



**Universität Leipzig  
Institut für Wirtschaftspolitik**

Prof. Dr. Gunther Schnabl

**Deutschlands Perspektiven im Umfeld  
der EZB-Geldpolitik**

FAROS Institutional Investors Forum

Frankfurt, 15. November 2018



# Inhalt

---

1. Deutschland 10 Jahre nach Ausbruch der Krise
2. Geldpolitik und wandernde Blasen
3. Wachstums- und Verteilungseffekte lockerer Geldpolitik
4. Modell eines geldpolitischen Ausstiegs
5. Ausblick

Schnabl, Gunther 2018: Die Effekte der ultralockeren Geldpolitik sind politischer Sprengstoff. Interview mit Michael Rasch, NZZ 7.3.2017 (online).

Müller, Sebastian / Schnabl, Gunther 2017: Zur Zukunft der Europäischen Union aus ordnungspolitischer Perspektive. *Universität Leipzig, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät Working Paper 150.*

Schnabl, Gunther 2018: Erhards und Euckens vergessenes Erbe. *Frankfurter Allgemeine Zeitung* 15.6.2018, 20.



# 1. Deutschland 10 Jahre nach Ausbruch der Krise

---

## Der starke Mann Europas

- Andere EU-Länder als Bittsteller für Finanzhilfen.
- Exportweltmeister und zahlreiche nationale Champions.
- Aktienmarktboom.
- Pro-Kopf-Einkommen statistisch auf historischem Hoch.
- Zuletzt respektable Lohn- und Rentenerhöhungen.

## Wachsende Instabilität

- Kontroverse Diskussion über TARGET2-Salden (1000 Mrd.).
- Stagnierende Investitionen.
- **Inflationsmessung verschleiert sinkende Pro-Kopf-Einkommen?**
- Zunahme prekärer Beschäftigungsverhältnisse.
- Immobilienpreisboom mit Verteilungseffekten.
- Zunehmende politische Instabilität.



## 2. Geldpolitik und wandernde Blasen

---

### Wandernde Finanzmarktblasen

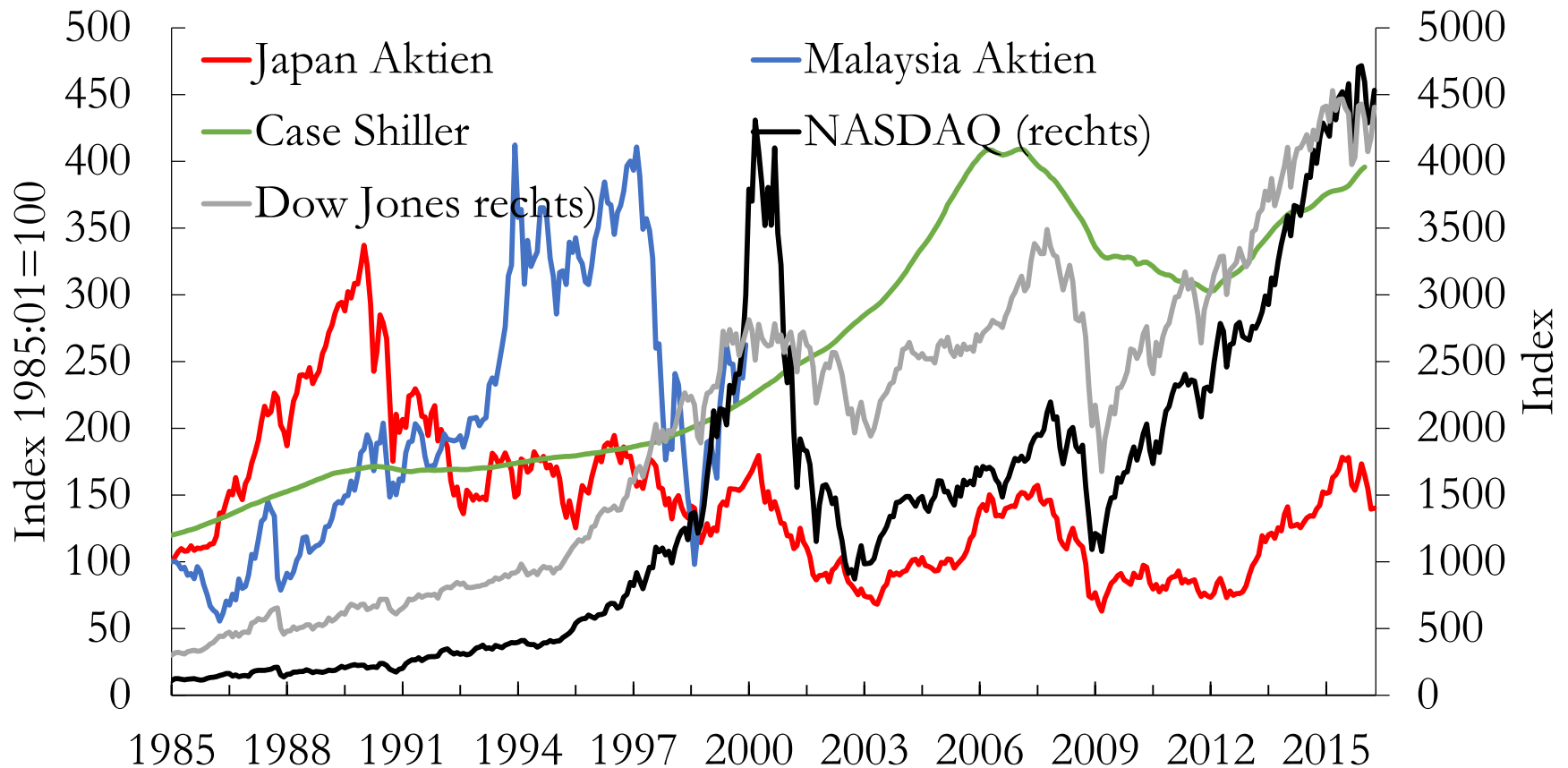
- Japan (1986-90), Deutschland (1991-93),
- Südostasien (1993-98),
- Dotcom-Märkte (1999-2000),
- US-Hypothekenmarkt (2001-07), Süd- und Osteuropa (2003-07), Rohstoffmärkte (2003-14), China (2003-14),
- USA (2010-), **Deutschland (2010-)**.
- Banken, Unternehmen und Regierungen profitieren vom Kreditboom und von steigenden Vermögenspreisen.

### Finanzkrisen

- Die Banken realisieren große Verluste durch Kreditausfälle und sinkende Vermögenspreise.
- Der Finanzsektor gilt als „*too big to fail*“ und wird gerettet.



# Wandernde Blasen

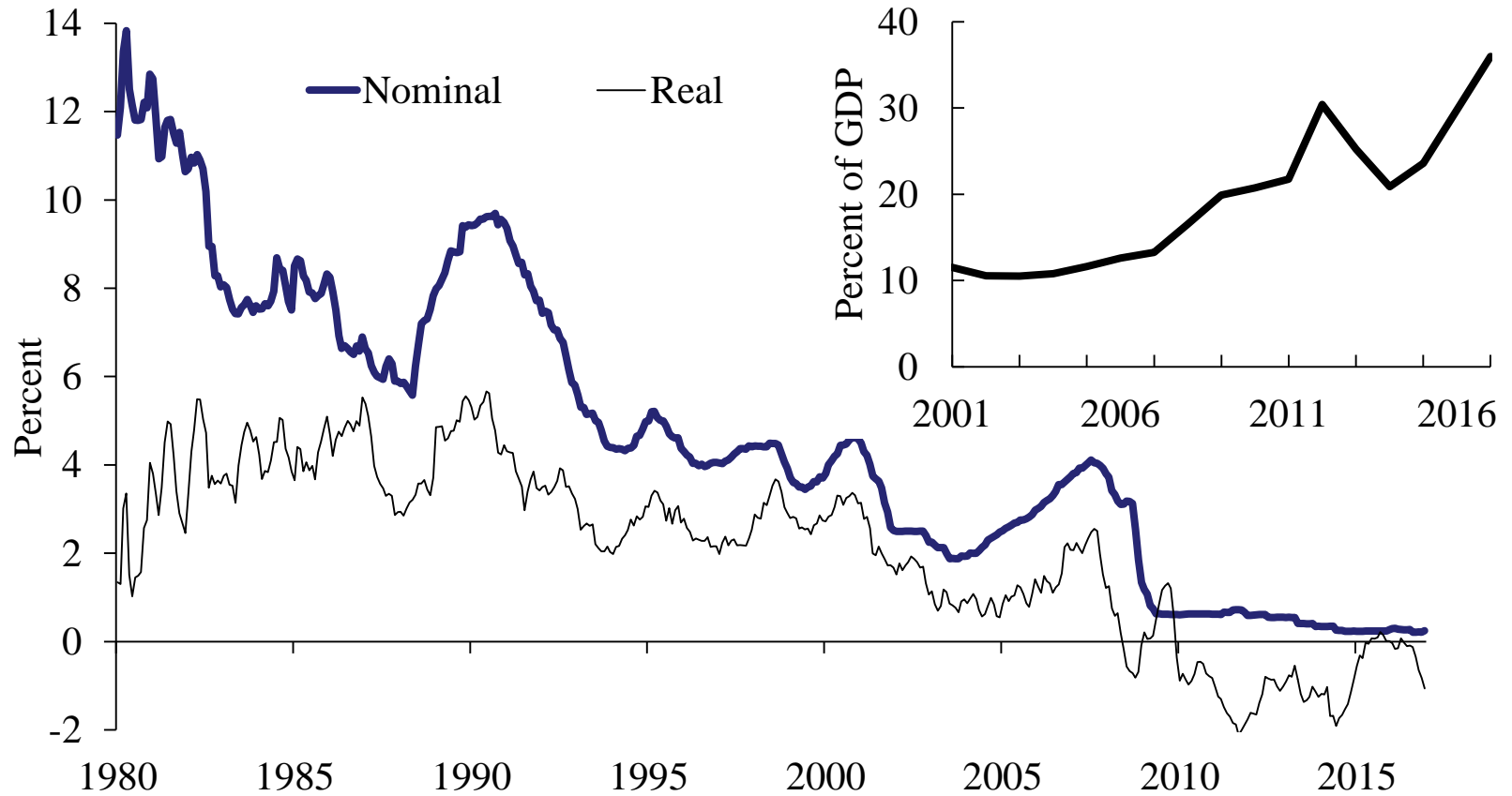


Quelle: IWF.



# Durchschnittlicher Geldmarktzins (G4)

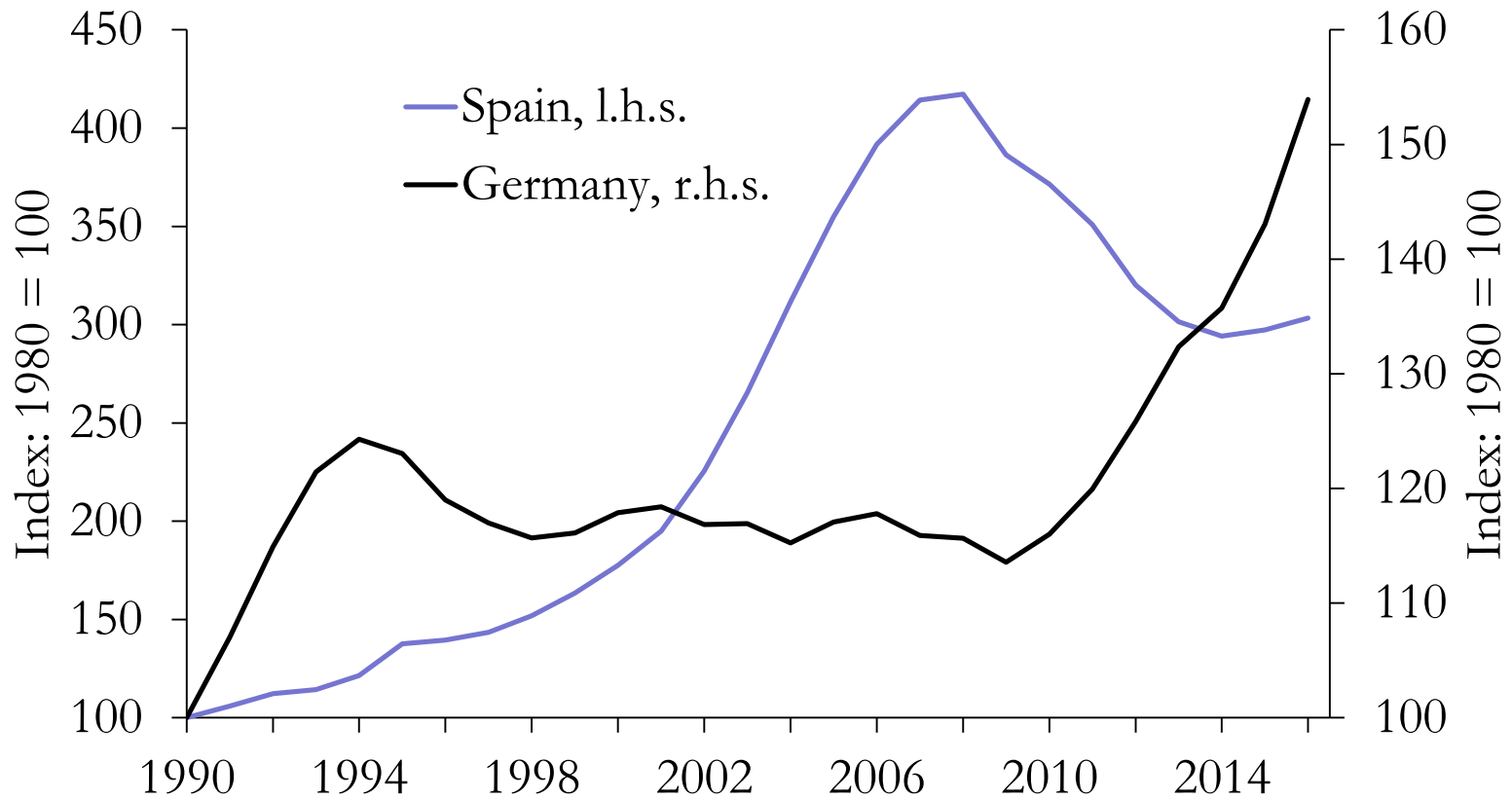
## und EZB-Bilanzvolumen



Quelle: IWF, ECB, Eurostat.



# „Wasserbetteffekt“ im EWU-Immobilienmarkt (Dysfunktionale Währungsunion)



Quelle: IWF.



### 3. (De-)Stabilisierung des Finanzsektors

---

#### **Billiges Geld stabilisiert**

- Banken werden rekapitalisiert.
- Die Vermögenspreise steigen wieder.
- Der offizielle Bestand an faulen Krediten sinkt.

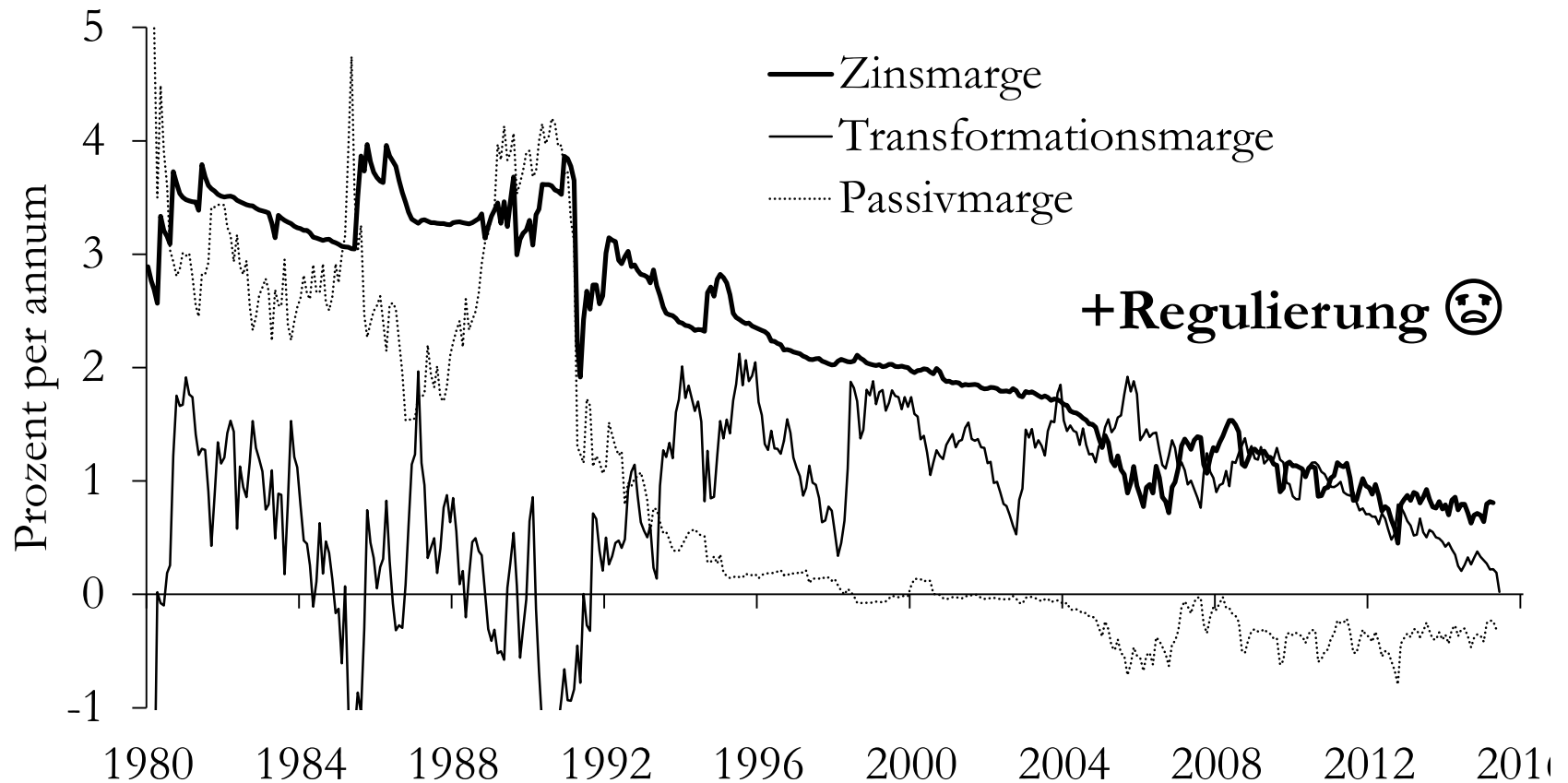
#### **Billiges Geld destabilisiert**

- Zinsmarge (Kreditzins – Einlagezins) schrumpft.
- Transformationsmarge (langfristiger – kurzfristiger Zins) fällt.
- Passivmarge (Geldmarktzins – Einlagenzins) sinkt.
- Haushalte reduzieren Kreditnachfrage aufgrund sinkender Zins- und Lohneinkommen.
- Unternehmen reduzieren Kreditnachfrage aufgrund negativer Erwartungen.





# Margen im japanischen Bankgeschäft



Quelle: IWF.



# (De-)Stabilisierung des Unternehmenssektors

---

## Überinvestition und Spekulation im Aufschwung

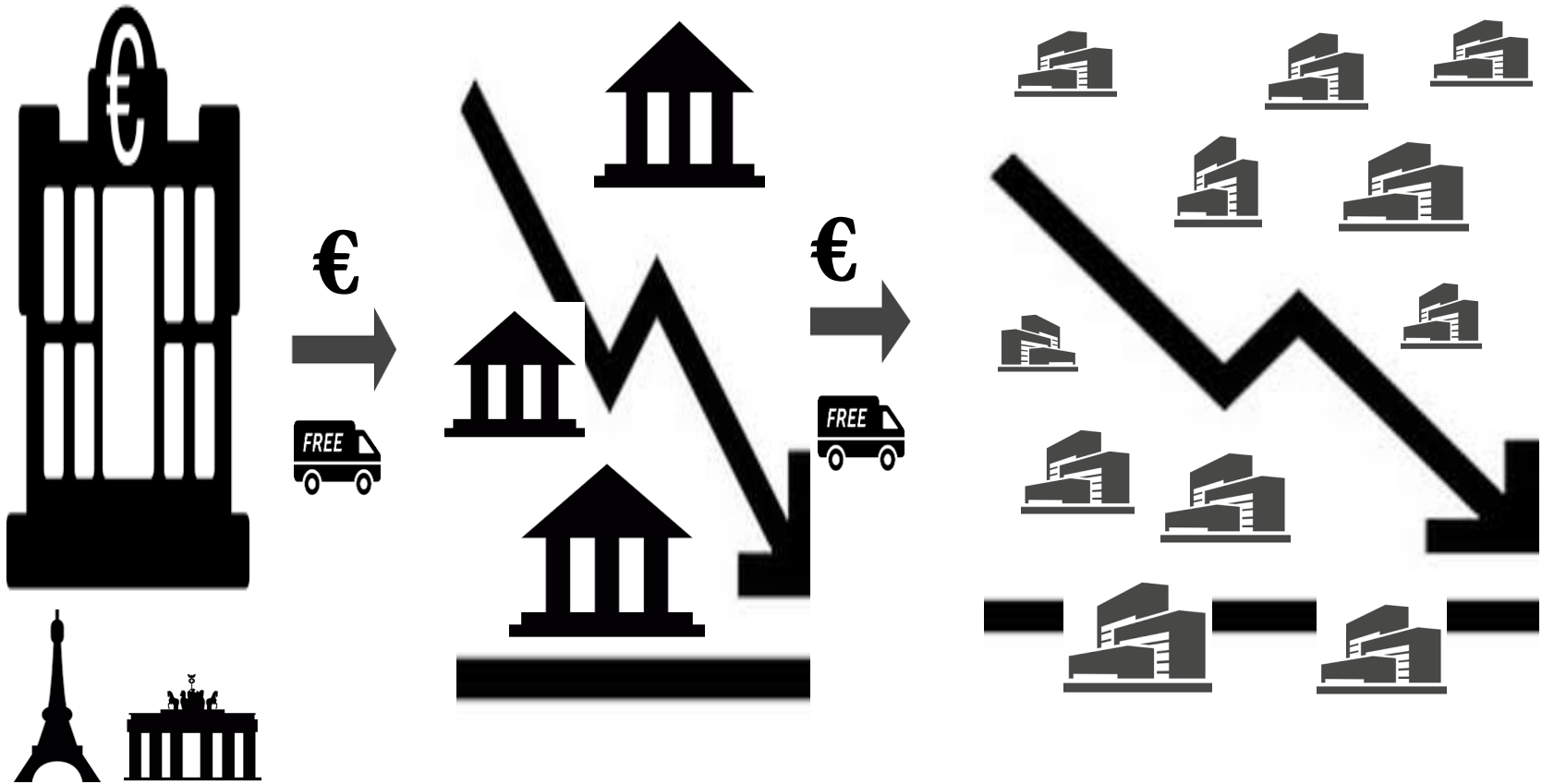
- Es werden mehr Investitionsprojekte mit geringerer Rendite auf den Weg gebracht. (Von Prime zu Subprime.)
- Überteuerte Übernahmen und Aktienrückkäufe werden mit billigen Krediten finanziert.

## Zementierung verzerrter Strukturen in der Rezession

- Die Überkapazitäten und Fehlinvestitionen werden sichtbar.
- Strukturelle Verzerrungen werden durch billiges Geld konserviert (Schumpeter 1919, Hayek 1929, Hoffmann und Schnabl 2016).
- *Nachsichtige Kreditvergabe* (Sekine, Kobayashi und Saita 2003).
- *Zombie Lending* (Caballero, Hoshi und Kashyab 2008).
- *Evergreening* (Peek und Rosengreen 2005).
- *Walking Dead* (McGoan, Andrews and Millot 2017).
- *Soft Budget Constraints* (Kornai 1986).

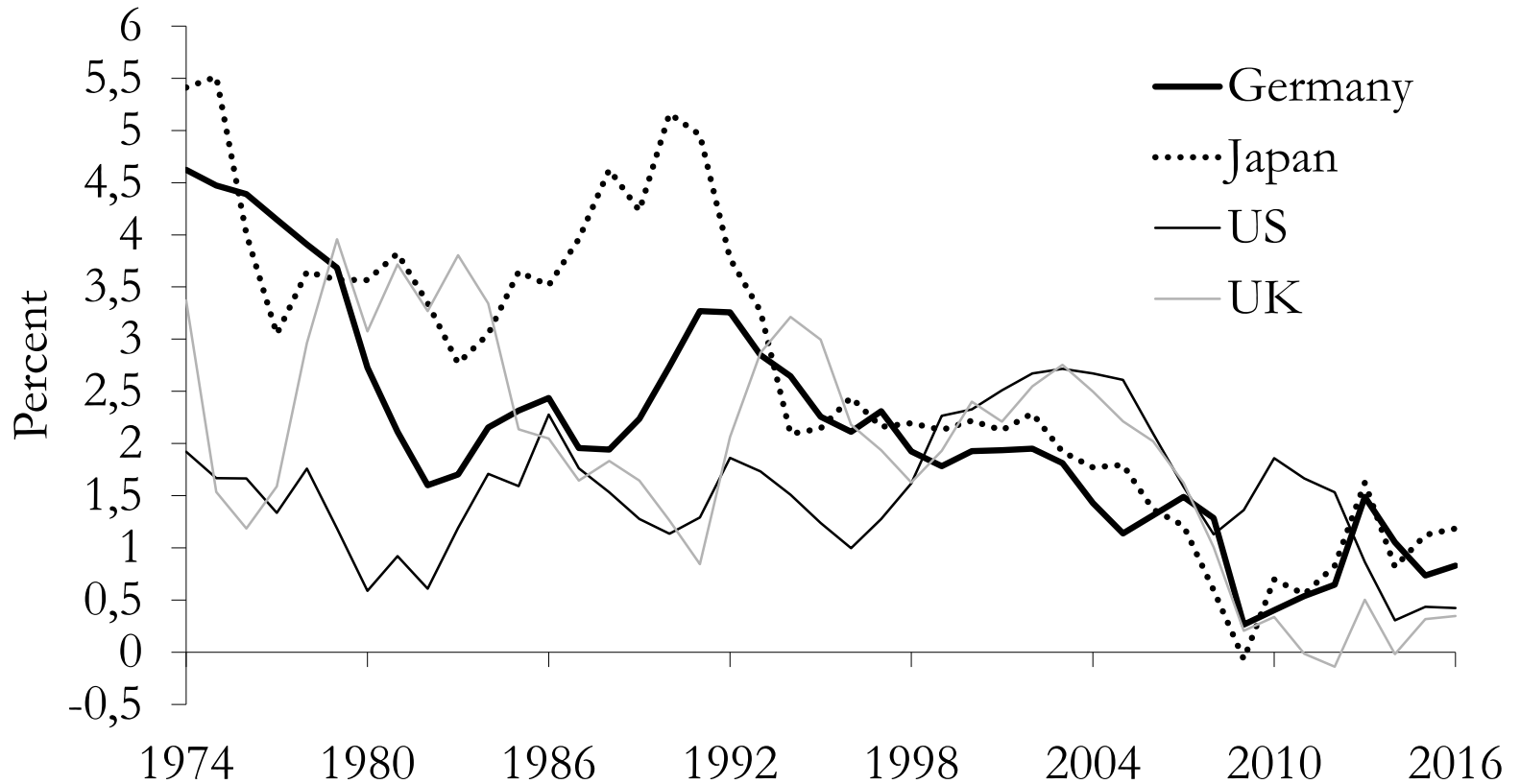


# Weiche Budgetrestriktionen (Kornai 1986)





# Sinkende Produktivitätsgewinne



Quelle: OECD, IWF.



## Verteilungseffekte

---

### **Vom privaten zum öffentlichen Sektor (Reinhart und Belen 2015)**

- via finanzielle Repression.

### **Vom Unternehmens- zum Finanzsektor (Cantillon 1931)**

- via steigende Vermögenspreise und schwachen Konsum.

### **Von Arm zu Reich (Saiki and Frost 2015)**

- via steigende Vermögenspreise und finanzielle Repression.

### **Von Jung zu Alt (Duarte und Schnabl 2017)**

- via nominale Lohnrepression und steigende Vermögenspreise.

### **Von KMUs zu Großunternehmen**

- via Kapitalmarktfinanzierung versus Kreditfinanzierung.

### **Von den Peripherien zu den Zentren (Fischer und Schnabl 2018)**

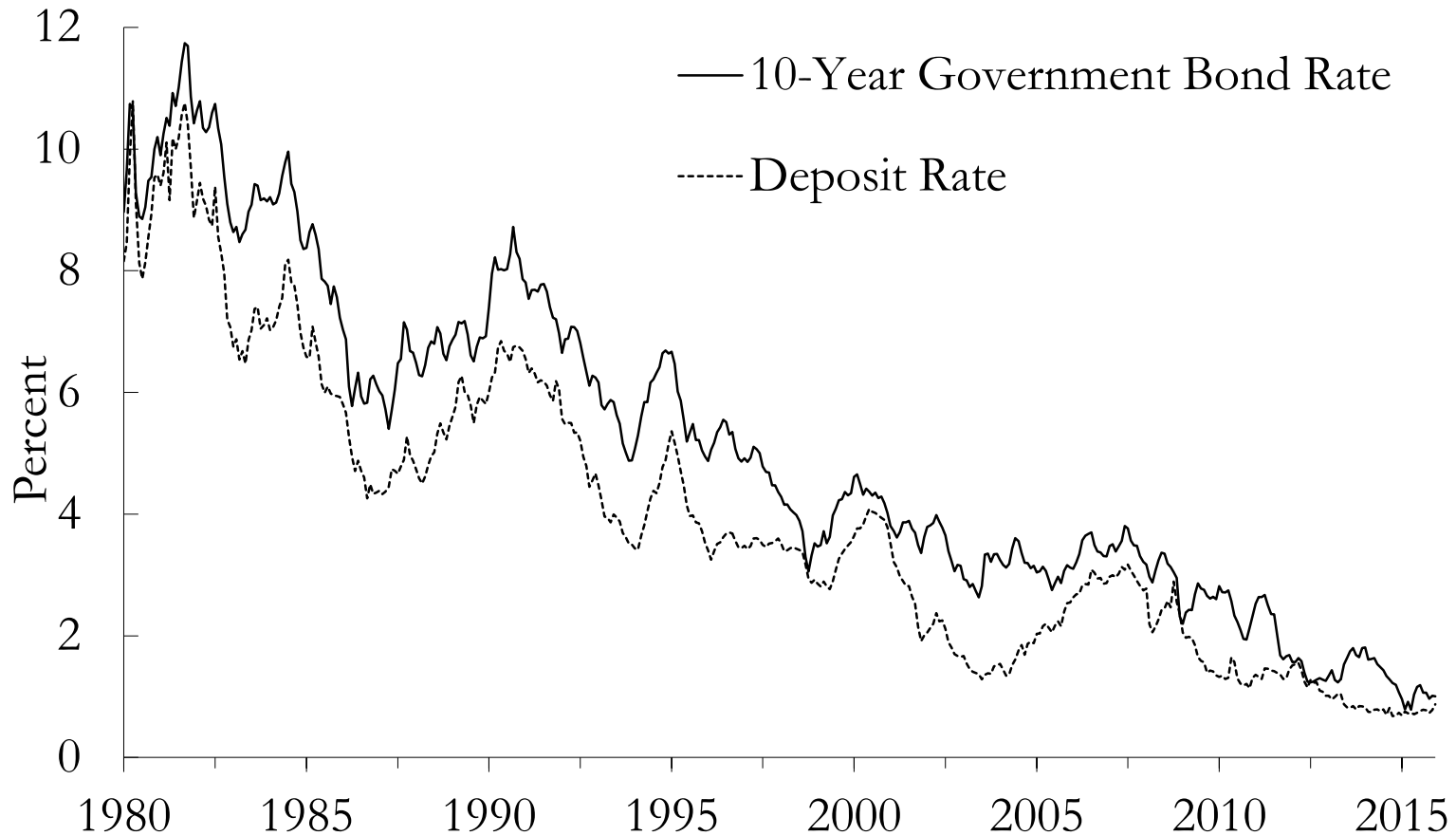
- via Konzentrationseffekte bei Finanzinstituten und Unternehmen.

### **Von Leistungsbilanzüberschussländern zu -defizitländern.**

- via Entwertung der Nettoauslandsvermögen.
-



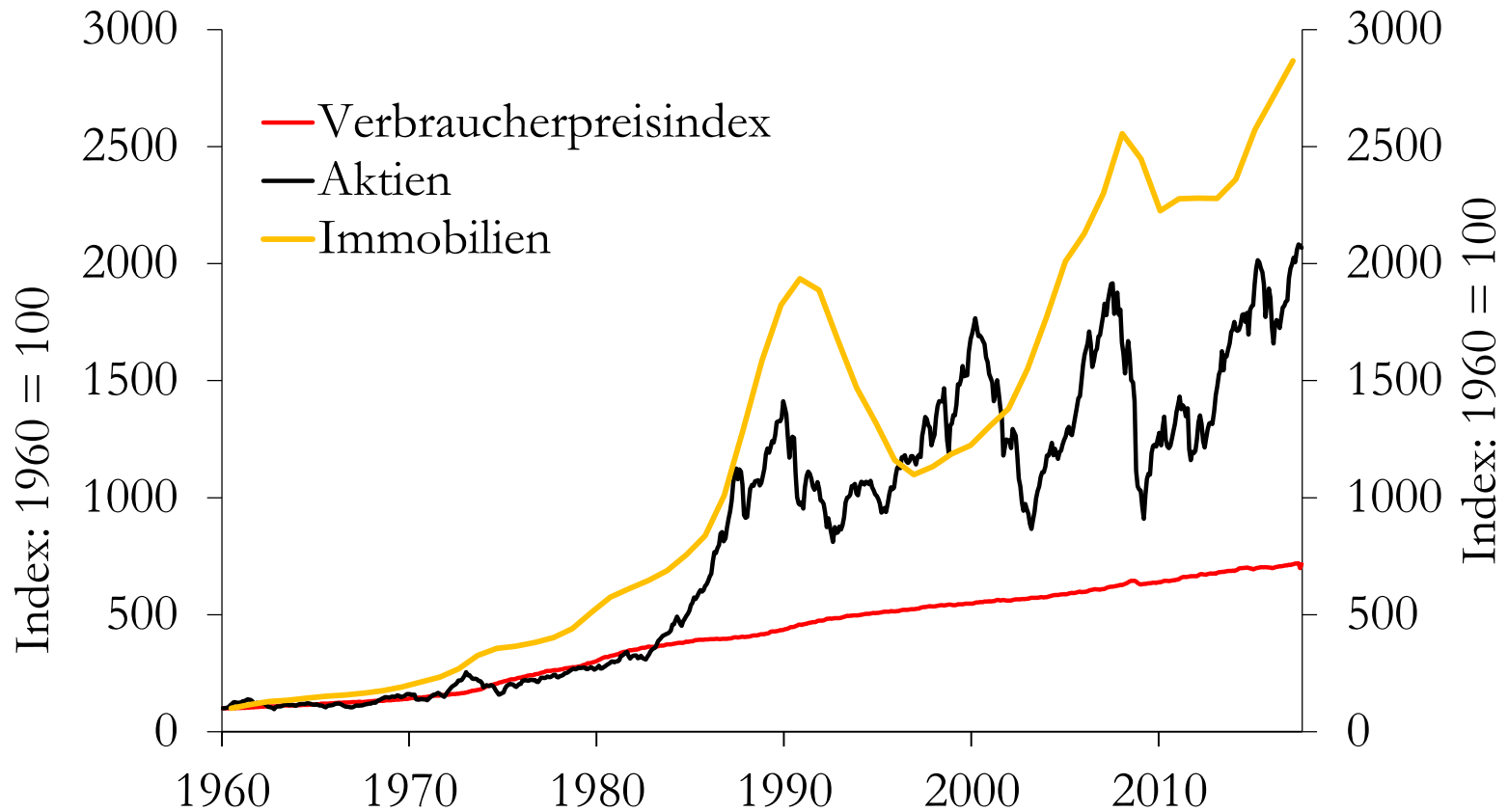
# Verzinsung von Bankeinlagen und Staatsanleihen (G4)



Quelle: IWF.



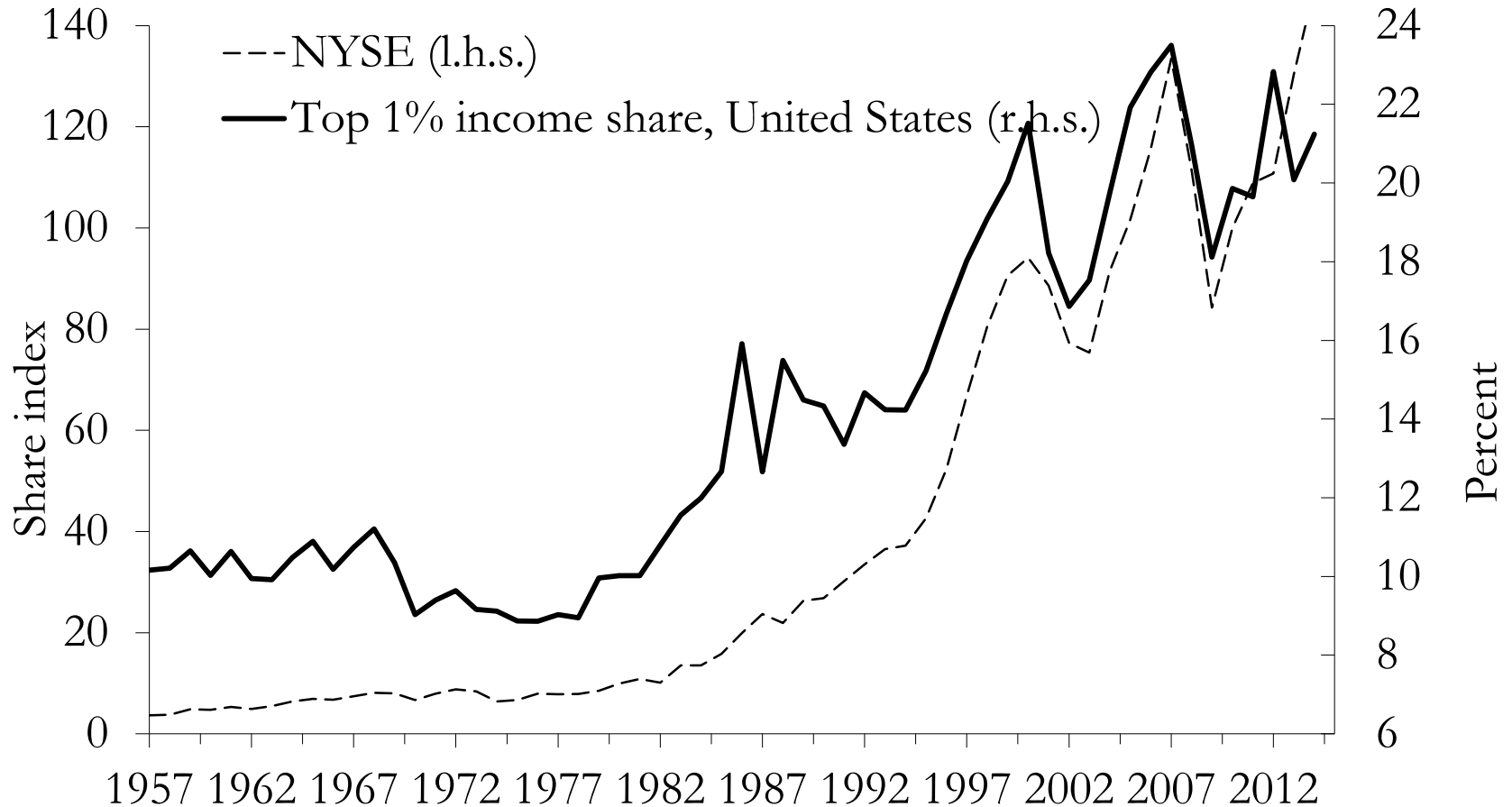
# Aktien-, Immobilien- und Konsumentenpreise (G4)



Quelle: IWF.



# Aktienpreise und Einkommenskonzentration (USA)

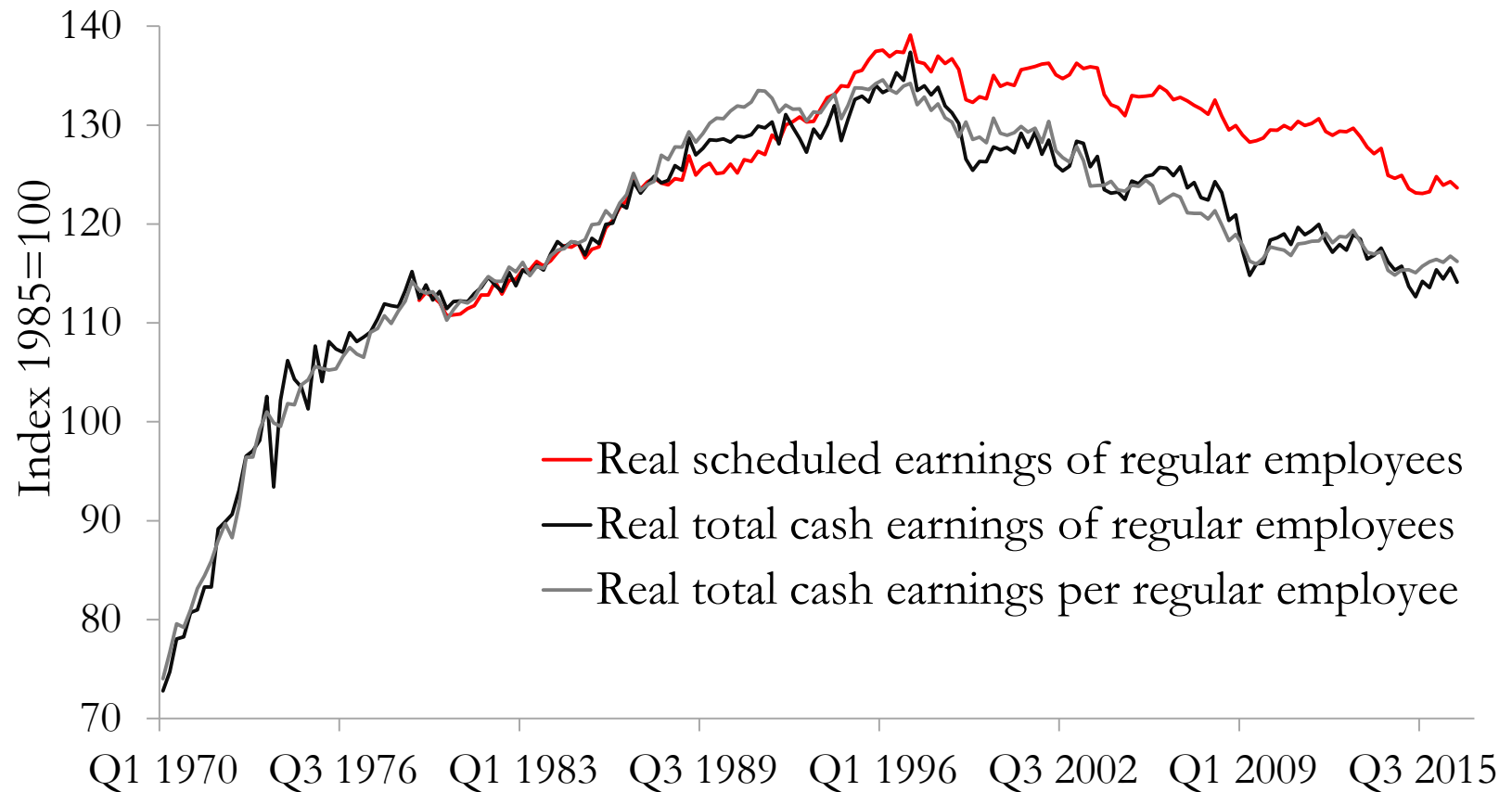


Quelle: Top Income Database, IWF.





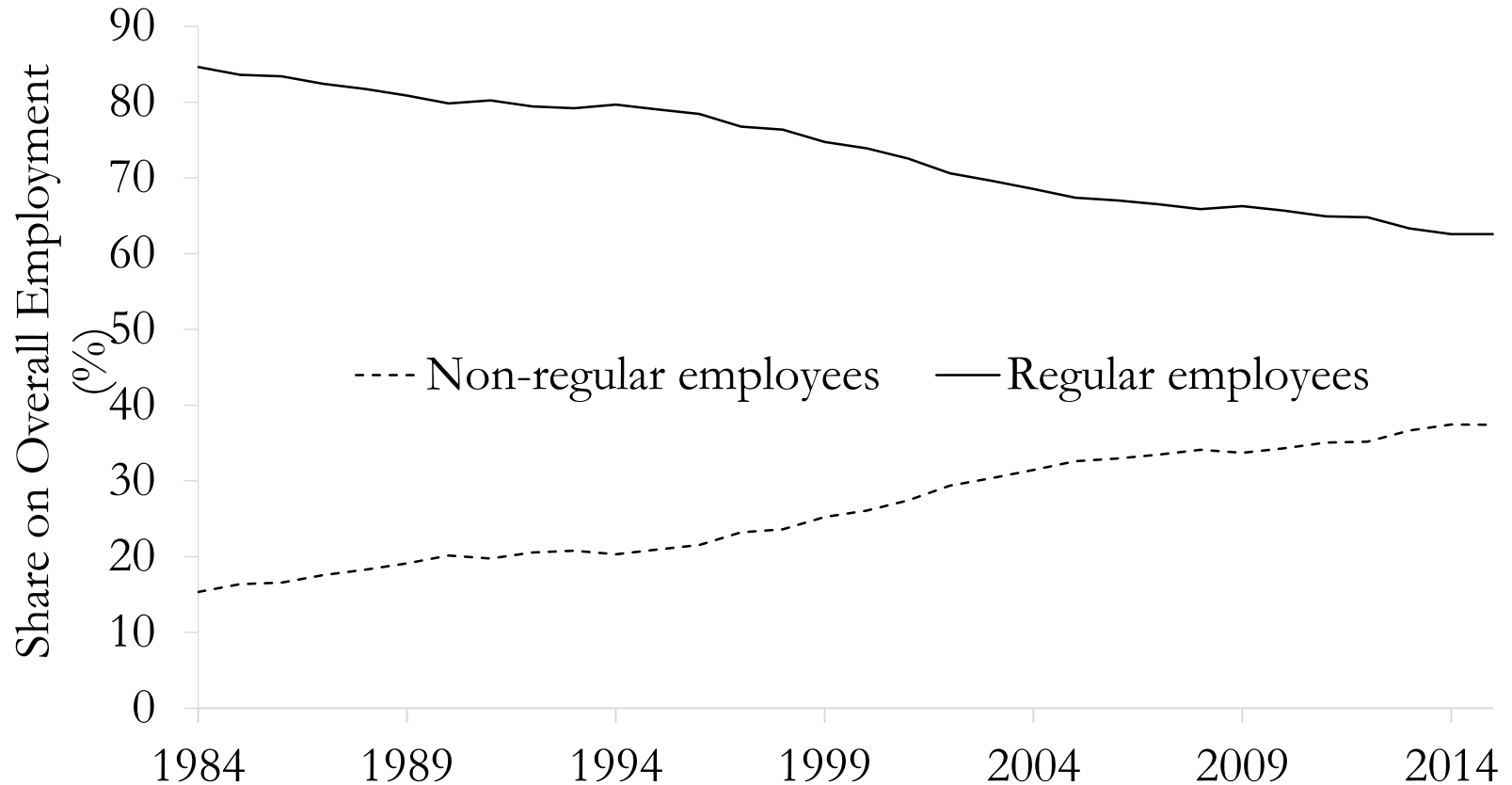
# Nominallohnrepression (Japan)



Quelle: OECD, 総務省 (Ministry of Internal Affairs and Communication).



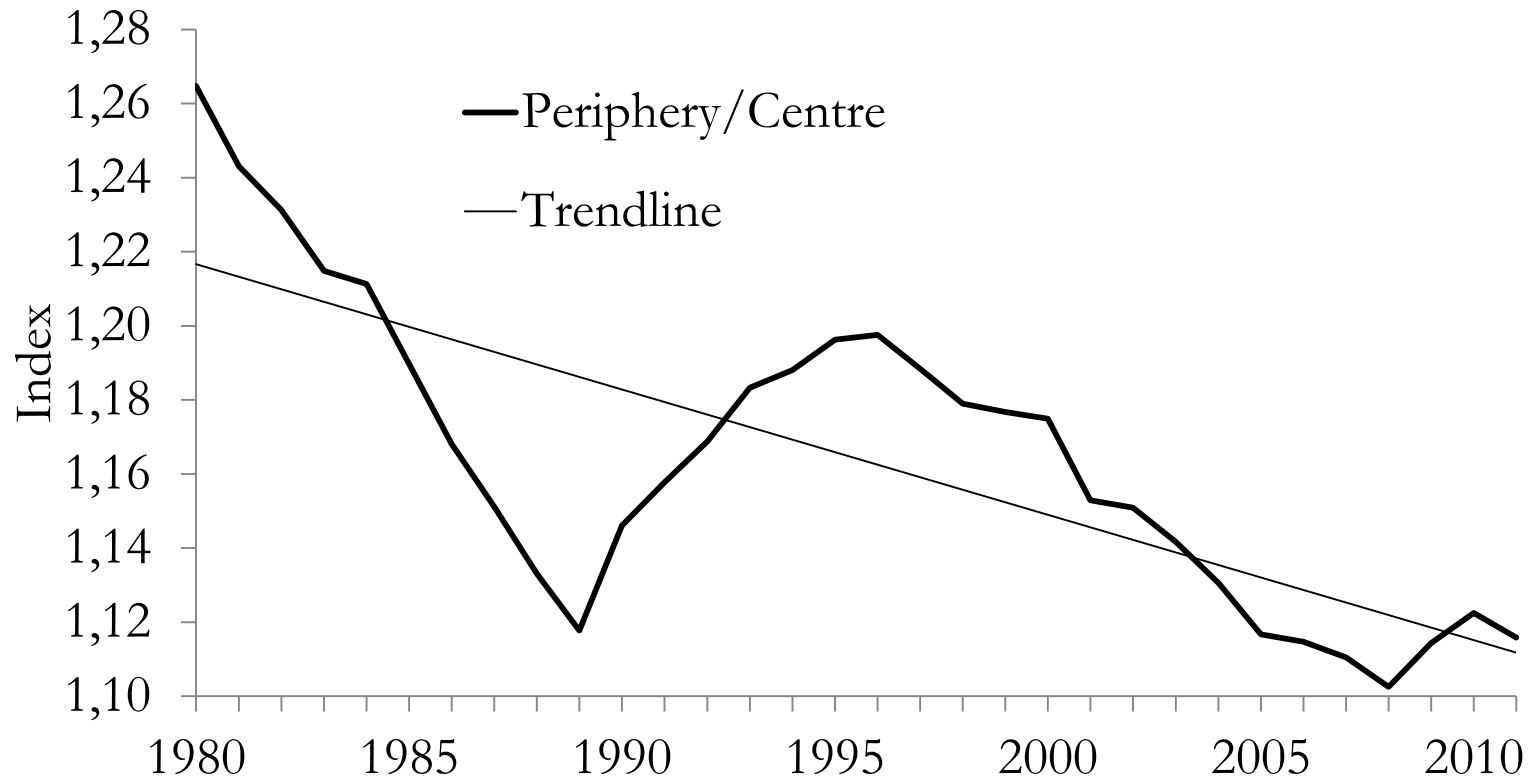
# Anstieg der prekären Beschäftigungsverhältnisse (Japan)



Quelle: 総務省, Japan: Ministry of Internal Affairs and Communication.



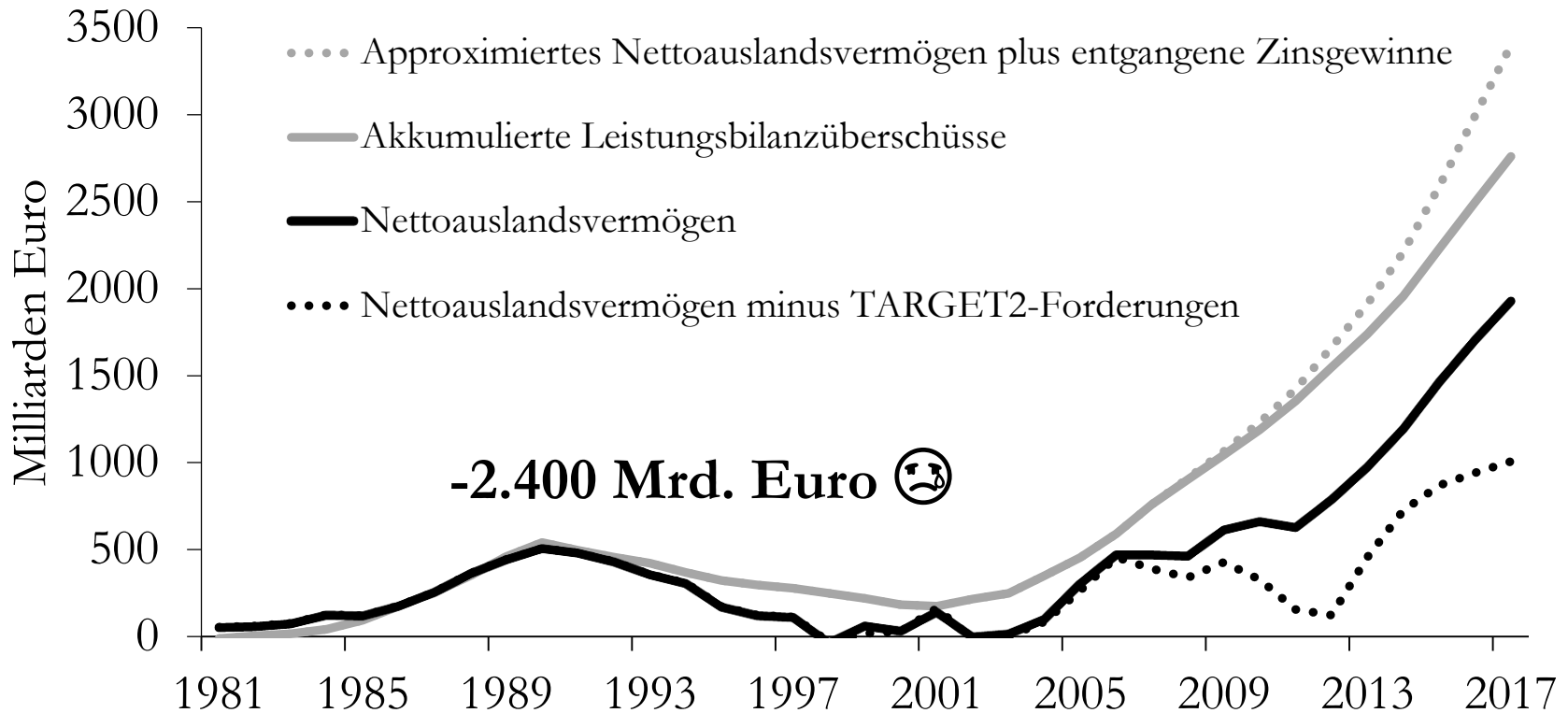
# Regionale Konzentration wirtschaftlicher Aktivität (Japan)



Source: Cabinet Office of Japan (内閣府).



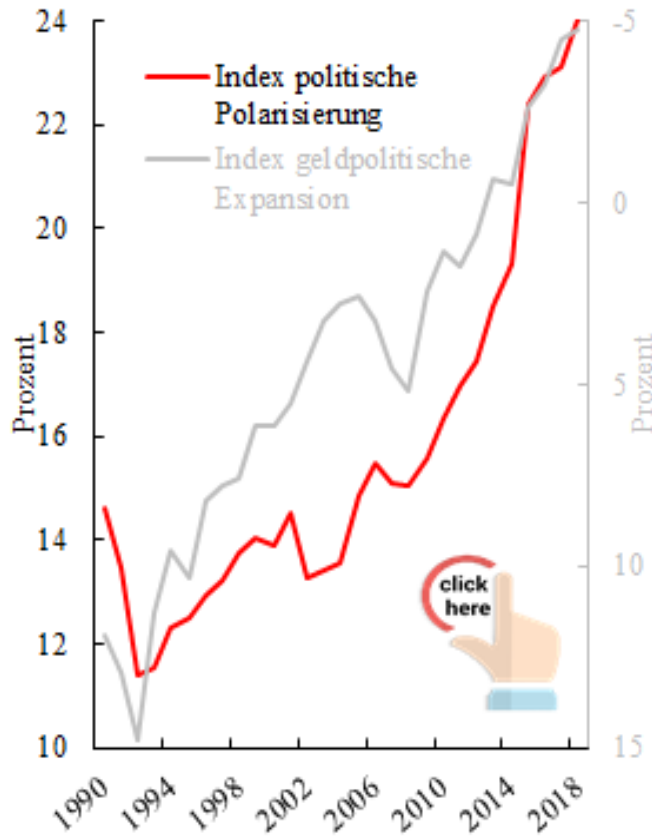
# Nettoauslandsvermögen Deutschlands



Quelle: IWF und eigene Berechnungen.



# IWP-Index zur politischen Polarisierung in EU28



**EU-Exit-Wahrscheinlichkeit steigt!**

**Müller und Schnabl (2017)**



## 4. Modell eines geldpolitischen Ausstiegs

---

### **Ausstieg stärkt das Wachstum (Eucken 1952, Erhard 1957)**

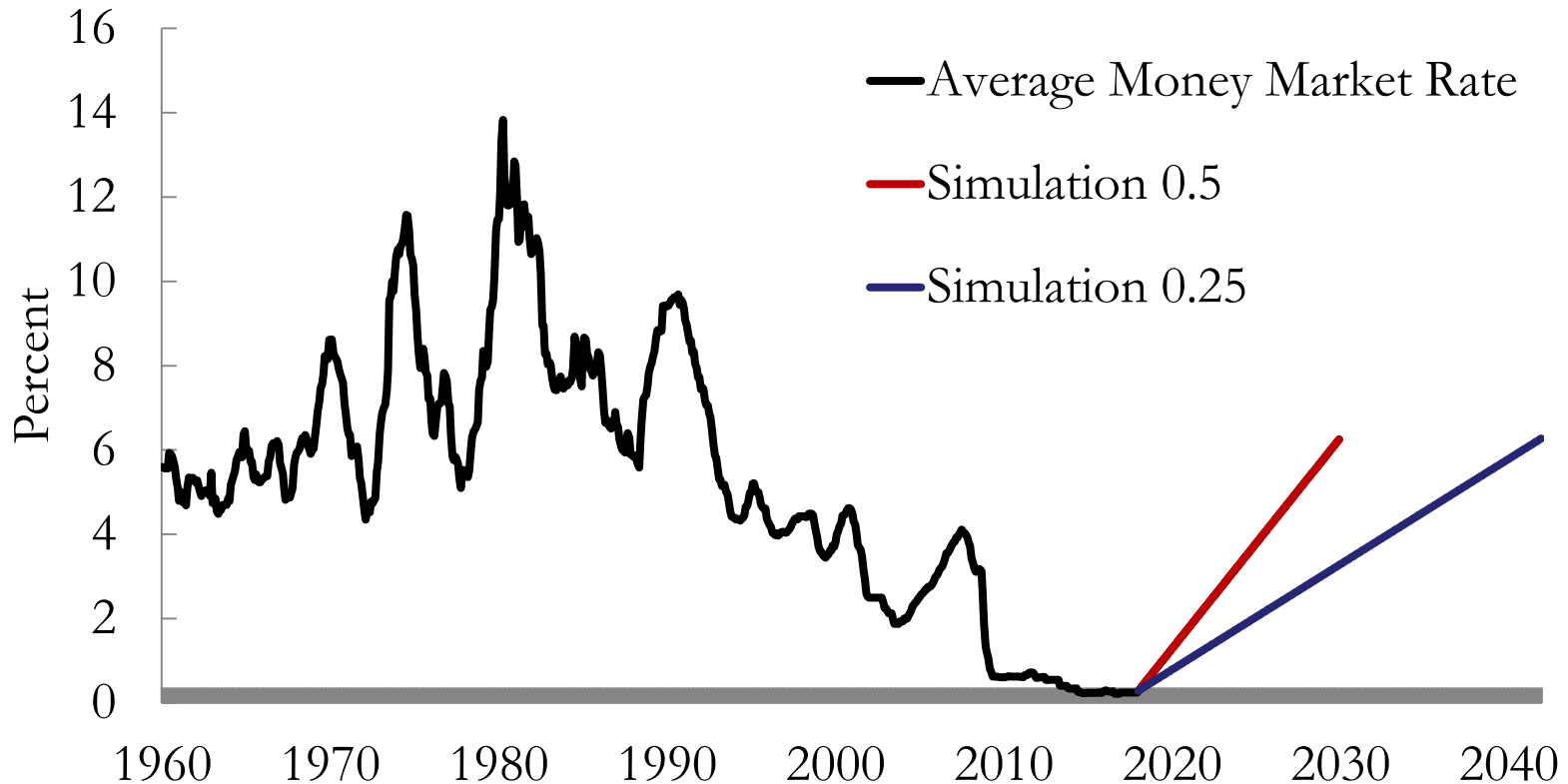
- Spekulation wird nicht mehr belohnt.
- Marktwirtschaftliche Prinzipien wie Geldwertstabilität und Haftung werden wieder hergestellt.
- Die Allokation- und Signalfunktion von Zinsen wird gestärkt.

### **Prinzipien für den Ausstiegspfad**

- Sofort,
- glaubhaft und irreversibel,
- langsam (z.B. 25, 50 Basispunkte pro Jahr),
- transparent (klare Kommunikation der
- international koordiniert.



# Simulation des Ausstiegspfad (G4)



Quelle: Schnabl 2018.



## 5. Bei geldpolitischem Ausstieg: Wohlstand für alle

---

- Effizientere Staatsausgaben,
- mehr private Initiative,
- Haftung,
- mehr Wettbewerb,
- Konstanz der Wirtschaftspolitik,
- größere Produktivitätsgewinne,
- Reallohnsteigerungen,
- mehr Arbeitsplatzsicherheit,
- Perspektiven für die Jugend,
- höhere Geburtenraten,
- stabilere Renten,
- **höhere Renditen für Kapitalanleger.**







**Vielen Dank für die Aufmerksamkeit!**