

Geldpolitik, Preisniveaustabilität und Finanzstabilität

Albrecht Michler[#] & Franz Seitz⁺

Februar 2017

[#] DZ Privatbank S.A. Luxemburg
4, rue Thomas Edison
L-1445 Luxembourg-Strassen
Luxembourg
albrecht.michler@dz-privatbank.com

⁺ Ostbayerische Technische Hochschule
Weiden
Hetzenrichter Weg 15
D-92637 Weiden
Germany
f.seitz@oth-aw.de

Abstract

Nach den Krisen der letzten Jahre ergab sich eine erneute Diskussion über das Mandat von Zentralbanken. Einerseits wurde gefordert, das Preisstabilitätsziel zu überdenken und neu zu formulieren. Andererseits wurde dafür plädiert, dass Zentralbanken ihr Augenmerk auch verstärkt auf die Finanzstabilität richten sollten. Vor diesem Hintergrund untersuchen wir im Folgenden zunächst, ob Preisniveaustabilität als Hauptziel der Geldpolitik theoretisch und empirisch (noch) Sinn macht, auf welche gesamtwirtschaftliche Preisgröße man sich dabei stützen sollte und welche spezifische Rolle einer Deflation zukommt. In einem zweiten Schritt analysieren wir spezielle Entwicklungen auf ausgewählten Finanzmärkten, um die Frage nach einem ausgeweiteten Finanzstabilitätsziel beantworten zu können. Unsere Schlussfolgerungen sind, dass Preisniveaustabilität, unter Umständen definitivisch adjustiert, weiterhin das Hauptziel einer Zentralbank sein sollte und eine Beurteilung der Wirkungen von Deflation einer eingehenderen Analyse bedarf. Zwar sind die Entwicklungen auf den Finanzmärkten incl. der Bedeutung von Finanzkrisen im Zeitablauf wichtiger geworden. Dies sollte jedoch nicht als Vorwand dafür herhalten, einer Zentralbank ein zusätzliches Finanzstabilitätsmandat zu übertragen.

JEL: E31, E44, E52, E58

Schlüsselwörter: Geldpolitik, Preisstabilität, Deflation, Finanzstabilität

1. Einleitung, Fragestellung

Die Finanz-, Wirtschafts- und Staatsschuldenkrise der letzten 10 Jahre brachten es mit sich, dass speziell die Zentralbanken und ihre Politik verstärkt in den Mittelpunkt des wirtschaftspolitischen Interesses gerieten. Einerseits, da sie mit aus Auslöser der Finanzkrisen betrachtet wurden (siehe etwa Borio/Zhu, 2008; Taylor, 2008 sowie Issing, 2011). Andererseits aber auch, weil sie durch eine Neuausrichtung zur Lösung der und Verhinderung neuer Krisen beitragen sollten. In diesem Kontext wurde gefordert, die Zentralbanken sollten Finanzmarktentwicklungen und Finanzzyklen eine größere Aufmerksamkeit schenken (z. B. Borio, 2014). Eine Konzentration auf (Güter-)Preisstabilität alleine wäre nicht hinreichend für positive gesamtwirtschaftliche Ergebnisse. Statt dessen sollten sich die Zentralbanken aktiv gegen den Aufbau von Finanzkrisen und finanziellen Ungleichgewichten stellen. Begründet wird dieser Fokus auf Finanzmarktentwicklungen (neben dem Preisstabilitätsziel) mit der empirischen Beobachtung, dass in finanziellen Boomphasen Ressourcen in unproduktive Sektoren gelenkt werden mit der Konsequenz sinkender Produktivitätsraten. Und dieser negative Einfluss wird verstärkt, wenn auf die Boom- eine Krisenphase folgt (Borio/Kharroubi/Upper/Zampolli, 2015).¹ Diese Ideen haben inzwischen auch eine breitere Öffentlichkeit erreicht. So forderte der Chefvolkswirt der Commerzbank, Jörg Krämer (2016), kürzlich im Handelsblatt: "Die EZB braucht eine neue geldpolitische Strategie, die nicht nur für langfristige Preisstabilität, sondern auch für Finanzstabilität sorgt".

Vor diesem Hintergrund wird im zweiten Kapitel zunächst auf die Rolle von Preisstabilität für die Geldpolitik näher eingegangen. Dabei stehen die Messung, der Unterschied zwischen Inflation und Deflation sowie die Wirkungen letzterer im Vordergrund. Daran anschließend werden Finanzmarktentwicklungen im Kapitel drei kritisch analysiert. Entscheidend ist dabei die Beantwortung der Frage, ob diese Entwicklungen ein zusätzliches Finanzstabilitätsziel der Zentralbanken bzw. der Geldpolitik erfordern. Oder ob dies nicht besser durch eine von der Geldpolitik (und anderen Politikbereichen) unabhängige Bankenaufsichtsinstitution abgedeckt werden sollte. Die wesentlichen Aspekte und Schlussfolgerungen werden im letzten Abschnitt zusammengefasst.

¹ Die Finanzkrisen führten auch dazu, dass der Modellierung des Finanzsektors in Makromodellen eine größere Beachtung geschenkt wurde, siehe z. B. Brunnermeier et al. (2011) und Adrian & Shin (2011).

2. Inflation, Deflation, Preisstabilität

Seit den 80er Jahren des vergangenen Jahrhunderts und den negativen Erfahrungen mit hohen Preissteigerungsraten galt es eigentlich als Konsens, dass sich die Geldpolitik zuvorderst um Preis(niveau)stabilität kümmern sollte. Unterstützt wurde dies durch spätere Arbeiten mit Echtzeitdaten, die vor allem für den Fall der USA herausarbeiteten, dass die hohen Inflationsraten in den 70er Jahren hauptsächlich auf das Ergebnis einer Geldpolitik zurückzuführen waren, die sich zu sehr auf den nur unzuverlässig ermittelbaren Output Gap konzentrierte (Orphanides, 2001). Auf theoretischer Ebene wurde die Idee von Preisstabilität als primäres Ziel der Geldpolitik im Rahmen der neukeynesiansischen Makromodelle neu begründet. Die Instabilität des allgemeinen Preisniveaus ist in diesen Modellen ein guter Indikator für die Ineffizienz der Ressourcenallokation (Woodford, 2003).² Durch Preisstabilität wird dann automatisch auch ein effizientes Outputniveau erreicht, sodass es keinen Zielkonflikt zwischen Preisstabilität und Outputstabilisierung gibt.³ Hinter der Fokussierung auf Preisstabilität als primäres Ziel der Geldpolitik steckt in diesen Modellen also nicht die Idee, dass Schwankungen der Inflationsrate keine realen Effekte nach sich ziehen. Vielmehr wird sie mit den durch die Instabilität des Preisniveaus ausgelösten realen Verzerrungen begründet. Mit der Finanz- und Wirtschaftskrise und vor dem Hintergrund der effektiven nominalen Zinsuntergrenze und propagierter Deflationsgefahren wird von einigen Ökonomen allerdings gefordert, die Zentralbanken sollen von dem Ziel abrücken, und höhere Inflationsraten anstreben (z. B. Blanchard et al., 2010). Daher bietet es sich an, sich mit dem Preisstabilitätsziel sowie den Phänomenen Inflation und Deflation näher auseinander zu setzen.

2.1 Definition und Messung

Unter Inflation versteht man einen *kontinuierlichen* Anstieg des *gesamtwirtschaftlichen* Preisniveaus bzw. einen anhaltenden Rückgang der Kaufkraft des Geldes. Dem entsprechend ist Deflation ein *kontinuierlicher* Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus bzw. ein anhaltender Anstieg der Kaufkraft des Geldes. Und Preisstabilität bedeutet dann eben eine *dauerhafte* Konstanz des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus und der Kaufkraft des Geldes. Temporäre positive oder negative Preisveränderungsraten (z. B. aufgrund von

² Zuvor wurde eher auf die Nachteile durch Inflation im Sinne von willkürlicher Vermögenumverteilung, Shoe Leather Costs, Menukosten, Interaktionen mit einem nicht-indexierten Steuersystem, höhere Variabilität relativer Preise etc. verwiesen.

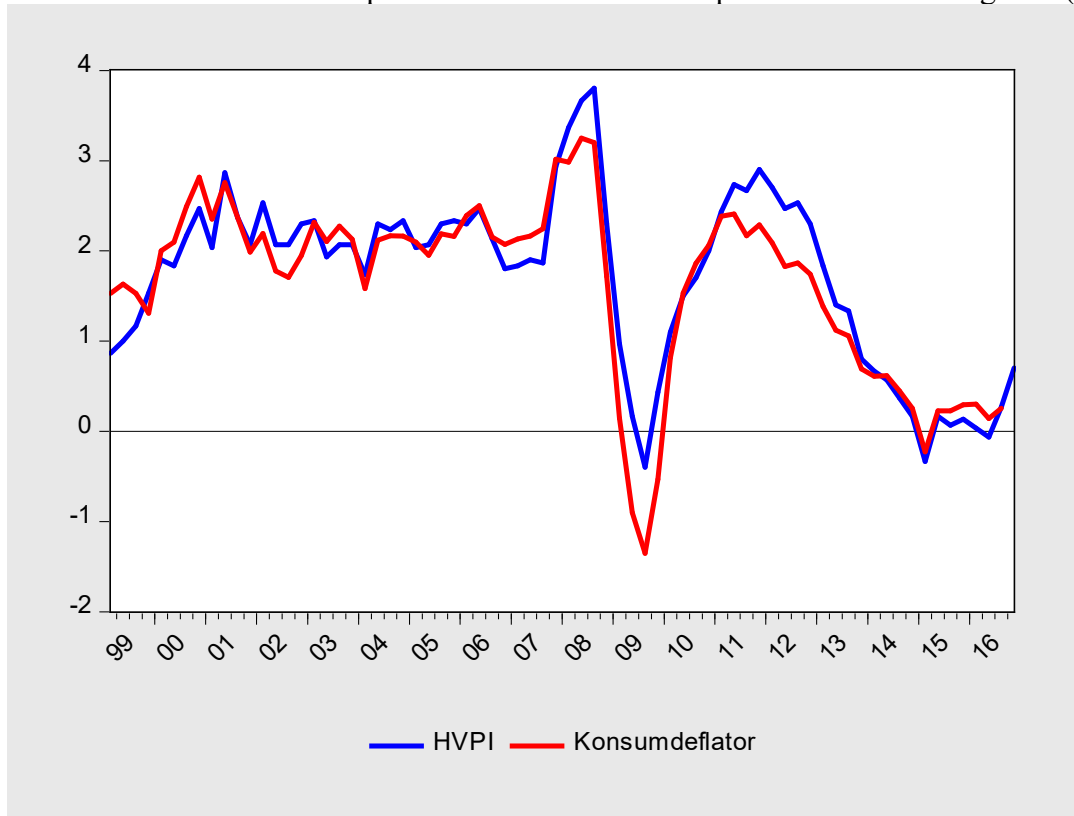
³ Die Preise, die dabei stabilisiert werden sollten, sind vor allem jene, die nur selten angepasst werden, da sie sich mit höherer Wahrscheinlichkeit auf dem falschen (ineffizienten) Niveau befinden können. .

Wechselkursbewegungen oder der Variation indirekter Steuern) stellen also keine Inflation oder Deflation dar.

Was wird nun unter einer gesamtwirtschaftlichen Preisgröße verstanden? Relativ eindeutig ist, dass es sich dabei nicht um Einzelpreise handeln kann, sondern alle gesamtwirtschaftlich relevanten Preise eingehen sollten. Üblicherweise, so auch im Euro-Währungsgebiet, in Großbritannien oder den USA, werden dabei Verbraucherpreise zugrunde gelegt. Die Teuerung wird also gemessen auf Verbraucherebene, nicht an anderen Preisgrößen (z. B. den Erzeugerpreisen oder dem BIP-Deflator). Dies ist konsistent mit der mikroökonomischen Theorie und marktwirtschaftlichen Grundlagen, nach denen es letztlich auf die Bedürfnisbefriedigung der Konsumenten ankommt. Als statistische Grundlage dient ein Verbraucherpreisindex, da die Öffentlichkeit mit diesem Index vertraut ist, der publizierte Wert nur selten revidiert wird, er hinreichend aktuell und auf Monatsbasis verfügbar ist. Der Verbraucherpreisindex wird in Deutschland vom Statistischen Bundesamt ermittelt und gibt an, wie sich die Ausgabensumme für einen repräsentativen „Warenkorb“ im Zeitverlauf ändert (intertemporale Preismessung). Da hierbei die Verbrauchsmengen über einen bestimmten Zeitraum konstant gehalten werden, zeigt ein solcher Index die reine Preisveränderung (Laspeyres-Preisindex). Aktuell werden 300.000 Einzelpreise erhoben, die zu 600 Güterarten zusammengefasst werden. Daraus wird über einen gewichteten Mittelwert die Inflationsrate errechnet.

Im Unterschied zum Euro-Währungsgebiet orientiert sich die Fed in den USA nicht am Verbraucherpreisindex, sondern am Deflator der privaten Konsumausgaben. Dadurch wird das Problem der konstanten Konsummengen eines Warenkorbs umgangen. Er ist allerdings nur auf Quartalsbasis verfügbar, was auf der anderen Seite aber den Vorteil hätte, dass man sich unabhängig von kurzfristigen (monatlichen) Ausschlägen machen würde. Für das Euro-Währungsgebiet sind beide Zeitreihen in Abb. 1 veranschaulicht. Die generelle Entwicklung ist zwar ähnlich. Es gibt aber immer wieder Perioden, in denen beide Reihen deutlicher voneinander abweichen (2008/09, 2011/12). Eine allgemeine Tendenz der Über- oder Unterschätzung durch eine Preisgröße kann jedoch nicht festgestellt werden. In den letzten Jahren unterschied sich die Preisentwicklung gemäß dieser beiden Raten kaum.

Abb. 1: EWU: Verbraucherpreisindex vs. Deflator der privaten Konsumausgaben (in %)



Quelle: EZB.

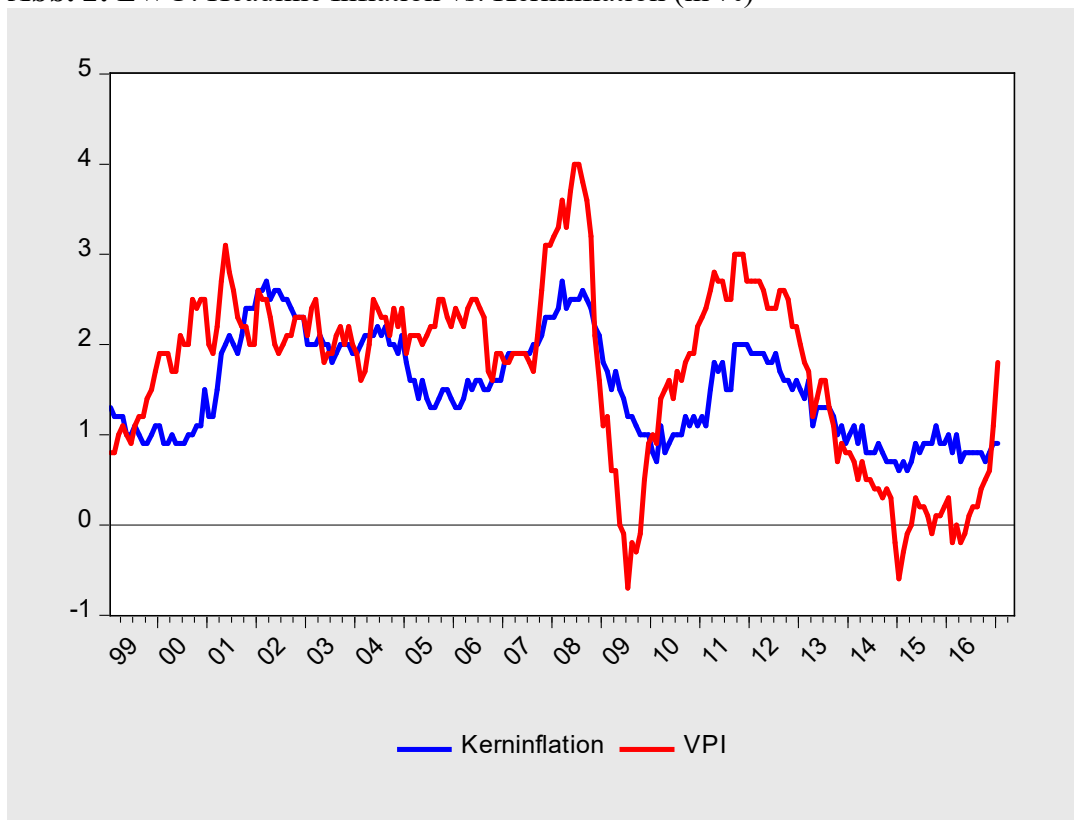
Man differenziert in einem nächsten Schritt zwischen der gesamten Preisentwicklung (Headline Inflation) und der Kerninflation, bei der bestimmte volatile Komponenten herausgerechnet werden (siehe Abb. 2).⁴ Die Kerninflation im Euro-Währungsgebiet verläuft definitionsgemäß "glatter" und war seit 1999 nie negativ. Seit Ende 2013 schwankt sie um einen Wert von 1 %.

Es stellt sich allerdings die Frage, warum die gesamtwirtschaftliche Preisentwicklung nur anhand der Preise von Gütern und Dienstleistungen gemessen werden soll. So sind in den letzten Jahren im Euro-Währungsgebiet vor allem die Vermögenspreise gestiegen, während der Verbraucherpreise eher stagnierten (siehe Abb. 3a). Besonders ausgeprägt waren die Preissteigerungen dabei in Deutschland (siehe Abb. 3b). Sollte die Orientierungsgröße für die Geldpolitik nicht umfassender definiert werden und auch Assetpreise, vor allem Aktien- und Rentenkurse sowie Immobilienpreise, enthalten? Diese Idee geht bereits auf Irving Fisher (1906) sowie Alchian & Klein (1973) zurück. Da Finanzmarktpreise in der Regel vor den Güterpreisen reagieren, wäre damit auch automatisch ein frühzeitiges geldpolitisches Gegensteuern verbunden. Bei der Konzentration auf Güterpreise wird Assetpreisen im Prinzip

⁴ Siehe zu unterschiedlichen Konzepten zur Berechnung von Kerninflationen Vega/Wynne (2003).

ein Gewicht von Null verliehen. Dadurch reflektiert der Index nur mehr die Preise aktueller Güterkäufe.

Abb. 2: EWU: Headline Inflation vs. Kerninflation (in %)



Quelle: EZB.

Werden Zukunftsgüter (Assetpreise) nicht berücksichtigt, fallen die Begriffe Inflation (Deflation) und abnehmender (zunehmender) Geldwert auseinander. Rösl & Tödter (2015) haben in diesem Zusammenhang mit dem Konzept der effektiven Inflationsrate (π^{eff}) ein Maß entwickelt, um den bereits heute realisierten Anstieg der Preise für den Zukunftskonsum zu berücksichtigen. Die Autoren gehen von einem Haushalt mit einem Finanzvermögen aus, das er auf verzinsliche Anlageformen (mit Anteil β) und unverzinsten Bestandteile (Bargeld und Sichteinlagen) aufteilt. Dann ergibt sich als ex-post Realzins nach Steuern (r)

$$r = \frac{i\beta(1 - \tau) - \pi}{1 + \pi},$$

wobei i der Nominalzins, π die Inflationsrate und τ der Steuersatz auf Kapitalerträge ist.

Welchen zukünftigen Konsum kann man nun mit dem Finanzvermögen realisieren? Dies hängt sowohl von der aktuellen Inflationsrate als auch vom Ertrag des verzinslich angelegten Vermögens ab. Für die effektive Inflationsrate π^{eff} ergibt sich dann (Rösl & Tödter, 2015, 46)

$$\pi^{eff} = -\frac{r}{1+r} = \frac{\pi - i\beta(1-\tau)}{1+i\beta(1-\tau)} \approx \pi - \theta i, \text{ mit } \theta = \beta(1-\tau).$$

Die für den künftigen Konsum relevante effektive Inflationsrate ergibt sich also aus der aktuellen Inflationsrate minus einer "Warteprämie" für aufgeschobenen Konsum. Bei sinkenden Nominalzinsen (und somit steigenden Kursen) wird die Warteprämie kleiner und die effektive Inflationsrate kann trotz unveränderter aktueller Inflationsrate ansteigen. Dabei ist der bereits heute realisierte Anstieg der Preise für den Zukunftskonsum mit berücksichtigt. Goodhart (2001) zeigt theoretisch, dass die Wohlfahrtsverluste durch Inflation reduziert werden können, wenn die Geldpolitik versucht, Preisstabilität anhand eines Index zu erreichen, der auch Finanzmarktpreise enthält. In der Praxis scheitert dieses Vorhaben allerdings an ungeklärten Gewichtungsfragen und des Problems der Definition einer gleichgewichtigen Preissteigerungsrate für Assets. Als Konsequenz wird deshalb in der Regel die Güter- und Finanzmarktseite getrennt betrachtet.

Abb. 3a: Asset- und Verbraucherpreise in Europa

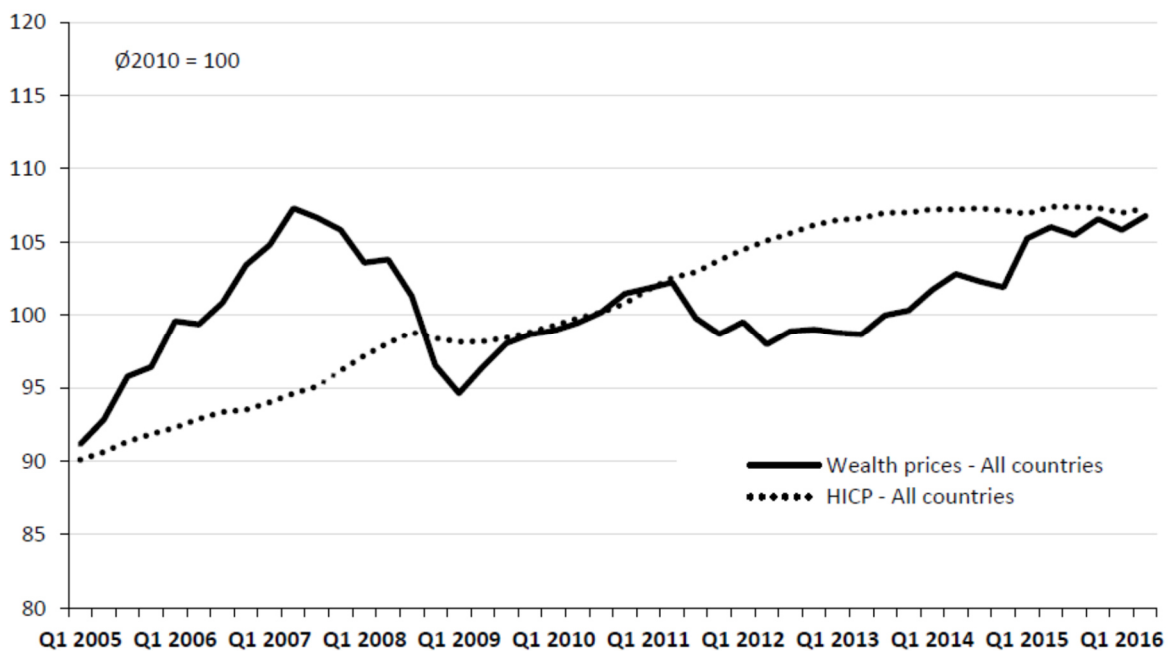
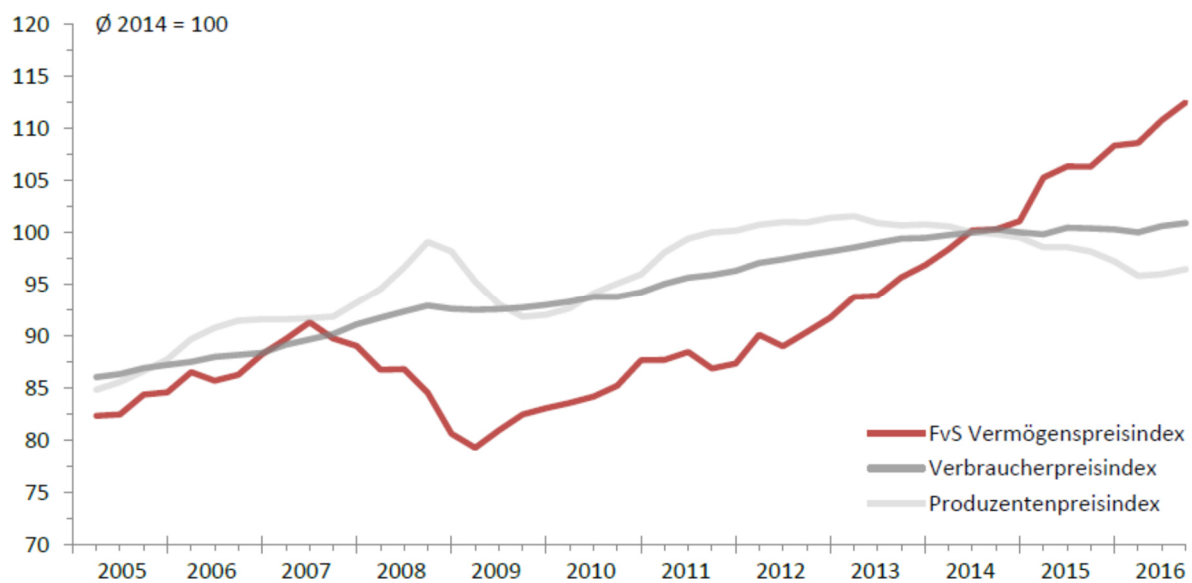


Abb. 3b: Asset- und Güterpreise in Deutschland



Quelle: Immenkötter (2016a, b).

Anmerkung: Der Vermögenspreisindex des Flossbach von Storch Research-Instituts erfasst (gewichtet) die Preisentwicklung des Sach- (z. B. Immobilien) und Finanzvermögens (z. B. Einlagen, Aktien und Rentenwerte). In den europäischen Index gehen die Länder Österreich, Belgien, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Italien, Niederlande, Portugal und Spanien ein.

Für die geldpolitische Praxis bedeutet dies eine fast ausschließliche Konzentration auf irgendeine Art von Verbraucherpreisindex. Dabei wird in der Regel nicht eine gemessene Inflationsrate von Null angestrebt, sondern eine positive Toleranzschwelle von bis zu 2 % akzeptiert. So strebt das Eurosystem eine Inflationsrate – gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex – von unter, aber nahe 2 % an.⁵ In diesem Sinne wurden die mit einer (geringen) Inflationierung verbundenen Kosten vom Eurosystem niedriger eingestuft als die Risiken, die in einem Niedriginflationsumfeld oder bei Deflation auftreten. Letztere basieren auf folgenden Argumenten:

- Der Verbraucherpreisindex basiert auf einem festen Warenkorb, was die Berechnung der tatsächlichen Preisniveauentwicklung erschwert und tendenziell zum Ausweis überhöhter Inflationsraten führt. Eine Inflationsrate von Null würde de facto bereits eine deflationäre Entwicklung signalisieren und das Risiko der fehlerhaften Inflationsmessung bestünde darin, dass die Geldpolitik nicht ausreichend expansiv ausgerichtet wird. Während vor und in der Anfangszeit der Währungsunion dieses Argument berechtigt war, führten statistische Verbesserungen bei der Preismessung allerdings dazu, dass es im Euro-Währungsgebiet nur

⁵ Die zunächst gewählte Formulierung einer Zunahme unter 2 % wurde im Rahmen der Strategieüberprüfung im Jahr 2003 vor dem Hintergrund der damaligen gedämpften wirtschaftlichen Entwicklung in dieser Hinsicht temporär abgeändert bzw. konkretisiert. Offiziell wurde aber die zuerst gewählte Spezifikation nie aufgegeben.

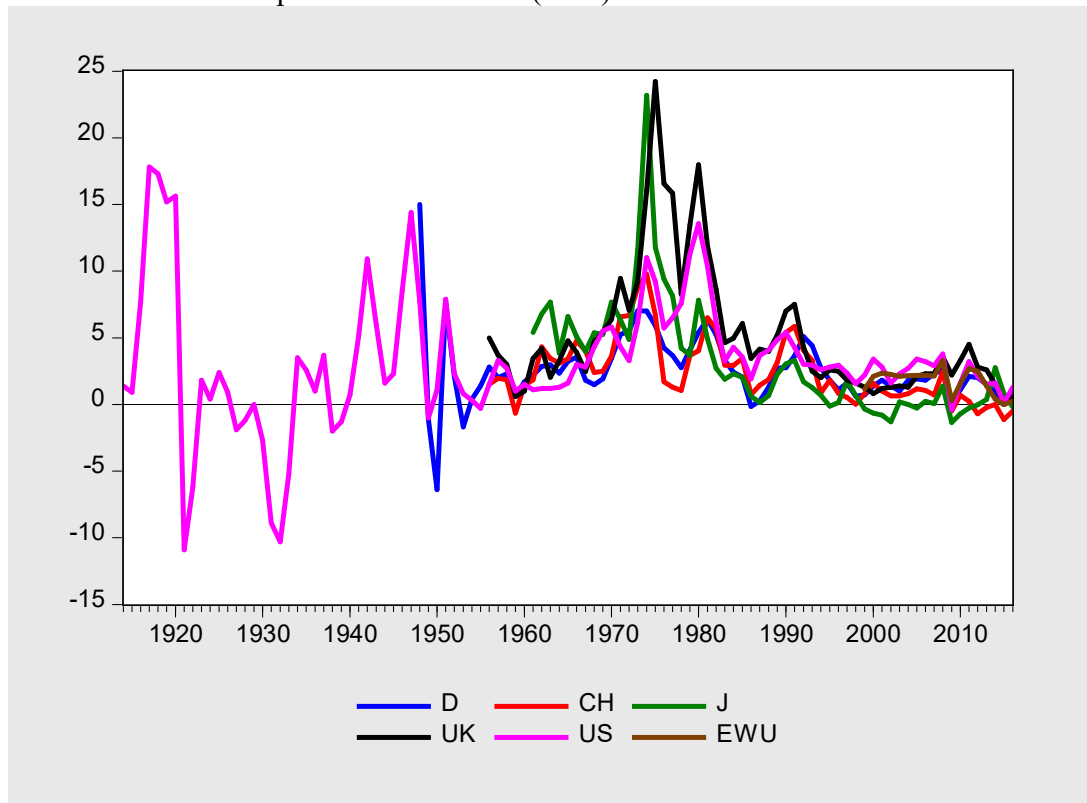
mehr wenig stichhaltig ist. So werden inzwischen beispielsweise die Gewichtungsschemata jährlich angepasst und Qualitätsänderungen mit Hilfe hedonistischer Verfahren berücksichtigt.

- Reallohnsenkungen als Anpassungsinstrument bei negativen Schocks werden in einem Umfeld niedriger Inflationsraten erschwert, da die Arbeitnehmervertreter Nominallohnsenkungen in der Vergangenheit nicht akzeptierten. Anpassungen im Verhalten von Tarifparteien auf ein verändertes Preisumfeld werden bei dieser Argumentation allerdings ausgeschlossen.
 - Durch den Puffer einer positiven Inflationsrate sollen Deflationsgefahren verhindert werden
- Damit wären wir schon bei dem Problemkreis "Deflation", der in den letzten Jahren nicht nur im Euro-Währungsgebiet, sondern z. B. auch in den USA, Großbritannien, Japan und der Schweiz die geldpolitische Diskussion stark prägte.

2.2 Deflation - Theorie und Empirie: The Good, the Bad and the Ugly

Bei Deflation geht es, wie gesagt, um einen anhaltenden Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus. Schauen wir uns dafür die Preisentwicklung über einen längeren Zeitraum in unterschiedlichen Währungsgebieten anhand der Verbraucherpreise (Abb. 4) und des BIP-Deflators (Abb. 5) an.

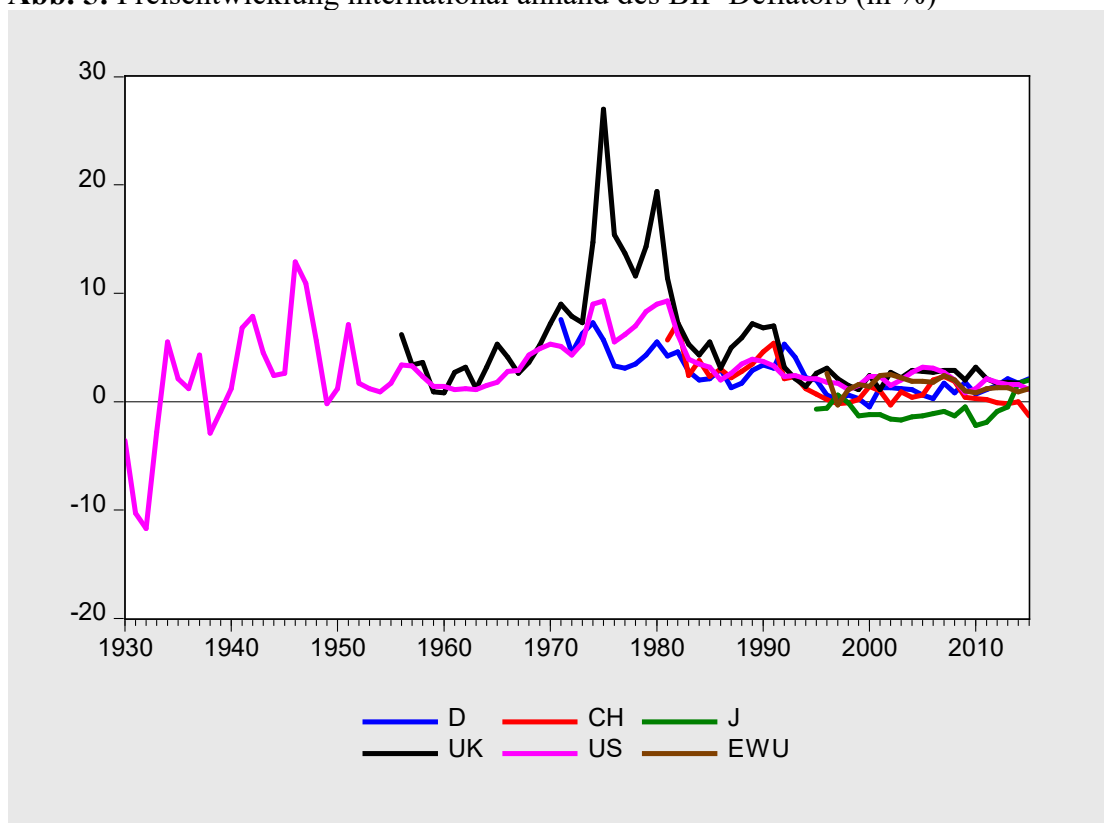
Abb. 4: Verbraucherpreise international (in %)



Quelle: EZB; nationale Statistiken.

Zunächst einmal zeigt die Verbraucherpreisentwicklung in Abb. 4, dass anhaltende und deutliche Preisrückgänge nur in den 20er und 30er Jahren des letzten Jahrhunderts auszumachen sind. Die Preise sanken jahrelang und zum Teil mit zweistelligen Raten. Dies verbindet man üblicherweise mit den negativen Eigenschaften einer Deflation. Im 21. Jahrhundert kann man dagegen höchstens temporär und dann auch nur schwach ausgeprägte Preissenkungen feststellen. Nicht einmal während der weltweiten Rezession 2009 waren größere Preisrückgänge zu beobachten. Was man ausmachen kann, ist über alle Länder hinweg jedoch ein rückläufiger Trend in den Inflationsraten. Beim BIP-Deflator sieht die Situation ähnlich aus. Nur im Falle Japans waren über eine Dekade lang rückläufige Preise im Ausmaß von bis zu -2 % feststellbar. Seit zwei Jahren sind allerdings auch dort wieder positive Preissteigerungsraten vorhanden. Bis auf das Jahr 2009 war das Wirtschaftswachstum in allen betrachteten Währungsgebieten allerdings auch bei sinkenden Preisen in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle positiv.

Abb. 5: Preisentwicklung international anhand des BIP-Deflators (in %)



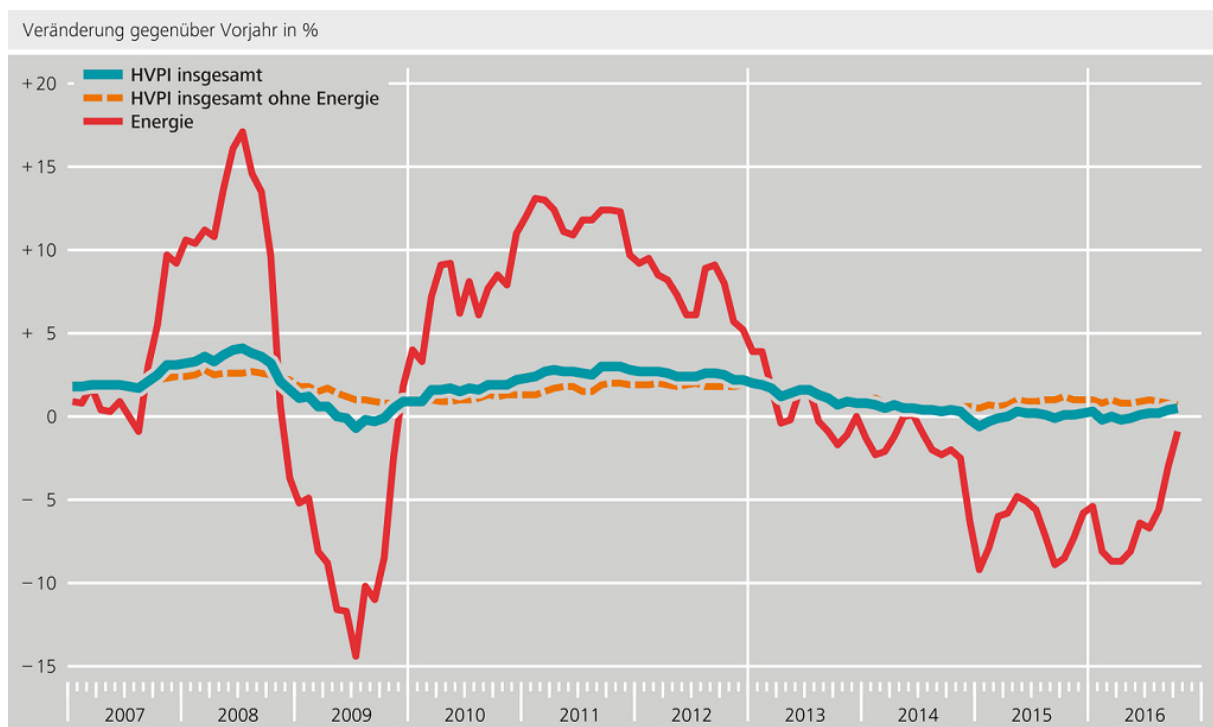
Quelle: EZB; IWF; nationale Statistiken.

Wenden wir uns nun stellvertretend und für eine nähere Analyse dem Euroraum zu. Aus den Abbildungen 1 und 2 wissen wir bereits, dass es seit Bestehen der Währungsunion nur zwei Phasen geringfügig sinkender Preise gab: 2009 und 2015/16. Ansonsten herrschten positive

Inflationsraten vor. Die Kerninflation, die den Inflationstrend abbilden soll, war seit 1999 noch nie im negativen Bereich.

Um eine tiefer gehende Ursachenanalyse für die Preisrückgänge durchzuführen, bietet es sich an, den Verbraucherpreisindex in Unterkategorien zu zerlegen. Abb. 6 zeigt, dass beide Phasen gekennzeichnet waren durch rückläufige Energiepreise. Die HVPI-Rate ohne Energie war dagegen stets positiv. Während dahinter 2009 der weltweite Konjunkturerinbruch stand, durch den auch die Energienachfrage zurückging, dominierten 2015/16 eher die Ausweitung der Fördermengen an Öl und Gas (Angebotseffekt). Anhand Abb. 7 ist zudem erkenntlich, dass seit 2014 eigentlich ausschließlich die Energiepreise zurückgingen. Sowohl die Nahrungsmittel- und Dienstleistungspreise als auch die Industrierzeugnisse nahmen, wenn auch auf niedrigem Niveau, zu. Die Energiepreise sind geldpolitisch allerdings kaum, zumindest kurz- bis mittelfristig, zu beeinflussen. Dies bekräftigte im Vorfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise die EZB auch immer wieder.⁶ Sie änderte jedoch ihre Meinung im Gefolge der Staatsschuldenkrise, indem sie fast mantrahaft in Pressekonferenzen, Reden und Veröffentlichungen auf die Gefahren einer Deflation verwies, die es zu bekämpfen gäbe.

Abb. 6: Verbraucherpreise im Euroraum (in %)

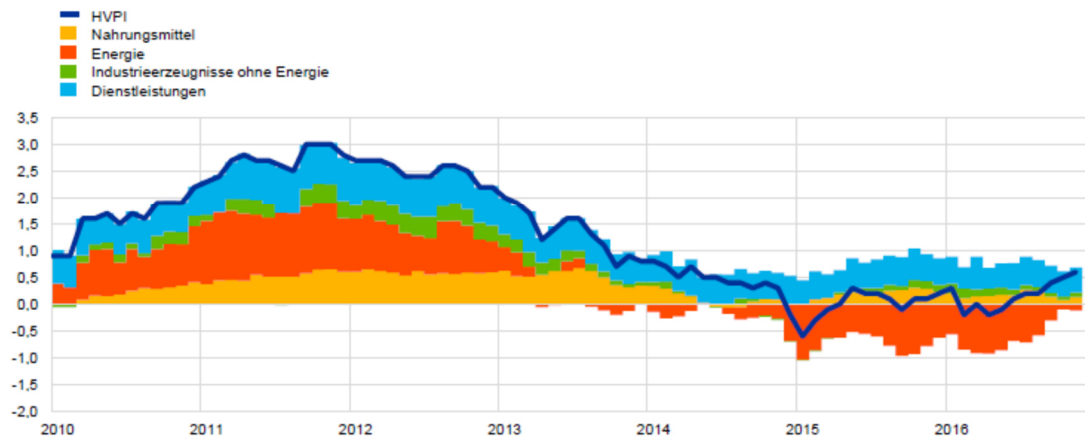


Quelle: Deutsche Bundesbank.

⁶ Siehe z. B. die Ausführungen im Editorial des Monatsberichts vom Februar 2005, in dem festgestellt wurde (EZB, 2005, 5): "Zwar unterliegen die kurzfristigen HVPI-Inflationsraten insbesondere im Hinblick auf die Ölpreise weiterhin gewissen Schwankungen, doch gibt es keine deutlichen Anzeichen dafür, dass sich im Euro-Währungsgebiet ein binnenwirtschaftlicher Preisdruck aufbaut. Daher hat der EZB-Rat die Leitzinsen unverändert auf ihrem historisch niedrigen Stand belassen."

Abb. 7: Beiträge ausgewählter Komponenten zu Gesamtinflation im Euroraum (in %)

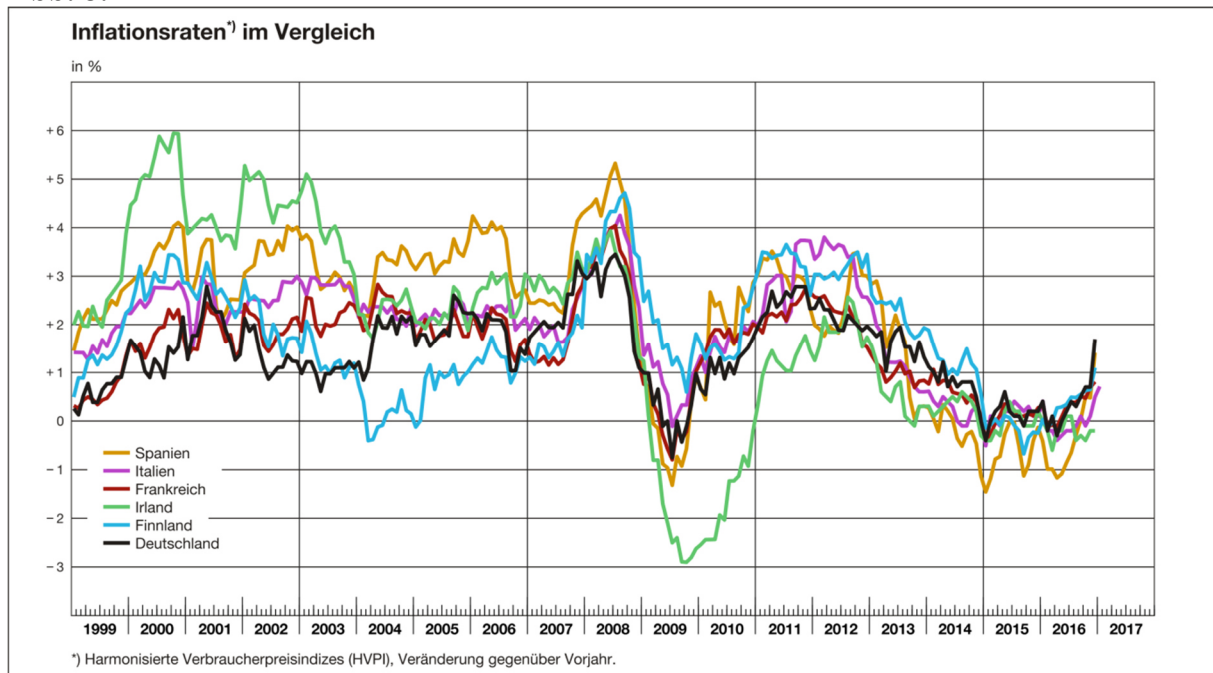
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

Durch die Heterogenität der Länder kommt in der EWU noch ein weiterer Aspekt hinzu. So wurden von den Krisenländern in Südeuropa und Irland Reformmaßnahmen sowohl politisch verlangt als auch durch die Marktkräfte zur Wiedergewinnung von internationaler Wettbewerbsfähigkeit ausgelöst. Innerhalb einer Währungsunion laufen diese Prozesse vor allem über Lohn- und Preissenkungen ab (siehe Abb. 8). Werden die Reformen umgesetzt, ist davon ein positiver Effekt für die einzelnen Länder, aber auch für die Währungsunion insgesamt zu erwarten.

Abb. 8: Nationale Inflationsraten im Euroraum



Quelle: Deutsche Bundesbank.

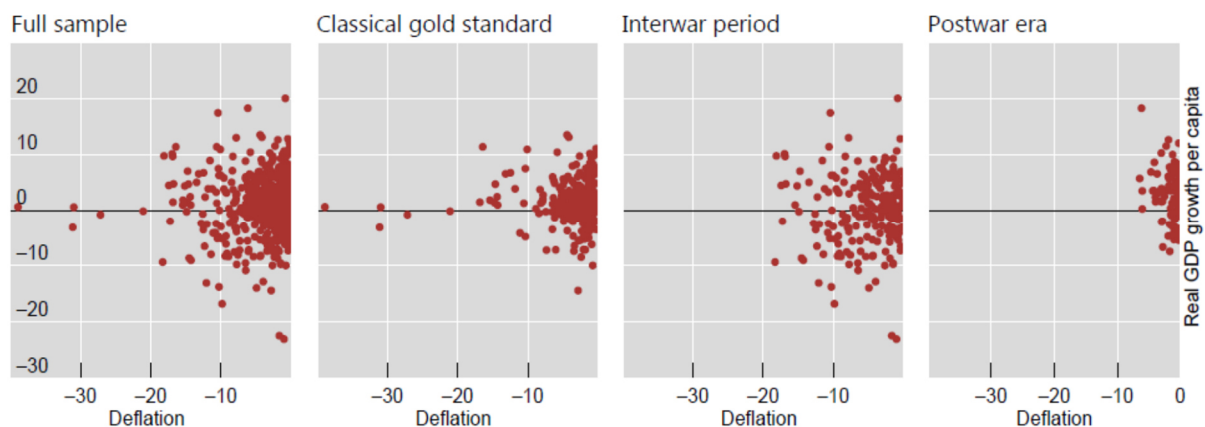
So bleibt insgesamt ein ambivalenter Eindruck zurück. Auf der einen Seite hat man die positiven Effekte einer Deflation durch angebotsgetriebene Energiepreissenkungen und

umgesetzte Reformmaßnahmen zu konstatieren. Auf der anderen Seite stehen aber die negativen Effekte der weltweiten Rezession des Jahres 2009 bei fallenden Preisen zu Buche. Damit sind wir bei den eigentlichen Ursachen einer Deflation und der Unterscheidung zwischen einer "guten" und einer "schlechten" Deflation gelangt (Borio/Erdem/Filardo/Hofmann, 2015).

Die wirtschaftspolitische Diskussion wird dabei seit Jahrzehnten geprägt von der "schlechten" Deflation, mit der negative gesamtwirtschaftliche Effekte verbunden sind. Diese ist nachfragegetrieben und führt durch die ausgelöste Rezession zu Outputverlusten. Typische Beispiele dafür sind die Weltwirtschaftskrise Ende der 20er/Anfang der 30er Jahre des letzten Jahrhunderts und die weltweite Rezession des Jahres 2009. Sie führt zu einem Teufelskreis von Kaufzurückhaltung, Verfestigung und Entankerung der Deflationserwartungen, steigenden Realzinsen (die vor allem an der effektiven Zinsuntergrenze ein Problem darstellen), steigenden Reallöhnen und einer zunehmenden realen (privaten und öffentlichen) Schuldenlast. Es kommt in einer derartigen Situation im allgemeinen zu verschärften Problemen für Unternehmen (rückläufiger Absatz und Gewinn, Insolvenzen), hoher Arbeitslosigkeit und ausgeprägten Lohnsenkungsrunden.

Auf der anderen Seite gibt es aber auch eine "gute" Deflation. Sie ist angebotsgetrieben, indem sich die Angebotsbedingungen für die Unternehmen durch Produktivitätssteigerungen oder günstige Kostenstrukturen verbessern. Typische Beispiele sind die Energiepreissenkungen (importierte Inputs) der letzten Jahre, die starken Produktivitätszuwächse der deutschen Wirtschaft in der zweiten Hälfte der 80er Jahre oder der Einfluss der Globalisierung und die Rolle des Internets. Die Folge sind nicht Outputverluste, sondern eine boomende Konjunktur bei sinkenden Preisen.

Abb. 9: Korrelation zwischen BIP-Wachstum und Deflation

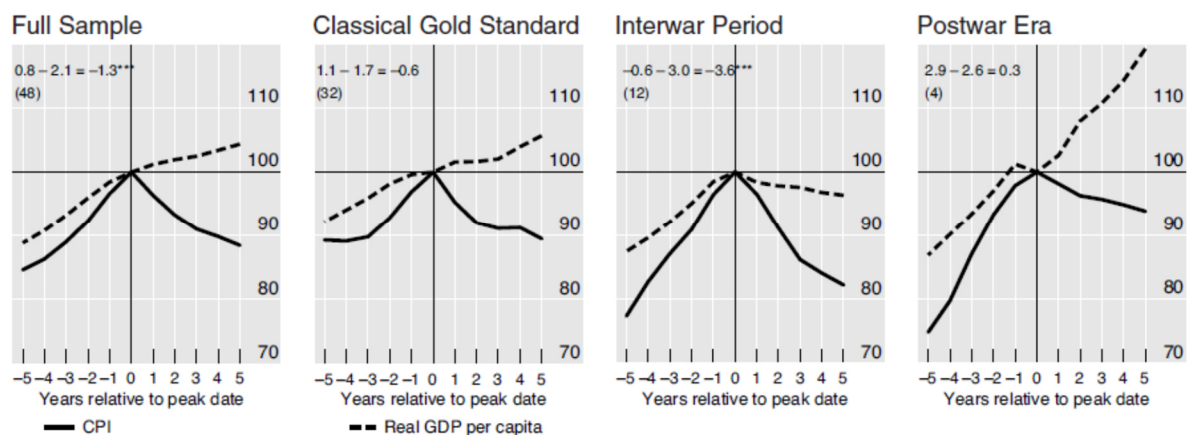


Quelle: Borio/Erdem/Filardo/Hofmann (2015), 35.

Es bestehen also Interdependenzen zwischen den Ursachen und Wirkungen der Deflation. Die These, dass Deflation immer und überall mit Nachteilen für eine Volkswirtschaft verknüpft ist, ist zu undifferenziert und kann in dieser Form keine Allgemeingültigkeit beanspruchen. Vor diesem Hintergrund hat sich die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich die Mühe gemacht, von 1880 bis 2013 für 38 Länder alle (temporären und persistenten) Deflationsperioden zu analysieren (Borio/Erdem/Filardo/Hofmann, 2015). Als generelle Schlussfolgerungen ergaben sich aus der Studie

- Der Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Deflation ist eher schwach. In der Nachkriegszeit geht Deflation in der Mehrzahl der Fälle mit einer positiven Wirtschaftsentwicklung einher (siehe Abb. 9).
- Die empirische Evidenz (und die Deflationsliteratur) wird vor allem durch eine Beobachtung dominiert, die Weltwirtschaftskrise Ende der 20er/Anfang der 30er Jahre des letzten Jahrhunderts, bei der es sich eindeutig um eine "schlechte" Deflation handelte (siehe Abb. 10).
- Die negativen Effekte einer Deflation sind wahrscheinlicher, wenn Güterpreisdeflation zusammen mit Assetpreisdeflation (vor allem auf Immobilienmärkten) zusammenfällt. Kontrolliert man für Assetpreisbewegungen, wird der Zusammenhang zwischen Deflation und Wachstum lockerer.
- Es gibt keine Evidenz für eine Negativspirale zwischen Deflation und den realen Schulden.

Abb. 10: Outputkosten persistenter Deflationen



Quelle: Borio (2016), 223.

Anmerkung: Die Zahlen geben 5-Jahres-Durchschnitte des realen BIP pro Kopf vor und nach Preishöchstständen an; **/**/**: Ablehnung der Nullhypothese gleicher Mittelwerte auf dem 10, 5 bzw. 1 Prozentniveau.

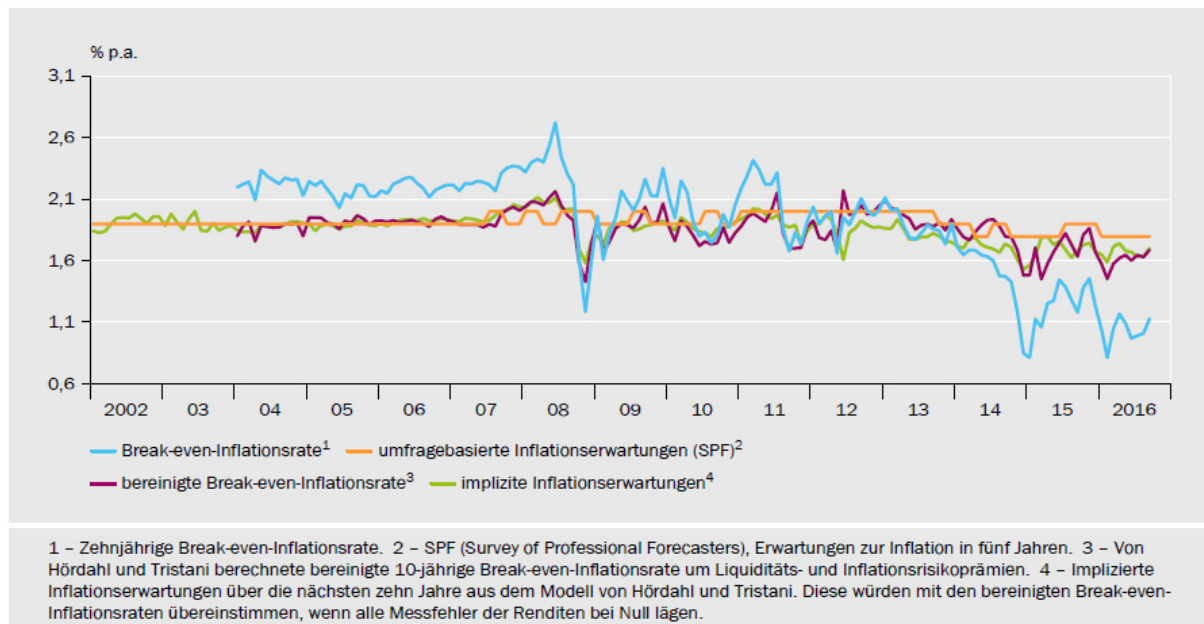
In Detail unterteilen die Autoren ihr Sample in drei Phasen: den klassischen Goldstandard von 1870-1913, die Zwischenkriegszeit von 1920-1938 und die Nachkriegszeit von 1947-2013. Insgesamt identifizierten sie 3.014 Inflations- und 663 Deflationsperioden. Von ersteren fallen fast 80 %, von letzteren dagegen nur knapp 20 % in die Nachkriegszeit. Die durchschnittliche Deflationsdauer betrug 2,2 Jahre und die entsprechende Deflationsrate 3,9 %. Die größten Werte waren in der Zwischenkriegszeit feststellbar (2,9 Jahre; 5 %), die niedrigsten in der Nachkriegszeit (1,5 Jahre; 1,9 %). Persistente Deflationen gab es 66, davon nur 4 in der Nachkriegszeit.⁷ Während dabei in der Zwischenkriegszeit die durchschnittliche Deflationsrate noch bei 4 % lag, ging sie in der Nachkriegszeit auf 0,6 % zurück. Auch bei den persistenten Deflationen resultiert nur in der Depression der Weltwirtschaftskrise ein signifikant negativer Outputeffekt (siehe Abb. 10).

Als vorläufiges Fazit gilt es somit festzuhalten:

- (1) Finanzmarktpreise sollten im Sinne einer gesamtwirtschaftlichen und intertemporalen (langfristigen) Betrachtungsweise bei der Beurteilung der Preisperspektiven berücksichtigt werden. Der Aufnahme in einen Preisindex stehen allerdings in der Praxis schwierige Umsetzungsprobleme entgegen. Da weltweit vor jeder Finanzkrise das Geldmengen- und Kreditwachstum zu stark ausfiel (siehe z.B. Schularick & Taylor, 2012), bietet es sich an, auf diese Größen (wieder) größeres Augenmerk zu legen.
- (2) Eine Deflation ist zuvorderst positiv zu beurteilen. Dies rechtfertigt eine asymmetrische Sichtweise, d.h. Deflation, vor allem bei geringen Raten, sollte geldpolitisch zunächst toleriert werden. Aufkommende Inflationsgefahren dagegen sollten wegen ihrer negativen Wirkungen stets bekämpft werden.
- (3) Aktuell (2014-2016) ist im Euro-Währungsgebiet (und nicht nur dort), wenn überhaupt, von einer guten Deflation auszugehen. Von einer Verfestigung und Entankerung von Deflationserwartungen kann keine Rede sein (siehe Abb. 11). Sowohl die umfragebasierten als auch die aus Finanzmarktpreisen abgeleiteten langfristigen Inflationserwartungen liegen seit Jahren zwischen 1,5 und 2 %. Auch sind breit angelegte Lohnsenkungsrunden nirgendwo durchgesetzt worden. Unter Berücksichtigung von Assetpreisen und der extrem lockeren Geldpolitik ist langfristig eher von Inflationsgefahren auszugehen.

⁷ Diese sind definiert als Deflationsperioden, in denen das Preisniveau kumuliert mindestens über einen 5-Jahres-Zeitraum sinkt.

Abb. 11: Inflationserwartungen im Euroraum
Marktbasierte und umfragebasierte langfristige Inflationserwartungen



Quelle: Sachverständigenrat (2016), 203.

3. Finanzmarktentwicklungen und Finanzstabilität

3.1 Veränderte Rahmenbedingungen auf den Finanzmärkten

In den letzten fünf Dekaden war die Finanzindustrie durch gravierende Transformationsprozess geprägt: wurden die Intermediationsleistungen der Branche zuvor durch den Bankensektor dominiert, erfolgte die Bereitstellung von Finanzdienstleistungen nun zunehmend über eine Vielzahl unterschiedlicher Kanäle. Für diese Entwicklung lassen sich drei Kernfaktoren identifizieren, die sich einerseits gegenseitig bedingen andererseits aber auch unabhängig voneinander wirken: (i) technischer Fortschritt, (ii) ein verändertes wirtschaftspolitisches Verhalten gegenüber den Finanzmärkten und (iii) ein deutlicher Anstieg des Einkommens sowie der Vermögen in vielen Ländern

Technischer Fortschritt

Der technische Fortschritt spiegelt sich nicht nur in verbesserten Kommunikationsmöglichkeiten und leistungsfähigeren Rechnersystemen wider, sondern auch in einer signifikanten Kostenreduktion für Kommunikationsdienste, für die Informationsbeschaffung, für Computerleistungen und Datenspeicherungen. Die sinkenden Transaktionskosten erhöhten den Integrationsgrad zwischen einzelnen Finanzmarktsegmenten, beseitigten bestehende Preisdivergenzen und beschleunigten Arbitrageprozesse. Eine weitere Folge des Fortschritts war die Etablierung innovativer Finanzinstrumente, insbesondere derivativer Instrumente, deren

Bewertung zuvor noch an fehlenden Rechnerleistungen gescheitert wäre. Schließlich hat die Nutzung des Internets das Wettbewerbsumfeld der Finanzmarktakteure nachhaltig verändert, indem beispielsweise traditionelle Intermediationsketten durch neue Absatzkanäle ergänzt oder ersetzt wurden. Disruptive Innovationen wie die Block Chain-Technologie gefährden verwaltende oder beglaubigende Instanzen (wie Kreditinstitute), da die Verifizierbarkeit und Nichtveränderlichkeit von beliebigen Informationen (Buchungen, Kaufverträge, Grundbucheinträge etc.) in der Technologie sowie der Systemarchitektur verankert und damit systemimmanent sind.⁸ Block Chain ist die technische Basis für sogenannte Kryptowährungen (z.B. Bitcoin, Ethereum oder Ripple), kann aber ggf. darüber hinaus in verteilten Systemen zur Verbesserung / Vereinfachung der Transaktionssicherheit im Vergleich zu zentralen Systemen beitragen.

Verändertes wirtschaftspolitisches Verhalten

Seit Beginn der 1970er Jahre hat sich die Wirtschaftspolitik gegenüber dem Finanzsystem in vielfältiger Weise verändert, wobei die Anpassungen häufig als reine „Deregulierung“ wahrgenommen werden, wie die Aufhebung des Trennbankensystems in den USA, die Beseitigung von Kapitalverkehrsbeschränkungen oder die Zulassung neuer Finanzinstrumente. Die wirtschaftspolitischen Maßnahmen spiegelten allerdings vielfach lediglich die Reaktionen auf ein sich rasch veränderndes Marktumfeld wider und zielten nicht auf eine Stärkung der Marktkräfte ab. Regulierungsmaßnahmen mit unbeabsichtigten Auswirkungen waren häufig das Ergebnis kurzfristiger Stresssituationen auf den Finanzmärkten.

Die veränderten wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen waren nicht nur durch ordnungspolitische Eingriffe, sondern auch durch eine Neuausrichtung der prozesspolitischen Maßnahmen gekennzeichnet. Die keynesianisch geprägte, nachfrageorientierte Wirtschaftspolitik konnte in den beiden ersten Dekaden nach dem zweiten Weltkrieg das Wirtschaftswachstum weitgehend inflationsfrei sicherstellen. Der internationale Güter- und Kapitalverkehr wurde durch das Fix-Kurssystem von Bretton Woods dominiert: die Ausgestaltung des Wechselkurs-Regimes ermöglichte lediglich den USA eine unabhängige Geldpolitik. Andere

⁸ Eine einheitliche, durch kryptographische Verfahren nachträglich nicht veränderbare Datenbasis (Ledger) ist auf einer Vielzahl von Rechnern verteilt und dezentral gespeichert. Sie dient als zentrale, verifizierende Auskunftquelle für den Nachweis gespeicherter Informationen und ist durch die Kombination aus Verschlüsselung und ihrem massiv verteilten Charakter nachträglich nicht modifizierbar.

Notenbanken hatten aufgrund der Interventionsverpflichtungen erheblich weniger Freiheitsgrade. Nach dem Zusammenbruch des Fixkurssystems im März 1973 – der durch die steigenden Inflationsdivergenzen zwischen den USA und den anderen Ländern ausgelöst wurde – erhöhte sich der Spielraum vieler Notenbanken, einen stabilitätsorientierteren Kurs monetaristischer Provenienz umzusetzen. Mithilfe einer verbindlichen und glaubwürdigen Geldpolitik sollte ein inflationsfreies Umfeld geschaffen werden, ohne dass es zu gravierenden realwirtschaftlichen Folgen kommt. Der Fokus der Notenbanken lag nun auf der Absicherung der Preisniveaustabilität.

Die Neuausrichtung der Geldpolitik führte zu nachhaltigen Disinflationsprozessen in den wichtigsten Industrieländern und zu sinkenden Nominalzinssätzen, insbesondere am langen Ende der Laufzeitstruktur (Michler und Smeets 2013). Parallel war aber auch ein Rückgang des Realzinsniveaus zu beobachten. Hierfür lässt sich eine Reihe von Faktoren (Group of Ten 1995) – wie der sukzessive Rückgang des Wirtschaftswachstums in den Industrieländern – anführen. Aber auch der Rückgang der Unsicherheiten über den künftigen Anpassungspfad der Inflationsraten (sinkende Inflationsvolatilitäten infolge sinkender Inflationsraten) kann als Begründung für das sinkende (Real)Zinsniveau – aufgrund rückläufiger Inflationsrisikoprämien – herangezogen werden.

Da in einem Umfeld moderater Preisniveauänderungsraten ein Inflationsausgleich nur in den langen Laufzeitbereichen vollständig eingepreist ist, führten die Disinflationsprozesse zu einem asymmetrischen Absinken der Zinssätze entlang des Laufzeitenbandes und – bedingt durch die Fristentransformation – zugleich zwischen den Zinssätzen auf der Aktiv- und der Passivseite der Kreditinstitute. Der stärkere Zinsrückgang in den längeren Laufzeiten bzw. auf der Aktivseite der Bankbilanzen führte zu einer Abflachung der zeitlichen Zinsstruktur sowie der Zinsspannen bei den Kreditinstituten.

Der stabilitätsorientiertere Kurs vieler Zentralbanken darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Geldpolitik – insbesondere in Ländern, deren Notenbank eine Mehrzielorientierung aufwies (siehe Görgens, Ruckriegel und Seitz 2008) bzw. nicht hinreichend unabhängig war – weiterhin einem diskretionären und damit unstetigen Kurs folgte.

Zunahme des weltweiten Finanzvermögens

Bis Anfang der 1980er Jahre des letzten Jahrhunderts stieg das weltweite Finanzvermögen mit der gleichen Geschwindigkeit wie die reale Wirtschaft. Ausnahmen bildeten lediglich die Kriegsphasen mit dem erhöhten Finanzierungsbedarf der Staaten. Seitdem ist eine deutliche

Abkoppelung von der realwirtschaftlichen Entwicklung zu beobachten. Wesentliche Determinanten bis zum Beginn der Finanzkrise 2007/2008 war die Entwicklung auf den Aktienmärkten und die private Verschuldung. Die nicht-finanziellen Unternehmen und Kreditinstitute waren verstärkt zur Außenfinanzierung ihrer Geschäftsaktivitäten übergegangen. Mit dem steigenden Finanzvermögen nahm die Bedeutung großer Kapitalsammelstellen zu. Neben traditionellen Pensions- und Investmentfonds tauchten neue institutionelle Teilnehmer auf den Märkten auf. Hedge Funds existierten zwar seit Ende der 1940er Jahre, dennoch nahm ihre Bedeutung erst in den achtziger Jahren zu. Diese Entwicklung wurde in vielen Ländern durch Deregulierungen begünstigt. Ähnliches lässt sich auch für Private Equity-Unternehmen formulieren. Die zunehmende Bedeutung von Staatsfonds auf den internationalen Finanzmärkten ist hingegen das Nebenprodukt der globalen Ungleichgewichte bzw. der hohen internationalen Kapitalströme.

3.2. Reaktionen des Finanzsektors auf die veränderten Rahmenbedingungen

Alle Anpassungsprozesse auf den Finanzmärkten führten zu einem verschärften Wettbewerbsumfeld und zu einer nachhaltigen Veränderung der Risikostrukturen von Finanzinstituten, respektive im Bereich der traditionellen Intermediationsleistungen von Banken. Die Intermediationsleistungen in Form der Fristen-, Größen- und Risikotransformation spiegelte sich in den Spreads zwischen den Kredit- und den Einlagenzinsen wider. Das Absinken der langfristigen Real- und Nominalzinsen führte zu einer trendmäßigen Einengung der Zinsspanne, die insbesondere bei einer phasenweisen Straffung der Geldpolitik noch verschärft wurde. Insgesamt stieg die Sensibilität der Finanzmärkte gegenüber geldpolitischen Eingriffen an.

Die Finanzinstitute sahen sich zunehmend gezwungen, ihre traditionellen Wettbewerbsstrategien zu überdenken und ihre Geschäftsmodelle nicht mehr allein an den Zinseinnahmen auszurichten. Wie in anderen Branchen sind auch in der Finanzindustrie unterschiedliche Anpassungsstrategien denkbar; neben einer allgemeinen oder segmentspezifischen Verbesserung der Preis/Kosten-Relationen boten sich Differenzierungsstrategien an (siehe Darstellung bei Michler und Smeets 2013).

Eine reine Qualitätsführerschaft lässt sich hingegen in der Finanzindustrie in vielen Bereichen nur bedingt realisieren. Sicherlich gestatten spezielle Expertisen eine temporäre Monopolstellung bei der Bereitstellung neuer Produkte. Andererseits ist die Imitationsgeschwindigkeit im Finanzsektor extrem hoch. Ein erfolgreich im Markt platziertes

Finanzprodukt lässt sich durch Wettbewerber vergleichsweise einfach und kostengünstig nachbilden und kurzfristig auf den Markt bringen.

Folgerichtig konzentrierten sich die meisten Finanzinstitute auf eine Verbesserung ihrer Preis/Kosten-Relationen: (i) durch die Beseitigung vorhandener X-Ineffizienzen, (ii) durch die Nutzung von Skaleneffekte und Verbundvorteilen, (iii) durch die Nutzung der Regulierungsarbitrage, (iv) durch die Übernahme neuer Risiken sowie (v) durch die (gezielte) Ausnutzung von Informationsasymmetrien.

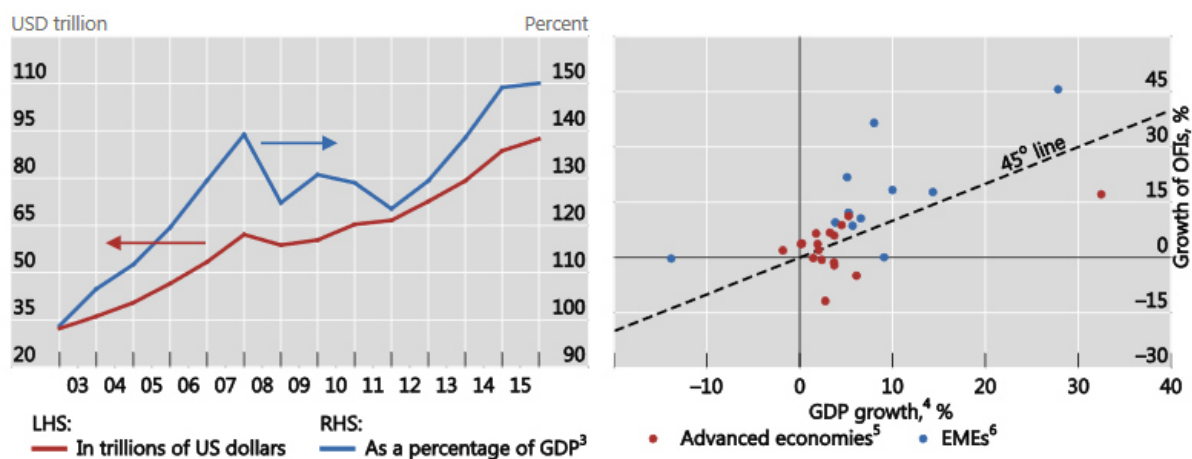
Für eine nachhaltige Verbesserung der Ertragssituation waren in vielen Kreditinstituten eine systematische Ausnutzung der unterschiedlichen „Regulierungsdichte“ und der Aufbau von Schattenbanksystemen erforderlich. In der folgenden Abbildung ist die zeitliche Entwicklung des internationalen Schattenbankensystems (das 21 Jurisdiktionen sowie die Eurozone umfasst) anhand der OFIs (Other Financial Intermediaries) ab 2002 abgebildet.⁹ Nach einem zwischenzeitlichen Einbruch während der Finanzkrise 2007/2008 und einer Schwächeperiode in 2011 wächst der Sektor weiter an und hat im Jahr 2016 mit ca. 150 v.H. des BIPs das Vorkrisenniveau deutlich überschritten.

Abb. 12: Entwicklung des internationalen Schattenbankensektors

Assets von OFIs

Wachstumsraten im Jahr 2015

Bio. USD



Quelle: Financial Stability Board (2017:16).

⁹ Unter den OFIs werden alle Finanzintermediäre zusammengefasst, die nicht als Bank, Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds, öffentliche Finanzinstitution, Zentralbank oder unterstützende Institution klassifiziert sind. Die OFIs lassen sich als konservative Approximation für eine breite Abgrenzung des Schattenbankensektors heranziehen (Financial Stability Board 2017, Box 0-1, S. 2).

In den Zeiten stark schwankender Inflationsraten mit entsprechend stark ausgeprägten Zinsstrukturen und -spannen bei den Banken konnten sich die Kreditinstitute auf die Ausnutzung der Inflations- und Zinszyklen konzentrieren. Asymmetrische Anpassungsreaktionen bei geldpolitischen Maßnahmen (Aktivzinsen werden bei Leitzinserhöhungen schneller angepasst als Passivsätze; Passivzinsen werden bei Leitzinssenkungen schneller reduziert als Aktivsätze) konnten die Ertragslage weiter verbessern. Mithilfe eines professionellen Eigendepot-Managements waren die Banken zudem in der Lage, von Kursgewinnen bei Anleihen in Zinssenkungsphasen zu profitieren. In einem anhaltenden Niedriginflationsumfeld mit einhergehenden Niedrigzinsen entfallen diese Renditekomponenten. Eine Verbesserung der Renditeaussichten ist nur dann möglich, wenn die Akteure auf den Finanzmärkten bereit sind mehr Risiken nehmen. Anstatt der Bepreisung des Inflationsrisikos stehen künftig Bonitäts-, Liquiditäts-, Länder- oder Laufzeitprämien im Fokus. Das Risikomanagement ist in einem solchen Anlageumfeld deutlich schwieriger als in der Vergangenheit, in der man sich auf das makroökonomische Inflationsrisiko konzentrieren konnte.

3.3 Finanz(markt)stabilität und die aktuelle Situation auf den Finanzmärkten

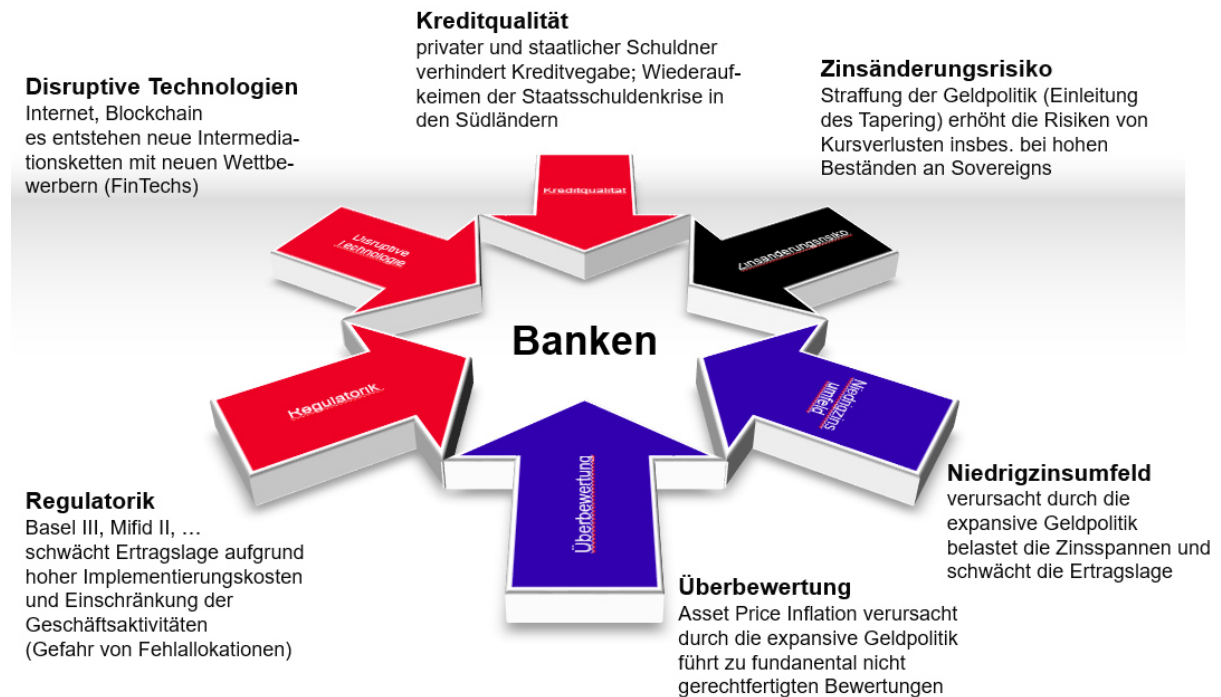
Es gibt in der Literatur keine allgemein akzeptierte Definition von Finanz(markt)stabilität. Im einfachsten Fall könnte man eine fehlende Stabilität an jenen Zeiträumen festmachen, die durch eine Finanzkrise gekennzeichnet sind. Dabei sind Finanzkrisen geprägt durch (i) scharfe Kurskorrekturen bei Vermögenspreisen, (ii) durch deutliche Korrekturen bei den Renditemomenten (steigende Volatilitäten), (iii) durch einen signifikanten Rückgang des aggregierten Kreditvolumens, (iv) durch verschärfte Liquiditätsbedingungen auf den Märkten, (v) durch eine reduzierte Integrität der Zahlungssysteme, (vi) durch verstärkte Ansteckungsgefahren zwischen den Märkten (Contagion), (vii) durch eingeschränkte Marktfunktionen und (viii) durch Spillover-Effekten, die sich im realen Sektor (Output und Beschäftigung) niederschlagen.

Das Fehlen von Finanzkrisen als ausreichendes Kriterium für Finanz(markt)stabilität zu verwenden, erscheint nicht zielführend. Vielmehr sollte der Stabilitätsbegriff darauf abstellen, dass das Finanzsystem seine Schlüsselfunktionen (insbesondere seine Allokationsaufgaben) weitgehend friktionsfrei wahrnehmen und es auftretende finanzielle und realwirtschaftliche Störungen ausreichend absorbieren kann; d.h. das System ist in der Lage exogene und endogene Schocks rasch zu verarbeiten. Die EZB (2006) definiert Finanzstabilität deshalb wie folgt: „Therefore, we can define financial stability as ‘a condition in which the financial system [. . .] is capable of withstanding shocks and the unravelling of financial imbalances, thereby

mitigating the likelihood of disruptions in the financial intermediation process which are severe enough to significantly impair the allocation of savings to profitable investment opportunities.”

Betrachtet man die aktuelle Situation auf den Finanzmärkten befinden sich viele Marktteilnehmer insbesondere in der Eurozone gegenwärtig in einem „perfekten Sturm“, der entweder bereits über sie ausgebrochen ist (z.B. Banca Monte dei Paschi di Siena) bzw. sich mehr und mehr über sie zusammenbraut.

Abb. 13: Banken in einem perfekten Sturm



Im Zuge der Finanz- und Staatsschuldenkrise hat sich die Qualität von Kreditpositionen in den Bankbilanzen sukzessive verschlechtert. Der verstärkte Aufbau von Aktiva-Positionen in Staatsanleihen – der durch die regulatorischen Rahmenbedingungen und die monetären Impulse der EZB begünstigt wurde – birgt im Fall einer sich abzeichnenden Zinswende ein erhebliches Risikopotenzial. Die Finanzmarktteilnehmer müssen sich bei einer sukzessiv einsetzenden geldpolitischen Straffung (z.B. in Form eines Taperings) aber nicht nur auf eine Korrektur auf den Rentenmärkten sondern auch auf unerwünschte Kursrückgänge auf anderen Märkten (Aktien-, Rohstoff- und Immobilienmärkte etc.) einstellen. Die regulatorischen Vorgaben (Basel III, MIFID II etc.) beschränken nicht nur die traditionellen Geschäftsmodelle sondern sind bei ihrer Umsetzung mit erheblichen Kosten verbunden, die sich nicht nur vorübergehend auf die Ertragslage der betroffenen Marktteilnehmer auswirken. Die umfassende Regulatorik behindert zudem zunehmend die Übernahme eines echten unternehmerischen Risikos durch den Bankensektor. Die zunehmenden Vorschriften zur Gestaltung von Konditionen und Geschäftsprozessen lassen sich vielmehr als eine „kalte“ Verstaatlichung (ohne Übernahme von

unternehmerischer Verantwortung durch den Staat) interpretieren. Zugleich gefährdet der technologische Fortschritt die traditionellen Absatzkanäle und begünstigt das Eindringen neuer Wettbewerber (z.B. FinTechs) auf die angestammten Märkte.

Durch die ultralockere Geldpolitik der letzten Jahre und das damit einhergehende Niedrigzinsumfeld verschlechtern sich die Ergebnisse der Finanzinstitute (z.B. aufgrund hoher Liquiditätspositionen) von Jahr zu Jahr. Die Möglichkeiten zur Erzielung auskömmlicher Renditen lassen sich mit zunehmender Dauer des Niedrigzinsumfelds nur noch durch den sukzessiven Aufbau von risikobehafteten Positionen realisieren. Zugleich bewirkt das Niedrigzinsumfeld eine Fehlallokation von Ressourcen. Unternehmen die Corporate Bonds mit einer Niedrig-, Null- oder sogar Negativverzinsung platzieren können, reduzieren ihre Eigenkapitalquote und schwächen ihre künftige Widerstandskraft. Das Niedrigzinsumfeld begünstigt die Durchführung von Investitionsprojekten (z.B. verstärkte Immobiliennachfrage), die unter „normalen“ Finanzierungskonditionen nicht realisiert würden. Im Ergebnis bewirkt die gegenwärtige Geldpolitik eine nachhaltige Schwächung der Finanz (markt)stabilität durch die Fehlallokation von Ressourcen und den verstärkten Aufbau von Risikopositionen. Das eigentliche Ziel der Geldpolitik, die Folgen der Finanzkrise von 2007 / 2008 abzufedern und hinreichend Zeit für die erforderlichen strukturellen Anpassungen der europäischen Volkswirtschaften zu schaffen, wurde im Ergebnis verfehlt. Dies ist nicht verwunderlich, da die geldpolitischen Maßnahmen der EZB nicht von der Erfüllung bestimmter Voraussetzungen (Fiskalziele in den Ländern der Eurozone etc.) abhängig gemacht wurden. Eine konsequente Abkehr von der im Nachgang der Finanzkrise eingeleiteten Geldpolitik verbietet sich ebenfalls, würde sie doch zu gravierenden Korrekturen bei den Vermögenspreisen führen und erneut das Aufflammen der Finanz- und Staatsschuldenkrise bewirken. Im Ergebnis kann die EZB nur einen sehr langsamen und vorsichtigen Ausstiegsprozess einleiten, der zumindest mittelfristig eine weitere Fehlallokation von Ressourcen begünstigt. Ein zusätzlicher Exit-Kanal eröffnet sich möglicherweise durch gezielte Korrekturen bei identifizierbaren Überregulierungen bzw. durch eine Verlangsamung geplanter Regulierungsmaßnahmen. Die Debatte über das geeignete Ausmaß von Finanzmarktregulierungen dürfte – vor dem Hintergrund der geplanten Deregulierungsmaßnahmen der Trump-Administration in den USA – in den kommenden Jahren an Intensität zunehmen.

4. Fazit

Wie die jüngsten Finanzkrisen zeigen, sind es finanz- und geldpolitische Eingriffe, die durch mehr oder weniger ausgeprägte „stop and go“-Strategien Fehlanreize auslösen und zyklische Schwankungen der gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten (mit-)verursachen. Die Strategie- und Politikwechsel der Geldpolitik in einigen Ländern hin zu einem modifizierten inflation targeting haben die Stabilität der Finanzmärkte in den letzten Dekaden geschwächt und das Krisengeschehen begünstigt (Michler und Thieme 2009). Diese stabilitätspolitischen Aspekte der Sicherung von Finanzmarktstabilität wurden in der Wirtschaftspolitik und hauptsächlich in der makroökonomischen main stream-Diskussion der vergangenen Jahre vernachlässigt.

Ein umfassender Lernprozess ist bei den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern angesichts der jüngsten Entwicklungen in der Eurozone allerdings nicht erkennbar. So übernimmt die EZB mit ihrem Ankaufprogramm zunehmend Aufgaben, für die sie weder über ein Mandat noch über das geeignete Instrumentarium verfügt. Die unkonventionelle Ausweitung der Geldbasis ist nicht in der Lage die Realwirtschaft in der Eurozone, respektive die Konjunktur den Programmländern – im Sinne des traditionellen Transmissionsprozesses monetärer Impulse – anzukurbeln. Die realwirtschaftlichen Impulse bleiben ebenso aus wie der erhoffte Anstieg der Konsumentenpreis-inflation. Im Ergebnis führt das QE-Programm zu einem fundamental immer schwieriger zu begründenden Anstieg der Vermögenspreise, zu einer verstärkten Fehlallokation von Ressourcen sowie zur Verschärfung der jahrelang bestehenden strukturellen Probleme in vielen Ländern der Eurozone. Die zunehmende Dauer der unkonventionellen Geldpolitik erschwert zugleich einen konsequenten Ausstieg aus dieser Strategie, da mit heftigen Turbulenzen auf den Finanzmärkten zu rechnen ist. Als im September 2016 für wenige Stunden das Gerücht entstand, dass die EZB in absehbarer Zeit einen Tapering-Prozess (die sukzessive Rückführung der monatlichen Ankaufprogramme) einleiten würde, kam es zu heftigen Reaktionen auf den Finanzmärkten. Im Sinne der Finanz(markt)stabilität müsste die Notenbank einen zu rasch eingeleiteten geldpolitischen Kurswechsel sehr schnell revidieren.

Im Ergebnis sollte Preisniveaustabilität weiterhin das Hauptziel der Geldpolitik sein, das durch eine weitgehende Verstetigung geldpolitischer Maßnahmen realisiert werden kann. Eine glaubwürdige, stabilitätsorientierte Geldpolitik führt nicht nur zu einer Stabilisierung der realwirtschaftlichen Entwicklung bzw. zur Vermeidung konjunktureller Schwankungen sondern auch zu einer Stabilisierung der Erwartungen auf den Finanzmärkten. In diesem Sinne trägt eine an der Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldpolitik auch zu einer Stärkung der Finanz(markt)stabilität bei.

Literaturverzeichnis

- Adrian, T. & H.S. Shin (2011), Financial Intermediaries and Monetary Economics, in: B. Friedman und M. Woodford (Hg.), Handbook of Monetary Economics, Vol. 3A, North-Holland, S. 601-650.
- Alchian, A.A. & Klein, B. (1973), On a correct measure of inflation, Journal of Money, Credit and Banking, 5, S. 173-191.
- Blanchard, O., G. Dell’Ariccia & P. Mauro (2010), Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note SPN/10/03, February 12, 2010.
- Borio, C. (2014), Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery? BIS Working Papers No 440, January.
- Borio, C. (2016), Revisiting three Intellectual Pillars of Monetary Policy, Cato Journal, 36, S. 213-238.
- Borio, C.; Kharroubi, E.; Upper, C. & Zampolli, F. (2015), Labour Reallocation and Productivity Dynamics: Financial Causes, Real Consequences, BIS Working Paper No. 534, December.
- Borio, C., Erdem, M., Filardo, A., & Hofmann, B. (2015), The Costs of Deflations: A Historical Perspective, BIS Quarterly Review (March), S. 31–54.
- Borio, C.L., Zhu, H. (2008), Capital, Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: A missing link in the transmission mechanism, Bis Working Paper Nr. 268.
- Brunnermeier, M.K., T.M. Eisenbach & Y. Sannikov (2011), Macroeconomics with Financial Frictions: A Survey, July.
- EZB (2005), Monatsbericht, Februar 2005.
- EZB (2006), Financial Stability Review, December 2006.
- Financial Stability Board (2017), Global Shadow Banking Monitoring Report 2016, Basel.
- Fisher, I. (1906), Nature of capital and income, New York, Macmillan.
- Görgens, E., K. Ruckriegel & F. Seitz (2008), Europäische Geldpolitik. Theorie, Empirie, Praxis, 5. A., Stuttgart.
- Goodhart, C. (2001), What Weight Should be Given to Asset Prices in the Measurement of Inflation?, The Economic Journal, 111, S. 335–356.
- Group of Ten (1995), Saving, investment and real interest rates. A study for the ministers and governors by the group of deputies, Rome.
- Immenkötter, P. (2016a), The Disparity of Wealth Prices across the Euro Area, Flossbach von Storch Research Institute, Economic Policy Note 28/11/2016.
- Immenkötter, P. (2016b), Vermögenspreise auf Jahreshoch, Flossbach von Storch Research Institute.
- Issing, O. (2011), Lessons for monetary policy: What should be consensus? paper presented at the IMF conference "Macro and growth policies: A post-crisis conversation", Washington, D. C., March 7-8.
- Krämer, J. (2016), Neue Strategie für die EZB, Handelsblatt Wirtschafts- und Finanzzeitung vom 2.12.2016.

- Michler, A. F. & H.-D. Smeets (2013), Banksteuerung und Aufsichtstätigkeit vor dem Hintergrund gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen, in: Reinhold Hölscher (2013), Hg., Handbuch Aufsichts- und Verwaltungsräte in Kreditinstituten.
- Michler, A. F. & H. J. Thieme (2009), Finanzmarktkrise: Marktversagen oder Staatsversagen?, in: Ordo. Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, Bd. 60, S. 185 - 221.
- Michler, A. F. & H. J. Thieme (2013), Regulierung von Finanzmärkten: Ziele, Methoden und Reformerfordernisse, in: D. Wentzel (2013), Hg., International Organisationen: Ordnungspolitische Grundlagen, Perspektiven und Anwendungsbereiche, Stuttgart 2013, S. 79-102.
- Orphanides, A. (2001), Monetary policy rules based on real-time data, American Economic Review, 91, S. 964–985.
- Rösl, G. & K.-H. Tödter (2015), The Costs and Welfare Effects of ECB's Financial Repression Policy: Consequences for German Savers, Review of Economics & Finance, 5(4), S. 42-59.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2016), Jahresgutachten 2016/17: Zeit für Reformen.
- Schularick, M. & Taylor, A. (2012), Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008, American Economic Review, 102, S. 1029-1061.
- Taylor, J. (2008), Getting off track: How government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis, Stanford, Hoover Institution Press.
- Vega, J.-L., Wynne, M.A. (2003), An Evaluation of Some Measures of Core Inflation for the Euro-Area, German Economic Review, 4, S. 269-306.
- Woodford, M. (2003), Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy, Princeton University Press.