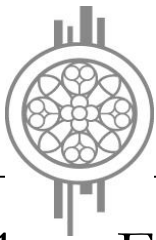


**Progress Foundation
American Institute for Economic Research
41. Economic Conference
Wie gefährlich ist die ‚neue‘ Geldpolitik?**

Prof. Dr. Gunther Schnabl
Institut für Wirtschaftspolitik, Universität Leipzig

**“Risiken der unkonventionellen Geldpolitik aus
österreichischer Perspektive”**

Zürich, 9. November 2015

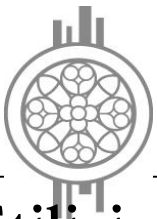


Inhalt

1. Einleitung: die neue Normalität in der Geldpolitik
2. Monetäre Überinvestitionstheorie und Boom-Krisen-Zyklen
3. Wachstumseffekte der asymmetrischen Geldpolitik
4. Gesellschaftliche Implikationen (Japan)
5. Wirtschaftspolitische Implikationen

Literatur

- Hoffmann, Andreas / Schnabl, Gunther 2011: A Vicious Cycle of Manias, Bursting Bubbles and Asymmetric Policy Responses – An Overinvestment View. *The World Economy* 34, 3, 382-403.
- Schnabl, Gunther 2015a: Monetary Policy and Structural Decline: Lessons from Japan for the European Crisis. Forthcoming in *Asian Economic Papers* 14, 1, 124-150.
- Schnabl, Gunther 2015b: Goodharts Gesetz und die Wirkungslosigkeit von Inflationszielen als geldpolitische Regelmechanismen. *Leviathan* 43, 2, 246-269.
- Schnabl, Gunther 2015c: Wege zu einer stabilitätsorientierten Geldpolitik aus österreichischer Perspektive. Erscheint in *Listforum für Wirtschafts- und Finanzpolitik* 42.



1. Die neue Normalität in der Geldpolitik

Stilisierte Fakten zur asymmetrischen Geldpolitik

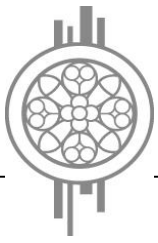
- Gradueller Verfall der kurzfristigen Zinsen auf (unter) Null.
- Kontinuierliche Ausweitung der Zentralbankbilanzen.
- Klare Signale zur Fortsetzung der Politik des billigen Geldes (Forward Guidance).

Ursachen des Zinsverfalls nach Summers (2014), Bernanke (2005)

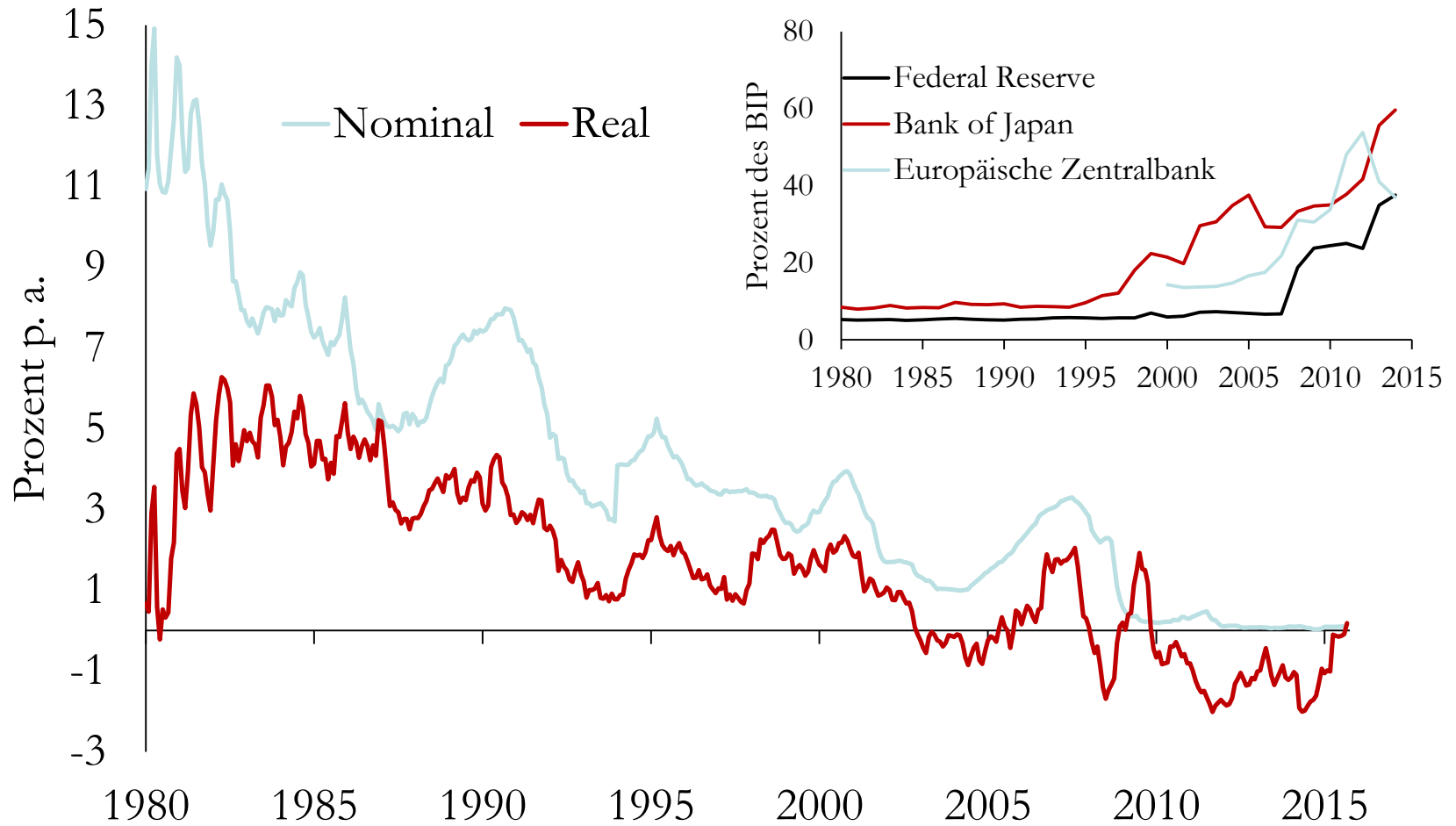
- Alternde Gesellschaften,
- struktureller Rückgang der Investitionen,
- exogene Veränderung der Einkommensverteilung,
- sinkender relativer Preis von Kapitalgütern,
- Globalisierung,
- globaler Anstieg der Devisenreserven (global saving glut).

Geldpolitik drückt Zinsen (mit Nebeneffekten)

- Hoffmann und Schnabl (2008, 2011, 2014),
- Schnabl (2015a, 2015b, 2015c).



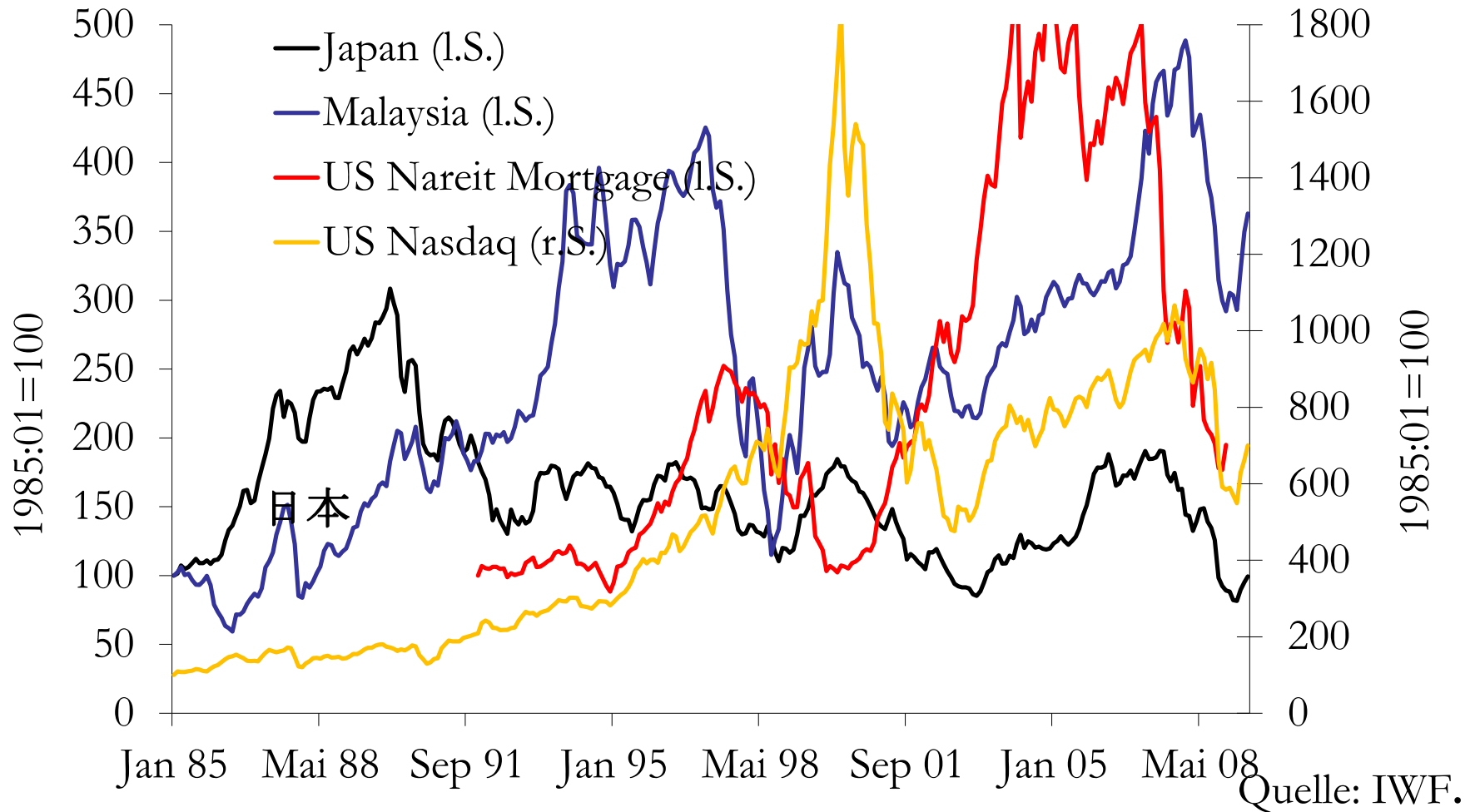
G3 Asymmetrischer Leitzinspfad 1980-2015

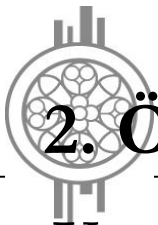


Quelle: IWF.



Wandernde Blasen (Schnabl und Hoffmann 2008)





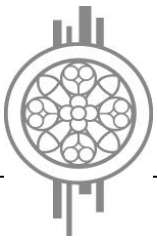
2. Österreichische Konjunkturtheorie und die Krise

Ursachen der Weltwirtschaftskrise nach Hayek

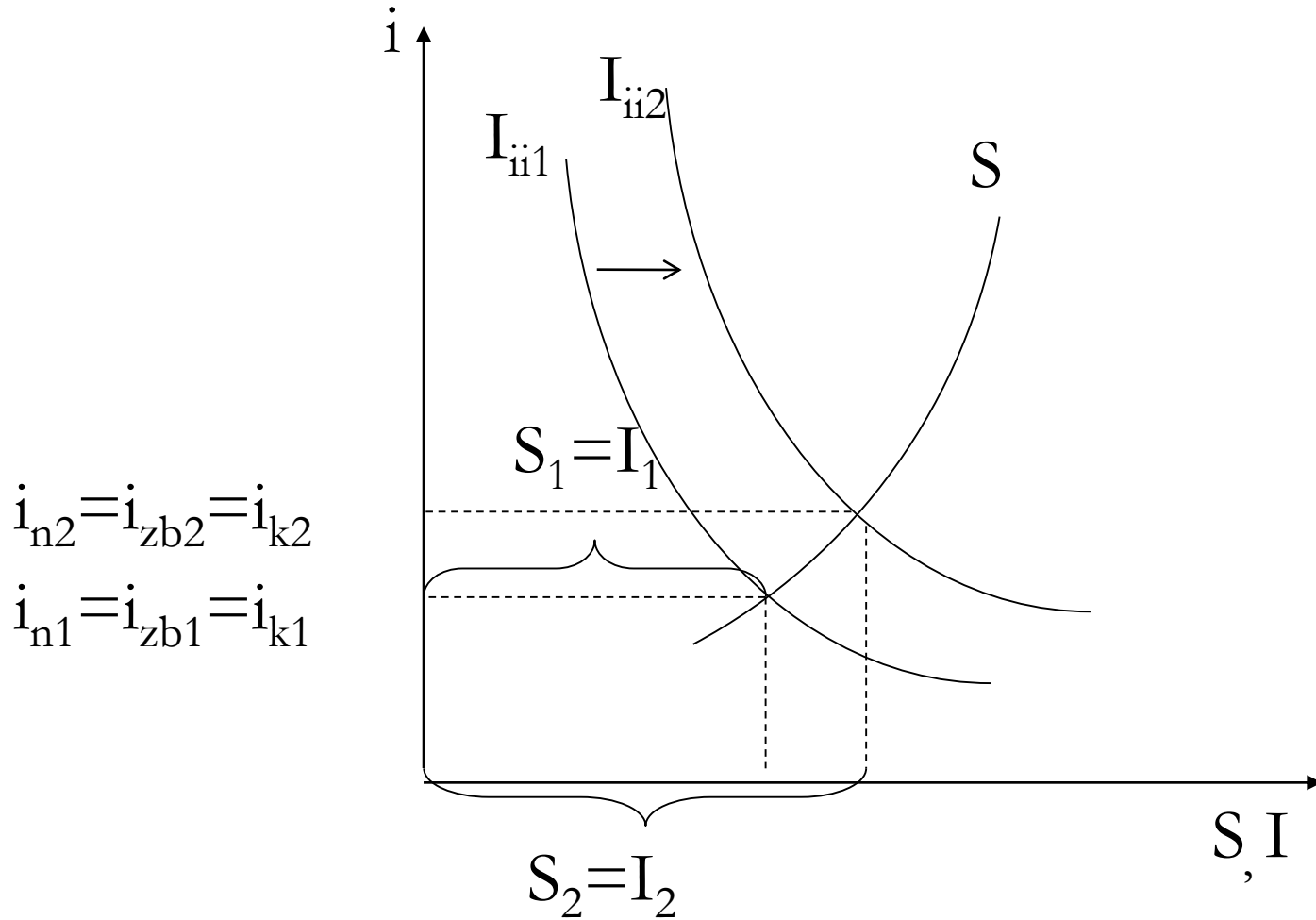
- Eine zu expansive Geldpolitik hat Boom (Goldene Zwanziger) und Krise (Weltwirtschaftskrise) verursacht (Prices and Production 1931).
- Interventionsspiralen in Reaktion auf die Krise haben die Stagnation verstärkt, was gesellschaftliche und politische Implikationen hatte (Hayek 1944).

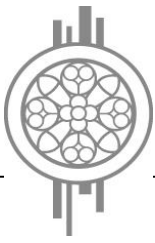
Verzerrung der Produktionsstruktur

- Überinvestitionstheorie: Zu niedrige Zinsen und übermäßiges Kreditwachstum verzerren die Produktionsstruktur (Hayek 1929).
- Kumulativer Prozess nach oben bis mehr Inflation die Zentralbank zur geldpolitischen Straffung zwingt.
- Die Krise ist unvermeidbar (Überinvestition).
- Die Krise als Reinigungsprozess ist Grundlage für die wirtschaftliche Erholung (Schumpeter 1912, Hayek 1933).

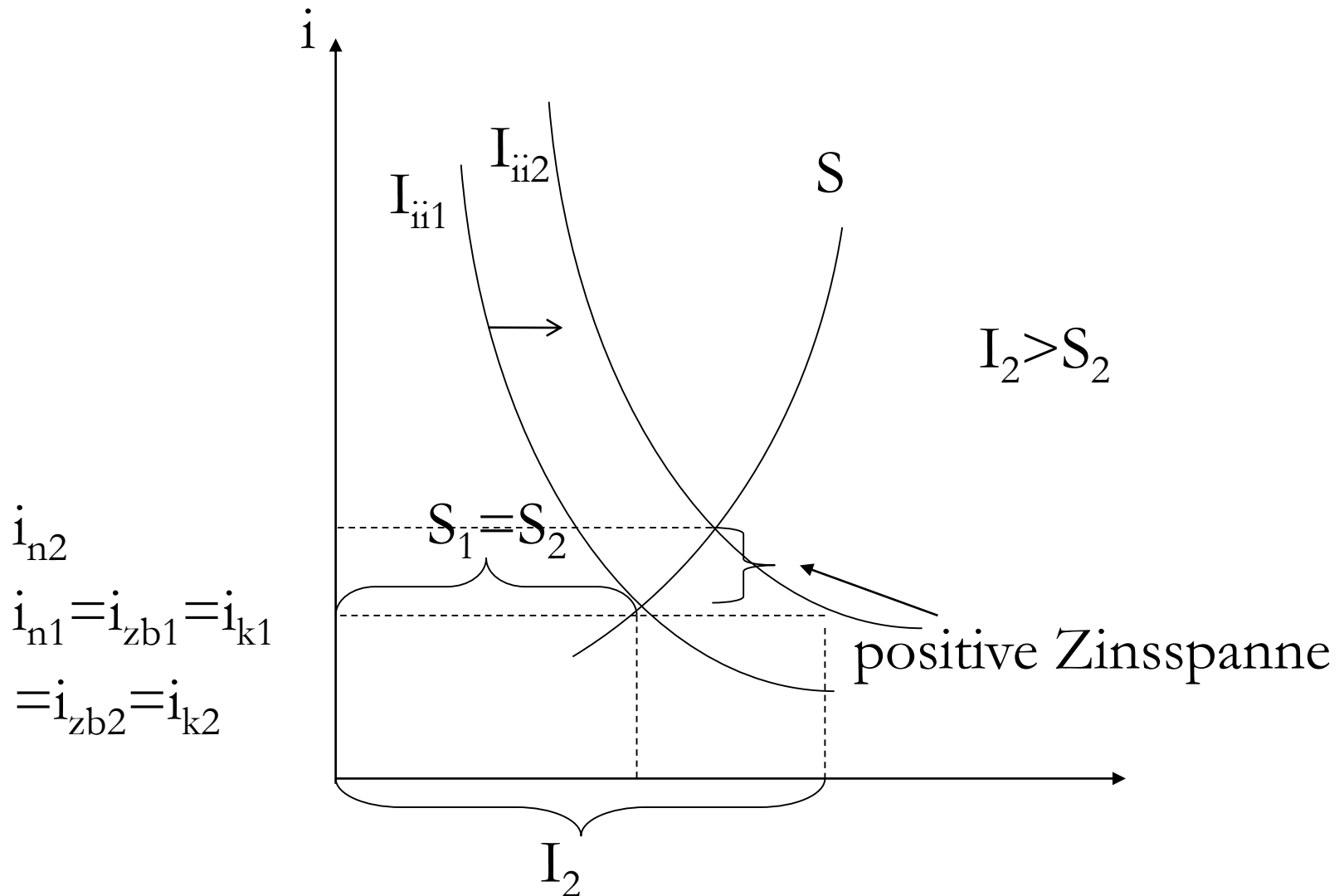


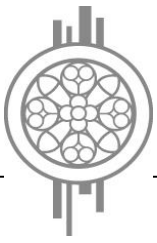
Gleichgewichte (I=S)



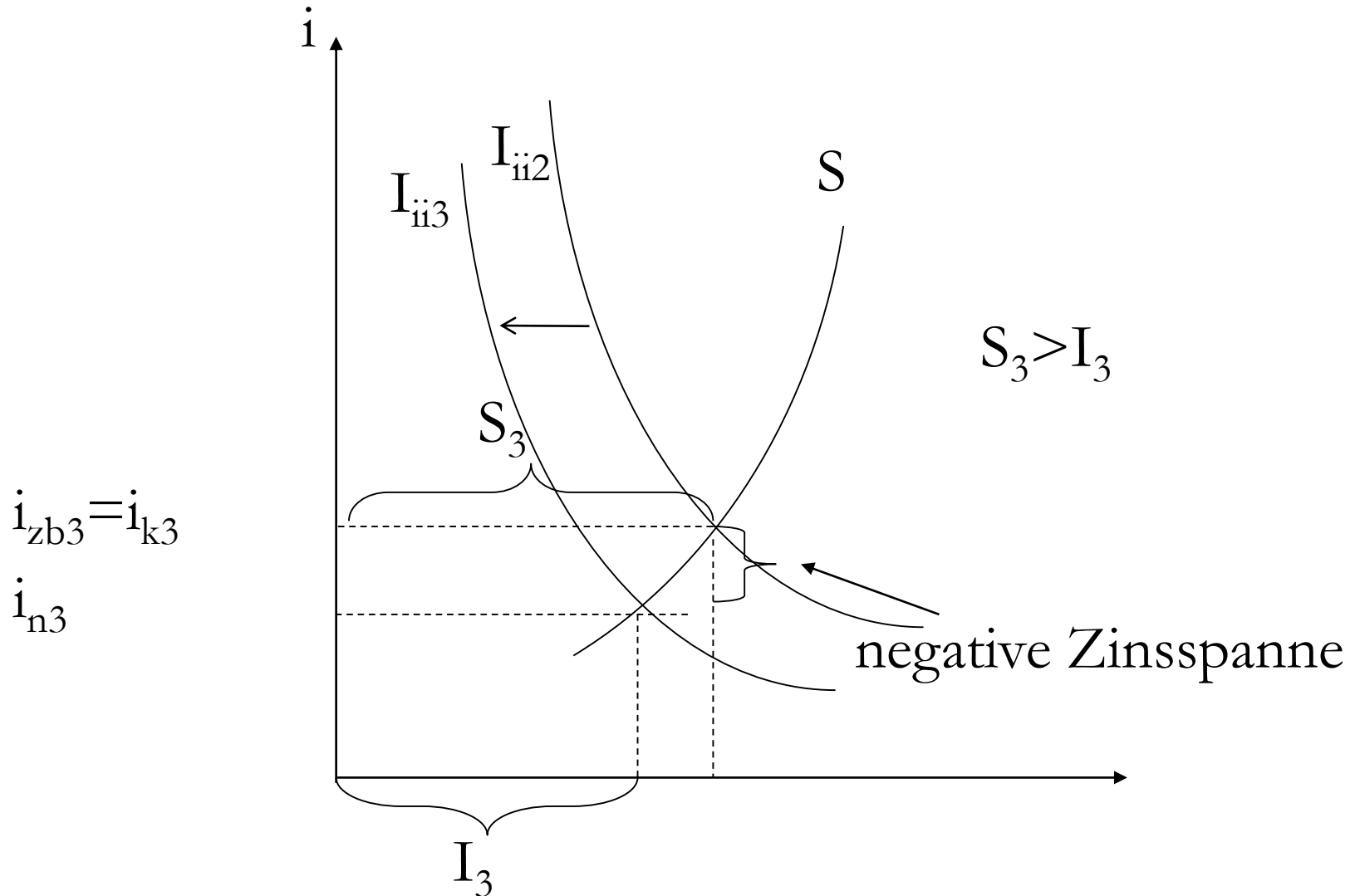


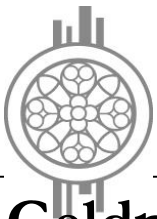
Aufschwung (Geldpolitischer Fehler Typ 1)





Abschwung (Geldpolitischer Fehler Typ 2)





Wicksell (1898) und Hayek (1931) heute

Geldpolitik als Auslöser des Aufschwungs

- Geldpolitische Expansion $S_2 = S_1 + \Delta C_1$ (Garrison 2006, Hoffmann und Schnabl 2014, Borio 2015),
- die (Schein-)Innovationen treibt (Dotcom-Märkte, Emerging Markets, südosteuropäischer Aufholprozess, Subprime-Markt, etc.).

Geldpolitische Asymmetrie (Hoffmann und Schnabl 2011, 2014)

- Geldpolitische Fehler von Typ 2 werden vermieden
- und in geldpolitische Fehler vom Typ 1 transformiert.
- Begründungen: Erfahrungen, der Weltwirtschaftskrise, Global Saving Glut (Bernanke 2005), alternde Gesellschaften (von Weizsäcker 2014), neue Welt (Summers 2014).

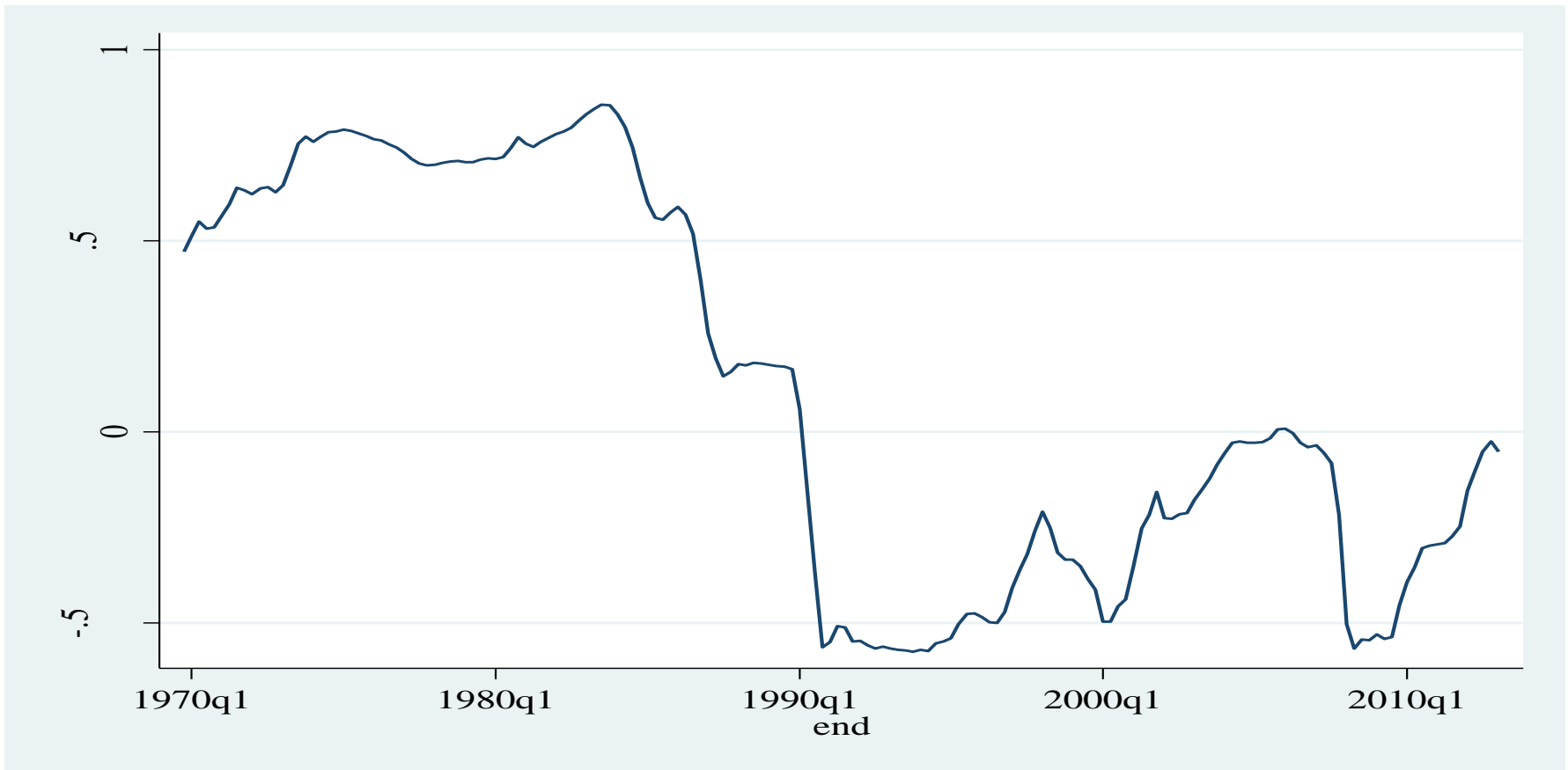
Unterbrochene Transmission

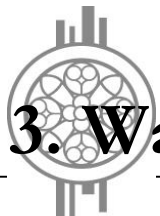
- Die Absenkung der Zinsen und die Ausweitung von Geldbasis und der Kreditaggregaten (Loanable Funds) führt nicht zu Konsumentenpreis-inflation (Schnabl 2015b),
- sondern zum starken Anstieg von Vermögenspreisen (Schnabl und Hoffmann 2008).
- Die Konsumentenpreis-basierte Geldpolitik „dreht hohl“.



Unterbrochene geldpolitische Transmission in Japan

Rollender Koeffizient (10 Jahre) für den Einfluss von M0 auf den Konsumentenpreisindex (Schnabl 2015b)





3. Wachstumseffekte der asymmetrischen Geldpolitik

Implizite Verstaatlichung der Finanzsektoren

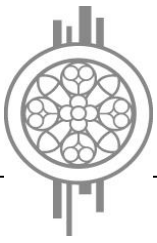
- Geldpolitisch bedingte Übertreibungen im Finanzsektor führen zum Aufbau von faulen Krediten in der Krise.
- Der versteckte faule Kreditbestand erzwingt die Perpetuierung der Niedrigzinspolitik.
- Zombie-Banken entstehen (Caballero, Hoshi and Kashyap 2008).

Transmissionskanäle zur expansiven Geldpolitik

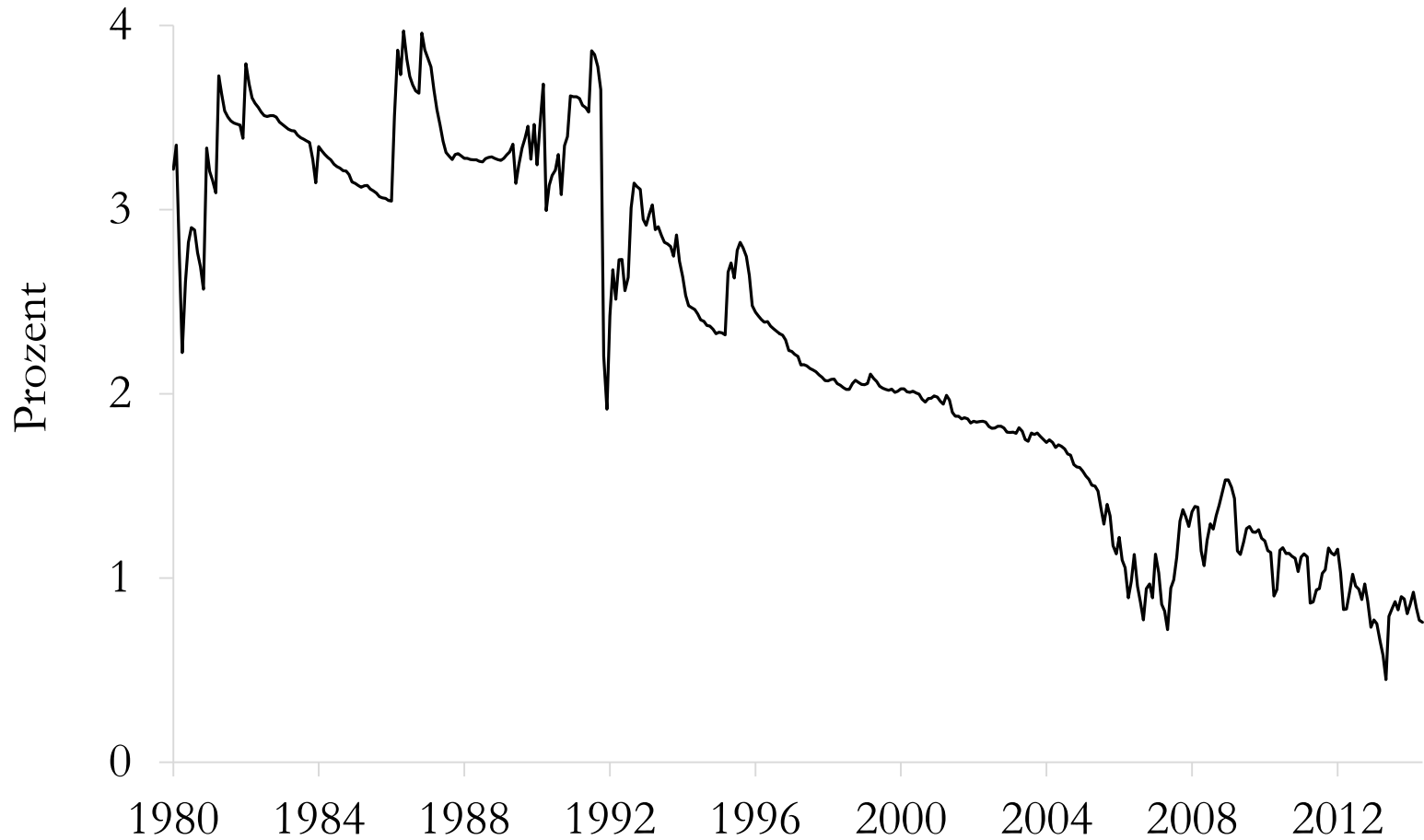
- Too big to fail.
- Mögliche Ansteckungseffekte.

Gestörte Kapitalallokation des Bankensektors

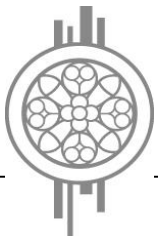
- Kreditklemme an der Angebotsseite (Posen 2000): Das Abschmelzen des Eigenkapitals erzwingt das Nichtverlängern von Krediten an eigentlich solvente Unternehmen (KMUs).
- Kreditklemme an der Nachfrageseite: Großunternehmen schwimmen in Liquidität und bauen Kredite ab (Schnabl 2015b). Die Allokationsfunktion des Bankensektors wird untergraben.



Zinsüberschuss in Japan

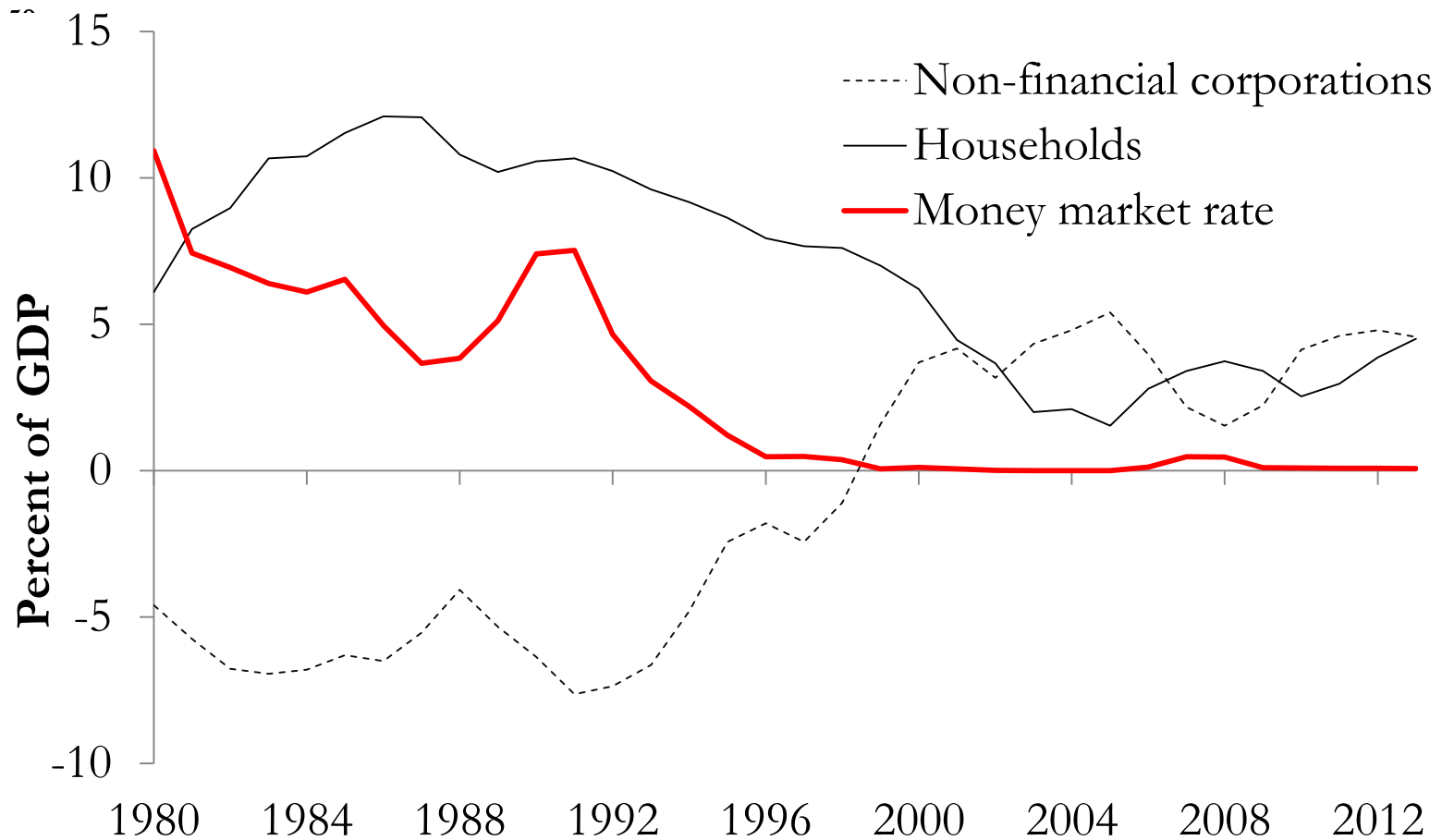


Quelle: IWF.



Transformation des Sparverhaltens in Japan

Nettoersparnis nach Sektor



Quelle: IWF.



Absinken der (Grenzleistungsfähigkeit) der Investitionen

Von Sachinvestitionen zu Finanzinvestitionen

- Das Risiko für Sachinvestitionen/Innovationen trägt das Unternehmen.
- Die asymmetrische Geldpolitik kommt einem impliziten Versicherungsmechanismus für Finanzinvestitionen gleich.

Sinkende Grenzleistungsfähigkeit von I

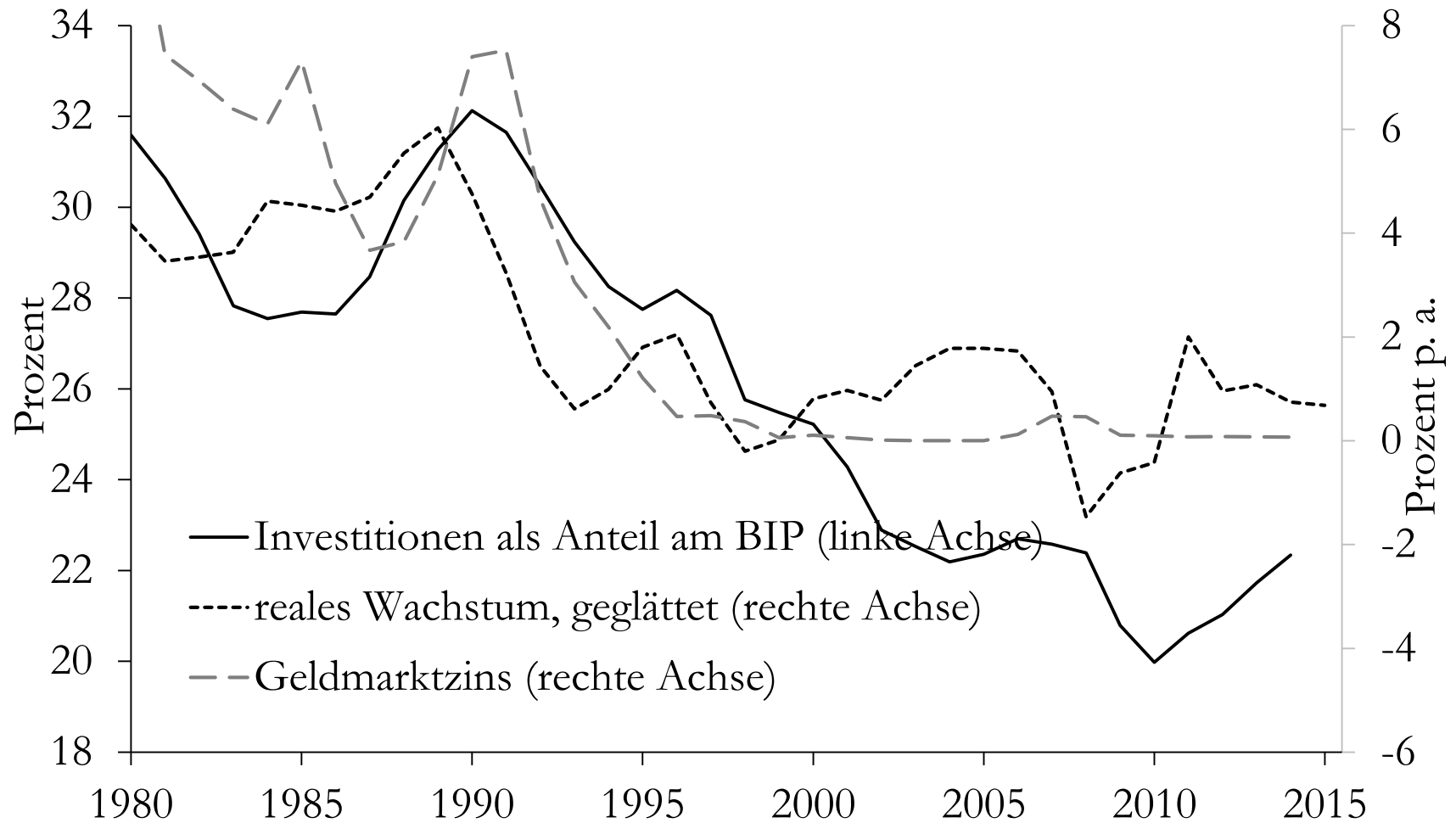
- Zombie Banken finanzieren Zombie-Unternehmen (Caballero, Hoshi und Kashyab 2008, Kornai 1993).
- Nachsichtige Kreditvergabe (Sekine, Kobayashi und Saita 2003) und Evergreening (Peek and Rosengreen 2008) dämpfen das Streben nach Investition und Innovation.

Substitution von Investitionen durch Staatsnachfrage

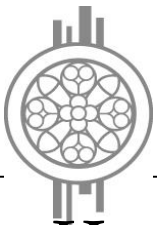
- Schuldenfinanzierte Nachfragepakete (Keynes 1936).
- Zentralbank kauft Staatsanleihen und/oder setzt Anreize zum Kauf von Staatsanleihen.



Japan: Geldmarktzins, Investitionen und Wachstum



Quelle: IWF.



4. Gesellschaftliche Implikationen

Hayek (1944: 166)

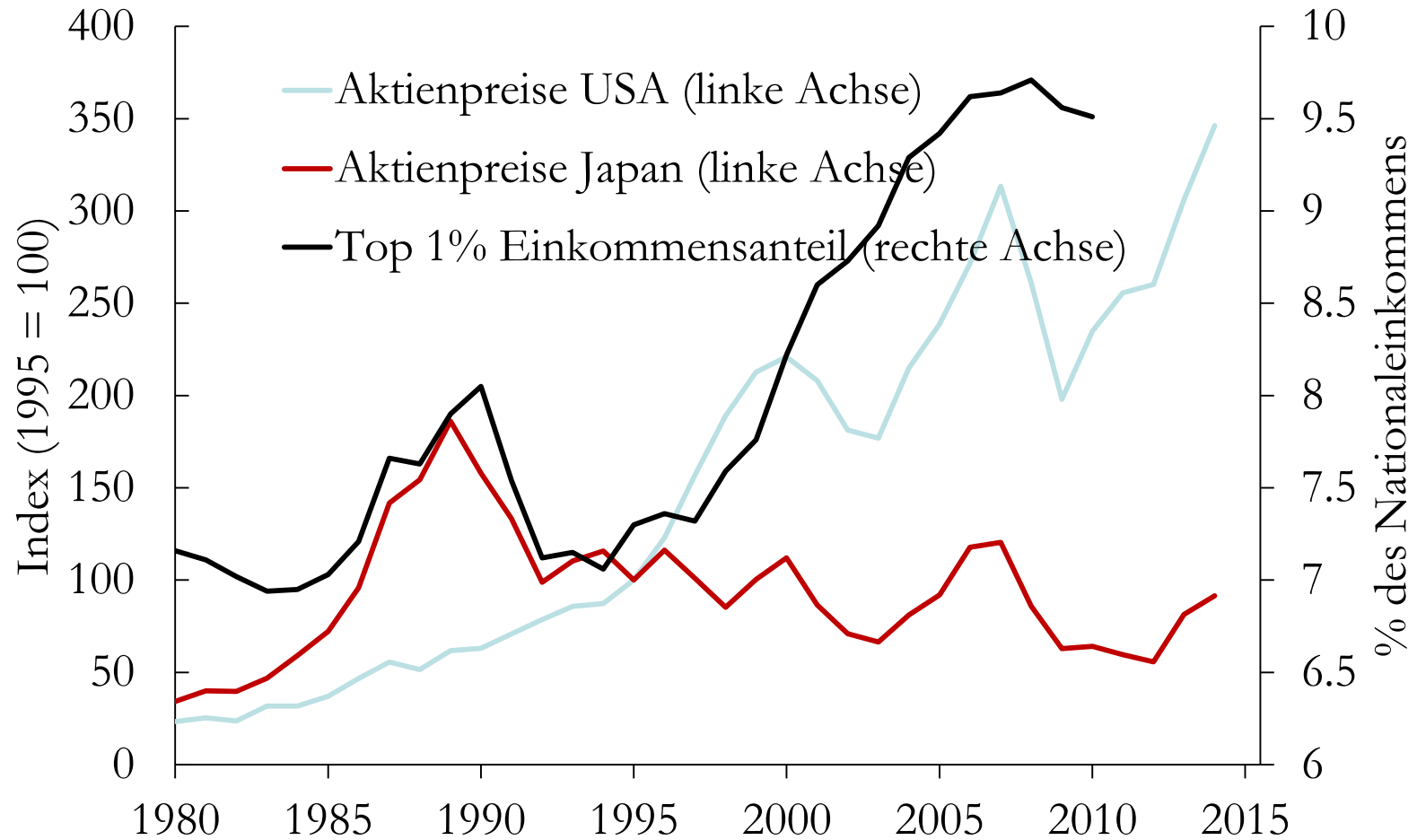
- „mit jeder Gewährung völliger Sicherheit an eine Gruppe die Unsicherheit der übrigen notwendigerweise größer wird. Garantiert man jemand eine bestimmte Menge eines Kuchens von veränderlicher Größe, so muß notwendig der Anteil, der für alle anderen übrig bleibt, verhältnismäßig stärkeren Schwankungen unterworfen sein als die wechselnde Größe des ganzen Kuchens.“

Umverteilungseffekte und Reallohnrepression

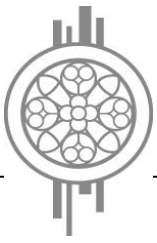
- Cantillon (1931)-Effekt: Einkommen der Angestellten im Finanzsektor steigen schneller als Einkommen der Angestellten in anderen Sektoren (USA).
- Über den Vermögenspreiskanal begünstigt die asymmetrische / unkonventionelle Geldpolitik von allem die höchsten Einkommensklassen.
- Bei steigender Staatsverschuldung (öffentlicher Sektor) und in Krisen (privater Sektor) müssen die Löhne der anderen Einkommensklassen gedrückt werden (unterminierte Verhandlungsmacht der Gewerkschaften).



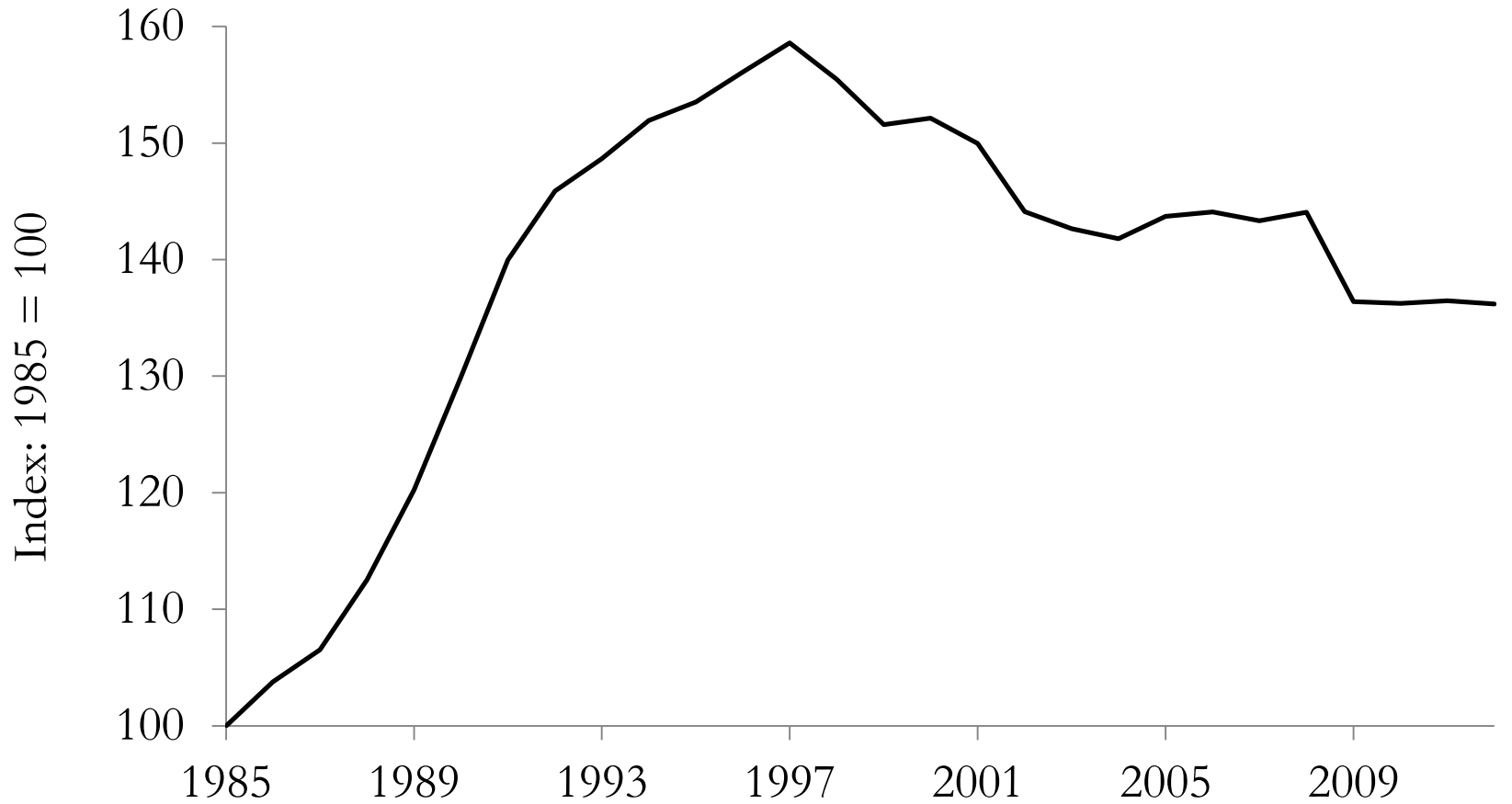
Japan: Geldmarktzins, Investitionen und Wachstum



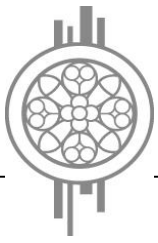
Quelle: IWF.



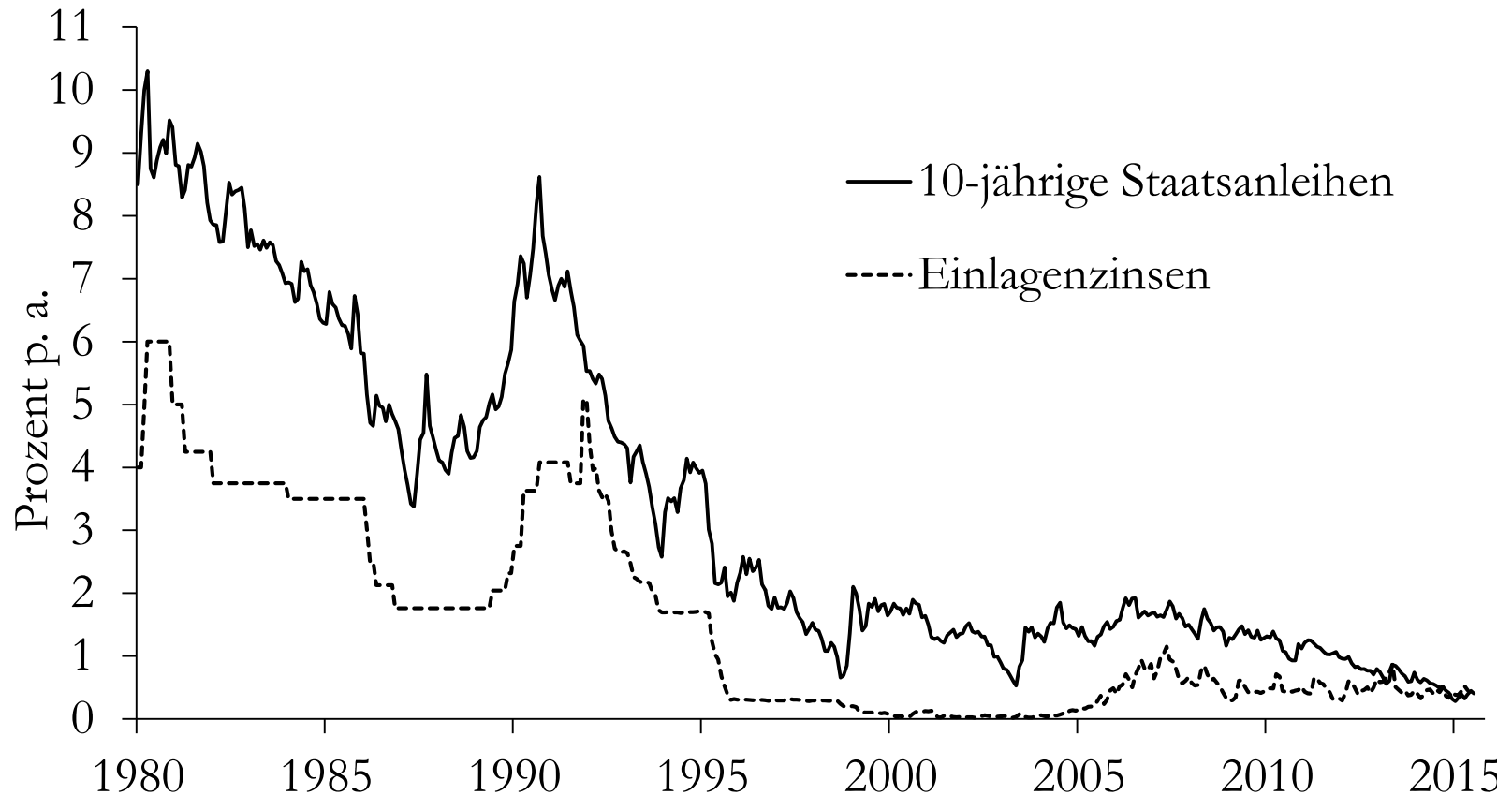
Reale Lohnrepression in Japan



Quelle: IWF.

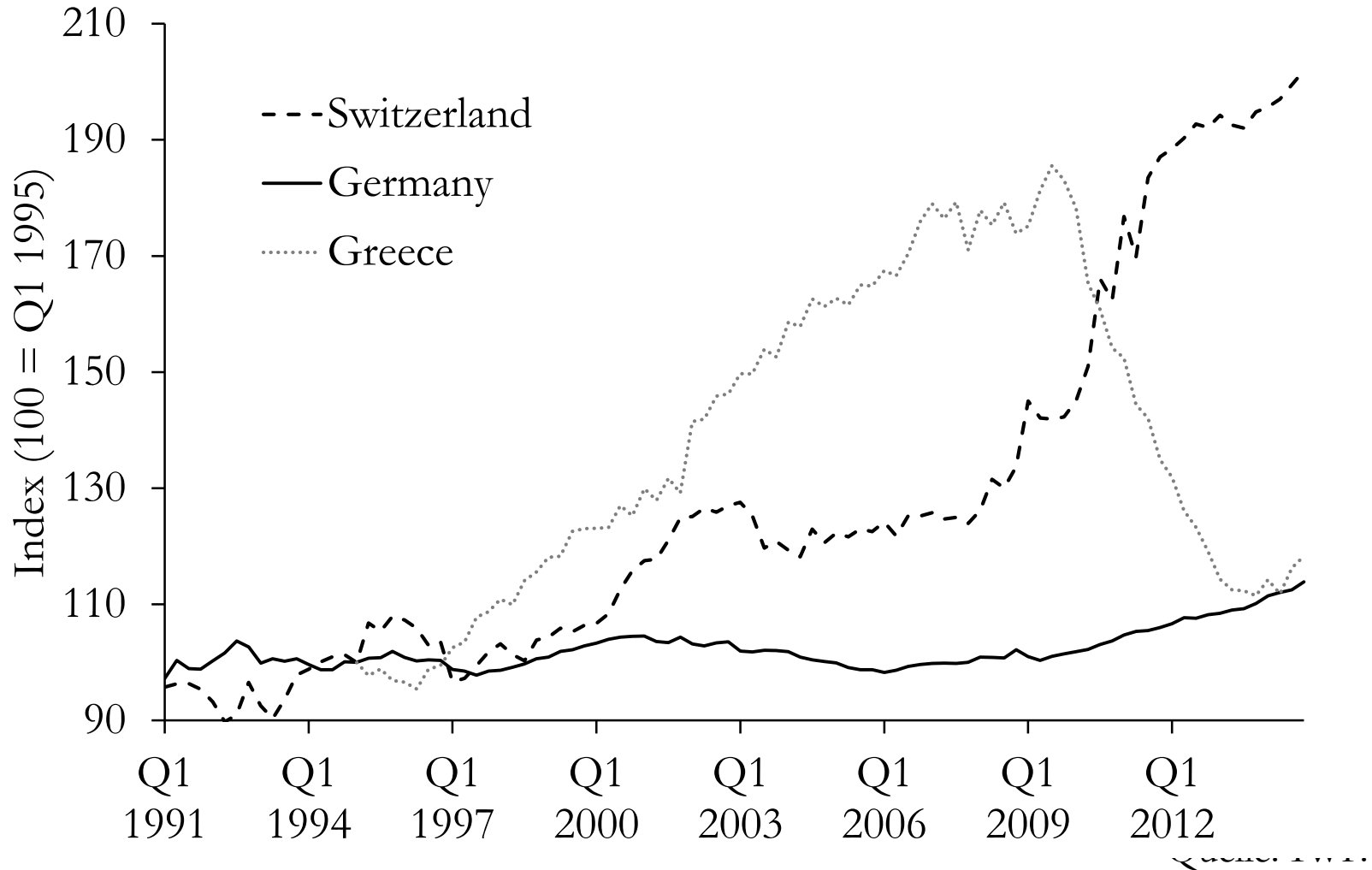


Finanzielle Repression in Japan



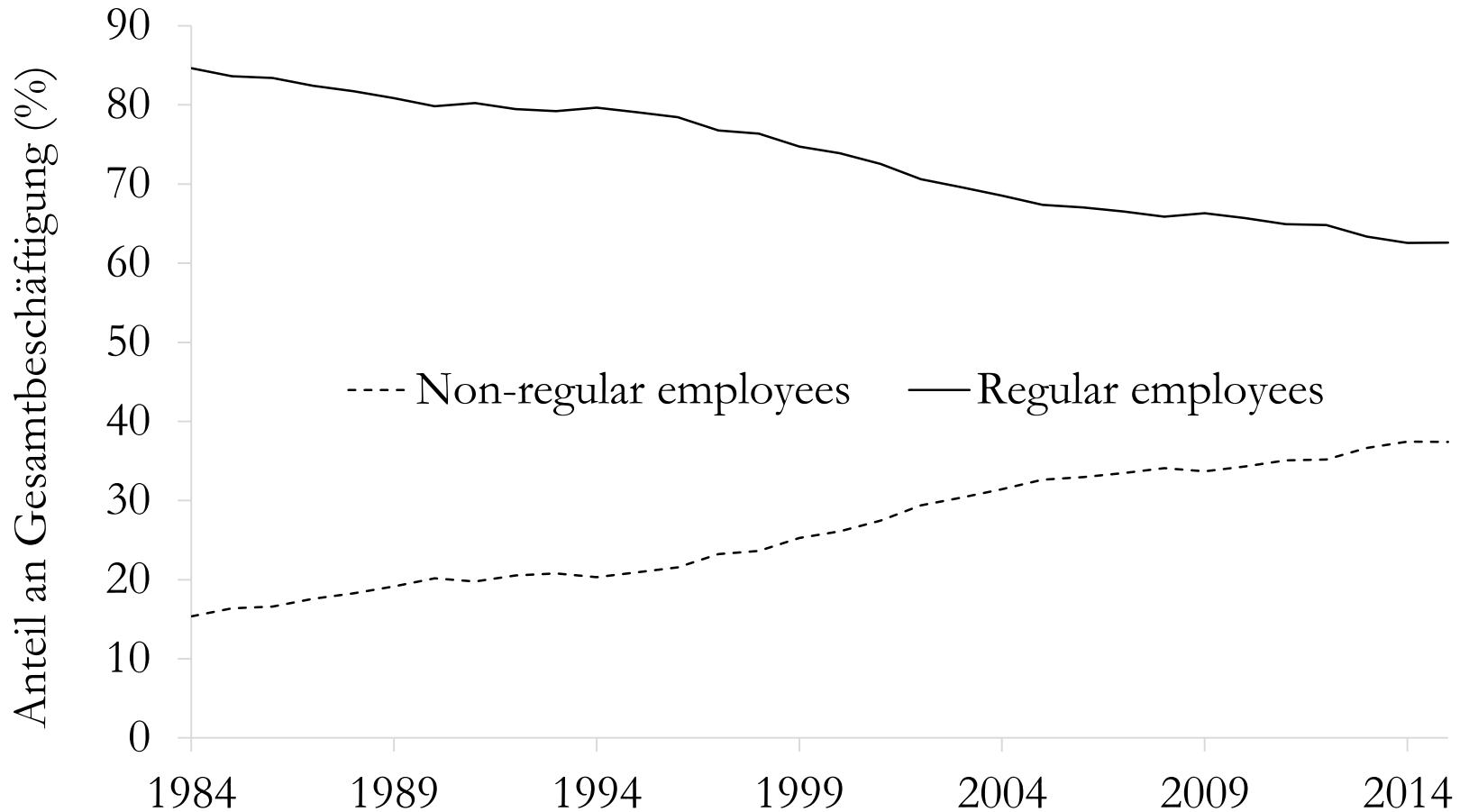
Quelle: IWF.

Reale Lohnentwicklung in Deutschland und der Schweiz

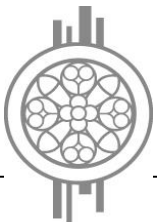




Anstieg der prekären Beschäftigungsverhältnisse



Quelle: Japan, Ministry of Finance.



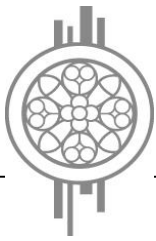
5. Wachstumspolitische Implikationen

Japan zeigt

- Die unkonventionelle Geldpolitik stabilisiert kurzfristig.
- Langfristig hat sie negative Auswirkungen auf die Grundpfeiler der marktwirtschaftlichen Ordnung, insbesondere über die gestörte Allokations- und Signalfunktion von Zinsen.
- Vor allem die negativen Wachstums- und Verteilungseffekte der Politik des billigen Geldes tragen zu politischer Instabilität bei.

Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik

- Rückkehr zum traditionellen Bankgeschäft (Allokationsfunktion).
- Weniger Spekulation (Risiko) und mehr Sparen.
- Mehr Realinvestitionen und Produktivitätsgewinne.
- Mehr Wachstum und Reallohnsteigerungen.
- Mehr (soziale) Sicherheit für Jung und Alt.
- Weniger Verteilungskonflikte und politische Stabilität.



Vielen Dank für die Aufmerksamkeit

Zürich, 9. November 2015