

Institute for
Economic Policy

University of Leipzig



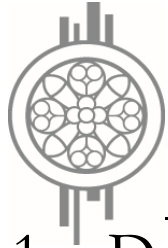
**Universität Leipzig
Institut für Wirtschaftspolitik**

Prof. Dr. Gunther Schnabl

**Die gravierenden Nebeneffekte ultralockerer
Geldpolitik**

Liberales Institut

Zürich, 12. März 2018



Inhalt

1. Der globale geldpolitische Trend
2. Folgen für den Finanzsektor
3. Folgen für den Unternehmenssektor
4. Verteilungseffekte
5. Wirtschaftspolitische Implikationen

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*.

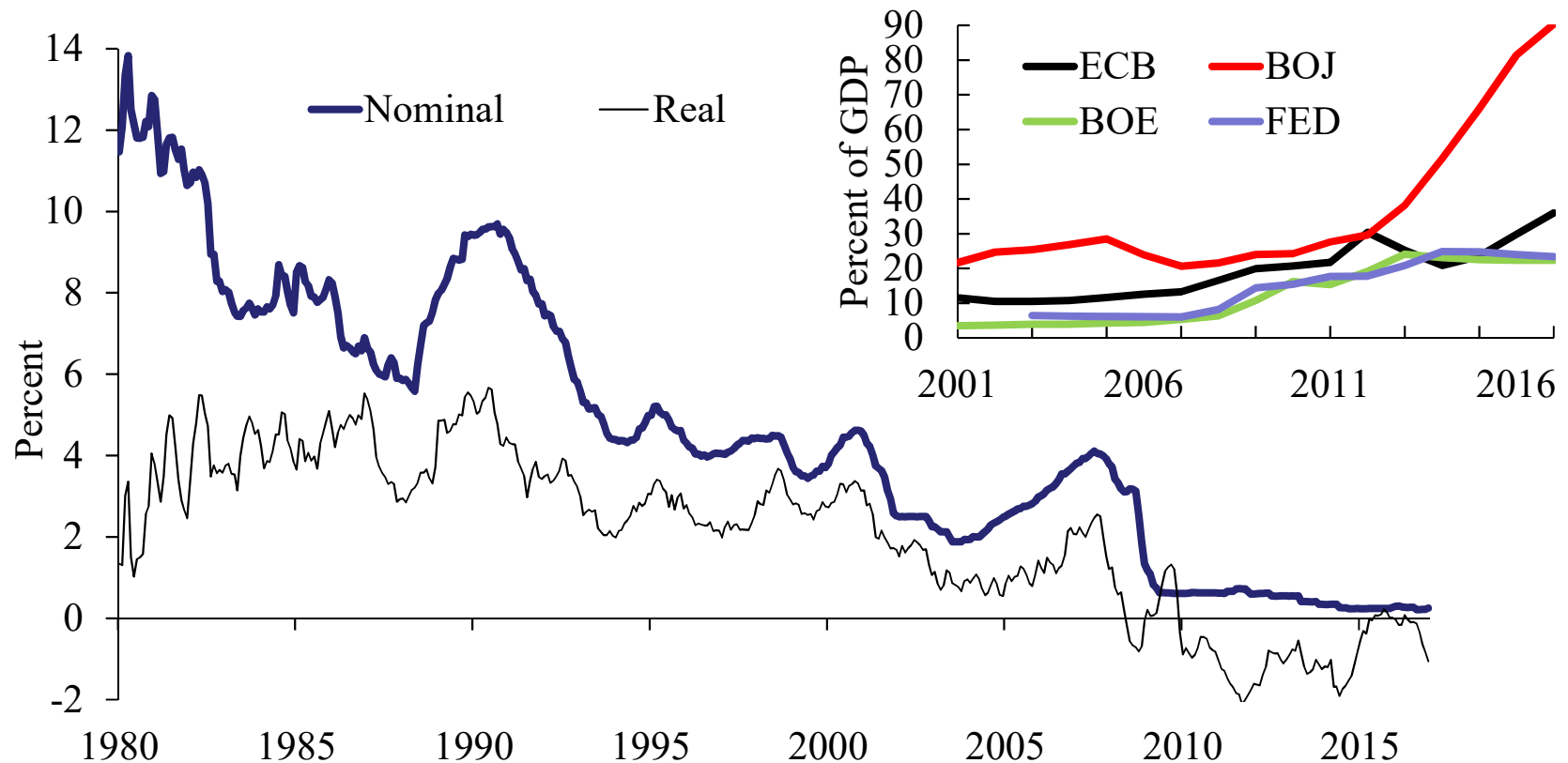
Schnabl, Gunther 2017: Gefährliche Blasen. *Frankfurter Allgemeine Zeitung* 27.01.2017, 18.

Hoffmann, Andreas / Schnabl, Gunther 2016: The Adverse Effects of Unconventional Monetary Policy. *Cato Journal* 36, 3, 1-36.

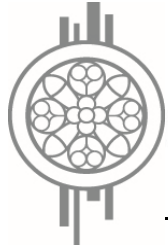


1. Der globale geldpolitische Trend (G4)

Geldmarktzinsen & Volumen der Zentralbankbilanzen

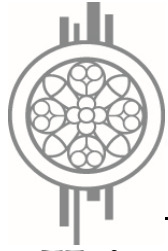


Quelle: IWF, Federal Reserve Bank of St. Louis, ECB, Eurostat.



Ankaufsvolumen der EZB seit März 2015

2.550.000.000.000€



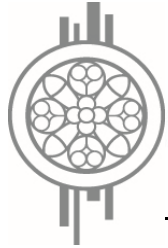
Keynes vs. Hayek

Krisendiagnose nach Keynes

- Säkulare Stagnation nach Keynes 1936, Club of Rome 1972, Bernanke 2005, Gordon 2012, Summers 2014.
- *“In their classic study of U.S. monetary history, **Friedman and Schwartz** (1963) ... arguing that the main lines of causation ran from monetary contraction—the result of poor policy—making and continuing crisis in the banking system—to declining prices and output.” (Bernanke 1995, 3)*

Krisendiagnose nach Hayek

- *“To combat the depression by a forced credit expansion is to attempt to cure the evil by the very means which brought it about.” (Hayek 1933, 20).*
- *“If (...) voluntary decisions of individuals are distorted by the creation of artificial demand, it must mean that part of the available resources is again led into a wrong direction and a definite and lasting adjustment is again postponed.” (Hayek 1931, 98)*



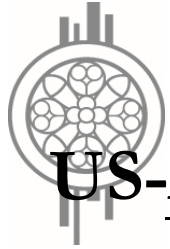
2. Folgen für den Finanzsektor

Boom

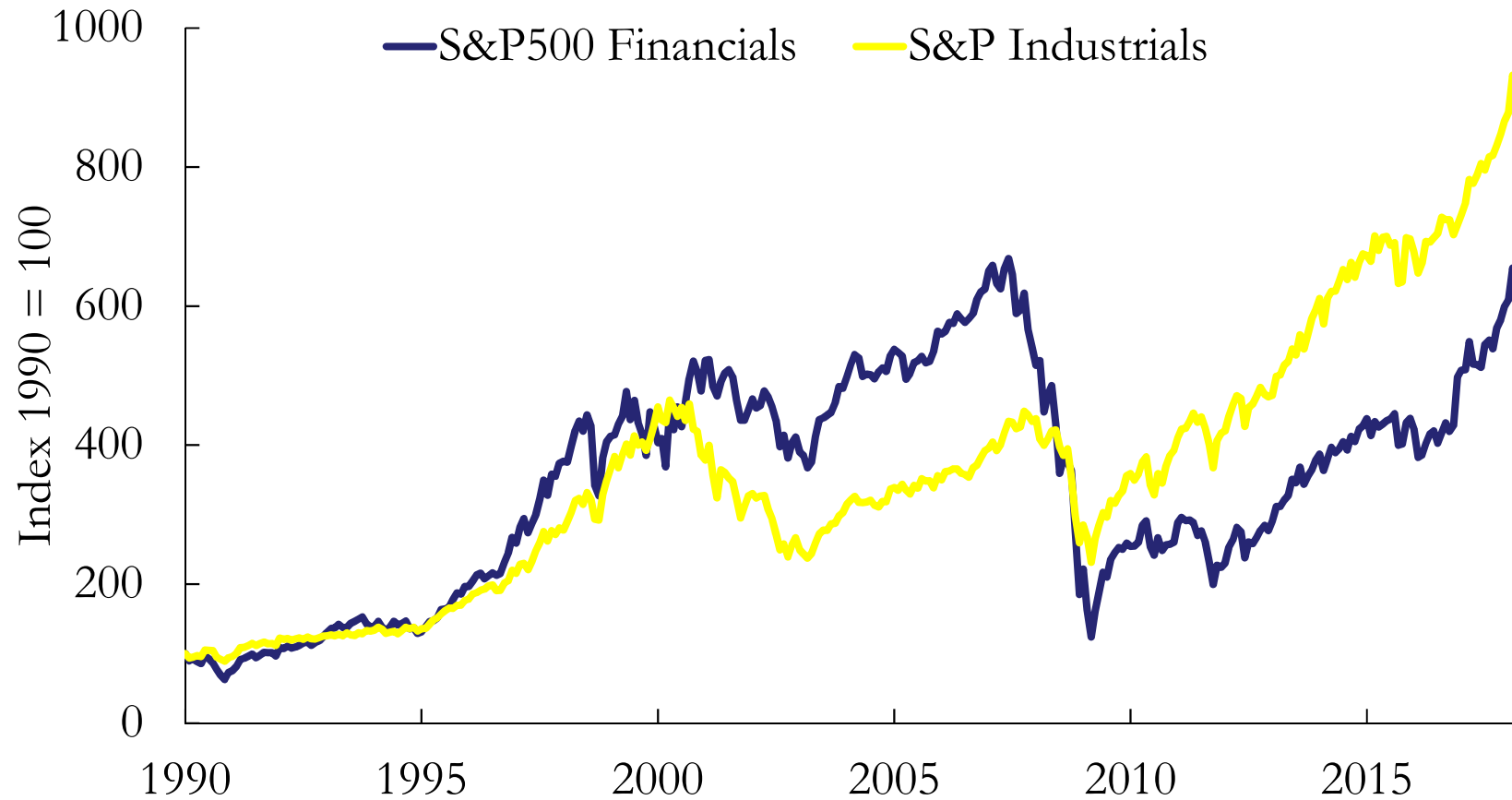
- Japan (1986-90), Deutschland (1991-93),
- Südostasien (1993-98),
- Dotcom-Märkte (1999-2000),
- US-Hypothekenmarkt (2001-07), Süd- und Osteuropa (2003-07), Rohstoffmärkte (2003-14), China (2003-14),
- USA (2010-)
- Banken/Finanzinstitute profitieren vom Kreditboom und von steigenden Vermögenspreisen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

Krise

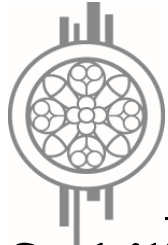
- Die Banken realisieren große Verluste durch Kreditausfälle und sinkende Vermögenspreise.
- Der Finanzsektor gilt als „*too big to fail*“ und wird gerettet.
- Zunehmende Regulierung schadet den Banken.



US-Aktienpreise: Finanzinstituten und Unternehmen



Quelle: Thomson Reuters Datastream.



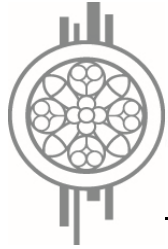
Strukturkrise durch Geldflut cum Regulierung

Stabilisierend

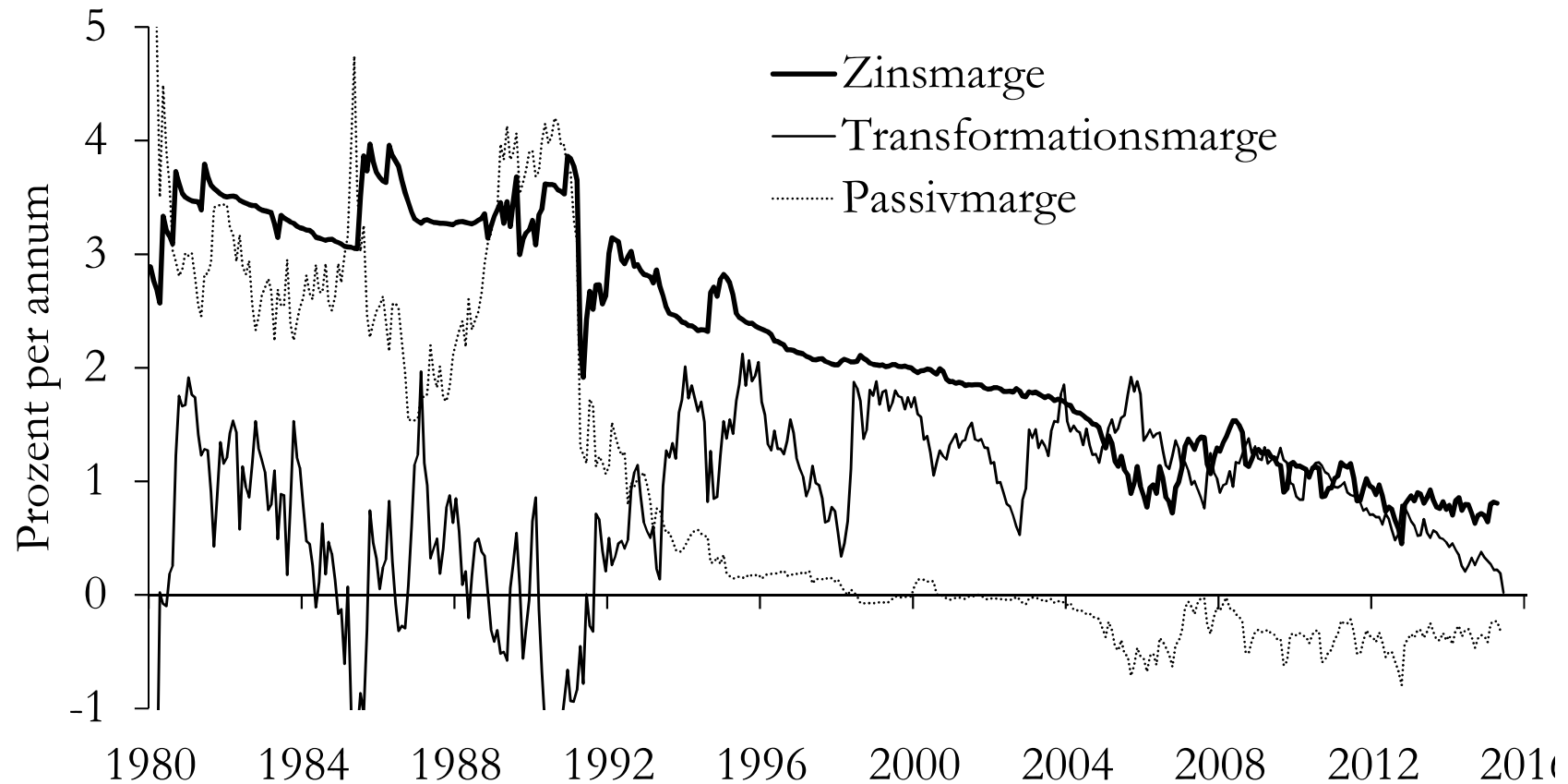
- Rekapitalisierung durch den Staat (monetarisiert).
- Die Vermögenspreise steigen wieder.
- Der potenzielle Bestand an faulen Krediten wird reduziert.

Destabilisierend

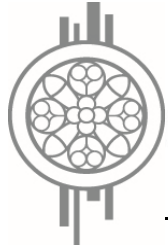
- Zinsmarge (Kreditzins – Einlagezins) schrumpft.
- Transformationsmarge (langfristiger – kurzfristiger Zins) fällt.
- Passivmarge (Geldmarktzins/Kapitalmarktzins – Einlagenzins) sinkt.
- Unternehmen reduzieren Kreditnachfrage aufgrund sinkender Finanzierungskosten und Investitionen.
- Haushalte reduzieren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



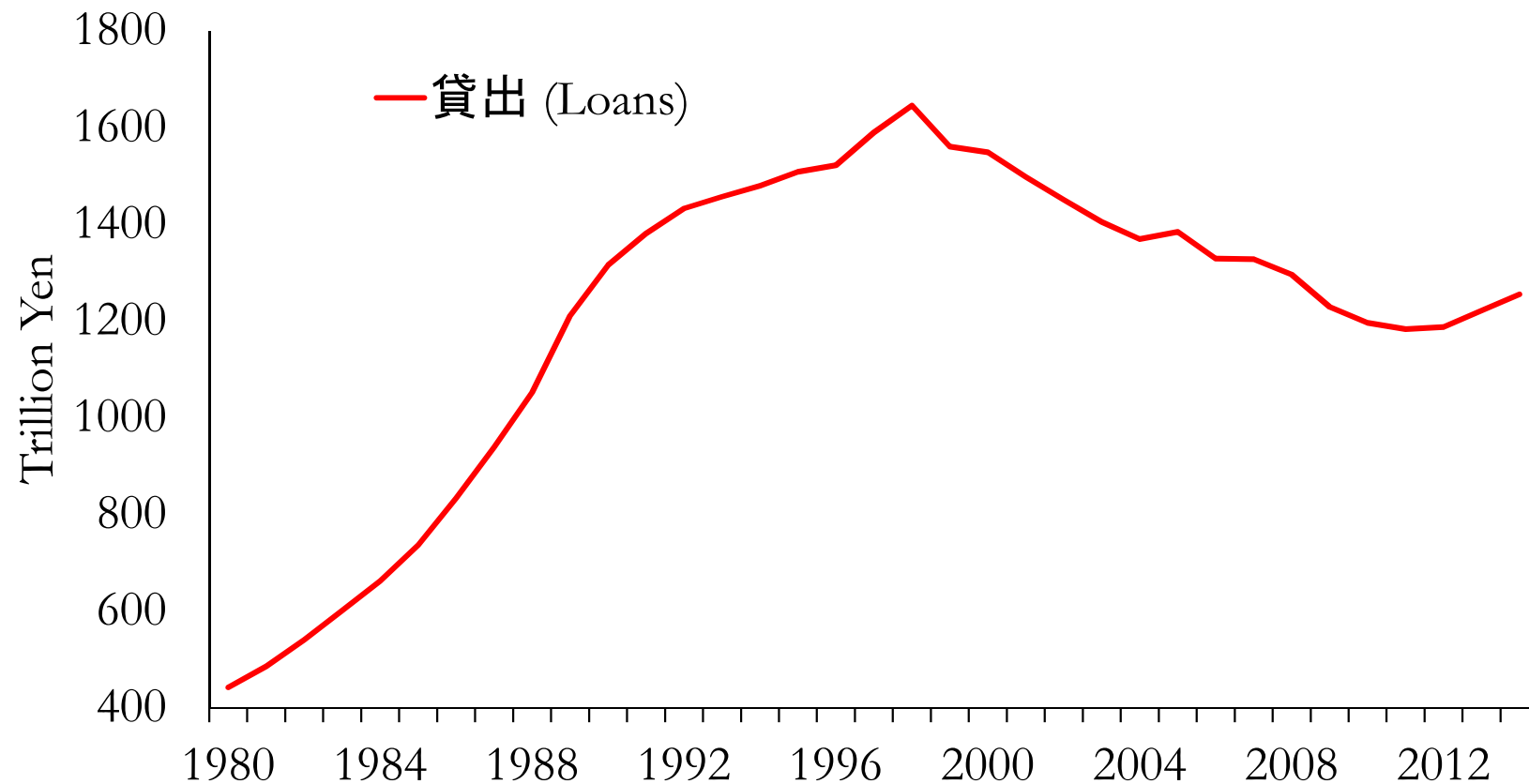
Margen im japanischen Bankgeschäft



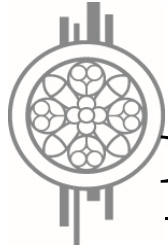
Quelle: IWF.



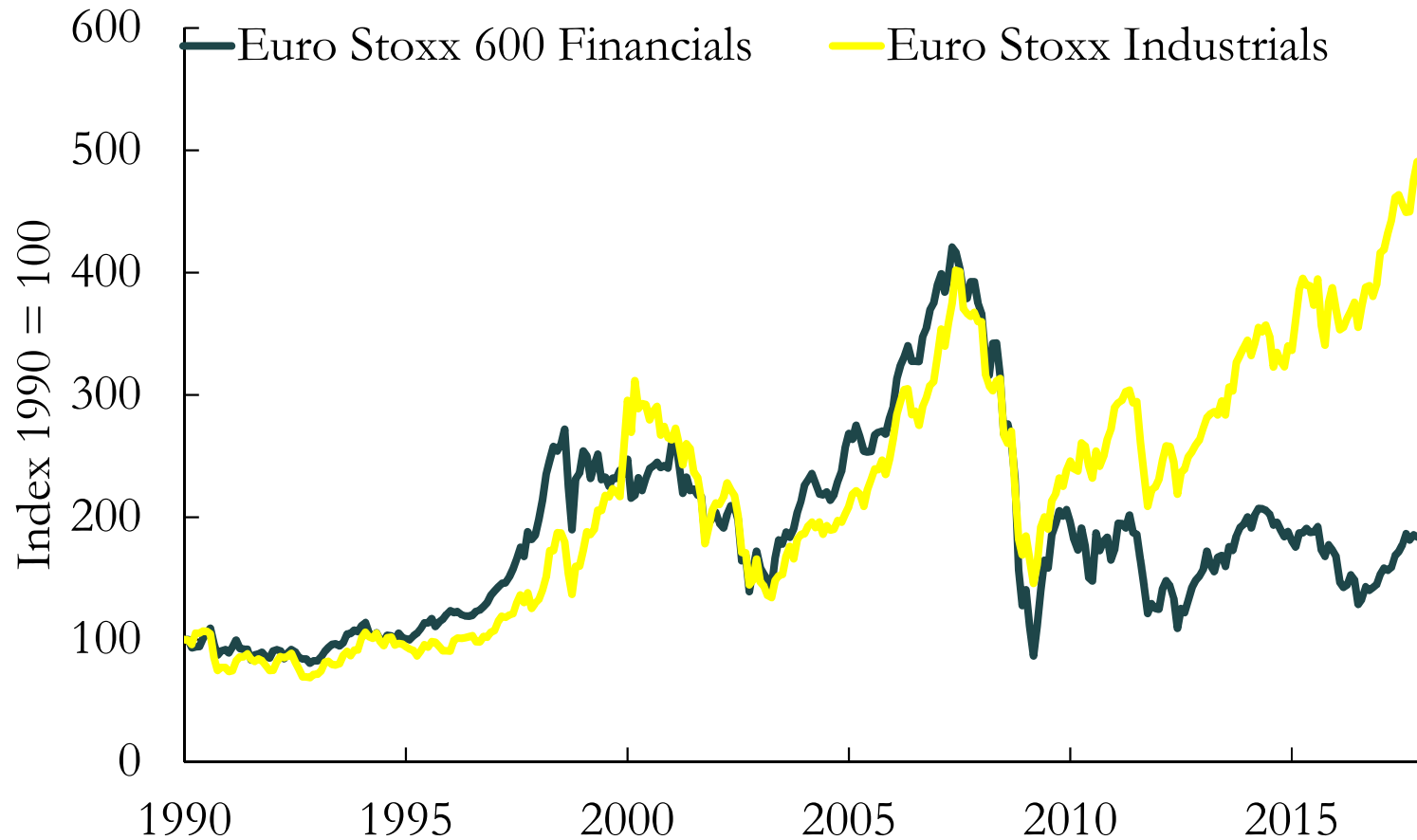
Kreditvolumen im japanischen Bankensektor



Quelle: Japan, Cabinet Office.



Europ. Aktienpreise: Banken und Unternehmen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

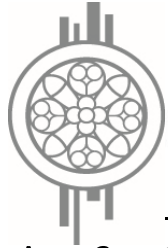


Kosteneinsparungen bei jap. Banken (1998-2014)

Anzahl	CB	RBI	RBII	SKB
Banken	-44%	0%	-33%	-32%
Filialen	-22%	-4%	-34%	-14%
Reguläre Mitarbeiter	-20%	-15%	-42%	-24%

Kosten	CB	RBI	RBII	SKB
Personalaufwand	-2%	-10%	-24%	-35%
Andere Verwaltungsaufwendungen	+9%	+1%	-14%	-14%

Quelle: 日本金融年鑑、全国銀行協会、信用中央金庫.



3. Implikationen für den Unternehmenssektor

Aufschwung

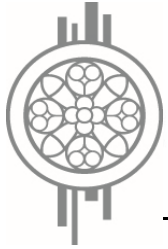
- Es werden mehr Investitionsprojekte mit geringerer Rendite finanziert. (Von Prime zu Subprime).
- Überteuerte Übernahmen und Aktienrückkäufe werden mit billigen Krediten finanziert.

Krise

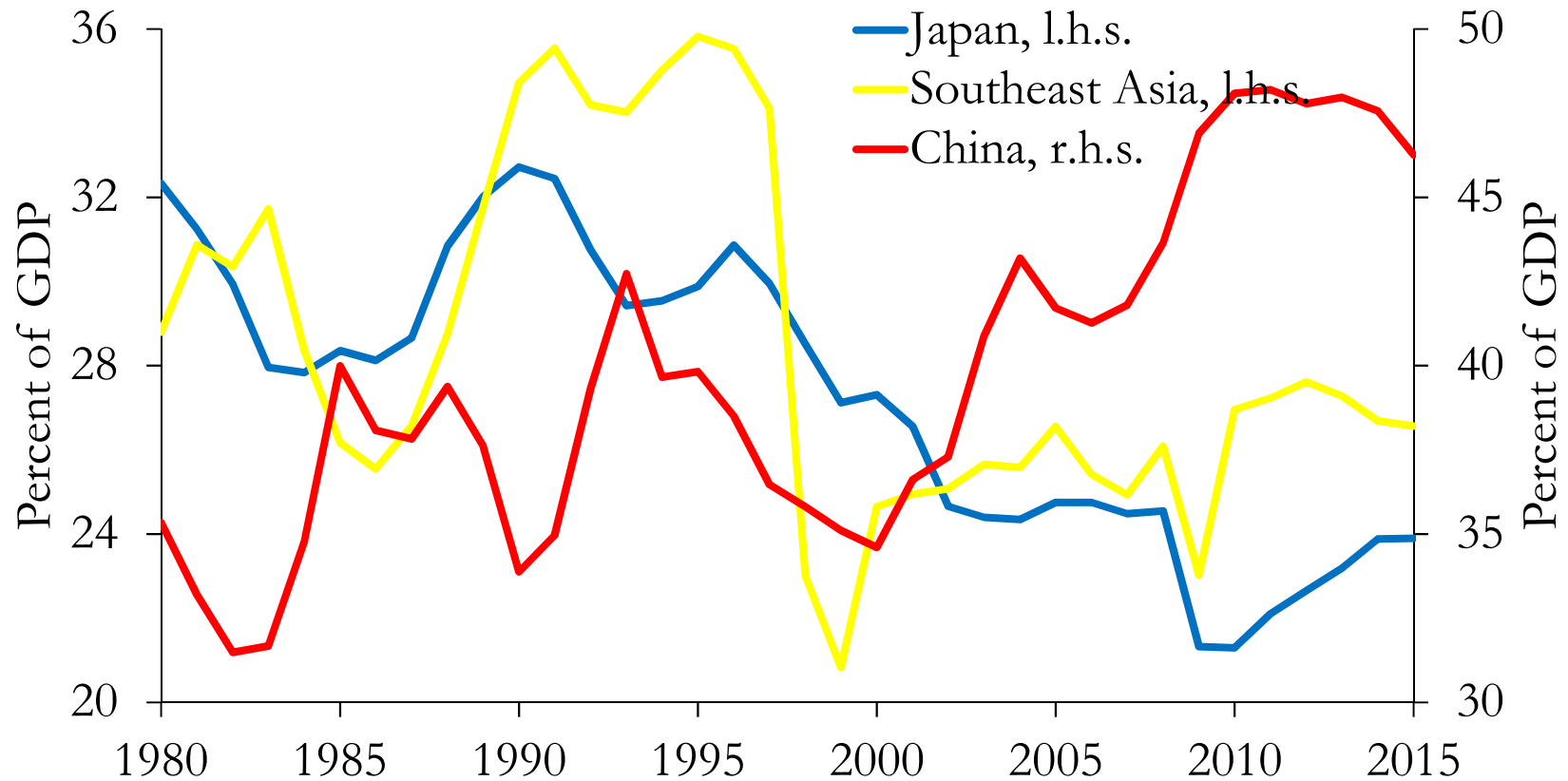
- Die Überkapazitäten und Fehlinvestitionen werden sichtbar.

Strukturkrise durch Geldflut als Krisentherapie

- 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).
- *Soft budget constraints* (Kornai 1986).



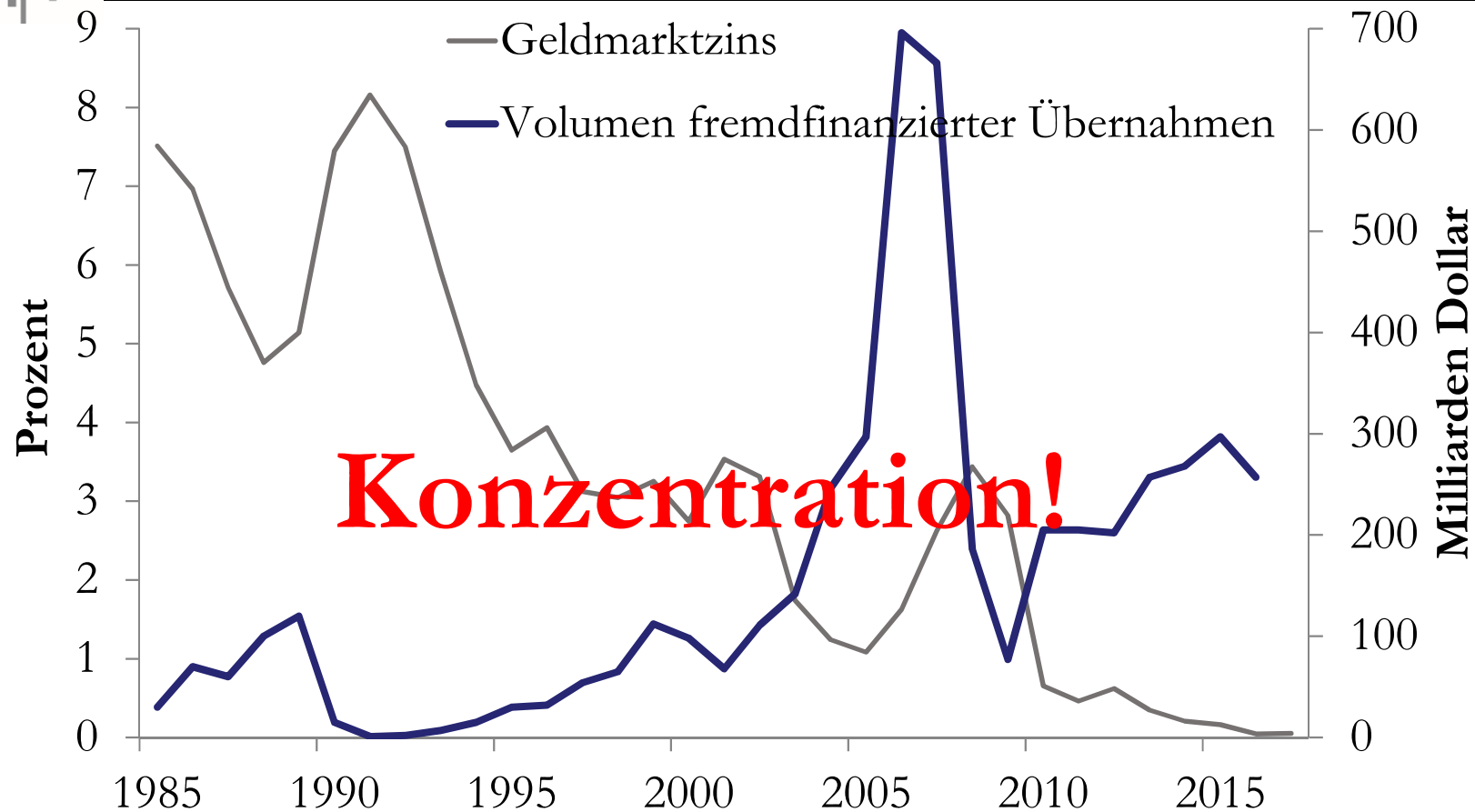
Überinvestitionszyklen in Ostasien



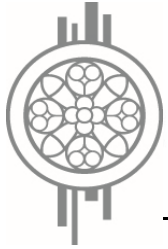
Quelle: Schnabl 2017.



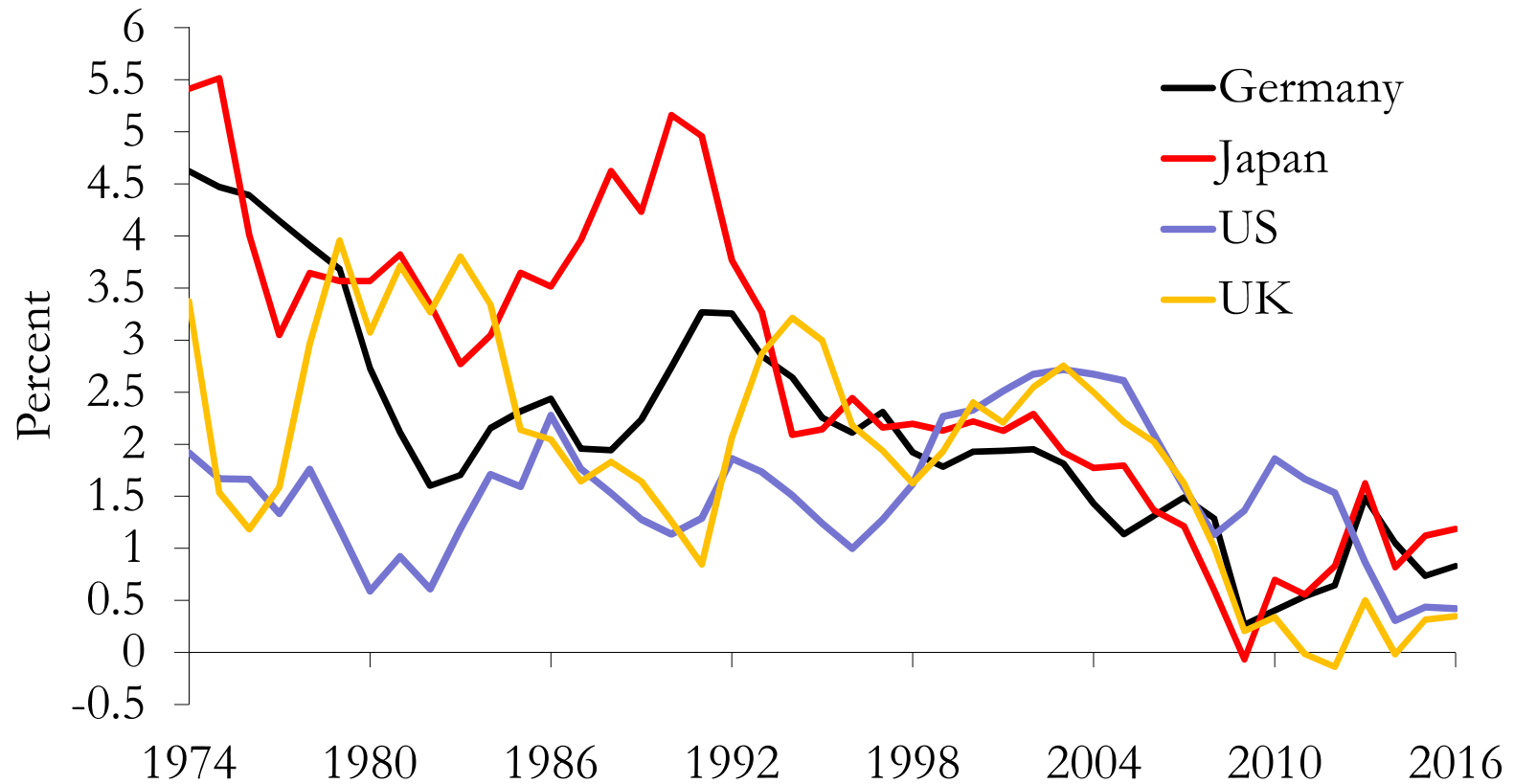
Zinsniveau und fremdfinanzierte Übernahmen



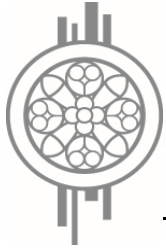
Quelle: Schnabl und Siemon 2017.



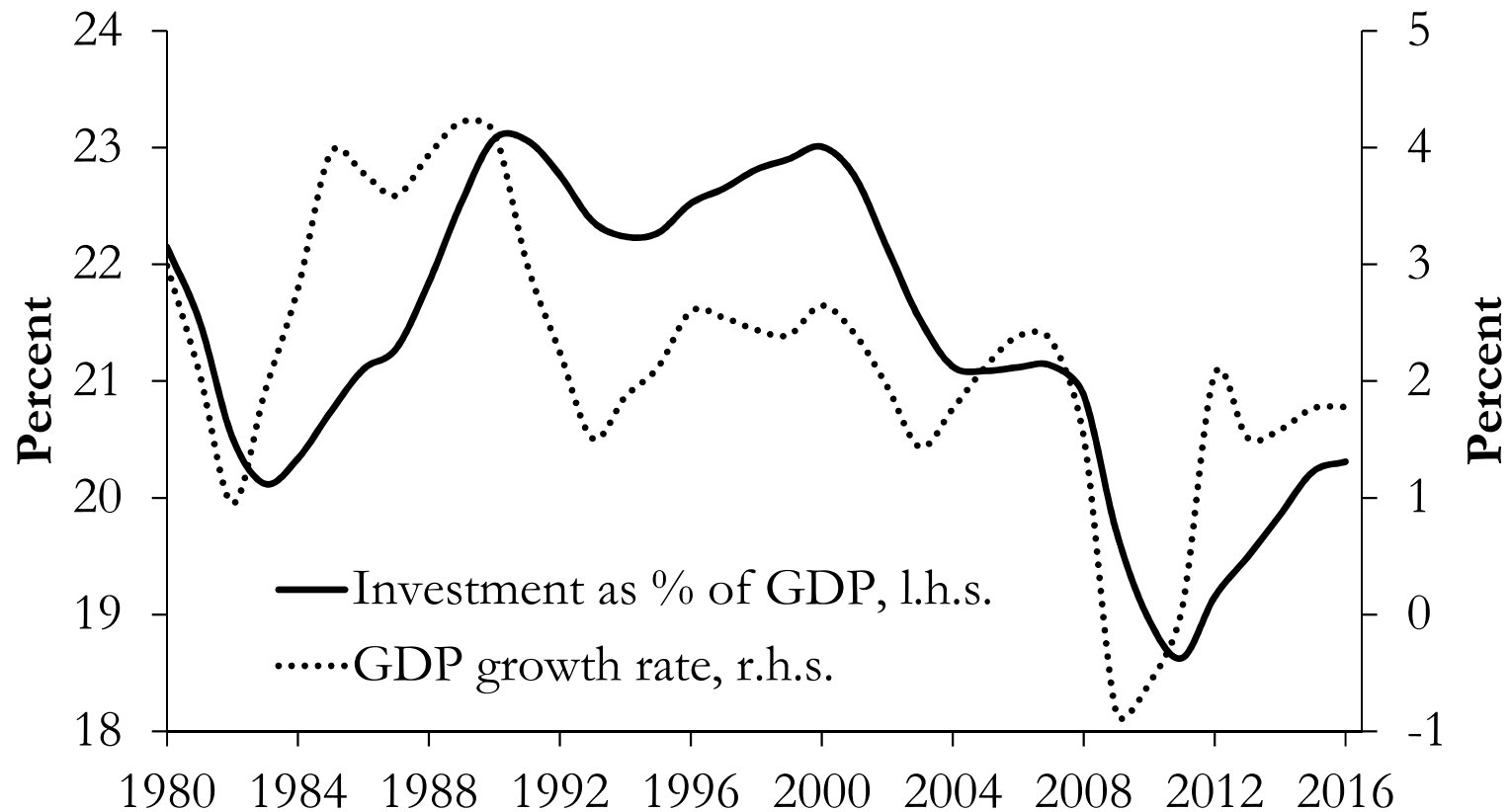
Sinkende Produktivitätsgewinne



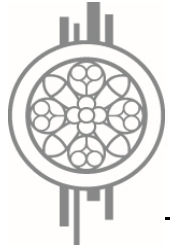
Quelle: OECD, IWF.



Sinkende Investitionen und Wachstum (G4)



Quelle: OECD, IWF.



4. Verteilungseffekte

Vom privaten zum öffentlichen Sektor (Reinhart und Belen 2015)

- via finanzielle Repression.

Vom den Unternehmen 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

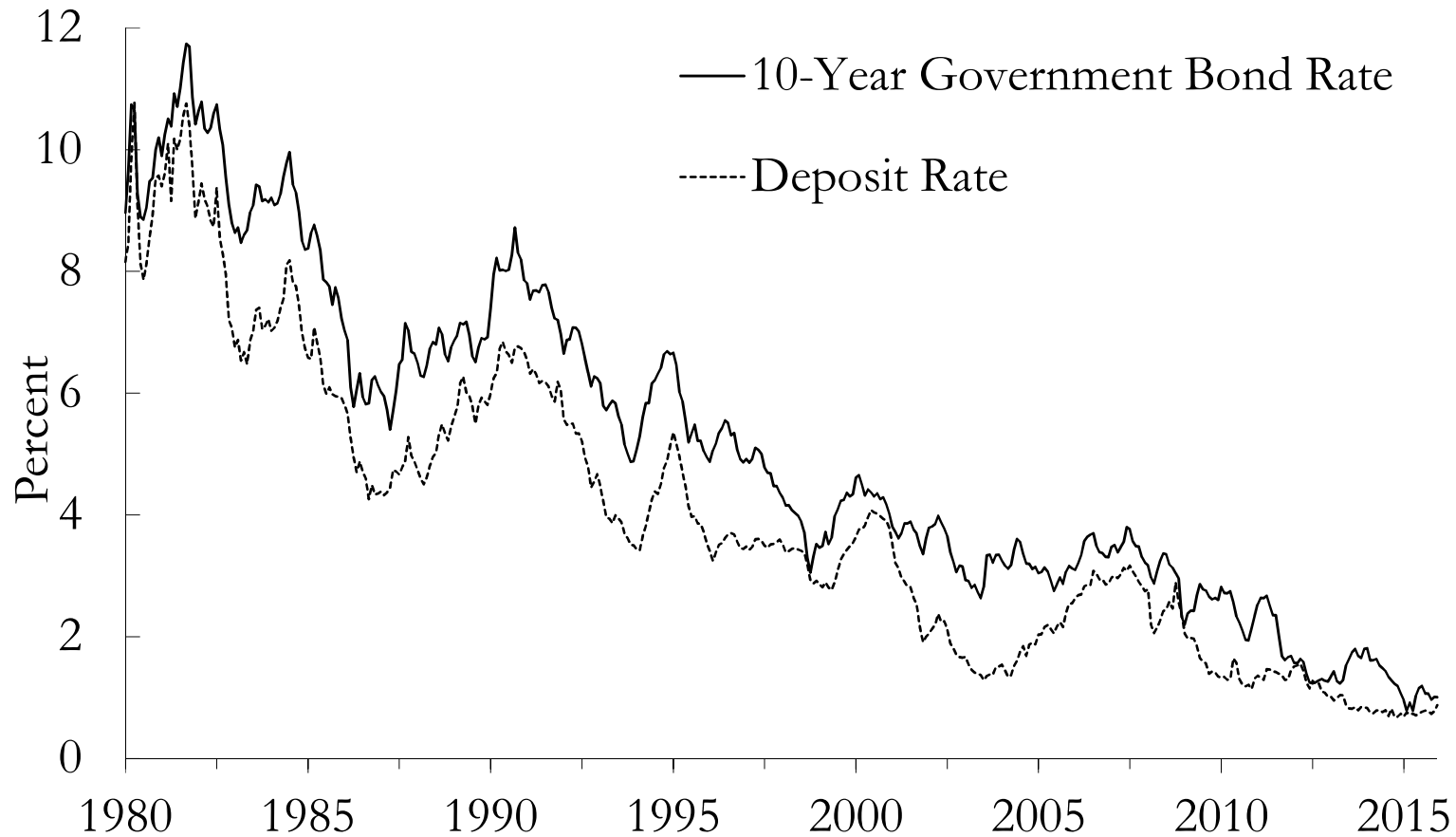
- via Kapitalmarktfinanzierung versus Kreditfinanzierung.

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

- via Konzentrationseffekte bei Finanzinstituten und Unternehmen.



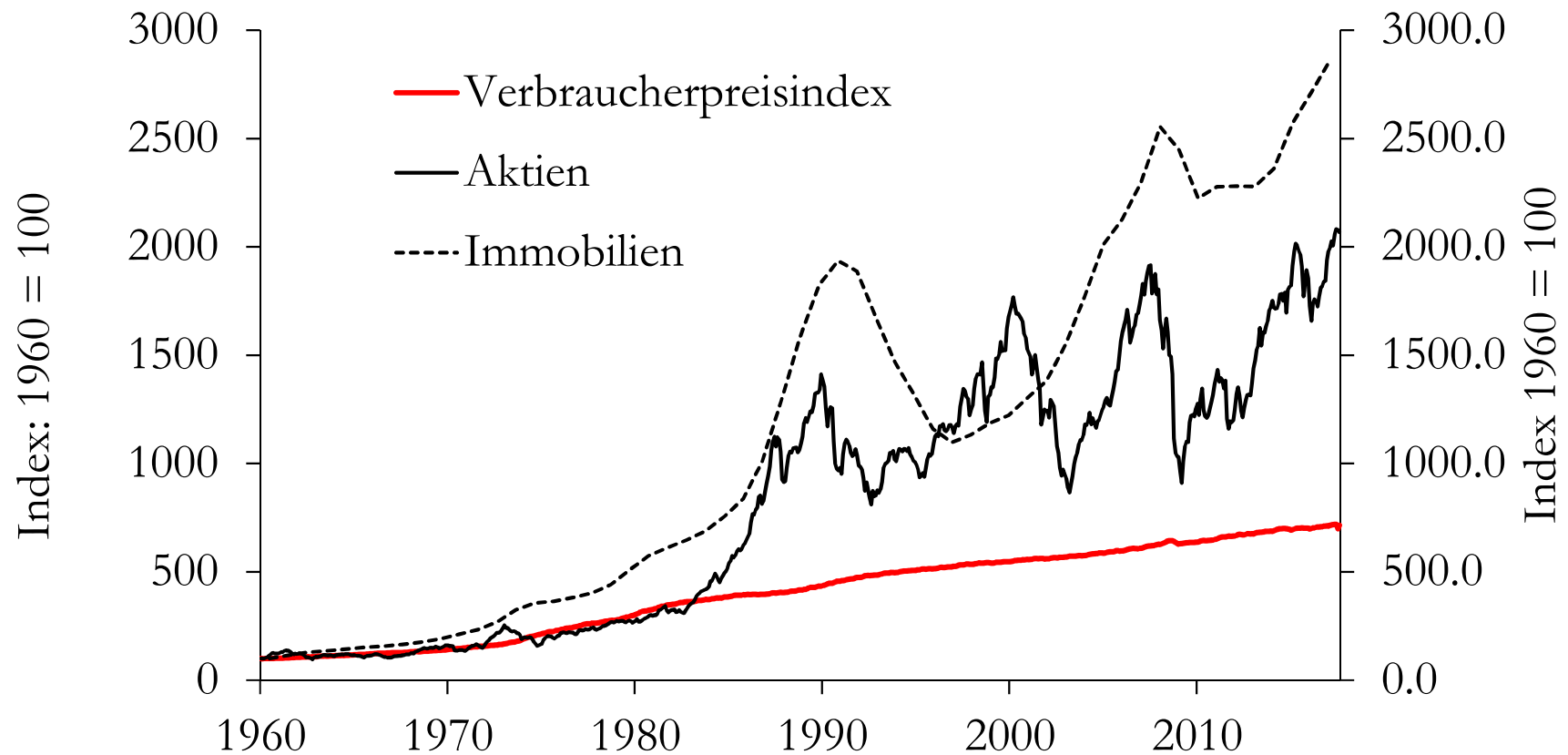
Verzinsung von Bankeinlagen und Staatsanleihen (G4)



Quelle: IWF.



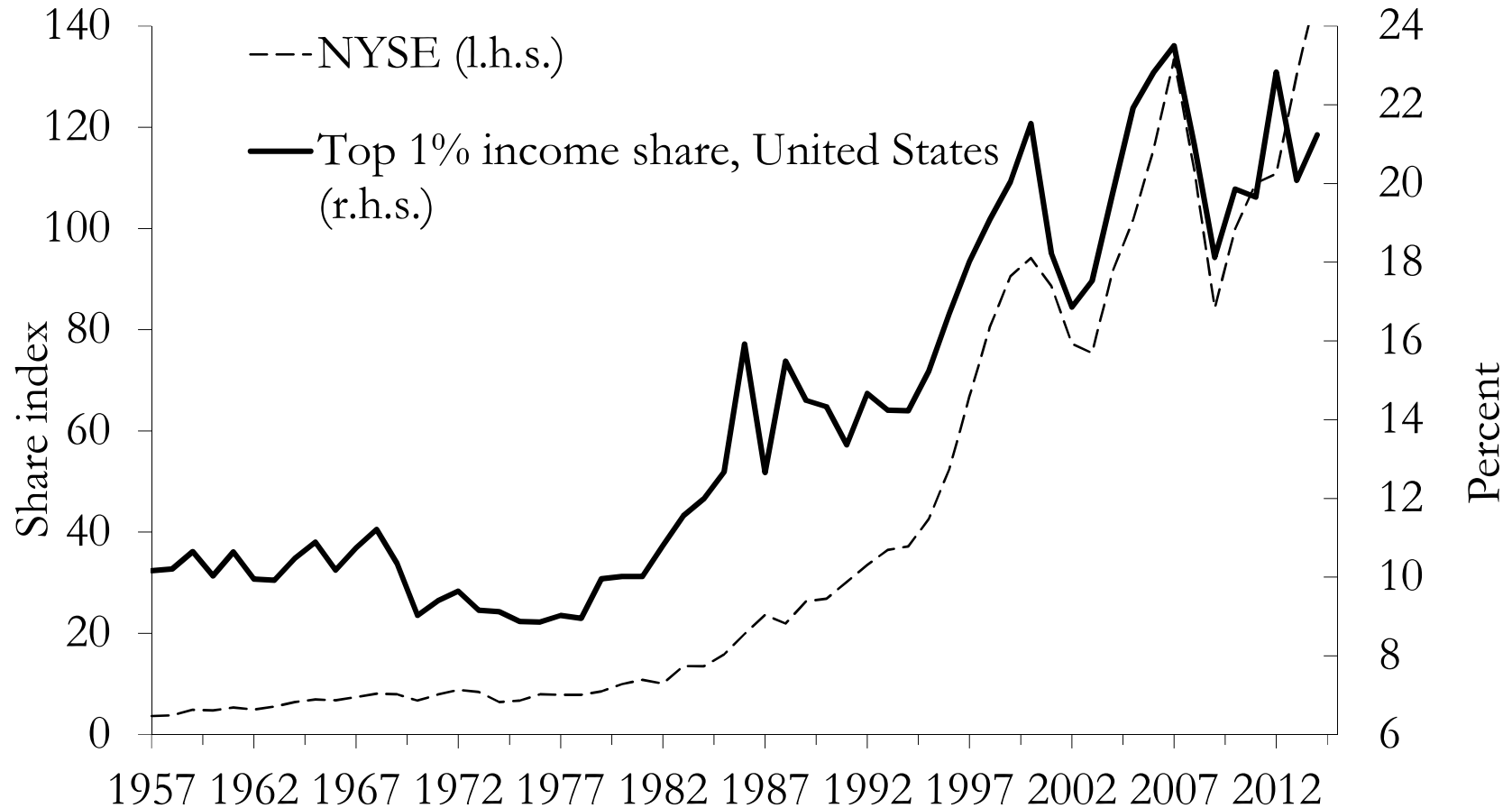
Aktien-, Immobilien- und Konsumentenpreise (G4)



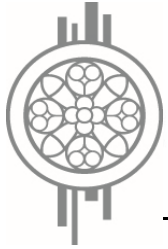
Quelle: IWF.



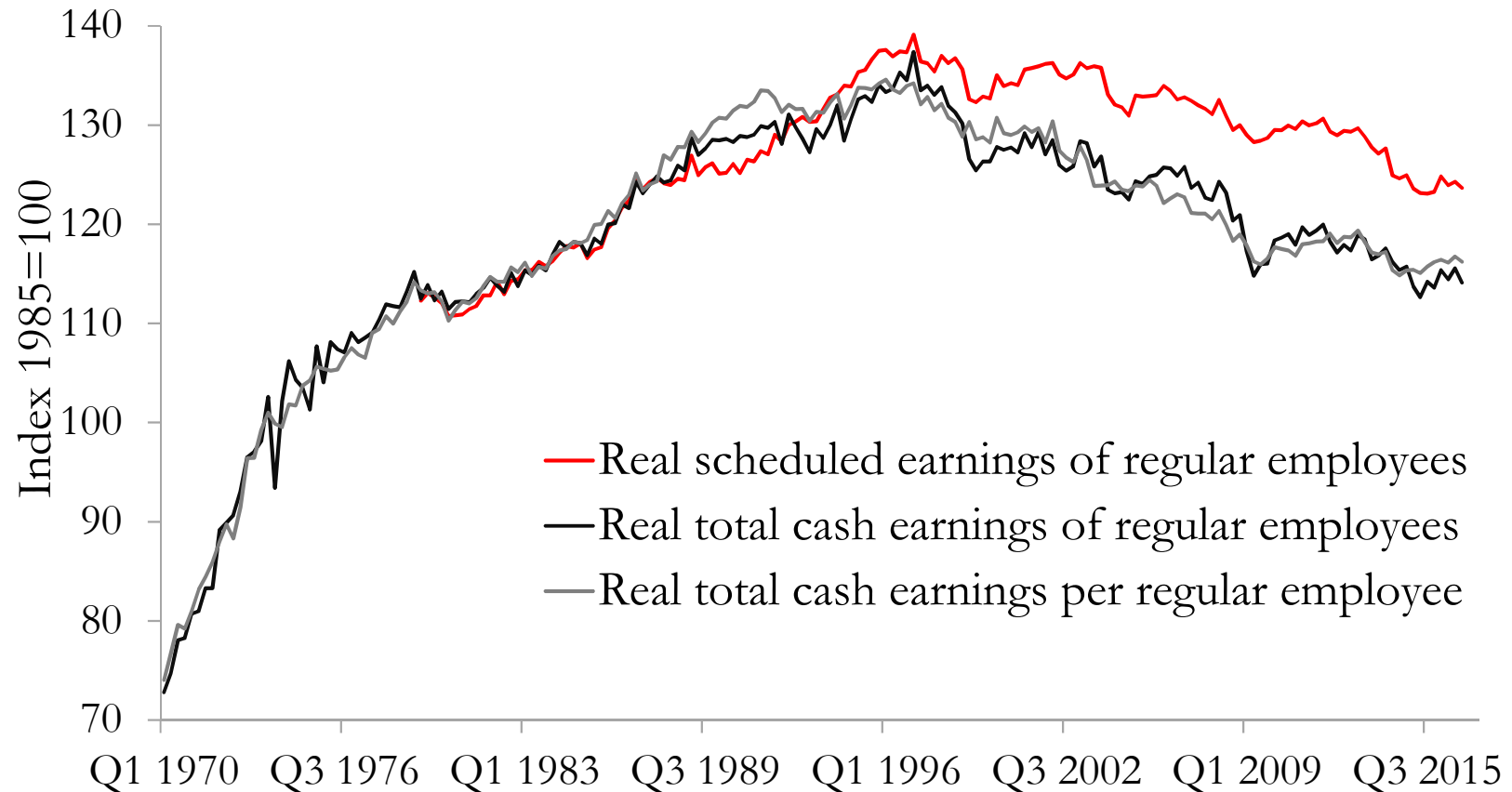
Aktienpreise und Einkommenskonzentration (USA)



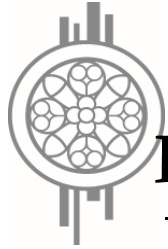
Quelle: Top Income Database, IWF.



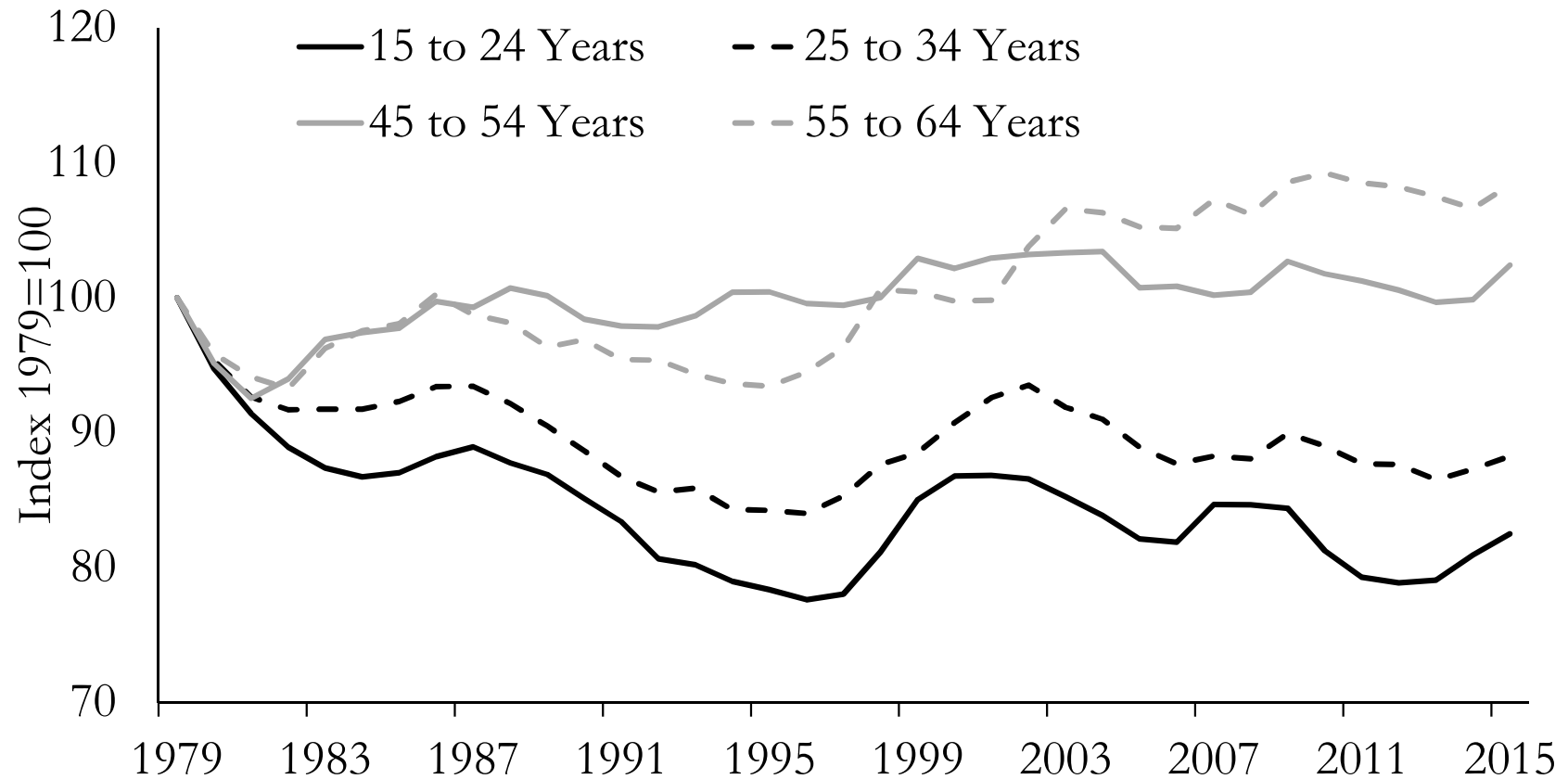
Nominallohnrepression (Japan)



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



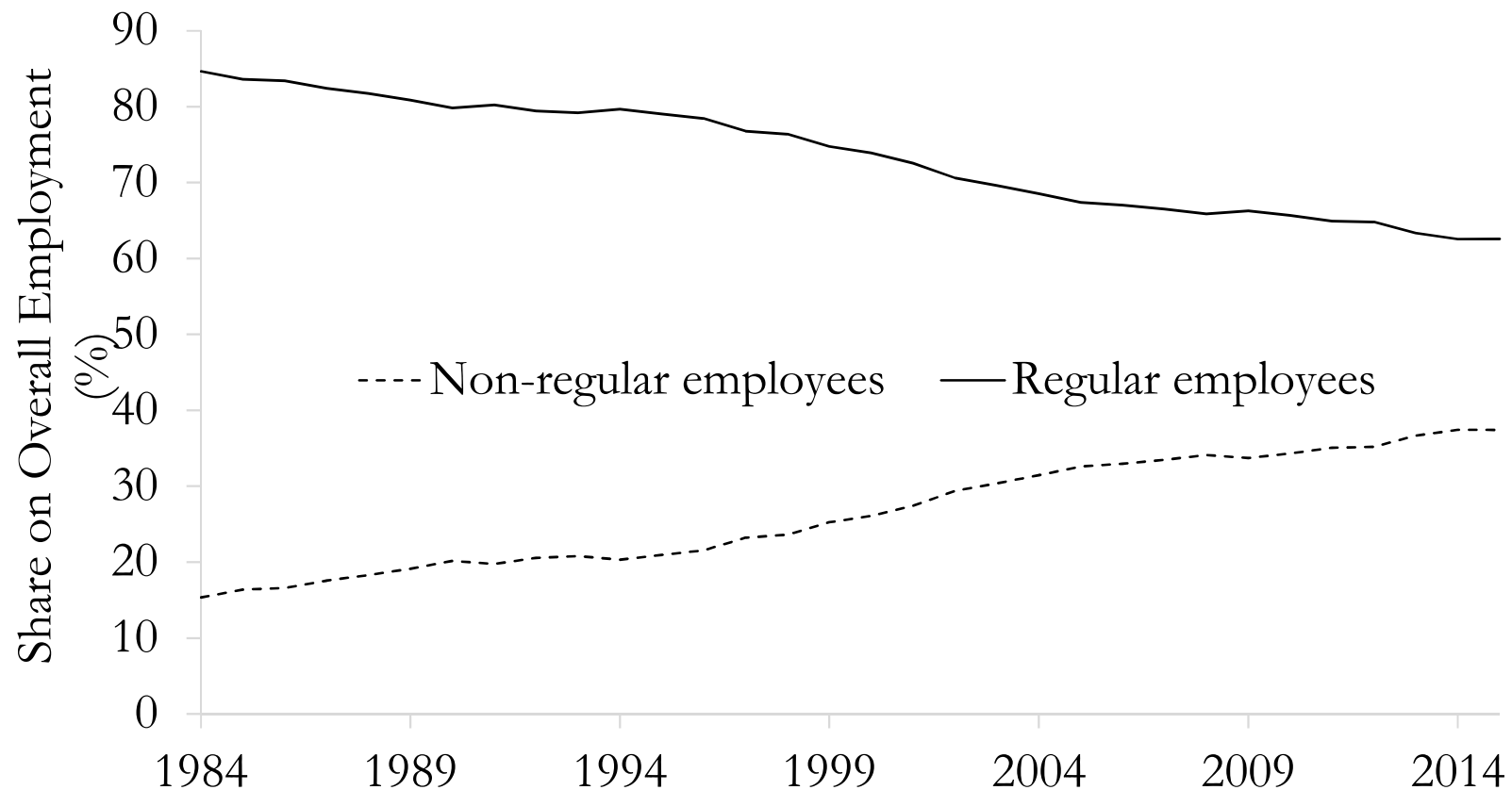
Reales Median-Wochenlohneinkommen (USA)



Quelle: USA, Bureau of Labor Statistics.



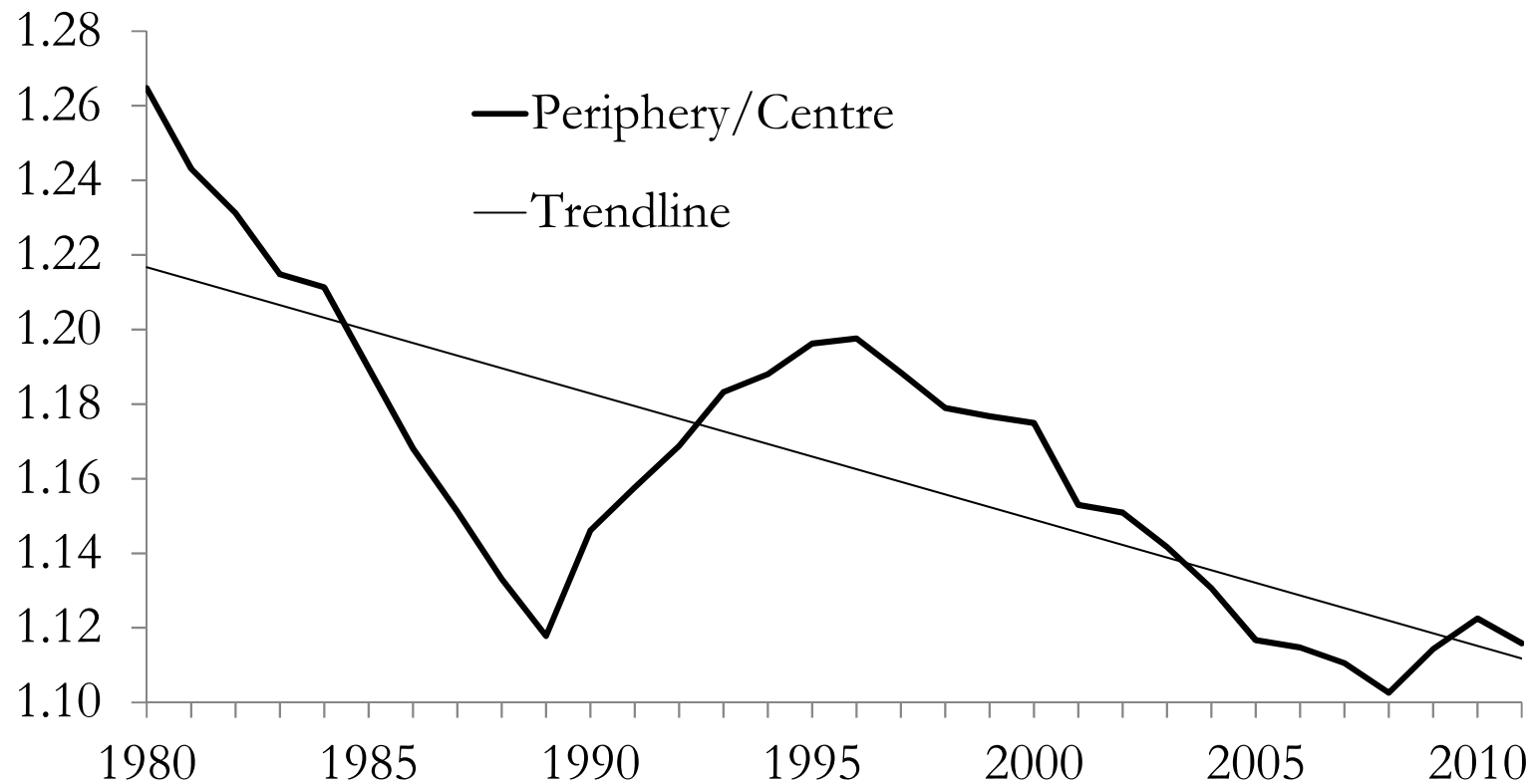
Anstieg der prekären Beschäftigungsverhältnisse (Japan)



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



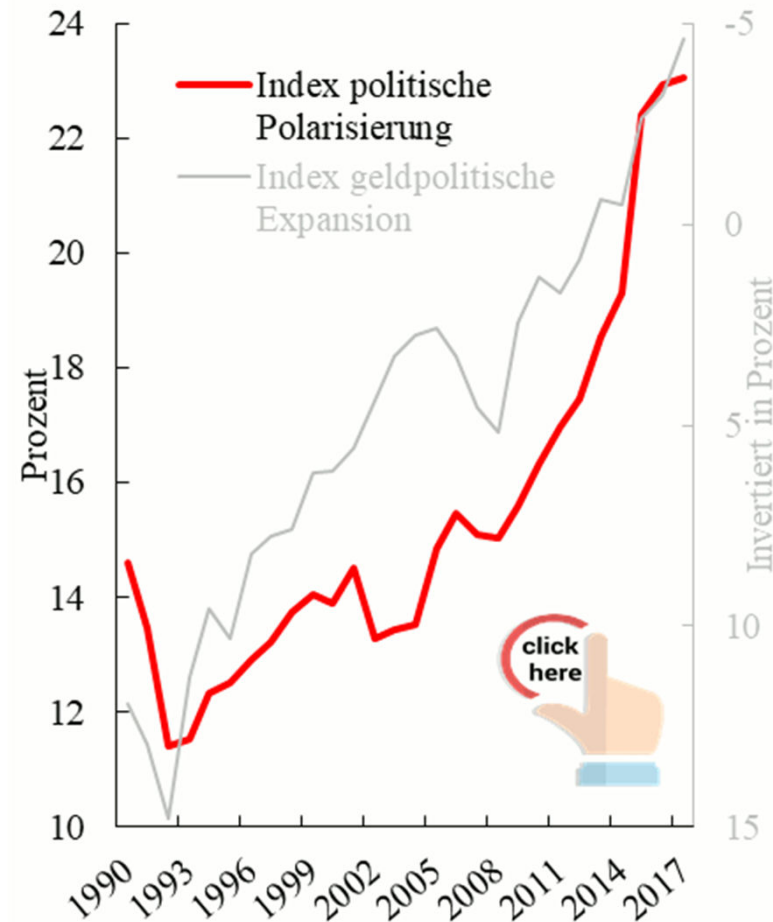
Regionale Konzentration wirtschaftlicher Aktivität (Japan)

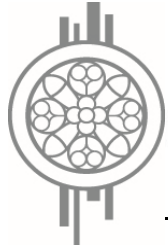


Source: Cabinet Office of Japan (内閣府).



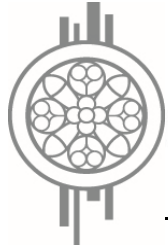
IWP-Index zur politischen Polarisierung in EU28





5. Wirtschaftspolitische Implikationen

1. Die Geldpolitik ist seit langer Zeit ultralocker.
2. Die Nebeneffekte dieser Politik sind gravierend.
3. Das billige Geld unterhöhlt die Grundpfeiler unseres Wohlstandes.
4. Das billige Geld hat ungerechte Verteilungseffekte.
5. Beides destabilisiert die Demokratien.
6. Deshalb ein schneller Ausstieg aus den sehr lockeren Geldpolitiken notwendig.



**Institute for
Economic Policy**

University of Leipzig



Vielen Dank für die Aufmerksamkeit!