

Gunther Schnabl

## Negative Umverteilungseffekte und Reallohnrepression durch unkonventionelle Geldpolitik

Historisch niedrige Inflationsraten und Warnungen vor Deflation in den Industrieländern gehen mit Exzessen auf den internationalen Finanzmärkten einher. Um Wachstum und Inflation wiederzubeleben, werden die Zentralbankbilanzen drastisch ausgeweitet, ohne dass die Inflationsraten deutlich ansteigen. Der Autor argumentiert, dass Inflationsziele als geldpolitische Regelwerke zur Kontrolle von Konsumentenpreis-inflation ihre Wirkung verloren haben. Da die Geschäftsbanken die zusätzliche Zentralbankliquidität überwiegend in die Finanzmärkte leiten, kommt es zu Umverteilungseffekten zugunsten privilegierter Einkommensschichten, Reallohnrepression und politischer Polarisierung.

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 und kontinuierlich anwachsende Zentralbankbilanzen geführt (vgl. Abbildung 1). Die Flutung der Finanzmärkte mit (nahezu) kostenloser Liquidität hat trotz weithin stagnierender realer Outputs nicht die von den Kritikern der geldpolitischen Rettungsaktionen vielfach beschworene Inflation<sup>1</sup> nach sich gezogen.<sup>2</sup> Die Inflationsraten verharrten in allen großen Industrieländern und in vielen ehemals inflationsgeplagten aufstrebenden Volkswirtschaften auf historischen Tiefständen. Dies ermöglicht es den Zentralbanken, die Finanzmärkte asymmetrisch zu stabilisieren. In Krisenphasen werden die Vermögenspreise schnell und entschlossen gestützt, während in (spekulativen?) Boomphasen auf den Finanzmärkten nicht gegengesteuert

ert wird.<sup>3</sup> Dennoch steigt die Besorgnis, dass die zunehmende Flutung der Finanzmärkte mit billiger Liquidität die Währungsstabilität untergräbt.<sup>4</sup> Denn historische Preisstabilität geht mit ebenso historischen Exzessen auf den Finanzmärkten einher.

Auf der Grundlage der Zeitinkonsistenz-Literatur<sup>5</sup> werden die weithin kommunizierten Inflationsziele auf den Prüfstand gestellt. Während Zentralbanken strikt ihren Inflationszielen folgen, haben die privaten Finanzinstitute als Oligopolisten bei der Allokation der zusätzlich geschaffenen Zentralbankliquidität den Transmissionsmechanismus zwischen Geldbasis und Inflation unterbrochen. 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.

### Zeit(-in-)konsistenz und geldpolitische Regeln

Die Entwicklung der Public-Choice-Theorie in den 1960er und 1970er Jahren basierte auf der Sicht, dass öffentliche Entscheidungsträger nicht zwingend – wie von 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 Produkti-

1 Siehe z.B. N. Berthold: Irgendwie, irgendwo, irgendwann. Wächst die Gefahr der Inflation?, Blog Wirtschaftliche Freiheit, 29.7.2014. Umfassender Überblick bei A. Winkler: Dauerkritik an der Europäischen Zentralbank. Falsch angewendete Theorie untergräbt Vertrauen in die Geldpolitik, in: Wirtschaftsdienst, 94. Jg. (2014), H. 7, S. 479-486.

2 B. Bernanke: The Federal Reserve: Looking Back, Looking Forward, Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Philadelphia, 3.1.2014; M. Draghi: 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 a.M., 27.2.2014.

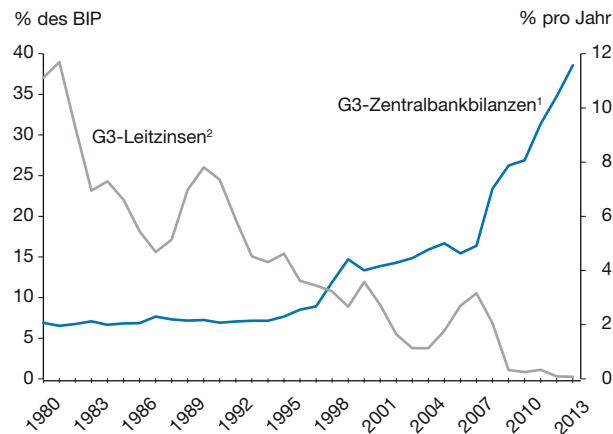
3 G. Schnabl: Monetary Policy Reform in a World of Central Banks, Working Papers on Global Financial Markets, Nr. 26, 2012.

4 M. Neumann: Draghi auf De-Montage, Blog Markt-Ruf vom 21.11.2012.

5 R. Lucas: Econometric Policy Evaluation: A Critique, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1. Jg. (1976), Nr. 1, S. 19-46; F. Kydland, E. Prescott: Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, in: Journal of Political Economy, 85. Jg. (1977), H. 3, S. 473-490; C. Goodhart: Problems of Monetary Management: The UK Experience, Paper Presented for the Conference in Monetary Economics, Reserve Bank of Australia, 1975.

Prof. Dr. Gunther Schnabl leitet das Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig.

Abbildung 1

**G3: Leitzinsen und Zentralbankbilanzen**

G3 = USA, Japan, Euroraum (vor 1999 Deutschland). <sup>1</sup> Arithmetischer Durchschnitt (linke Achse). <sup>2</sup> Arithmetischer Durchschnitt (rechte Achse).

Quelle: IWF: International Financial Statistics.

onspotenzials zum Wohle des Politikers steuern können.<sup>6</sup> Die Bestrebungen der Politik, sich die Geldpolitik nutzbar zu machen, führte in den 1970er Jahren in eine langanhaltende Phase von Inflation cum Stagnation sowie steigender Arbeitslosigkeit. Eine Begründung für das Scheitern der geldpolitischen Arbeitsmarktpolitik lieferte Lucas,<sup>7</sup> der davon ausging, dass rationale private Akteure in einer dynamischen Spielsituation ihr Verhalten an veränderte wirtschaftspolitische Entscheidungsmuster anpassen. Zwar könnten die Zentralbanken kurzfristig durch Überraschungsinflation Reallohne und Arbeitslosigkeit senken. Mittelfristig würden jedoch höhere Inflationsraten in die Lohnverhandlungen einbezogen. Langfristig würde das Vertrauen in die Geldpolitik untergraben, die Unsicherheit zunehmen, und die Arbeitslosigkeit steigen.

Diese Erkenntnis ebnete der monetaristischen Gegenrevolution den Weg: Milton Friedman revitalisierte basierend auf der Quantitätsgleichung die Einsicht, dass Inflation früher oder später immer ein monetäres Phänomen sei.<sup>8</sup> Kydland und Prescott leiteten aus dem zeitinkonsistenten Handeln wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger die Empfehlung ab, wirtschaftspolitische Entscheidungen durch Regeln zu verstetigen.<sup>9</sup> Daraus wurde die Kontrolle der Geldpolitik durch Regeln, unterstützt von operativer, institutioneller, finanzieller und personeller Zentralbankunabhängigkeit.<sup>10</sup>

6 W. Nordhaus: The Political Business Cycle, in: Review of Economic Studies, 42. Jg. (1975), H. 2, S. 169-190.

7 R. Lucas, a.a.O.

8 M. Friedman: Counter-Revolution in Monetary Theory, Institute of Economic Affairs, Occasional Paper, Nr. 33, London 1970.

9 F. Kydland, E. Prescott, a.a.O.

10 R. Barro, D. Gordon: A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, in: Journal of Political Economy, 91. Jg. (1983), H. 4, S. 589-610.

**Geldpolitische Regeln in der Praxis**

In der geldpolitischen Praxis basierten Regeln zunächst auf unterschiedlichen Geldmengenzielen (z.B. dem Geldmengenkorridor der Deutschen Bundesbank). 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 von Taylor wissenschaftlich formuliert, wobei der Leitzins quasi-automatisch in Reaktion auf die Abweichung der erwarteten Inflationsrate von der vordefinierten Norm (sowie in Reaktion auf die Auslastung des Produktionspotenzials) gesetzt wird.<sup>11</sup> Seit der Einführung von Inflationszielen in einer wachsenden Zahl von Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften verharren die Inflationsraten in allen großen Volkswirtschaften auf moderatem Niveau (vgl. Abbildung 2). Der US-Notenbankpräsident Bernanke prägte den Ausdruck der Great Moderation, in der die Federal Reserve Inflation (und konjunkturelle Schwankungen) seit Mitte der 1980er Jahre besser im Griff zu haben glaubte.<sup>12</sup>

Mit dem Ausbruch und Andauern der Krisen in allen großen Industrieländern (Japan seit 1990, USA seit 2007, Eurogebiet seit 2008) hat sich die 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 Zentralbankbilanzen werden zügellos aufgeblasen, ohne dass die immer wieder von Inflationspessimisten aufgezeigten Inflationsexzesse sichtbar werden (vgl. Abbildungen 1 und 2).

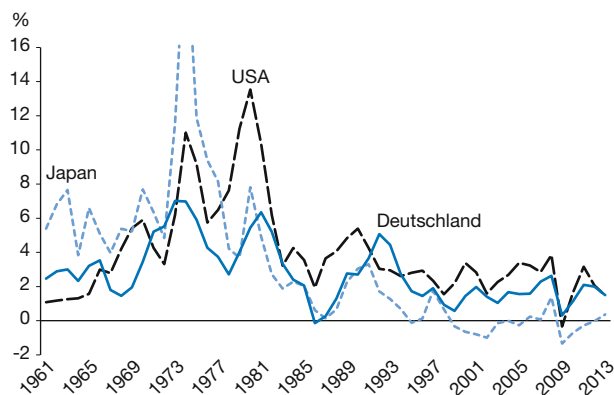
**Veränderung der geldpolitischen Transmission**

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. Abbildung 3 zeigt für die USA von 1960 bis 2013 auf der Grundlage der Quantitätsgleichung den Zusammenhang zwischen den Wachstumsraten von Geldbasis (abzüglich der Wachstumsrate des realen Outputs) und Inflationsrate. Während von 1960 bis 1984 eine enge positive Korrelation zwischen Wachstum der Geldbasis und der Inflation bestand, ist dies seit Mitte der 1980er Jahre nicht mehr der Fall. Ähnliche

11 J. B. Taylor: Discretion Versus Policy Rules in Practice, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39. Jg. (1993), Nr. 1, S. 195-214.

12 B. Bernanke: The Great Moderation, at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington DC, 20.2.2004.

Abbildung 2

**G3: Inflationsraten (Konsumentenpreisinflation)**


Quelle: IWF: International Financial Statistics.

Entwicklungen sind in vielen anderen Industrieländern wie Japan und Deutschland zu beobachten.

Der Rückgang der Inflationsraten kann einerseits der Kunstfertigkeit der Zentralbanken zugeschrieben werden, – z.B. durch klare Kommunikation ihrer Inflationsziele – Inflationserwartungen und damit Lohn-Preis-Spiralen unter Kontrolle zu halten.<sup>13</sup> Alternativ ist der Zusammenhang zwischen Geldbasis (bzw. Zinssenkungen) und Konsumentenpreisinflation im Sinne von Lucas und Goodhart in Reaktion auf die Etablierung von Inflationszielen nicht mehr existent.<sup>14</sup> Nach Goodharts Gesetz<sup>15</sup> kann die Einführung einer geldpolitischen Regel dazu führen, dass der (ökonomisch gemessene) Strukturzusammenhang, auf dem eine Regel beruht, zusammenbricht.<sup>16</sup> Die Taylor-Regel geht beispielsweise von einem stabilen Zusammenhang zwischen Leitzinsen (bzw. Geldbasis) und Inflation aus, der so seit Mitte der 1980er Jahre nicht mehr vorhanden ist (vgl. Abbildung 3).

**Finanzsektor unterbricht geldpolitische Transmission**

Der Finanzsektor als Gruppe rational handelnder Individuen könnte dafür verantwortlich sein, dass die Geldpolitiken mit ihrem bestehenden Regelwerk ihrer weithin kommunizierten und immer noch weithin akzeptierten Wirkungsweise beraubt wurden. Denn dem Finanzsektor kommt eine zentrale Rolle bei der Transmission geldpolitischer Entscheidungen auf die Volkswirtschaft zu. Die von den Zentralbanken emittierte Liquidität wird zunächst den Geschäftsbanken zur Verfügung gestellt, die über deren Verwendung – in der Regel in Form von Kreditvergabe – entscheiden.

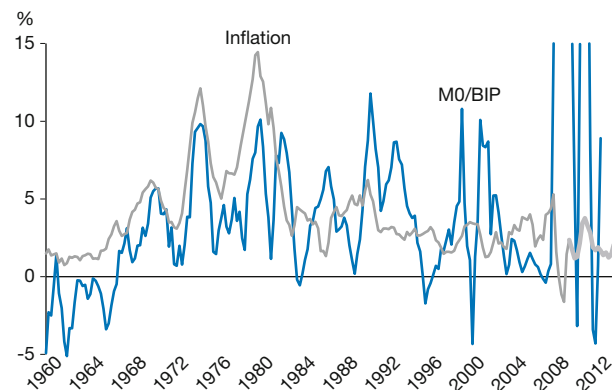
13 Ebenda.

14 R. Lucas, a.a.O.; C. Goodhart, a.a.O.

15 „Any observed statistical regularity will tend to collapse once pressure is placed upon it for control purposes“; vgl. C. Goodhart, a.a.O., S. 5.

16 Ebenda; ders.: Money, Information and Uncertainty, Basingstoke 1989.

Abbildung 3

**G3: Geldbasis<sup>1</sup> und Inflation in den USA**


M0/BIP = Veränderungsrate der Geldbasis minus BIP-Wachstum.

Quelle: IWF: International Financial Statistics.

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 wachsender Auslastung des Produktionspotenzials – die Preise steigen lässt. Antizipieren die Unternehmen den Anstieg der Konsumgüternachfrage, so wird mehr investiert, um die Kapazitäten auszubauen. Die Ressourcen werden zunächst vom Konsumgütersektor in den Investitionsgütersektor verschoben, was zur Preissteigerung bei den Konsumgütern beiträgt. Wird ein Anstieg der Konsumentenpreise erwartet (und sind die freien Kapazitäten auf dem Arbeitsmarkt erschöpft), dann fordern die Gewerkschaften höhere Löhne, was Lohn-Preis-Spiralen nach sich zieht.

Die Inflationsziele als geldpolitische Regeln zielen darauf ab, diesen Typ von Konsumentenpreisinflation einzudämmen. Steigen die Konsumentenpreise, wird die Zentralbank entsprechend ihrem Inflationsziel den Leitzins anheben, um das Kreditangebot zu verknappen und so Inflationserwartungen und Inflation unter Kontrolle zu halten. Vergeben rational handelnde Finanzinstitute hingegen zusätzliche Kredite für Immobilienkäufe, zur Finanzierung von Aktienkäufen oder als Anlagen auf den internationalen Kapitalmärkten – oftmals an andere Finanzinstitute – dann steigen die Vermögenspreise. Weil in den üblichen Konsumentenpreisindizes Vermögenspreise nicht und Immobilienpreise allenfalls indirekt repräsentiert sind, spiegeln sich rasant steigende Vermögenspreise nicht in steigender Konsumentenpreisinflation wider.

Die Finanzinstitute profitieren von der Umleitung der Kreditströme aus drei Gründen. Erstens wächst bei sinkenden Zinsen das Kreditgeschäft. Zweitens halten Finanzinstitute viele Vermögenswerte in ihren Bilanzen. Es steigt deren Buchwert und damit auch der Wert der Sicherheiten für neue kreditfi-

nanzierte Käufe von Vermögenswerten. Drittens kann die Kreditvergabe übermäßig wachsen, weil die Regel bei geringem Anstieg der Inflation erst sehr spät eine Zinserhöhung erforderlich macht.

Der Anreiz für einzelne rational handelnde Finanzmarktakteure, sich nicht an den möglicherweise von Insidern sogar antizipierbaren Spekulationsblasen zu beteiligen, ist gering. Denn die leitenden Manager können (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 inzwischen üblichen geld- und finanzpolitischen Rettungsmaßnahmen die Kosten der Spekulation auf die breite Öffentlichkeit überwältigt, so dass der Anreiz für die Prinzipale sinkt, die Agenten für die vergangene und zukünftige Spekulation zu sanktionieren.

### Unkonventionelle Geldpolitik senkt Inflation

Der Umweg der geldpolitischen Impulse über die Finanzmärkte führt dazu, dass Zinssenkungen gegen Null und das Aufblasen der Zentralbankbilanzen durch unkonventionelle Geldpolitik (vgl. Abbildung 1) die Inflation-(serwartungen) zunächst über unterschiedliche, sich überlappende Transmissionskanäle dämpfen, statt steigen lassen. In vielen Ländern (z.B. Japan, USA, Spanien, Irland, Estland etc.) waren beispielsweise Leitzinssenkungen und die Ausweitung der Geldbasis mit kreditgetriebenen Übertreibungen auf den Immobilienmärkten verbunden. Es kam zu Baubooms, da die Nachfrage nach Immobilien stieg. Die Auswirkung auf die Konsumentenpreisindizes war aber gering, weil rigide Mietgesetzgebungen die Transmission von steigenden Immobilienpreisen auf durchschnittliche Mietpreise minimierten. Zudem wurden zusätzliche Kapazitäten geschaffen, die nach Platzen der Blasen dämpfend auf die Mietpreise wirken.

Alternativ können Finanzinstitute die zusätzliche Liquidität für den Ankauf von Staatsanleihen verwenden. Die strukturellen Zinssenkungen der Zentralbanken geben Staaten einen Anreiz die Schuldenstände zu erhöhen, weil trotz steigender Verschuldung die Zinslast konstant bleibt.<sup>17</sup> Spekulative Boomphasen auf Finanzmärkten verleiten Regierungen zu höheren Ausgaben, weil die Steuereinnahmen ansteigen. Nach dem Platzen von Finanzmarktblasen tragen die konjunkturelle Krise und die Schieflage der Finanzinstitute dazu

17 G. Schnabl, a.a.O. So konnte beispielsweise in Japan der öffentliche Schuldenstand von 66% des BIP (1985) auf 240% (2013) steigen, ohne dass sich das Verhältnis des Zinsdienstes an den gesamten Ausgaben der Zentralregierung maßgeblich verändert hat. Vgl. G. Schnabl: The Macroeconomic Challenges of Balance Sheet Recession. Lessons from Japan for the European Crisis, CESifo Working Paper, Nr. 4249, 2013.

bei, dass die Schuldenlast des Staates steigt, insbesondere auch deshalb weil die Risiken der Finanzinstitute in Schieflage durch Nationalisierung und/oder Rekapitalisierung auf den Staat übertragen werden. Im Verlauf der Krise werden in den Bilanzen der privaten Finanzinstitute zudem Kredite an den privaten Sektor durch Kredite an den öffentlichen Sektor ersetzt, weil dies für die maroden Banken die Erfüllung der Basel-Eigenkapitalanforderungen erleichtert.

Doch je höher die Staatsverschuldung, desto größer ist der Zwang zum Sparen, der bei Regierungen oft bei den Lohnausgaben ansetzt. Öffentliche Lohnausterität wird aufgrund der Signalfunktion öffentlicher Lohnabschlüsse auf den privaten Sektor übertragen. Je stärker diese Lohnrepression, desto geringer ist die Nachfrage der Lohnempfänger nach Konsumgütern und damit der Inflationsdruck. Von der Nachfrageseite haben die zusätzlichen schuldenfinanzierten Staatsausgaben nur bedingt Auswirkungen auf die Konsumentenpreise, da staatliche Ausgabenkategorien wie Infrastrukturbau oder Rekapitalisierung von Finanzinstituten nicht in den Warenkörben der Konsumentenpreisindizes vertreten sind. Auch auf den Finanzmärkten sind die zunehmenden Käufe von Staatsanleihen durch Geschäftsbanken ein wichtiger Faktor für das Zusammenbrechen des Transmissionskanals von expansiver Geldpolitik zu Inflation, da die langfristigen Zinsen als zentrale Indikatoren für Inflationserwartungen gedrückt werden. Dieser Effekt wird weiter verstärkt, wenn die Zentralbanken (wie insbesondere in Japan)<sup>18</sup> im Zuge unkonventioneller Geldpolitik direkt Staatsanleihen kaufen.

Nur wenn sich im Verlauf von Finanzmarktblasen die Wirtschaftssubjekte durch den Anstieg der Vermögenspreise oder ihrer Einkommen reicher fühlen und durch sogenannte Vermögenspreiseffekte der Konsum steigt, steigt auch die Inflation, was schließlich zur geldpolitischen Straffung führt. Dieser Effekt ist jedoch so stark verzögert, dass die Blasen erst zum Platzen gebracht werden, wenn diese bereits ein beträchtliches Ausmaß erreicht haben. Je größer die platzende Blase, desto größer ist – aufgrund des Prinzips „too big to fail“ – auch die Wahrscheinlichkeit des Bailouts. Die negativen Konjunktureffekte durch das Platzen der Blasen und durch Kreditklemmen und Bilanzrezessionen<sup>19</sup> senken erneut die Inflation und erzwingen so von den Zentralbanken immer größere Runden der geldpolitischen Expansion.

### Umverteilung durch unkonventionelle Geldpolitik

Die Ausweitung der Geldbasis wirkt nicht gleichmäßig auf alle Bereiche der Volkswirtschaft.<sup>20</sup> Wer die zusätzliche Liquidität

18 G. Schnabl: The Macroeconomic Challenges ..., a.a.O.

19 R. Koo: Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications, New York 2003.

20 R. Cantillon: Abhandlung über die Natur des Handels im allgemeinen, Jena 1931, S. 103-112.

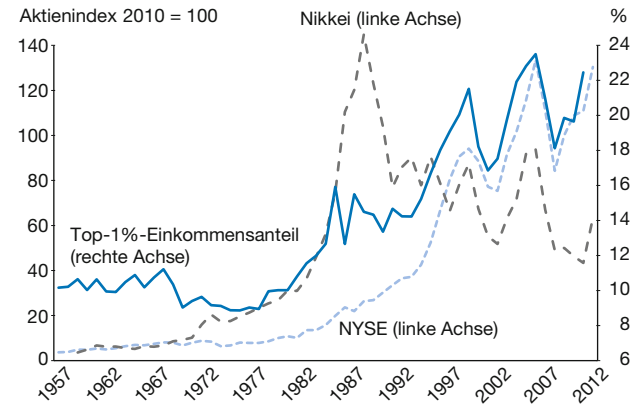
zuerst erhält, profitiert mehr. Umverteilungseffekte, die von den Finanzmärkten ausgehen, ergeben sich daraus, dass die zusätzlich von den Zentralbanken geschaffene Liquidität zunächst den Finanzinstituten zur Verfügung steht. Diese profitieren nicht nur von einer Zunahme des Kreditgeschäfts, sondern sie können auch zu noch niedrigeren Preisen Aktien, Immobilien, Wertpapiere etc. erwerben. Wandert die Liquidität weiter in andere Bereiche der Volkswirtschaft, sind durch die zusätzliche Nachfrage der Banken die Immobilien-, Aktien- und Wertpapierpreise bereits gestiegen. Die Wirtschaftssubjekte, die die zusätzliche Liquidität in der zweiten oder dritten Runde erreicht – insbesondere Haushalte –, zahlen einen höheren Preis.

Die Finanzinstitute können die ihnen in den Schoß gefallenen Profite (Windfall-Profits oder Q-Gewinne) z.B. an ihre (leitenden) Beschäftigten (mehr als an die Aktionäre) weitergeben. Zudem profitieren Bevölkerungsschichten, die große Vermögenswerte halten. Beide Effekte scheinen korreliert. Abbildung 4 bringt für die USA die Preisentwicklungen auf den Aktienmärkten (als Proxy für Preisentwicklungen auf den Vermögensmärkten) mit den Einkommen der Top-1%-Einkommensbezieher am gesamten Volkseinkommen in Verbindung. 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 stark fallen. Doch tragen die ausschweifenden geldpolitischen Rettungsaktionen dazu bei, dass die Aktienpreise und der Anteil der privilegiertesten Einkommensschichten (weitgehend) auf dem erhöhten Niveau gehalten werden, das in den Boom-Phasen erreicht wurde.

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 Aktienmarkt einher. Insgesamt ist der Anteil der Einkommen der Top-1%-Einkommensbezieher in den USA seit dem Amtsantritt des Bernanke-Vorgängers Greenspan (1987) von 13% auf knapp 23% gestiegen.

Die wachsende Konzentration von Einkommen auf hohe Einkommensschichten stellt die Frage nach den Überwälzungskanälen auf die niedrigeren Einkommensschichten. Es gilt Hayek's 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

**Abbildung 4**  
**Aktienpreise (USA, Japan) und Anteil der**  
**Höchsteinkommen (USA)**



Japanischer Aktienindex (Nikkei) niedriger skaliert. Einkommen = Arbeits- und Kapitaleinkommen.

Quelle: OECD, Main Economic Indicators, The World Top Incomes Database.

Größe, so muss notwendig der Anteil, der für alle anderen übrig bleibt, verhältnismäßig stärkeren Schwankungen unterworfen sein als die wechselnde Größe des ganzen Kuchens.“<sup>21</sup>

**Finanzielle Repression und Lohnrepression**

Die Risiken werden über vielfältige Überwälzungskanäle an die unteren und mittleren Einkommensschichten weitergegeben. Unter anderem werden die Renditen von risikoarmen Anlageformen wie Spareinlagen und Staatsanleihen nominal gegen Null und real ins Negative gedrückt (finanzielle Repression).<sup>22</sup> Diese Anlageformen werden oft von der risikoaversen Mittelschicht gehalten. Der wichtigste Kanal ist in vielen Ländern jedoch die Reallohnrepression. Da die Finanzkrisen (und von überschwänglichen Boomphasen auf den Finanzmärkten ausgelöste öffentliche Ausgabenabenteurer) die Staatsverschuldung nach oben treiben, sehen sich Regierungen infolge der Krise gezwungen, die Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor gering zu halten. Der öffentlichen Lohnrepression folgt die Lohnrepression im privaten Sektor, weil die Krise die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften untergräbt.

Dies ist besonders schmerzhaft, wenn das Wachstum stagniert. Bei einem Wachstum von nahe Null, gegen das viele Industrieländer konvergieren, müssen die Verteil-

21 F. A. von Hayek: Der Weg zur Knechtschaft, Reprint von 2011, München 1944, S. 166.  
22 A. Hoffmann, H. Zemanek: Financial Repression and Debt Liquidation in the US and the Euro Area, in: Intereconomics, 47. Jg. (2012), H. 6, S. 344-351.

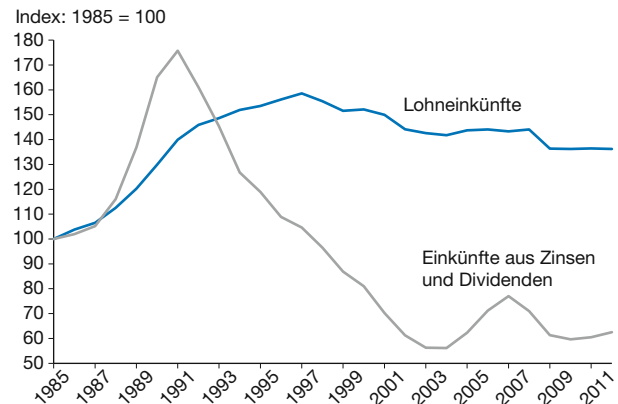
lungsgewinne einer Bevölkerungsgruppe mit absoluten Einkommensverlusten anderer Bevölkerungsgruppen verbunden sein. Dieser Prozess wird noch verschärft, sobald das durchschnittliche Lohnniveau sogar sinkt. Abbildung 5 zeigt für Japan, wie seit dem Platzen der japanischen Blase Ende 1989 mit der Nullzinspolitik die Einkommen aus Kapitalerträgen, Vermietung und Dividenden stark gesunken sind. Seit der japanischen Finanzmarktkrise (1998) fällt aber das reale Lohnniveau stetig. Auch in Europa wird die Reallohnrepression für breite Bevölkerungsschichten – derzeit mit der Ausnahme von Deutschland, wo sie bisher üblich war – immer mehr zur Realität.

Im Ergebnis werden die weithin der Inflation zugeschriebenen negativen Umverteilungs- und Reallohneffekte auch ohne Konsumentenpreisinflation über den Umweg von Boom- und Krisen-Zyklen auf den Finanzmärkten erreicht. Wird eine der betroffenen Bevölkerungsschichten z.B. durch Mindestlöhne geschützt, dann werden die bestehenden Lasten zu einem größeren Maße auf den verbleibenden Teil der Bevölkerung (insbesondere die Mittelschicht) 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.

### Wirtschaftspolitische Implikation

Der Kern des Problems ist, dass in Zeiten finanzmarktorientierter Geldpolitik die Inflationsziele der Zentralbanken nicht mehr glaubhaft sind, da der Transmissionskanal von Zentralbankgeld zu Konsumentenpreisinflation längst zusammengebrochen ist. Es wird zwar immer mehr anerkannt, dass die Zentralbanken durch billige Liquidität Finanzmarktblasen begünstigen. Es wird jedoch nicht ernsthaft diskutiert, ob die sehr expansiven Geldpolitiken trotz Preisstabilität über den Umweg von Boom- und Krisen-Zyklen auf den Finanzmärkten negative Umverteilungs- und

Abbildung 5  
Entwicklung der realen Lohn- und Kapitaleinkommen in Japan



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

Reallohneffekte nach sich ziehen, die bisher der Inflation zugeschrieben wurden.

Die in vielen Ländern diffuse, aber wachsende Unzufriedenheit in breiten Bevölkerungsschichten und die damit einhergehende politische Polarisierung künden an, dass dieser Prozess langfristig politisch nicht tragbar ist. Wirtschaftspolitische Regeln sollen nicht nur stabil, einfach und zielorientiert, sondern auch anpassungsfähig sein. Nötig ist deshalb eine Reform der geldpolitischen Rahmenwerke, um ein stärkeres Gewicht auf die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Finanzmärkte zu legen. Nur wenn die Zinsen steigen, wieder Risiken anzeigen und wieder zwischen Investitionen mit hoher und niedriger Grenzleistungsfähigkeit zu unterscheiden helfen, wird es zu einer robusten wirtschaftlichen Erholung kommen, die Wohlstandsgewinne für breite Bevölkerungsschichten ermöglicht. Die Zentralbanken könnten dafür sogar ihre de facto schon verfolgten Vermögenspreisstabilisierungsziele beibehalten. Diese müssten nur in Boom- und Krisenphasen symmetrisch sein.

#### Title: *Unconventional Monetary Policy Has Adverse Redistribution Effects and Leads to Real Wage Repression*

**Abstract:** *Historically low inflation and concerns about deflation in the large industrial countries have been accompanied by exuberance in financial markets. To revive inflation and growth, central bank balance sheets are being inflated, but there has been no considerable increase in consumer price inflation yet. The paper argues that inflation targeting frameworks have lost their effectiveness in steering inflation. Rational profit-maximising financial institutions funnel the additional central bank liquidity into financial markets instead of goods markets. This leads to redistribution effects in favour of high income classes and to wage repression for middle and low income classes, resulting in political polarisation.*

**JEL Classification:** E31, E42, E58