränderte wirtschaftspolitische Entscheidungsmuster anpassen. Zwar könnten die Zentralbanken auf die kurze Frist durch Überraschungsinflation Reallöhne und Arbeitslosigkeit senken, auf die mittlere Frist würden jedoch höhere Inflationsraten in die Lohnverhandlungen miteinbezogen. Langfristig würde das Vertrauen in die Geldpolitik untergraben, die Unsicherheit nehme zu (Stop and Go), und die Arbeitslosigkeit steige.

Diese Erkenntnis ebnete der monetaristischen Gegenrevolution den Weg: Milton Friedman (1970) revitalisierte basierend auf der Quantitätsgleichung die Einsicht, dass Inflation früher oder später immer ein monetäres Phänomen sei. Geld könne auf die mittlere Frist keine realen Effekte haben.³ Er plädierte für eine Verstetigung des Geldmengenwachstums, um die Geldpolitik dem wirtschaftspolitischen Missbrauch zu entziehen. Kydland und Prescott (1977) leiteten aus dem Anreiz zu zeitinkonsistentem Handeln die Empfehlung ab, wirtschaftspolitische Entscheidungen durch Regeln zu verstetigen. Sie schlugen für Demokratien einfache, leicht verständliche Regeln vor, die institutionell so verankert sein sollten, dass sie in demokratischen Entscheidungsverfahren – mit Ausnahme von Notsituationen – nur schwer und mit Zeitaufwand verändert werden können.

Daraus wurde die Kontrolle der Geldpolitik durch Regeln, unterstützt von operativer, institutioneller, finanzieller und personeller Zentralbankunabhängigkeit. Barro und

³ *"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, 24)

Gordon (1983a, b) zeigten auf, dass in dynamischen Spielsituationen geldpolitische Regeln einer diskretionären Geldpolitik überlegen sind und Geldmengenwachstum und Inflationsraten senken können. Die Besorgnis der Zentralbanker um einen Reputationsverlust bei steigenden Inflationsraten könne dazu beitragen, dass die geldpolitischen Regeln strikter eingehalten würden.

In der geldpolitischen Praxis basierten Regeln zunächst auf Geldmengenzielen (z.B. dem Geldmengenkorridor der Deutschen Bundesbank).⁴ Nachdem der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation als empirisch instabil eingestuft wurde, traten Inflationsziele ihren Siegeszug an. Die prominenteste Regel wurde für die Federal Reserve Bank in Form der Taylor-Regel (Taylor 1993) wissenschaftlich formuliert, in der der Leitzins quasi-automatisch in Reaktion auf die Abweichung der erwarteten Inflationsrate von der vordefinierten Norm (sowie in Reaktion auf die Auslastung des Produktionspotentials) gesetzt wird.

Für die 1999 neu geschaffene Europäische Zentralbank wurde ein Inflationsziel auf mittlere Sicht von unter 2% 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.⁵ Ebenso im Jahr 2003 wurde das Inflationsziel neu auf unter, aber nahe 2% festgelegt. In fast allen Jahren vor Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise (2001-2007) wurde der Referenzwert für das Geldmengenwachstum M3 (4,5% gegenüber dem Vorjahr) weit gerissen.

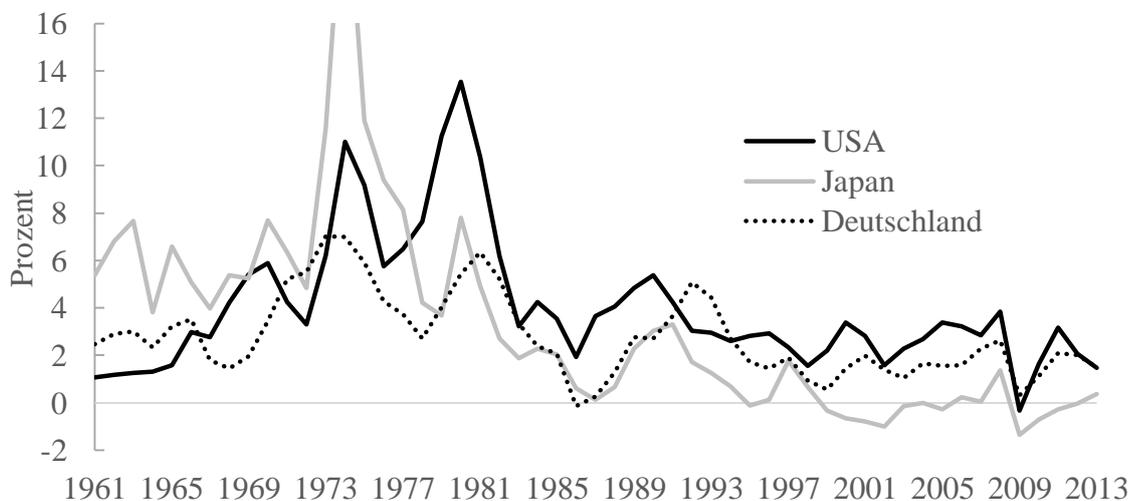
⁴ Die Geldmengenziele der Bundesbank wurden bereits in den 1970er Jahren in Reaktion auf Veränderungen der Marktstrukturen verändert. Zunächst war die Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken für geldpolitische Entscheidungen von großer Bedeutung. Ab Mitte der 1970er wurden Geldmengenziele eingeführt, deren zugrundeliegende Geldmengenkonzepte sich im Zeitablauf veränderten.

⁵ Siehe Pressemeldung zur geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank vom 8.5.2003. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html. Der Rat der Europäischen Zentralbank habe sich nach eingehender Prüfung dazu entschieden, die ökonomische Analyse der monetären Analyse voranzustellen. Die monetäre Analyse solle in Zukunft vorwiegend der Gegenkontrolle (cross-checking) aus einer mittel- bis langfristigen Sicht dienen, während die ökonomische Analyse die kurz- bis langfristigen Gefahren für die Preisstabilität erfassen solle.

Seit der Einführung von Inflationszielen in einer wachsenden Anzahl von Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich Selbstzufriedenheit breit gemacht. Abb. 3 zeigt, dass die Inflationsraten in allen großen Volkswirtschaften seit der geldpolitischen Kehrtwende der Federal Reserve Bank unter Paul Volcker auf moderatem Niveau verharren. In Deutschland liegt die Inflationsrate seit Einführung des Euros unter den von der Deutschen Bundesbank realisierten Preissteigerungsraten. Der US-Notenbankpräsident Bernanke (2004) prägte den Ausdruck der Großen Mäßigung (Great Moderation), in der die Federal Reserve Inflation (und konjunkturelle Schwankungen) seit Mitte der 1980er Jahre besser im Griff zu haben glaubte.

Mit dem Ausbruch und Andauern der Krise in allen großen Industrieländern (Japan seit 1990, USA seit 2007, Eurogebiet seit 2008) hat sich die positive Sichtweise auf den Erfolg der Inflationssteuerung nochmals verändert. Die Inflationsraten sind unter die expliziten bzw. impliziten Inflationsziele gesunken, ohne dass ein wachsendes außergewöhnliches geldpolitisches Instrumentarium (Nullzinspolitik, Forward Guidance, Dicke Bertha, Outright Monetary Transactions, Bazooka, etc.) fähig scheint, die Inflationsziele nun von entgegengesetztem Startpunkt – d.h. von unten – zu erfüllen. Die scheinbar so erfolgreiche Anti-Inflationssteuerung hat sich in eine erfolglose Pro-Inflations-Steuerung gewandelt, die die Zentralbanken zu immer neuen, größer dimensionierten außergewöhnlichen geldpolitischen Instrumentenpaketen treibt.⁶

Abb. 3: G3 Inflationsraten (Konsumentenpreisinflation)



Quelle: IWF.

⁶ Siehe zuletzt Draghi (2014c).

Währungsinstabilität zeigt sich jedoch auf den Kapitalmärkten. Seit der zweiten Hälfte der 1980er Jahre hat sich eine Welle von wandernden Finanzmarktblasen aufgetan (Schnabl und Hoffmann 2008), als deren Ursache zunehmend die strukturell sehr expansiven Geldpolitiken der großen Zentralbanken identifiziert werden (Schnabl und Hoffmann 2008, Adrian und Shin 2008, Hoffmann und Schnabl 2011, Brunnermeier und Schnabel 2014). Dennoch sehen Zentralbanken Übertreibungen auf den Finanzmärkten nicht als Folge expansiver Geldpolitik.

Es wird vielmehr auf ein starkes, als exogen angenommenes Wachstum der Finanzmärkte bzw. eine Sparschwemme in einzelnen Volkswirtschaften wie China, Japan oder Deutschland verwiesen (Bernanke 2005, von Weizsäcker 2013, Bernanke 2014). Das Ergebnis ist eine Art asymmetrische Sensibilität hinsichtlich der Entwicklungen auf den Finanzmärkten (Schnabl 2012). Während bei fallenden Vermögenspreisen (d.h. in Finanzmarktkrisen), die Zinsen stark gesenkt werden, werden spekulative Boomphasen auf den Finanzmärkten als nicht klar identifizierbar und deshalb als außerhalb der geldpolitischen Zielfunktionen angesehen (Jackson Hole Consensus, Blinder und Reis 2005).

Mit dem Fortlauf der Krisen, der immensen Ausweitung der Zentralbankbilanzen (Abb. 2) und dem stetigen Absinken der Inflationsraten (Abb. 3) stellt sich die Frage nach der Stabilität der Transmission der Geldpolitik zu Konsumentenpreisinflation. Waren in den 1970er Jahren Zinssenkungen bzw. die Ausweitung der Geldbasis durch die großen Zentralbanken noch in allen Industrieländern mit einem deutlichen Anstieg der Inflationsraten verbunden, ist dies heute offensichtlich nicht mehr der Fall.

3. Goodharts Gesetz und die Veränderung der geldpolitischen Transmission

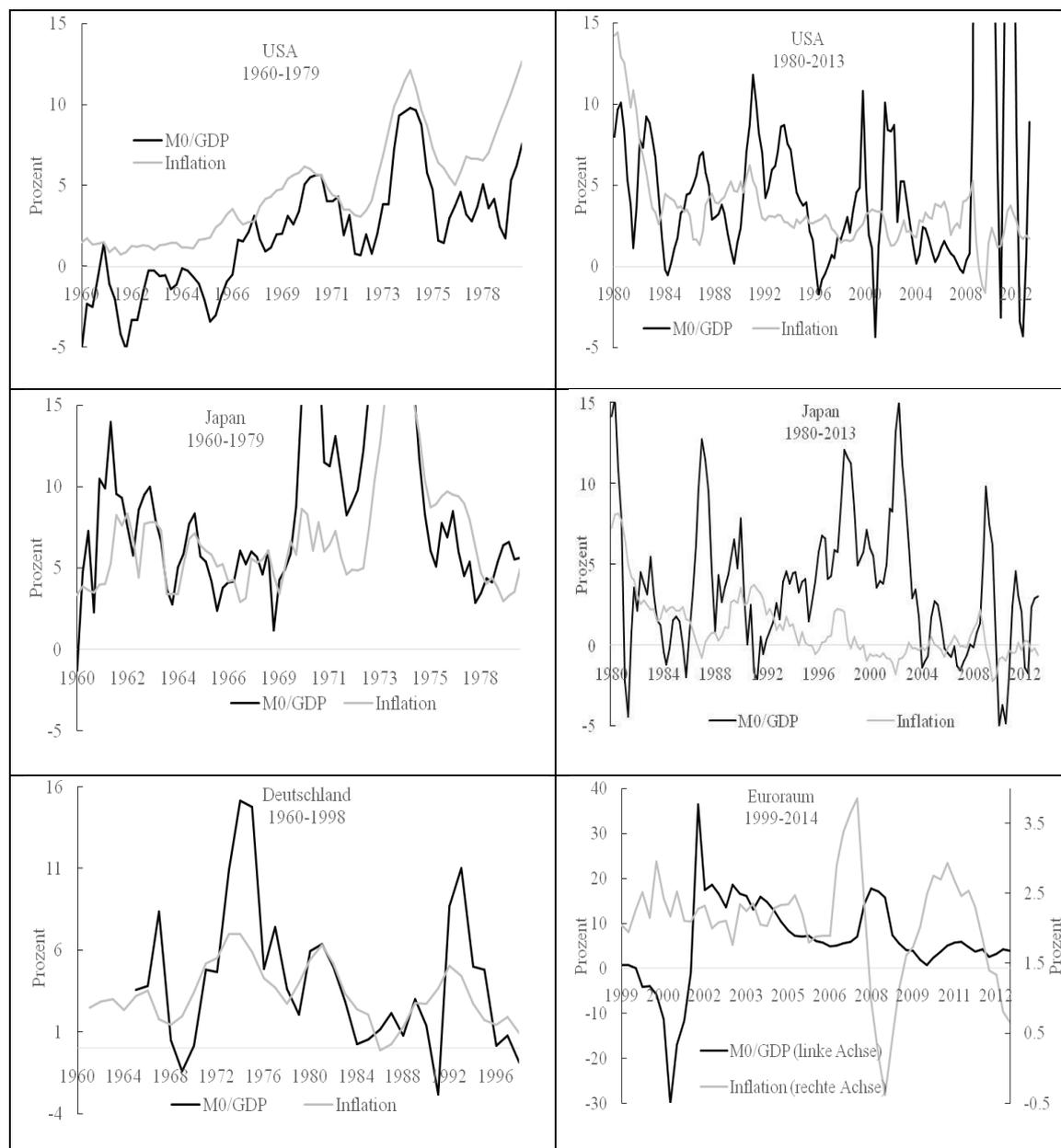
Abb. 4 zeigt für den Zeitraum von 1960 bis 2013 auf der Grundlage der Quantitätsgleichung den Zusammenhang zwischen den Wachstumsraten von Geldbasis (abzüglich der Wachstumsrate des realen Outputs) und Inflation für die USA, Japan und Deutschland (seit 1999 dem Euroraum). Es besteht für den Zeitraum von 1960 bis

1984 (rechte Spalte von Abb. 4) für alle drei großen Länder eine enge positive Korrelation. Als in den 1970er Jahren die Geldbasis der Federal Reserve schneller wuchs als der reale Output, sind die Preissteigerungsraten deutlich angestiegen. Eine ähnliche enge Korrelation ist für Japan und Deutschland zu beobachten.

In der rechten Spalte von Abb. 4 ist der Zusammenhang zwischen dem Wachstum der Geldbasis (abzüglich der Wachstumsrate des realen Outputs) und Inflation für die USA, Japan und das Eurogebiet für den Zeitraum ab Mitte der 1980er Jahre (Eurogebiet ab 1999) hingegen nicht mehr zu erkennen. Obwohl die Geldbasis deutlich schneller gewachsen ist als der reale Output, sind die Inflationsraten immer weiter abgefallen. Dies kann einerseits der Kunstfertigkeit der Zentralbanken zugeschrieben werden, – zum Beispiel durch klare Kommunikation ihrer Inflationsziele (siehe Bernanke 2004) – Inflationserwartungen und damit Lohn-Preis-Spiralen unter Kontrolle zu halten. Alternativ ist der Zusammenhang zwischen Geldbasis (bzw. Zinssenkungen) und Konsumentenpreisinflation im Sinne von Lucas (1976) in Reaktion auf die Etablierung von Inflationszielen zusammengebrochen. Die geldpolitischen Regeln, die die Zeitinkonsistenz der geldpolitischen Entscheidungen zu verhindern suchen, versagen, weil sie keiner Anpassung an veränderte Marktbedingungen unterworfen sind.

Nach Goodharts Gesetz kann die Einführung einer geldpolitischen Regel dazu führen, dass der (ökonometrisch gemessene) Strukturzusammenhang, auf dem eine Regel beruht, zusammenbricht (Goodhart 1975, 1989). Die Taylor-Regel geht beispielsweise von einem stabilen Zusammenhang zwischen Zinsen (bzw. Geldbasis) und Inflation sowie zwischen Zinsen (bzw. Geldbasis) und Wachstum aus. Eine Zinssenkung (bzw. die Ausweitung der Geldbasis) ist mit einem Anstieg des Wachstums und – mit einer gewissen Zeitverzögerung – mit einem Anstieg der Inflation verbunden. Eine Zinserhöhung bremst Inflation und Wachstum aus. Der Strukturzusammenhang zwischen Zins (bzw. Geldbasis) und Inflation, die weithin als Anstieg der Konsumentenpreise gemessen wird, ist aber – wie Abb. 4 zeigt – seit Mitte der 1980er Jahre empirisch nicht mehr nachvollziehbar.

Abb. 4: G3: Wachstum M0 abzüglich reales Wachstum und Inflation



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

Der Finanzsektor als Gruppe rational handelnder Individuen könnte dafür verantwortlich sein, dass die Geldpolitik mit ihrem bestehenden Regelwerk ihrer weithin kommunizierten und immer noch weithin akzeptierten Wirkungsweise beraubt wurde. Denn dem Finanzsektor kommt eine zentrale Rolle bei der Transmission geldpolitischer Entscheidungen auf die Volkswirtschaft zu. Die von den Zentralbanken emittierte Liqui-

dität wird zunächst den Geschäftsbanken (so genannten Primary Dealers) zur Verfügung gestellt, die über deren Verwendung – in der Regel in Form von Kreditvergabe – 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 Produktionspotentials – 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. Steigen die Konsumentenpreise, 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 Inflationsdruck reduziert.

Vergeben rational handelnde Geschäftsbanken hingegen die zusätzlichen Kredite in Form von Immobilienkrediten, zur Finanzierung von Aktienkäufen⁷ oder als Anlagen auf den internationalen Kapitalmärkten – oftmals an andere Finanzinstitute – dann steigen die Vermögenspreise stark an. Weil in den üblichen Konsumentenpreisindizes Vermögenspreise nicht und Immobilienpreise allenfalls indirekt repräsentiert sind, spiegeln sich rasant steigende Vermögenspreise nicht in steigender Konsumentenpreis-inflation wider. Dieser Effekt wird noch potenziert, wenn – wie beispielsweise in

⁷ Einschließlich Rückkäufe von Aktien durch große Unternehmen, die die Gewinne pro Aktie und damit oft auch die Managergehälter erhöhen.

Deutschland zwischen 2001 und 2007 oder in Japan seit dem Platzen der Bubble Economy (1989) – die Kreditvergabe zu großen Teilen ins Ausland erfolgt.⁸

Die Finanzinstitute profitieren von der Umleitung der Kreditströme aus drei Gründen. Erstens wächst bei sinkenden Zinsen das Kreditgeschäft. 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 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 der spekulativen Boomphase auf den Vermögensmärkten stark an, ohne dass es institutionelle Grenzen für die Übertreibungen gibt.

Der Anreiz für einzelne rational handelnde Finanzmarktakteure, sich nicht an den möglicherweise sogar antizipierbaren Spekulationsblasen zu beteiligen, ist gering. Denn das leitende Management kann (als Agenten) beträchtliche Teile der Spekulationsgewinne z.B. in Form von großzügigen Boni privatisieren. Die Verluste beim späteren Platzen der Blasen verbleiben hingegen bei den Aktionären des Unternehmens (als Prinzipalen). In der Krise werden durch die geldpolitischen Rettungsmaßnahmen die Kosten der Spekulation vom Finanzsektor auf die breite Öffentlichkeit überwälzt. Die geldpolitischen Rettungsaktionen tragen dazu bei, dass der Prinzipal keine Sanktionen gegen den Agenten ergreift, da die zeitweisen Wertverluste der Vermögenswerte zu Beginn der Krise durch die Flutung der Finanzmärkte mit billiger Zentralbankliquidität wieder kompensiert werden. Je leichter das Aussetzen des Haftungsprinzips vorausgesagt werden kann, desto mehr steigt das Moralische Risiko (Moral Hazard) und damit die Dimension der Spekulationsblasen.

⁸ Zur Absorption von Inflationsdruck aus den großen Industrieländern in den Bilanzen von Zentralbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften siehe Spantig (2012).

Der Umweg der geldpolitischen Impulse über die Finanzmärkte führt dazu, dass Zinssenkungen gegen Null und das Aufblasen der Zentralbankbilanzen die Inflation (zunächst senken, statt steigen lassen.⁹ Denkbar sind unterschiedliche, sich überlappende Transmissionskanäle. Erstens waren in vielen Ländern (z.B. 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 nutzten. Die Boomphasen auf den Immobilienmärkten werden in der Regel von Boomphasen in der Bauwirtschaft begleitet, da die Nachfrage nach Immobilien steigt. Die Auswirkungen auf die Konsumentenpreisindizes sind gering. Zwar steigen die Preise für Neuvermietungen, aber rigide Mietgesetzgebungen dämpfen die Transmission von steigenden Immobilienpreisen auf die durchschnittlichen Mietpreise. Zudem werden zusätzliche Kapazitäten geschaffen, die bei Platzen der Blasen dämpfend auf die Mietpreise wirken.

Zweitens kann die zusätzliche Liquidität dazu genutzt werden, Unternehmensanteile zu kaufen (bzw. geringer Verzinsten Unternehmenskredite zu gewähren). Die Boomphasen auf den Immobilienmärkten waren in der Regel mit Boomphasen auf den Aktienmärkten verbunden. Die zusätzliche Liquidität, die den Unternehmen zur Verfügung gestellt wird, bewirkt Kostensenkungen bei der Beschaffung von Eigen- (und Fremdkapital). Diese 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 Nullzinspolitiken der großen Zentralbanken noch deutlicher geworden. Sie haben die Unternehmenssektoren in vielen Industrieländern (einschließlich China) zu Nettosparern (statt Nettokreditnehmern) transformiert (Schnabl 2015).

Drittens können Finanzinstitute die zusätzliche Liquidität für den Ankauf von Staatsanleihen verwenden. In den 1990er Jahren lagen die Schuldenstände in den meisten Industrieländern bereits sehr viel höher als in den 1970er Jahren. Die strukturellen

⁹ Die Theorie der relativen Preise, nach der nach einem expansiven monetären Impuls zunächst die Vermögenspreise ansteigen und der Impuls dann auf Konsumentenpreise übergeht, ist damit zunächst ausgesetzt.

Zinssenkungen (Abb. 1) der Zentralbanken geben den Staaten einen Anreiz die Schuldenstände zu erhöhen, weil ceteris paribus die Zinslast sinkt.¹⁰ Boomphasen auf den Finanzmärkten geben einen Anreiz zur Erhöhung der Staatsausgaben, weil die Steuereinnahmen schnell steigen. Nach dem Platzen von Finanzmarktblasen trägt die Schiefelage der Finanzinstitute dazu bei, dass die Schuldenlast des Staates weiter steigt, weil die Konjunktur schwächelt und die Risiken der Finanzinstitute in Schiefelage durch Nationalisierung und/oder Rekapitalisierung auf den Staat übertragen werden. Im Verlauf der schwelenden Krise werden in den Bilanzen der privaten Finanzinstitute Kredite an den privaten Sektor durch Kredite an den öffentlichen Sektor ersetzt, weil dies die Erfüllung der Basel-Eigenkapitalanforderungen erleichtert. Langfristig wird private Nachfrage durch öffentliche Nachfrage ersetzt, was Konsumentenpreisinflation reduziert.

Auch aus Finanzmarktperspektive muss der zunehmende Anreiz für Banken in drohender Schiefelage Staatsanleihen zu halten als wichtigster Faktor für das Zusammenbrechen des Transmissionskanals von expansiver Geldpolitik zu Inflation gesehen werden. Die wachsenden Käufe von Staatsanleihen durch die Geschäftsbanken drücken die langfristigen Zinsen als zentrale Indikatoren für Inflationserwartungen. Dieser inflationsdämpfende Effekt wird dann weiter verstärkt, wenn die Zentralbanken (wie in Japan, USA und dem Eurogebiet) im Zuge unkonventioneller Geldpolitik direkt Staatsanleihen kaufen. Von der Nachfrageseite haben die zusätzlichen schuldenfinanzierten Staatsausgaben nur bedingt Auswirkungen auf die Konsumentenpreise, da sie in der Krise erfolgen und typische staatliche Ausgabenkategorien (Infrastruktur) allenfalls indirekt in den Warenkörben der Konsumentenpreisindizes vertreten sind.

Nur wenn sich im Verlauf der Finanzmarktblasen die Wirtschaftssubjekte durch den Anstieg der Vermögenspreise oder den raschen Anstieg ihrer Einkommen reicher fühlen und durch sogenannte Vermögenseffekte der Konsum steigt, steigt auch die Inflation. Dieser Effekt wird in einer globalisierten Welt jedoch durch drei Effekte gedämpft bzw. zeitlich verzögert. Erstens werden die Vermögenseffekte beim Konsum verzö-

¹⁰ So konnte beispielsweise in Japan der öffentliche Schuldenstand von 66% (1985) auf 240% (2013) des BIP steigen, ohne dass sich das Verhältnis des Zinsdienstes an den gesamten Ausgaben der Zentralregierung maßgeblich verändert hat (Schnabl 2015).

gert, weil sich Konsumgewohnheiten nur langsam an ein verändertes (gefühltes) Vermögens- und Einkommensniveau anpassen. Zweitens konzentrieren sich die Spekulationsgewinne auf kleinere Bevölkerungsgruppen, die in den meisten Ländern einen Großteil der Vermögen halten. Die oft zusätzlich konsumierten Luxusgüter (einschließlich teurer Immobilien) sind in den Warenkörben, die der Berechnung der Konsumentenpreis-inflation zugrunde liegen, unterrepräsentiert. Drittens werden die Vermögenspreis- und Inflationseffekte nationaler Geldpolitik oft nicht im Inland, sondern im Ausland sichtbar, weil das Kapital ins Ausland abfließt (Hoffmann und Schnabl 2014).

Das verzögerte Anheben der Leitzinsen, das von einer konsumentenpreisbasierten Regel ausgeht, bringt damit die spekulative Blasen erst zum Platzen, wenn diese bereits ein beträchtliches Ausmaß erreicht haben. Je größer die platzende Blase, desto größer ist – aufgrund des Prinzips „*too big too fail*“ – auch die Wahrscheinlichkeit des Bail Outs. Die negativen Konjunkturreffekte des Platzens der Blasen in Form von Kreditklemmen und Bilanzrezessionen (Koo 2003) erzwingen bei geringer Inflation von den Zentralbanken erneute, immer größere Runden der geldpolitischen Expansion.

Im Verlauf der reiterativen Schleifen von Zinssenkungen zu Finanzmarktblasen zurück zu Zinssenkungen und so fort¹¹ 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. Dies ist besonders deutlich für die Bank of Japan zu beobachten, die seit 1999 den Leitzins nahe Null hält und den Ausstieg aus der Nullzins- und unkonventionellen Geldpolitik stetig vertagt und die Zentralbankbilanz immer weiter aufgebläht (Schnabl 2015). In Europa und den USA deuten sich ähnliche Hysterese-Prozesse an.

Könnten die Zentralbanken problemlos Inflation schaffen, indem sie statt kostenlosen Krediten an die Banken direkte Transfers an die Konsumenten leisten? Nach Bernanke (2000) können Zentralbanken Geld in unendlicher Menge emittieren. Wäre das Preisniveau unabhängig von der Geldbasis, könnten die Zentralbanken unbegrenzt Güter

¹¹ Siehe Schnabl und Hoffmann (2008) zu wandernden Blasen.

und Vermögenswerte kaufen, ohne dass sich deren Preisniveau erhöhen würde. Da dies unmöglich ist, muss es zu einem Preisanstieg kommen, wenn die zusätzliche geschaffene Liquidität für den Kauf von im Konsumentenpreisindex verankerten Gütern verwendet würde. Dies kann z.B. durch den Abwurf von Geldscheinen aus dem Helikopter erreicht werden (Helikoptergeld).¹² Dies geschieht jedoch nicht, sondern es wird der unwägbarere Umweg über den Bankensektor genommen.

4. Umverteilungseffekte und Reallohnrepression

Nach Cantillon (1931: 103-112) 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 (1931: 105) 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.“

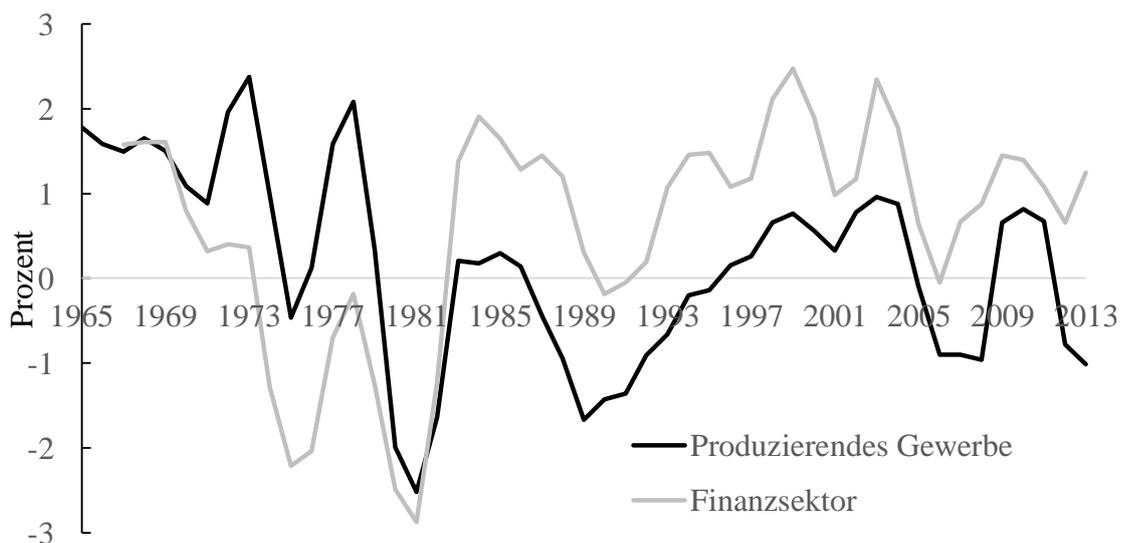
Die Überlegungen Cantillons können stilisiert wie folgt auf die heutige Welt übertragen werden. Die Gold- oder Silbermine ist die Zentralbank, die das öffentliche Zahlungsmittel – hier in Form von Papiergeld oder elektronischem Geld (Fiat Money) – schaffen kann. Der Besitzer der Zentralbank ist in der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

¹² 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 die Bargeldbestände im Umlauf, während das Eigenkapital schrumpft. Helikoptergeld hat eine fiskalische Wirkung. Im ersten Fall nur, wenn die erworbenen Vermögenswerte an Wert verlieren.

Umverteilungseffekte gehen von den Finanzmärkten 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. 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.

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

Abb. 5: Lohnentwicklung im Industrie- und Finanzsektor der USA



Quelle: IWF.

Aus der Sicht von Vermögensbeständen (die mit den Einkommen korreliert sind) profitieren Bevölkerungsschichten, die große Vermögenswerte halten gegenüber Bevölkerungsschichten mit geringen Vermögen. Abb. 6 bringt für Japan, Deutschland und die USA die Preisentwicklungen auf den Aktienmärkten (als Proxy für Preisentwicklungen auf den Vermögensmärkten) mit Veränderungen in der Einkommensverteilung in Verbindung.¹³ Auf den rechten Achsenabschnitten sind die Anteile der Einkommen der Top-1%-Einkommensbezieher am gesamten Volkseinkommen (einschließlich Kapitaleinkommen) abgetragen. Auf der linken Achse sind die Aktienpreise auf 2010=100 indiziert.

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 der Top-1%-Einkommensbezieher an den gesamten Einkommen verbunden. Zwar ist in Krisen zunächst 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 Boomphasen erreicht wurde. Werden durch die geldpolitischen Rettungsaktionen neue Blasen begünstigt, können die Einkommensanteile der Privilegierten weiter gehoben werden.

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 Top-1% an den Gesamteinkommen in den USA geht in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre mit den spekulativen Übertreibungen auf dem japanischen Ak-

¹³ Es liegt die Annahme zugrunde, dass sich die Vermögen auf höhere Einkommenschichten konzentrieren. Zu einer detaillierten Analyse des Beziehungsgeflechts zwischen Einkommens- und Vermögenskonzentration siehe Paqué (2014), der in Antwort auf Piketty (2014) das Phänomen wachsender Einkommensungleichheit aus wirtschaftshistorischer und realwirtschaftlicher Perspektive reflektiert. Paqué (2014) und Piketty (2014) analysieren wachsende Ungleichheit auf der Grundlage realwirtschaftlicher Zusammenhänge, während die vorliegende Analyse das Problem aus geldpolitischer Sicht betrachtet. Die Verknüpfung der realen und monetären Sicht soll Gegenstand weiterer Forschung sein.

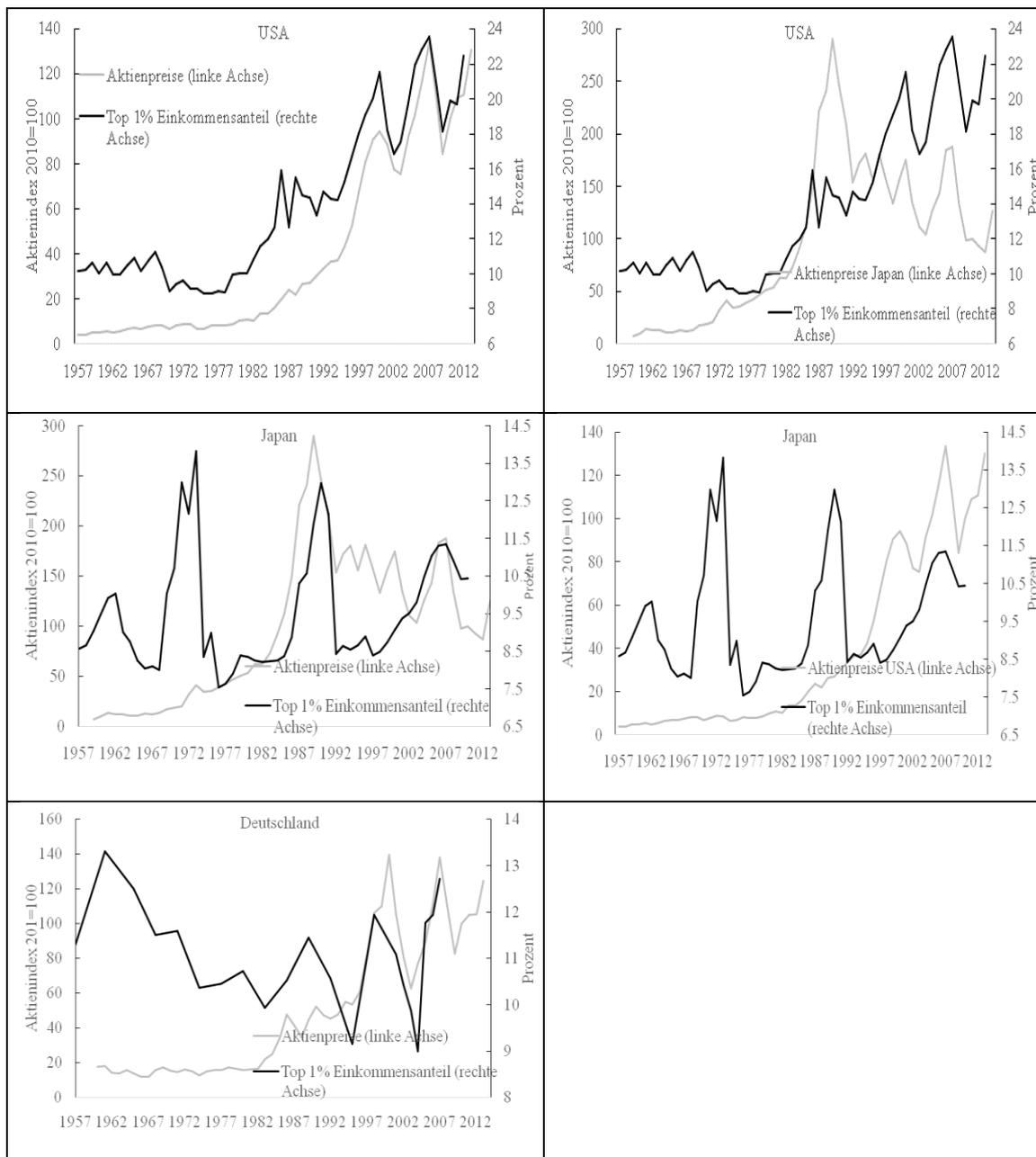
tenmarkt einher. Insgesamt ist der Anteil der Einkommen der Top-1%-Einkommensbezieher in den USA seit dem Amtsantritt von Alan Greenspan im Jahr 1987 von ca. 13% auf knapp 23% im Jahr 2012 angestiegen.

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 Boomphasen auf den internationalen Kapitalmärkten – hier repräsentiert durch die Aktienmärkte der USA – wieder stark angestiegen.

Für Deutschland sind weniger Daten hinsichtlich der Einkommensverteilung verfügbar. Doch es wird deutlich, dass zwischen den Jahren 1995 und 2007 der Anteil der Top-1%-Einkommensbezieher 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 vermögenderen Einkommenschichten konzentriert.

Die wachsende Konzentration von Einkommen auf hohe Einkommenschichten stellt die Frage nach den Überwälzungskanälen auf die niedrigeren Einkommenschichten. Es gilt Hayeks (1944: 166) 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.“*

Abb. 6: Aktienpreise und Einkommensverteilung in USA, Japan, Deutschland

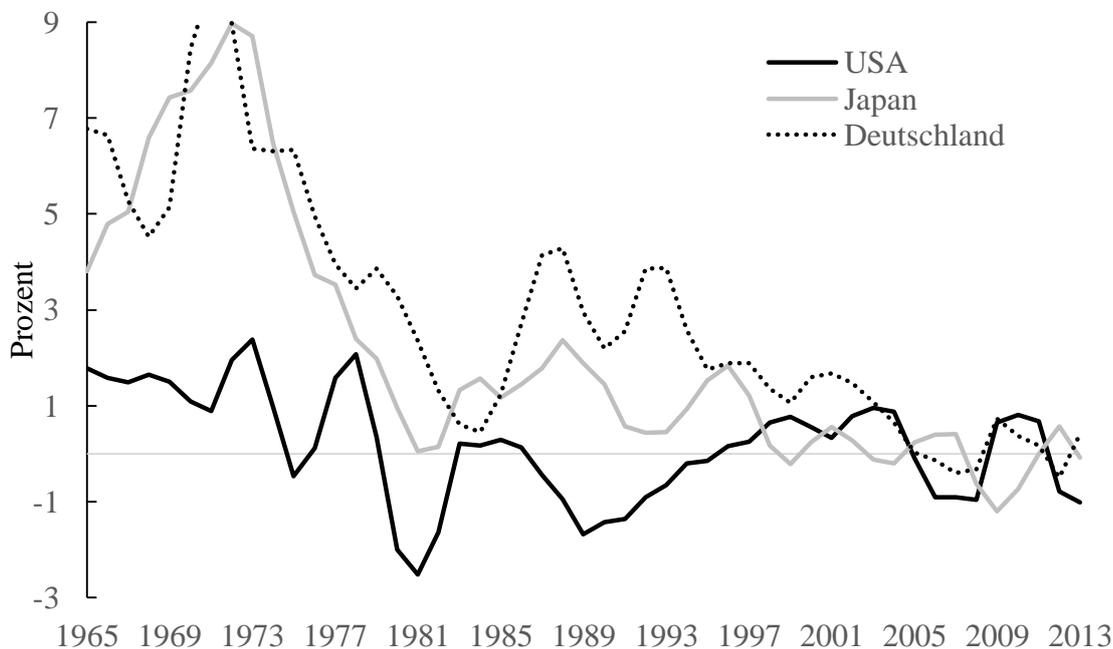


Quelle: OECD, Main Economic Indicators (Aktienpreise); The World Top Incomes Database (Einkommensanteil). Einkommen inklusive Kapitalerträge.

In den 1970er Jahren führte die schnell steigende Inflation in den Industrieländern trotz deutlicher Nominallohnsteigerungen zu einem drastischen Verfall des Reallohnanstiegs (Abb. 7), der in den USA Ende der 1970er Jahre sogar negativ war. Für Deutschland und Japan bedeuteten die 1970er Jahre das jähe Ende der Nachkriegs-Wirtschaftswunder. Seit den einschneidenden Finanzkrisen Ende der 1990er Jahre, konvergieren die Wachstumsraten in den meisten Industrieländern gegen Null. Während bei positiven

Wachstumsraten bei Umverteilungseffekten der Geldpolitik alle Bevölkerungsschichten von mehr oder weniger großen Realloohnerhöhungen profitieren können, sind bei einem Nullwachstum relative Einkommensgewinne einer Bevölkerungsschicht mit Einkommensverlusten anderer Schichten verbunden. Geht man beispielsweise davon aus, dass spätestens ab der japanischen Finanzmarktkrise (1998) das durchschnittliche reale Lohnniveau in Japan sogar sinkt (Schnabl 2014), müssen die relativen Einkommensgewinne privilegierter Einkommensschichten mit absoluten realen Lohnsenkungen der unteren und mittleren Einkommensschichten verbunden sein.

Abb. 7: G3 Reallohnsteigerungen (1965-2013)

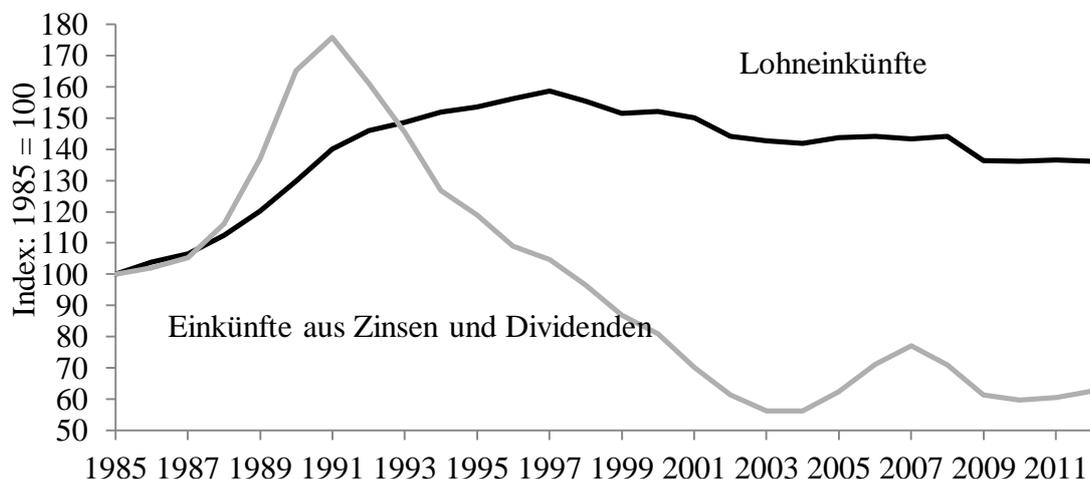


Quelle: IWF.

Die Überwälzungskanäle sind vielfältig. Unter anderem werden die Renditen von risikoarmen Anlageformen wie Spareinlagen und Staatsanleihen, die oft von der Mittelschicht gehalten werden, nominal gegen Null und real ins Negative gedrückt (finanzielle Repression, Hoffmann und Zemanek 2012). Der wichtigste Kanal ist jedoch die Reallohnrepression. Da die Finanzkrisen (und von überschwänglichen Boomphasen auf den Finanzmärkten ausgelöste öffentliche Ausgabenabenteuer) die Staatsverschuldung nach oben treiben, sehen sich Regierungen in der Krise gezwungen, die Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor gering zu halten. Der öffentlichen Austerität folgt über die Signaleffekte öffentlicher Lohnabschlüsse Lohnzurückhaltung im privaten Sektor.

Abb. 8 zeigt für Japan, wie die seit dem Platzen der japanischen Blasen Ende 1989 mit der Nullzinspolitik die Einkommen aus Kapitalerträgen, Vermietung und Dividenden stark gesunken sind und seit der japanischen Finanzmarktkrise (1998) auch das reale Lohnniveau stetig fällt. 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 cum finanzielle Repression sind wiederum die wichtigsten Bestimmungsgründe für schwache private Nachfrage und damit geringe Konsumentenpreis-inflation.

Abb. 8: Entwicklung der realen Lohn- und Zinseinkommen in Japan



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

Im Ergebnis werden die weithin der Inflation zugeschriebenen negativen Umverteilungs- und Reallohneffekte auch ohne Konsumentenpreis-inflation über den Umweg von Boom-und-Krisen-Zyklen auf den Finanzmärkten erreicht. Wird einer der betroffenen Bevölkerungsschichten z.B. durch Mindestlöhne geschützt, dann werden die bestehenden Lasten zu einem größeren Maße auf den verbleibenden Teil der Bevölkerung verschoben. Eine Geldpolitik, die seit Mitte der 1980er Jahre hinter dem Feigenblatt geringer Inflation die Finanzmärkte inflationiert, Umverteilung zugunsten vermöglicher Einkommensschichten bewirkt und damit Reallohnrepression für breite Bevölkerungsschichten begünstigt, dient nicht dem Wohlstand der Nationen, sondern dem Luxus kleiner Eliten.

5. Wirtschaftspolitische Implikation

Die Deutsche Bundesbank scheint jüngst die defekte geldpolitische Transmission über den Lohnkanal kicken zu wollen, indem sie die deutschen Tarifpartner zu Lohnerhöhungen ermutigt hat (Plickert und Kreuzburg 2014). Das TLTRO-Programm (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) der Europäischen Zentralbank will die Kreditvergabe der Banken direkt an den Unternehmenssektor lenken, indem er für die Kreditvergabe an die Geschäftsbanken die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor zur Bedingung macht (Europäische Zentralbank 2014). Doch das Problem ist grundsätzlicher: Die defekte Regel bedarf einer Korrektur. Regeln sollen nicht nur zielorientiert, einfach und stabil sein (Barro und Gordon 1983a), sondern auch an Änderungen der zugrundeliegenden Strukturzusammenhänge anpassungsfähig sein.

Zwischen Stabilität und Anpassungsfähigkeit besteht zwar ein Konflikt. Geldpolitische Regeln sollten diskretionäres, zeitinkonsistentes Handeln verhindern. Nun scheint es so, als ob die Inflationsziele als geldpolitische Regelwerke als Feigenblatt für die Zentralbanken dienen, von der Verantwortung für die immensen Verzerrungen auf den Finanzmärkten mit Verweisen auf niedrige Inflationsraten abzulenken. Der wirtschaftspolitische Fehler liegt jedoch in der unterlassenen Reform der Regel. Dies hat es den Zentralbanken erlaubt, neue Ziele wie die Stabilisierung der Finanzmärkte und die Finanzierung von Staatsausgaben zu verfolgen.

Derzeit ist dieses Handeln noch politisch opportun. Es profitieren die Zentralbanken, die zu den führenden wirtschaftspolitischen Spielern geworden sind. Die Politik profitiert, weil die Liquiditätsschwemme der Zentralbanken Strukturreformen vermeiden hilft und sie bei historisch hohen Schuldenständen in Krisen des konjunkturellen Stabilisierungsdrucks entbunden wird. Im Schatten dieser politischen Zufriedenheit realisiert der Finanzsektor paradiesische Windfall-Profiten (Q-Gewinne), was aber zu Umverteilungseffekten zugunsten der Reichen und für große Teile der Bevölkerung zu Einkommensrepression führt.

Aus der Sicht eines Großteils der Bevölkerung wäre eine Reform der Regel daher dringlich angezeigt, auch wenn dies zunächst mit einer schweren Anpassungsrezession verbunden sein wird. Geschieht dies nicht, dann wird bei Wahlen die schwellende Unzufriedenheit über reale Einkommensverluste zur weiteren politischen Polarisierung beitragen. Für Europa haben diese schwelenden Verteilungskonflikte nicht nur eine nationale Dimension, sondern auch eine supranationale Dimension. Um einer weiteren politischen Polarisierung in Europa entgegenzuwirken, müssten die Preisentwicklungen auf den Finanzmärkten in der einen oder anderen Form Eingang in die geldpolitischen Zielfunktionen finden. Die Zentralbanken könnten sogar ihre hinter den Inflationszielen verfolgte Politik der Finanzmarktpreisstabilisierung weiter verfolgen. Nur müsste die Regel in Boom- und Krisen-Zeiten symmetrisch sein.

Literatur:

- Adrian, Tobias / Shin, Hyun Song (2008): Liquidity, Monetary Policy and Financial Cycles. *Current Issues in Economics and Finance* 14, 1.
- Barro, Robert / Gordon, David (1983a): A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy* 91, 4, 589-610.
- Barro, Robert / Gordon, David (1983b): Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics* 12, 101-121.
- Bernanke, Ben (2000): Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis? In: Mikitani, Ryoichi / Posen, Adam (eds.): *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, Institute for International Economics, Washington, DC. 149-166.
- Bernanke, Ben (2004): *The Great Moderation*. Speech at the meetings of the Eastern Economic Association, 20.2.1014, Washington, DC.
- Bernanke, Ben (2005): *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia.
- Bernanke, Ben (2014): *The Federal Reserve: Looking Back, Looking Forward*. Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Philadelphia, 3 January 2014.
- Berthold, Norbert (2014): Irgendwie, irgendwo, irgendwann. Wächst die Gefahr der Inflation? *Blog Wirtschaftliche Freiheit* 29.7.2014.
- Blinder, Alan / Reis, Ricardo (2005): Understanding the Greenspan Standard. *Princeton University, Department of Economics, Center for Economic Policy Studies Working Papers* 88.
- Boskin, Michael et al. (2010): Open Letter to Ben Bernanke. *Hoover Institution Editor* 15.11.2010.
- Brunnermeier, Markus / Schnabel, Isabel (2014): Bubbles and Central Banks: Historical Perspectives. *Mimeo*.
- Cantillon, Richard (1931): Abhandlung über die Natur des Handels im allgemeinen, Jena.
- Draghi, Mario (2014a): *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, Frankfurt am Main, 27 February 2014
- Draghi, Mario (2014b): Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A), Frankfurt am Main, 9 January 2014.

- Draghi, Mario (2014c): Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A), Mario Draghi, President of the ECB, Frankfurt am Main, 4 September 2014
- Europäische Zentralbank (2014): ECB Announces Monetary Policy Measures to Enhance the Functioning of the Monetary Transmission Mechanism, Frankfurt 5.6.2014.
- 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. *Macmillan: Basingstoke.*
- Hayek, Friedrich August von 1944: *Der Weg zur Knechtschaft.* Reprint von 2011. Olzog Verlag, München.
- Häring, Nobert (2014): Ben Bernanke empfiehlt Zentralbankschecks an alle Haushalte als Mittel gegen Deflation. *Blog Norbert Häring: Geld und mehr* 4.9.2014.
- Hoffmann, Andreas / Schnabl, Gunther (2011): A Vicious Cycle of Manias, Bursting Bubbles and Asymmetric Policy Responses – An Overinvestment View. *The World Economy* 34, 3, 382-403.
- Hoffmann, Andreas / Zemanek, Holger (2012): Financial Repression and Debt Liquidation in the US and the Euro Area. *Intereconomics: Review of European Economic Policy* 47, 6, 344-351.
- Koo, Richard (2003): Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications. New York: *Wiley and Sons.*
- Lucas, Robert E. (1976): Econometric Policy Evaluation: A Critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1, 19–46.
- Kydland, Finn / Prescott, Edward (1977): Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy* 85, 473-490.
- Neumann, Manfred (2012): Draghi auf De-Montage. *Markt-Ruf* vom 21.11.2012.
- Nordhaus, William (1975): The Political Business Cycle. *Review of Economic Studies* 42, 169-190.
- Paqué, Karl-Heinz (2014): Gibt es doch Gesetze des Kapitalismus? Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 21.09.2014.
- Piketty, Thomas (2014): *Capital in the Twenty-First Century*, Harvard University Press.

- Plickert, Philip / Creutzburg, Dietrich (2014): Bundesbank-Chef für 3% Lohnanstieg. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 30.7.2014.
- Samuelson, Paul / Solow, Robert (1960): Problem of Achieving and Maintaining a Stable Price Level. Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy. *American Economic Review Papers and Proceedings of the Seventy-second Annual Meeting of the American Economic Association* 50, 2, 177-194.
- Schnabl, Gunther / Hoffmann, Andreas (2008): Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – An Overinvestment View. *The World Economy* 31, 9, 1226-1252.
- Schnabl, Gunther (2012): Monetary Policy Reform in a World of Central Banks. *Working Papers on Global Financial Markets* 26.
- Schnabl, Gunther (2015): Monetary Policy and Structural Decline: Lessons from Japan for the European Crisis. Forthcoming in *Asian Economic Papers* 14 (2015).
- 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 Spill-Over in an Asymmetric World Monetary System: The United States versus China. *Working Papers on Global Financial Markets* 33.
- Stark, Jürgen 2014: Die EZB auf dem Weg zur Bad Bank. *Handelsblatt* 9.9.2014, 12-13.
- Taylor, John B. (1993): Discretion Versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195-214.
- Weizsäcker, Christian von (2013): Public Debt and Price Stability. *German Economic Review* 15, 1, 42-61.
- Winkler, Adalbert (2014): Dauerkritik an der Europäischen Zentralbank. Falsch angewendete Theorie untergräbt Vertrauen in die Geldpolitik. *Wirtschaftsdienst* 94, 7, 479-486.