



Münster Practice and Policy:
Ungelöster Zielkonflikt zwischen
Geldpolitik und Finanzstabilität

Ausgabe 11

Ungelöster Zielkonflikt zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität

- In der geldpolitischen Diskussion ist umstritten, ob Zentralbanken neben der Wahrung der Geldwertstabilität auch Finanzstabilitätsaspekte in ihren Zielkatalog aufnehmen sollten oder ob diese in den alleinigen Zuständigkeitsbereich der (makroprudenziellen) Bankenaufsicht fallen.
- Da Finanzzyklen im Vergleich zu Konjunkturzyklen von deutlich längerer Dauer sind, müssten geldpolitische Strategien bei einer Berücksichtigung von Finanzstabilitätsaspekten ebenfalls deutlich längerfristig ausgerichtet sein – längerfristiger als dies mit den zumeist mittelfristig angelegten Inflationszielen der Notenbanken aktuell der Fall ist.
- Eine aktuelle Untersuchung der Autoren belegt, dass sich die EZB in der öffentlichen Kommunikation in ihrer monetären Analyse tatsächlich zunehmend auf Themen der Finanzstabilität fokussiert. Dennoch findet sich kaum Evidenz dafür, dass sich diese Schwerpunktverschiebung bisher auf die Zinsentscheidungen der EZB ausgewirkt hätte.

Aufgrund ihres direkten Einflusses auf die volkswirtschaftlichen Finanzierungsbedingungen fällt Zentralbanken bei der Bewahrung der Finanzstabilität eine herausragende Rolle zu. In der geldpolitischen Diskussion wird allerdings kontrovers diskutiert, ob Finanzstabilitätsaspekte explizit in den Zielkatalog der Geldpolitik aufgenommen werden sollten. Gemäß der traditionellen Sichtweise sollten sich Notenbanken in erster Linie auf die Geldwertstabilität fokussieren. Ein zusätzlicher Fokus auf die Wahrung von Finanzstabilität kann hingegen zu potenziellen Zielkonflikten führen, beispielsweise bei gleichzeitigem Auftreten geringer Konsumenten- und hoher Vermögenspreis-inflation.

Eine auf Geldwertsicherung ausgerichtete Geldpolitik müsste in diesem Fall die Zinsen auf niedrigem Niveau halten, während zur Stabilisierung des Finanzsystems höhere Zinsen erforderlich wären. Die traditionelle Sichtweise sieht im Leitzins der Zentralbank zudem ein zu grobes Instrument zur Wahrung der Finanzstabilität, welche viel zielgenauer durch den Einsatz makroprudenzieller Instrumente, wie z.B. Kapitalpufferanforderungen an die Geschäftsbanken oder kreditspezifische Instrumente für den Wohnimmobilienbereich, gewährleistet werden kann.

Kritiker der traditionellen Sichtweise argumentieren demgegenüber, dass makroprudenzielle Instrumente bisher kaum zum Einsatz gekommen sind und deren erhoffte Wirkung auf die Finanzstabilität somit nicht belegt ist. Insbesondere sind Ausweichreaktionen möglich, in deren Folge Risiken vom regulierten Bankensektor in den weniger regulierten Schattenbankensektor verlagert werden. Sofern die makroprudenzielle Aufsicht den Finanzzyklus nicht hinreichend kontrollieren kann, sollten Zentralbanken in ihren geldpolitischen Strategien daher das Auf und Ab der Finanzmärkte explizit berücksichtigen und insbesondere die Entstehung von spekulativen Vermögenspreisblasen mit geldpolitischen Mitteln aktiv bekämpfen (sog. „*leaning against the wind*“-Politik).

Da Finanzzyklen im Vergleich zu Konjunkturzyklen von deutlich längerer Dauer sind, müsste die Geldpolitik bei einer Berücksichtigung von Finanzstabilitätsaspekten ebenfalls deutlich längerfristig ausgerichtet sein, als dies bei der derzeitigen Inflationsziel-orientierten Politik der Notenbanken der Fall ist.

Die EZB berücksichtigt in ihrer sog. Zwei-Säulen-Strategie neben einer Abschätzung der kurz- und mittelfristigen Inflationsaussichten (wirtschaftliche Analyse) auch die längerfristige Entwicklung von Geld- und Kreditmengenaggregaten (monetäre Analyse). Dieser längerfristige Zeithorizont der monetären Analyse erlaubt somit grundsätzlich auch eine Berücksichtigung von Finanzstabilitätsaspekten in der geldpolitischen Strategie.

In einem aktuellen Arbeitspapier (Dybowski/Kempa 2019) belegen wir anhand moderner Textanalysemethoden, dass sich die öffentliche Kommunikation der EZB in den zurückliegenden Jahren tatsächlich zunehmend auf Themen der Finanzstabilität fokussiert. Allerdings finden wir kaum Belege dafür, dass sich diese Schwerpunktverschiebung bisher in signifikantem Maße auf die Zinsentscheidungen der EZB ausgewirkt hätte. D.h. bei tatsächlicher Höhergewichtung der Finanzstabilität hätten die Zinsen höher sein müssen, als es derzeit zu beobachten ist. Oder noch anders gewendet: Die EZB macht nicht wirklich das, was sie kommuniziert.

Literatur:

Dybowski, T. Philipp; Kempa, Bernd, 2019, The ECB's monetary pillar after the financial crisis, CQE Working Paper 85/2019.

Münster, den 22. Oktober 2019

Westfälische Wilhelms-Universität Münster
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Universitätsstraße 14-16
48143 Münster

Ansprechpartner:
Prof. Dr. Bernd Kempa
Institut für Internationale Ökonomie
Center für Quantitative Economics (CQE)
Tel.: o 251 83-28661
E-Mail: bernd.kempa@uni-muenster.de
Web: www.wiwi.uni-muenster.de/iioe/

www.wiwi.uni-muenster.de/mpp

Der Inhalt des Textes repräsentiert die persönliche Meinung des Autors und stellt nicht zwingend den Standpunkt der Westfälischen Wilhelms-Universität beziehungsweise der ihr angehörenden Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler dar.