

**Das Gelddrucken der EZB ist nicht
geeignet, Deflation zu verhindern**

Prof. Dr. Karl-Werner Hansmann

Universität Hamburg

Vortrag vor dem Alumni Universität Hamburg e.V.

am 10. April 2014

Gliederungsübersicht

1. Die **Euro-Länder** im Sommer 2014
2. Die **monetären** Beschlüsse der EZB am 5. Juni 2014
3. Theorie der EZB über den Einfluss der **Geldpolitik** auf **Inflation** und **Wirtschaftswachstum**
4. Empirisch-**ökonomische** Analyse der Theorie
5. Reale Bestimmungsfaktoren der **Inflationsrate**
6. Wohin fließt das übermäßig „**gedruckte**“ Geld?

1. Alle **Graphiken** und **Berechnungen**, die nicht einzeln gekennzeichnet sind, wurden **von mir** erstellt und in der **Programmiersprache R** programmiert.
2. Die **Daten** stammen aus folgenden **Quellen**:

Federal Reserve Bank of St. Louis

Europäische Zentralbank (**EZB**) und Bundesbank

Internationaler Währungsfonds (**IWF**)

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung

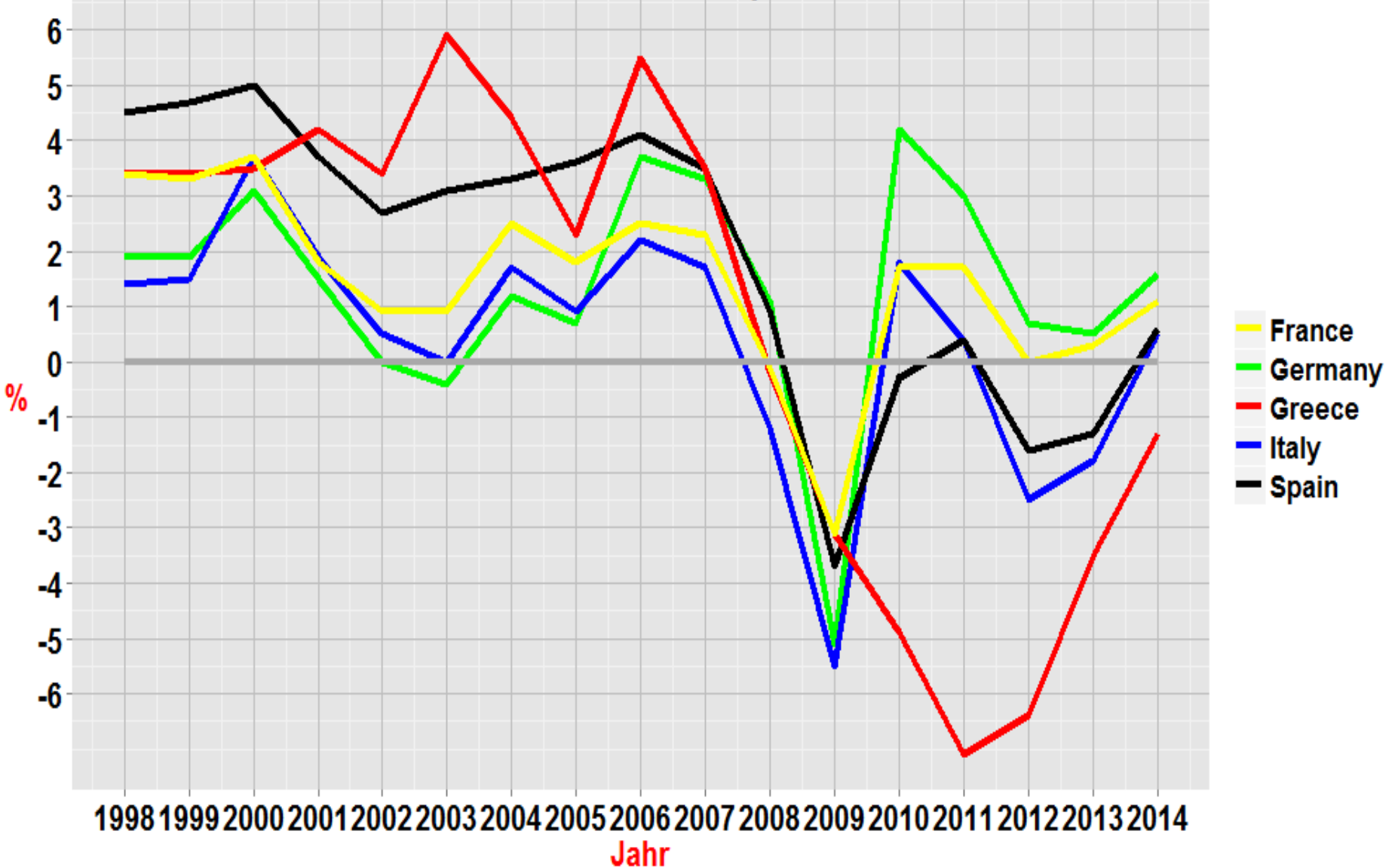
Gliederungsübersicht

1. Die **Euro-Länder** im Sommer 2014
2. Die **monetären** Beschlüsse der EZB am 5. Juni 2014
3. Theorie der EZB über den Einfluss der **Geldpolitik** auf **Inflation** und **Wirtschaftswachstum**
4. Empirisch-**ökonomische** Analyse der Theorie
5. Reale Bestimmungsfaktoren der **Inflationsrate**
6. Wohin fließt das übermäßig „**gedruckte**“ Geld?

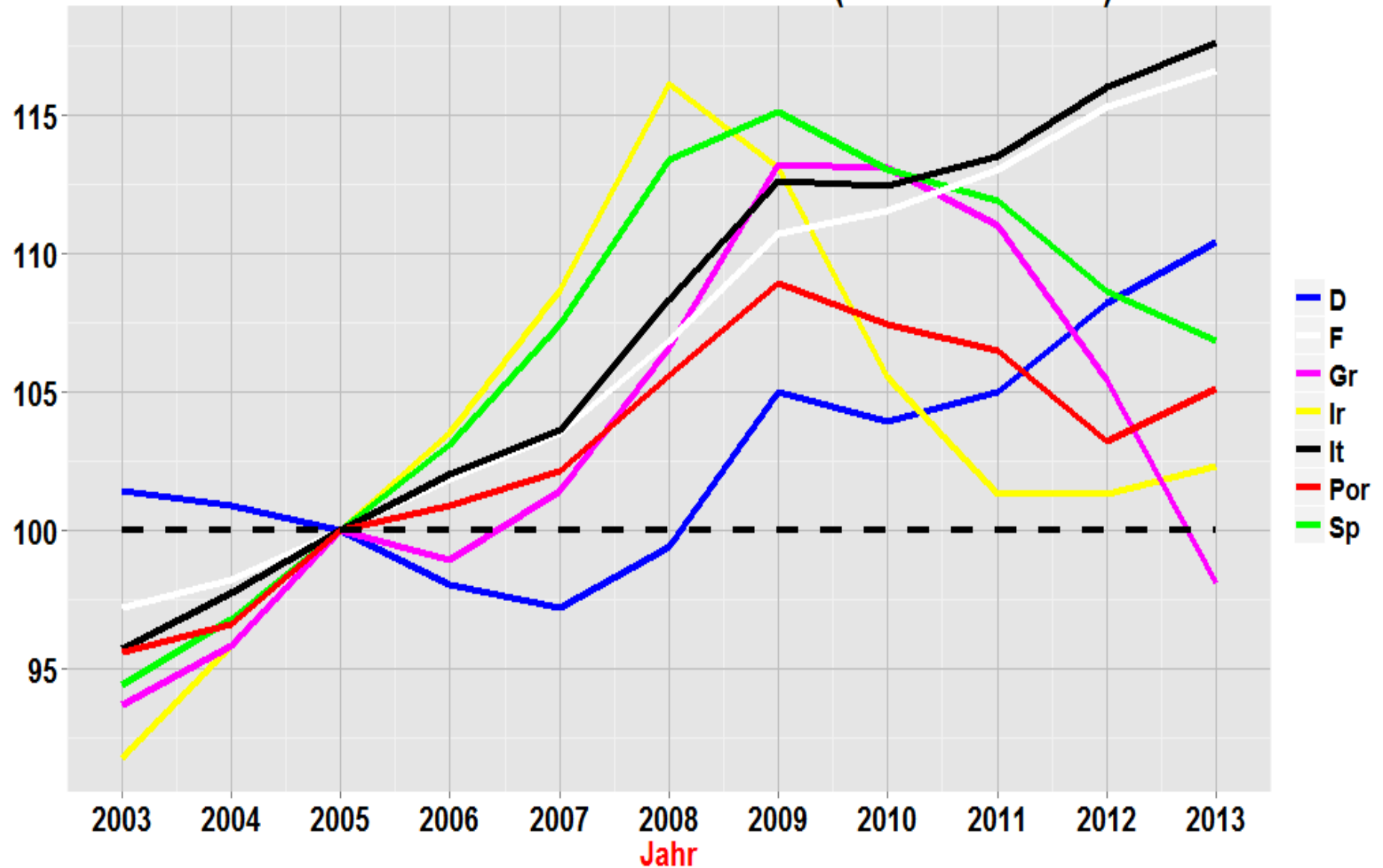
1. Die Euro-Länder im Sommer 2014

- Die **wirtschaftliche** Situation der südeuropäischen **Krisenländer** ist auf dem Weg der **Besserung** in Bezug auf **Wachstum** und **Wettbewerbsfähigkeit** (Folien 6 und 7).
- Weiterhin **unbefriedigend** ist die hohe **Staatsverschuldung** (Folie 8).
- Die **Inflationsrate** geht im Euro-Raum seit 2012 **zurück** und beträgt im Mai 2014 **0,5 %** (Folie 9).

BIP-Wachstum Deutschland, Frankreich, Spanien, Italien, Griechenland

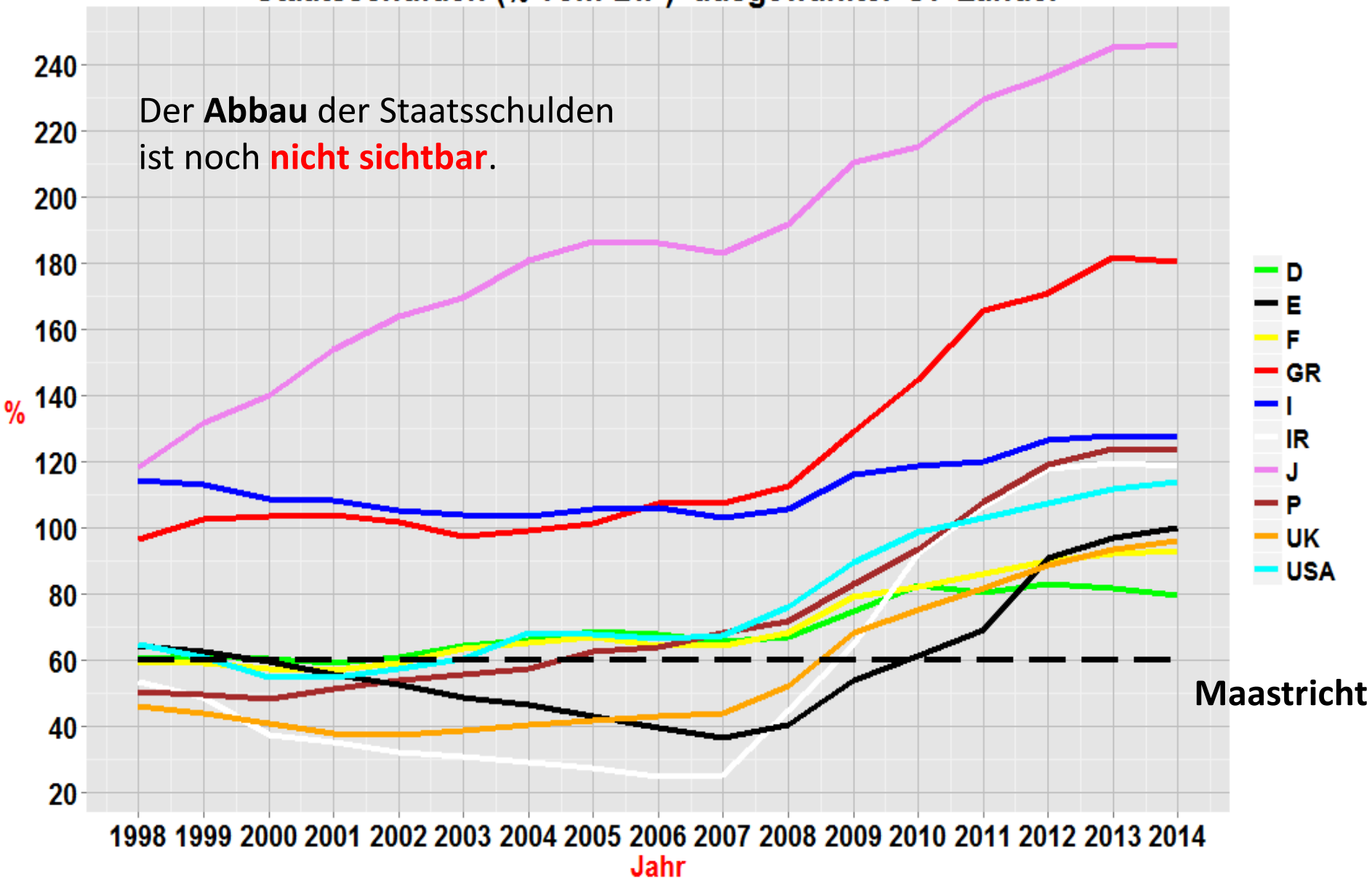


Lohnstück-Kosten von Euro-Ländern (Index 2005 = 100)

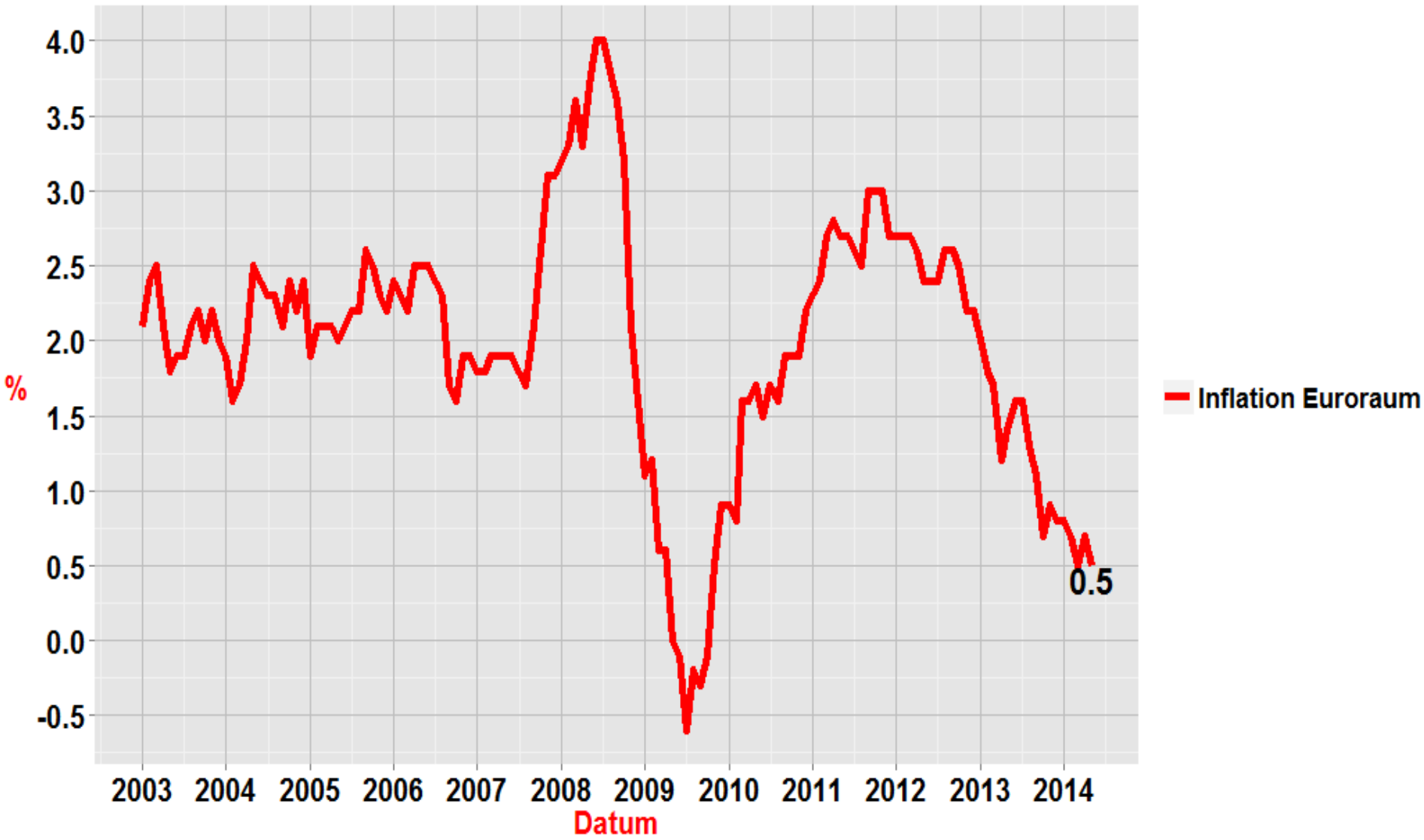


Staatsschulden (% vom BIP) ausgewählter G7-Länder

Der **Abbau** der Staatsschulden ist noch **nicht sichtbar**.



Inflationsrate im Euroraum



Gliederungsübersicht

1. Die **Euro-Länder** im Sommer 2014
2. Die **monetären** Beschlüsse der EZB am 5. Juni 2014
3. Theorie der EZB über den Einfluss der **Geldpolitik** auf **Inflation** und **Wirtschaftswachstum**
4. Empirisch-**ökonomische** Analyse der Theorie
5. Reale Bestimmungsfaktoren der **Inflationsrate**
6. Wohin fließt das übermäßig „**gedruckte**“ Geld?

Zwei Aufgaben der Europäischen Zentralbank (EZB)

- Nach Art. 127,1 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) soll die EZB für **Preisstabilität** sorgen, d.h. eine **Inflationsrate knapp unter 2%** anstreben.
- Nach Art. 3 EU-Vertrag **soll** die EZB die **Wirtschaftspolitik** der Union (**Beschäftigung, Wachstum**) **unterstützen**.

Zwei Befürchtungen der EZB

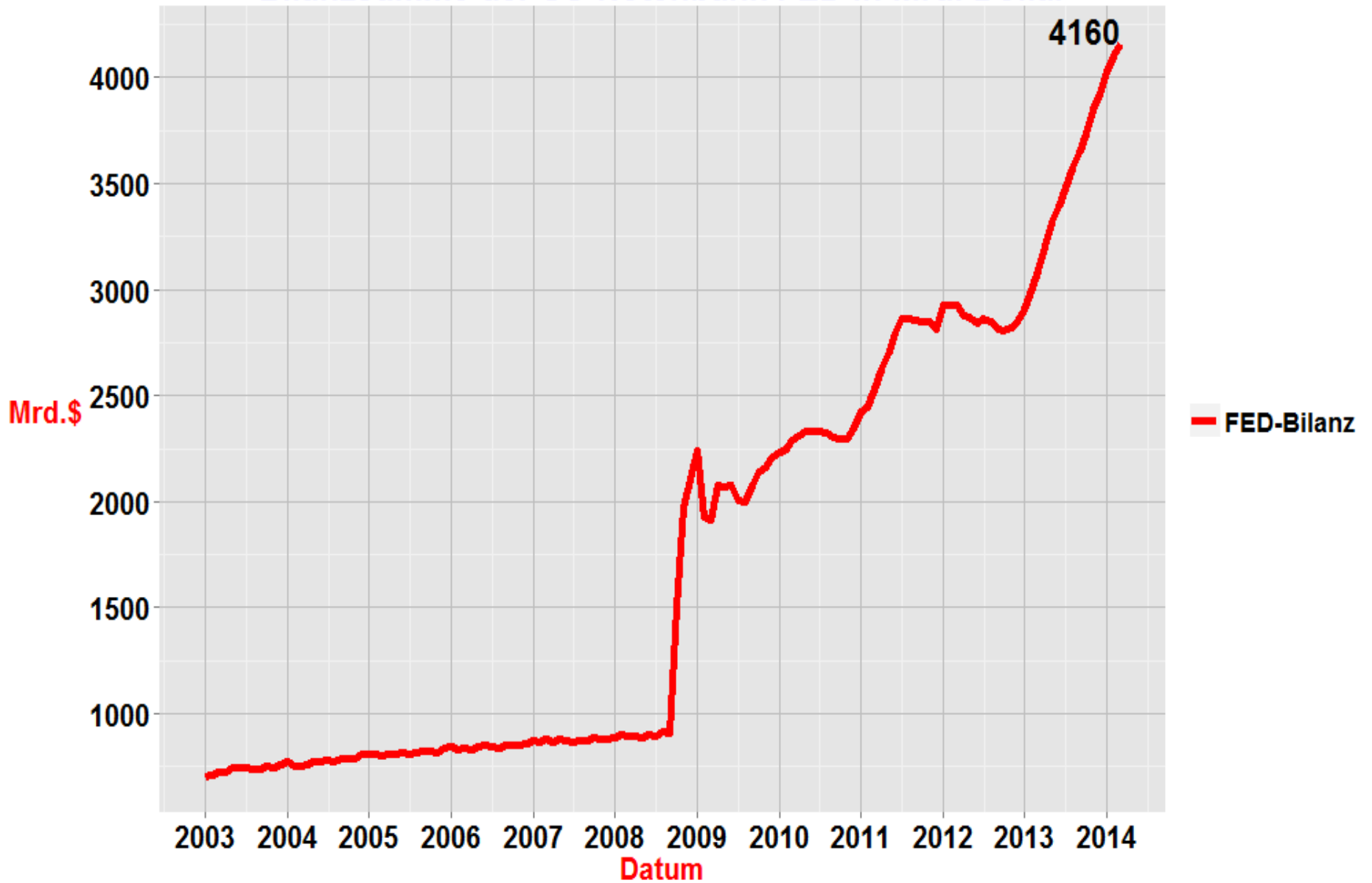
EZB-Präsident Draghi **fürchtet**, dass die **Inflationsrate** des Euroraums weiter absinkt, **negative** Werte annimmt und eine **Deflation** eintritt.

Das **Wachstum** im Euroraum wäre schwer **gefährdet** und würde die Gesundung der **südeuropäischen** Länder zunichte machen.

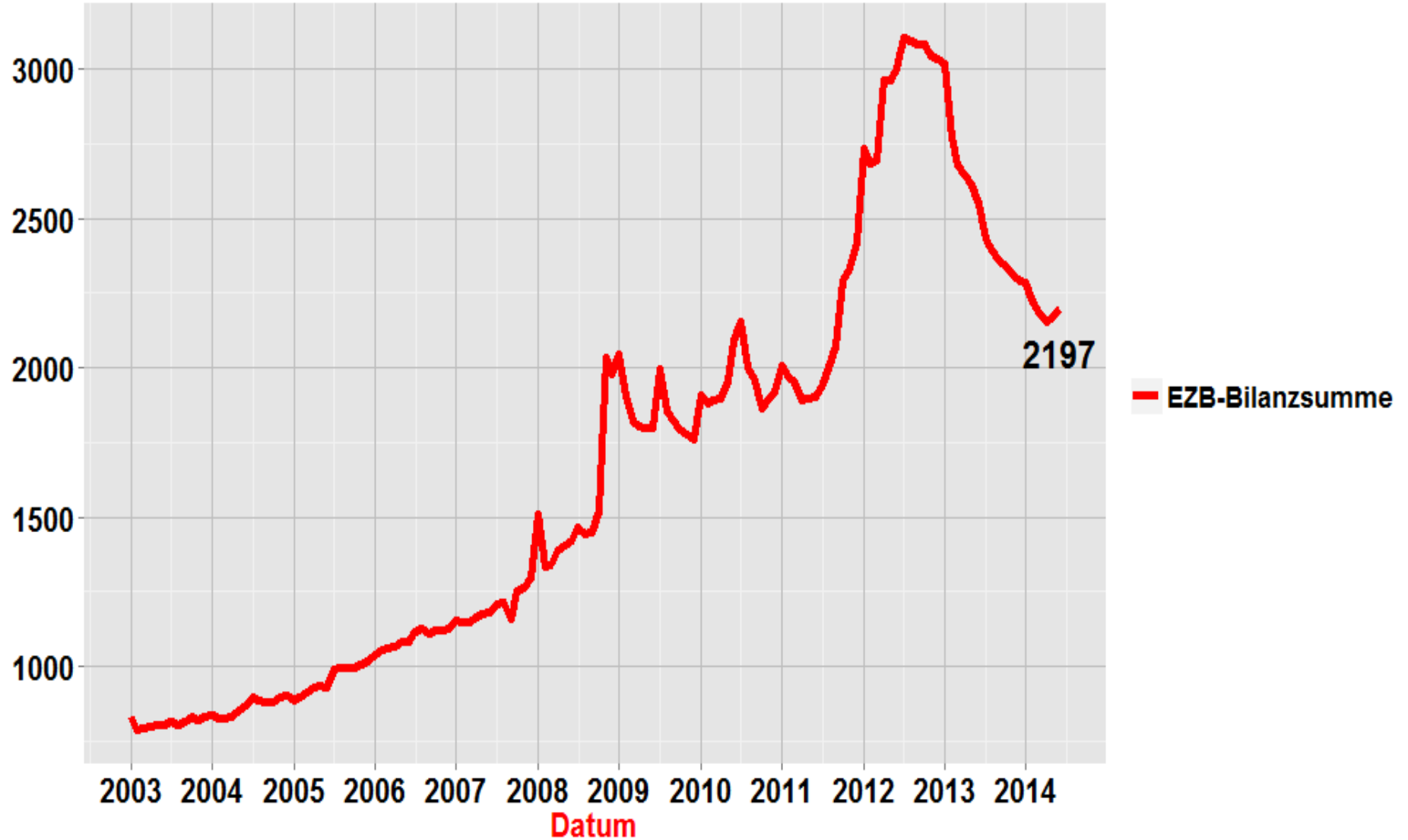
Daher beschloss der EZB-Rat am 5. Juni die Maßnahmen:

- Der **Leitzins** wird von 0,25% auf **0,15%** gesenkt.
(Ziel: Kredite an die Wirtschaft sollen verbilligt werden)
- **Strafzins** für Bank-Einlagen bei der EZB von **0,1%**.
(Ziel: mehr Kredite an die Wirtschaft statt Geld horten)
- **Geldspritze** der EZB an die Banken **400 Mrd. Euro** in 2014
sog. Targeted long-term refinancing operation (TLTRO)
(Ziel: Kredite der Banken für **Investitionen** der Wirtschaft ,
nicht für Staatsanleihen und Hypotheken ; **Zinssatz 0,25%**)
- **Ankauf** von **verbrieften** Hypotheken (**ABS-Schrottpapiere**)
(Ziel: Liquidität in die Wirtschaft pumpen)

Bilanzsumme der US-Notenbank FED in Mrd. Dollar



EZB-Bilanzsumme ab 2010



Gliederungsübersicht

1. Die **Euro-Länder** im Sommer 2014
2. Die **monetären** Beschlüsse der EZB am 5. Juni 2014
3. Theorie der EZB über den Einfluss der **Geldpolitik** auf **Inflation** und **Wirtschaftswachstum**
4. Empirisch-**ökonomische** Analyse der Theorie
5. Reale Bestimmungsfaktoren der **Inflationsrate**
6. Wohin fließt das übermäßig „**gedruckte**“ Geld?

3. Theorie der EZB über den Einfluss der **Geldpolitik** auf **Inflation** und **Wirtschaftswachstum**

3.1 Monetaristische Theorie

Die Ausweitung der **Geldmenge** erhöht direkt die **Inflationsrate** (angestrebt wird ca. 2% p.a.).

Die höhere Inflation regt **Konsum** und **Investitionen** an und **stimuliert dadurch** das Wachstum der Wirtschaft. Das ist im Kern die Theorie von **Milton Friedman**:

Geldmenge ↑ → **Inflation** ↑ → **BIP-Wachstum** ↑

3.2 Statt des **direkten** Einflusses **Geld** → **Inflation**
könnte folgende **mehrstufige** Theorie gelten:

Zinssenkung ↓ + Geldvermehrung ↑ ?→?

mehr billige Bankkredite an die Wirtschaft! ↑ →

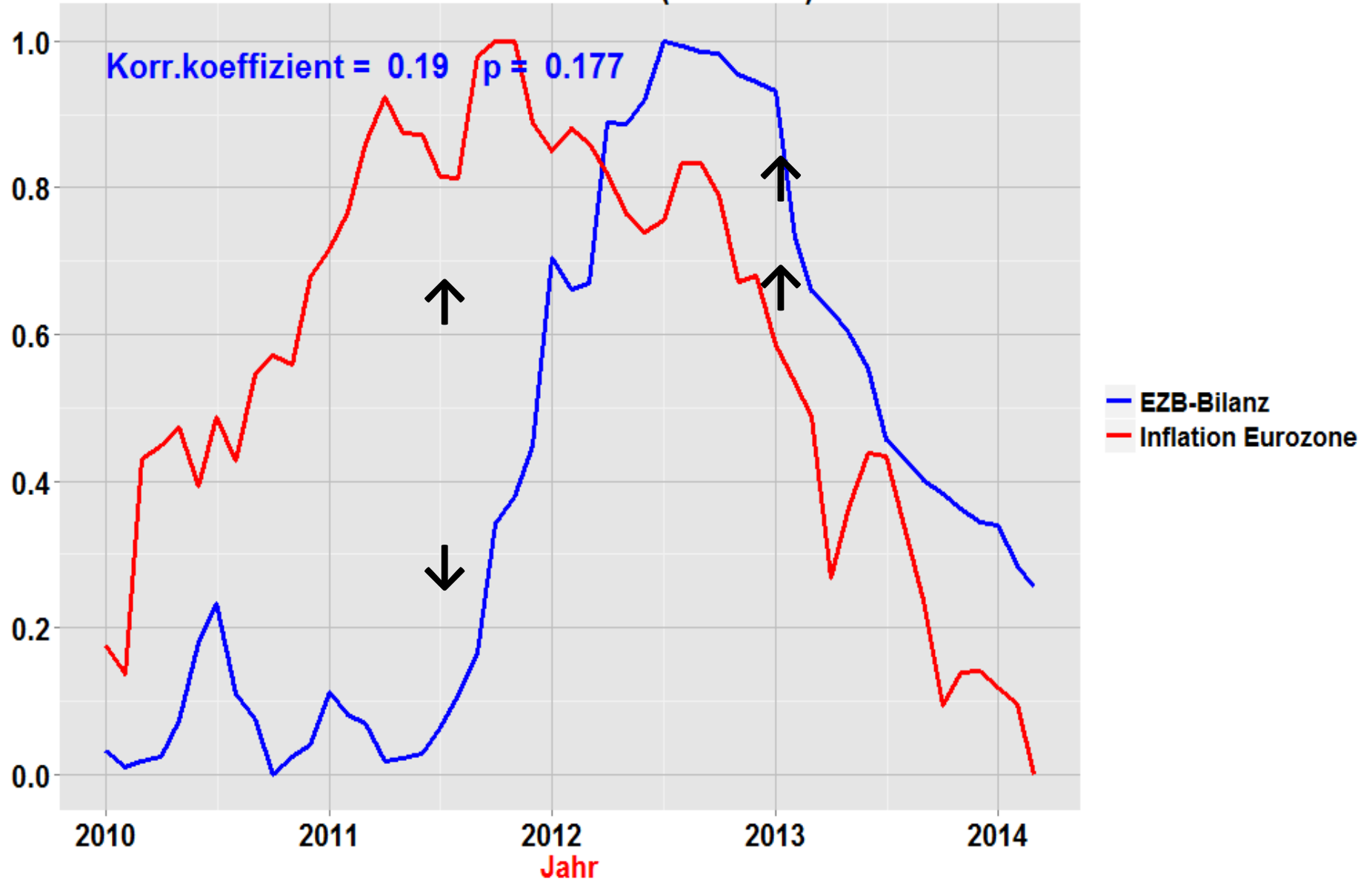
Investitionen ↑ → BIP-Wachstum ↑

Gliederungsübersicht

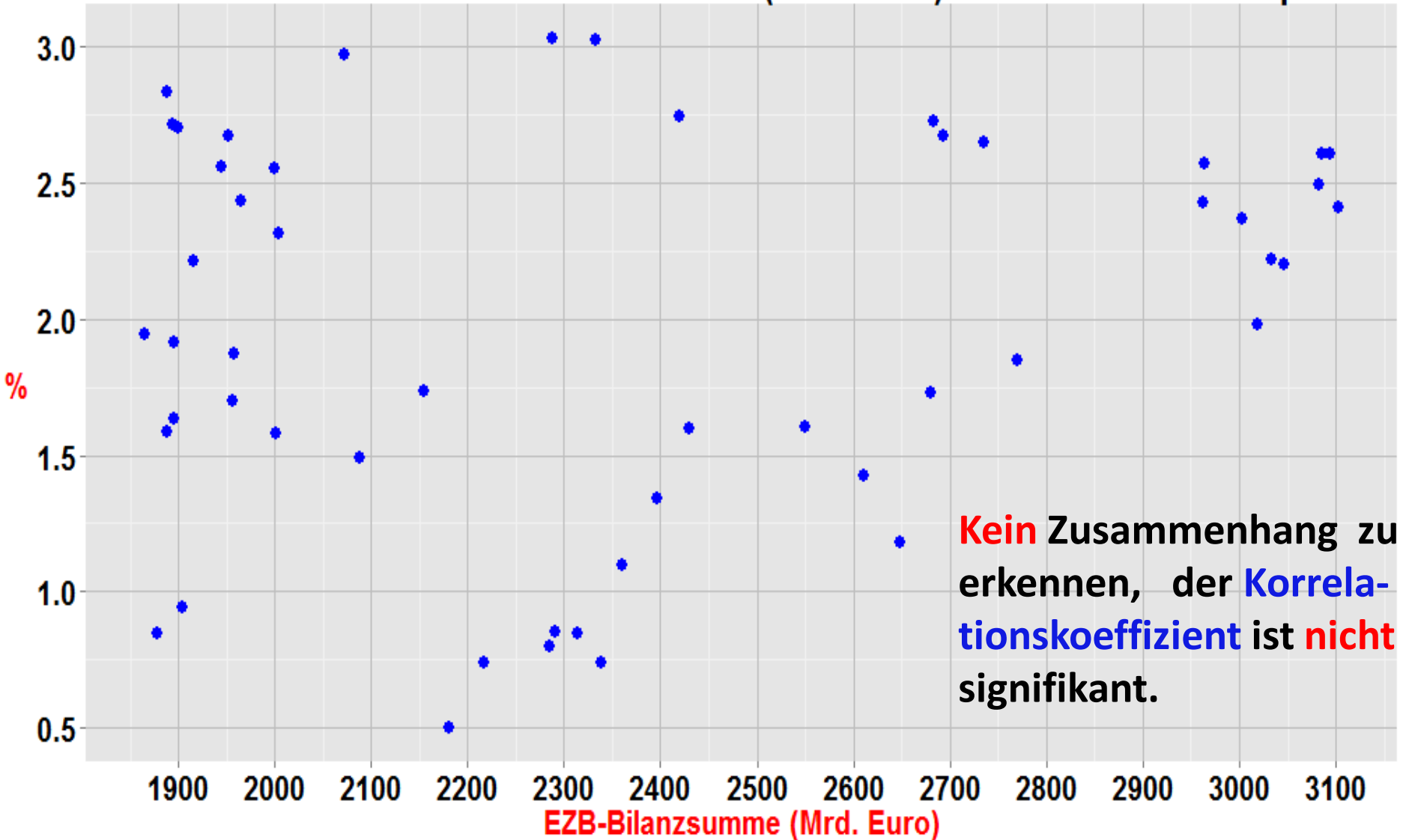
1. Die **Euro-Länder** im Sommer 2014
2. Die **monetären** Beschlüsse der EZB am 5. Juni 2014
3. Theorie der EZB über den Einfluss der **Geldpolitik** auf **Inflation** und **Wirtschaftswachstum**
4. Empirisch-**ökonomische** Analyse der EZB-Theorie
5. Reale Bestimmungsfaktoren der **Inflationsrate**
6. Wohin fließt das übermäßig „**gedruckte**“ Geld?

EZB-Bilanz und Inflation Eurozone (normiert)

22.04.2014



Eurozone: Inflation vs. EZB-Bilanzsumme (Mrd. Euro) ab 2010 $r = 0.19$ $p = 0.18$



Analyse der EZB-Theorie mit Regressionsmodell

Die Analyse mit **monatlichen** Daten beginnt am **1.1.2010**, da die Wirtschaftskrise 2008/09 das Ergebnis verfälschen würde.

Annahme: Lineare Beziehung

$$\text{Inflationsrate} = a + b * \text{EZB-Bilanzsumme}$$

Wenn die Hypothese stimmt, sollte die EZB-Bilanzsumme einen **großen** Teil der **Inflationsrate** erklären (**>50%**).

Erklärt die Geldmenge (EZB-Bilanz) die Euro-Inflationsrate ?

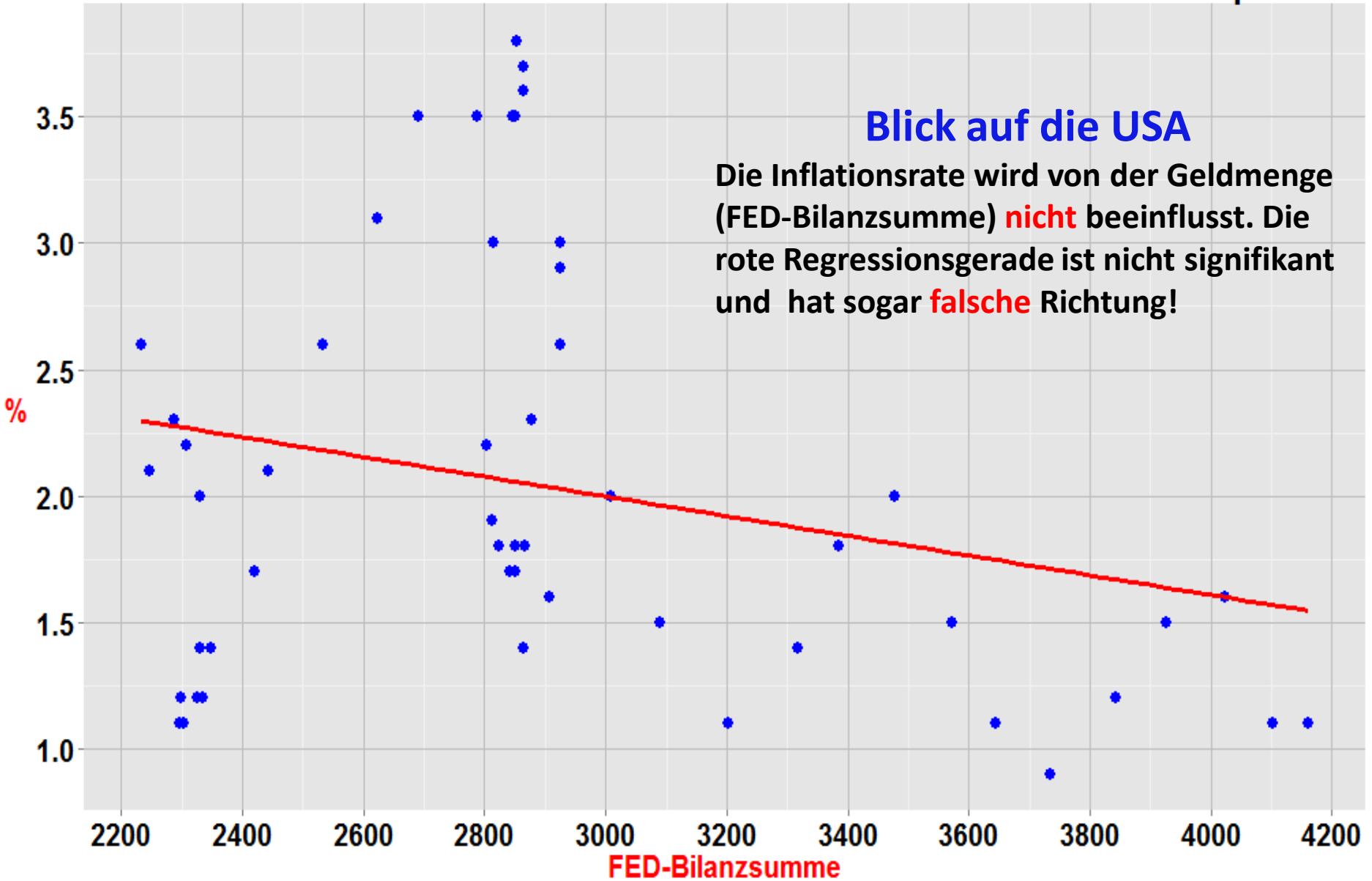
Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	1.2068205	0.5639359	2.140	0.0374
EZBBilanz	0.0003212	0.0002347	1.369	0.1774

Bestimmtheitsmaß R^2 : 0.03682

Die Geldmenge erklärt ab 2010 nur 3,7% der Inflationsrate, also nichts!

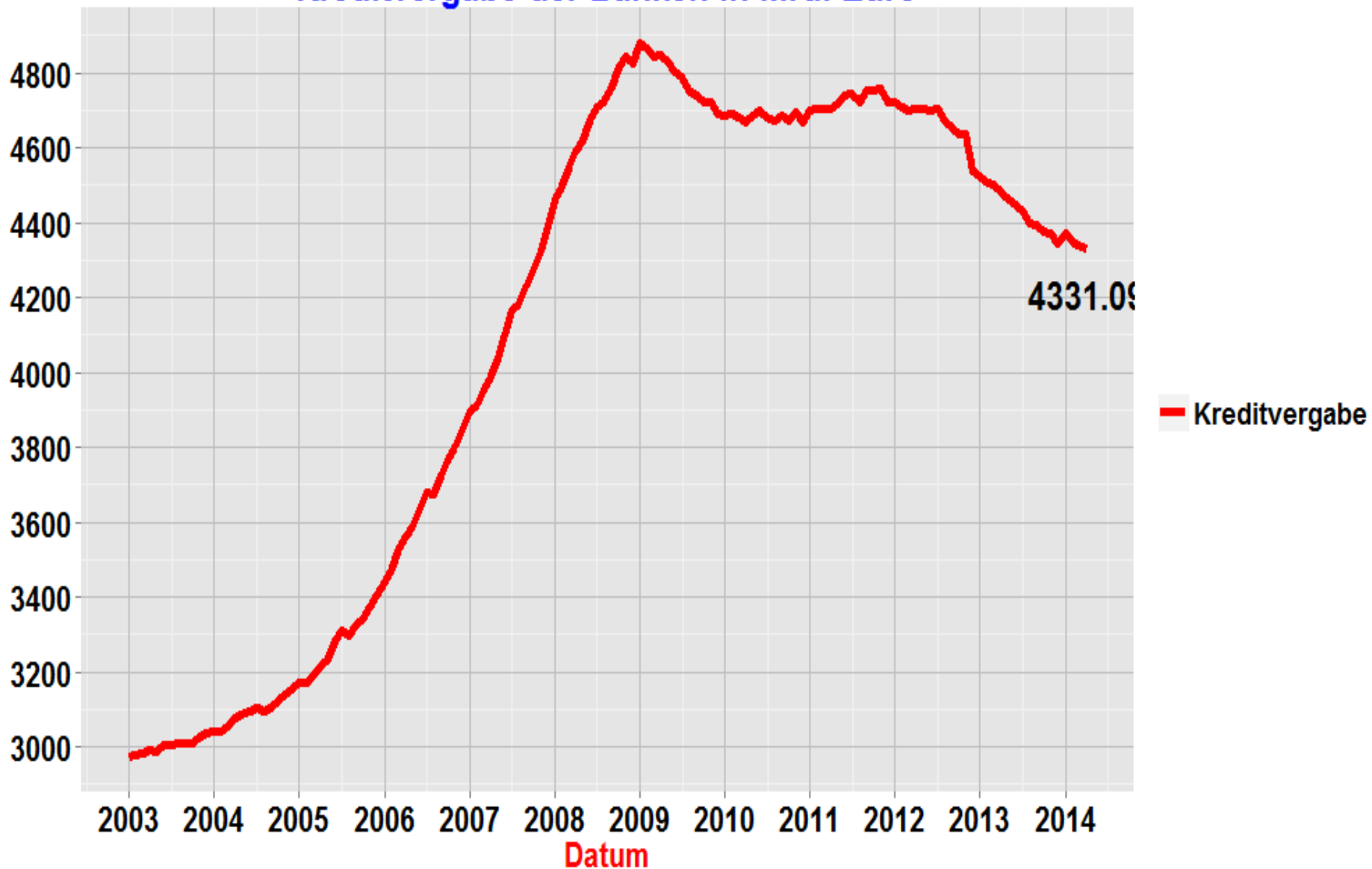
USA: FED-Bilanzsumme vs. US-Inflationsrate ab 01.01.2010 $r = -0.25$ $p = 0.08$

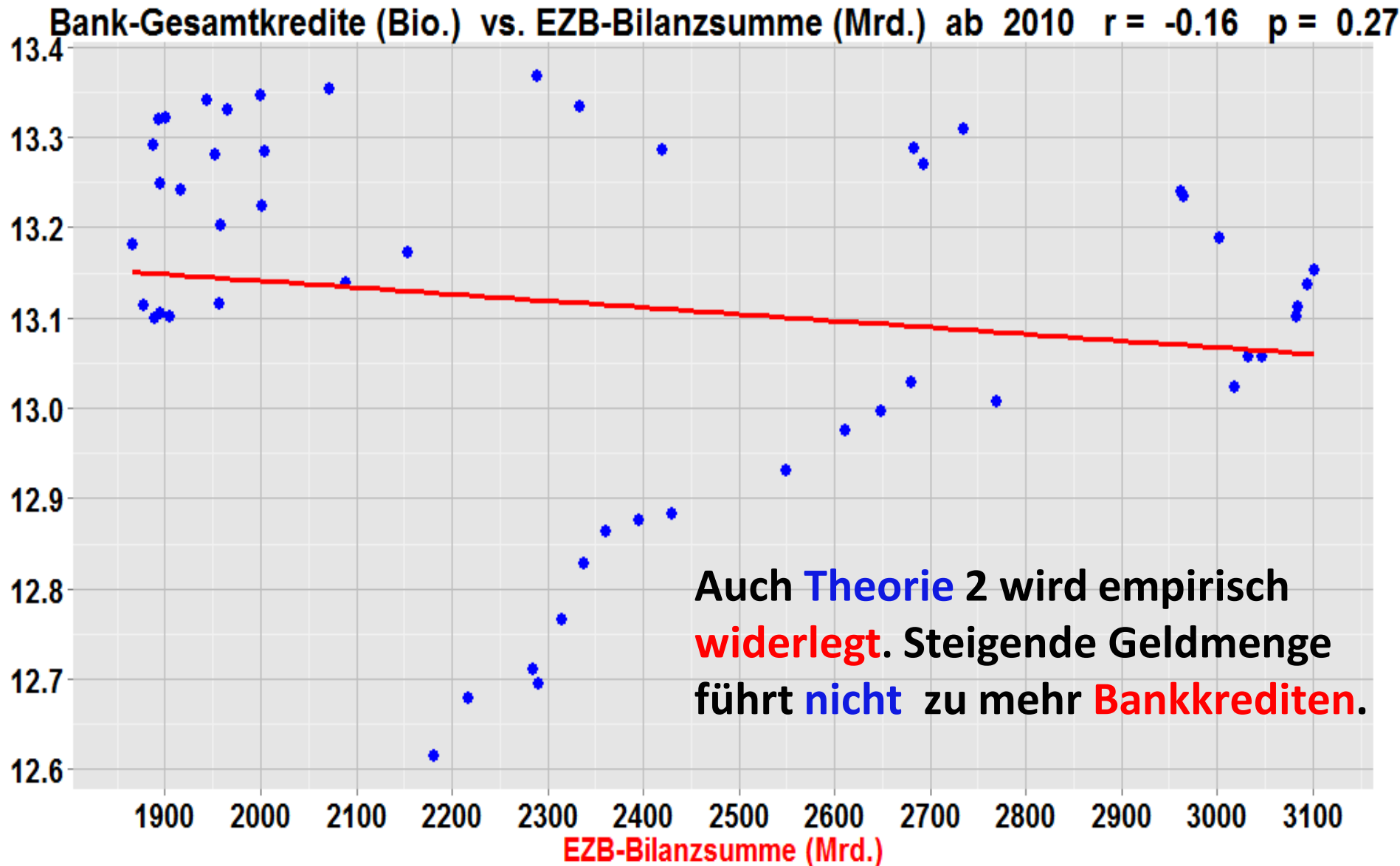


Blick auf die USA

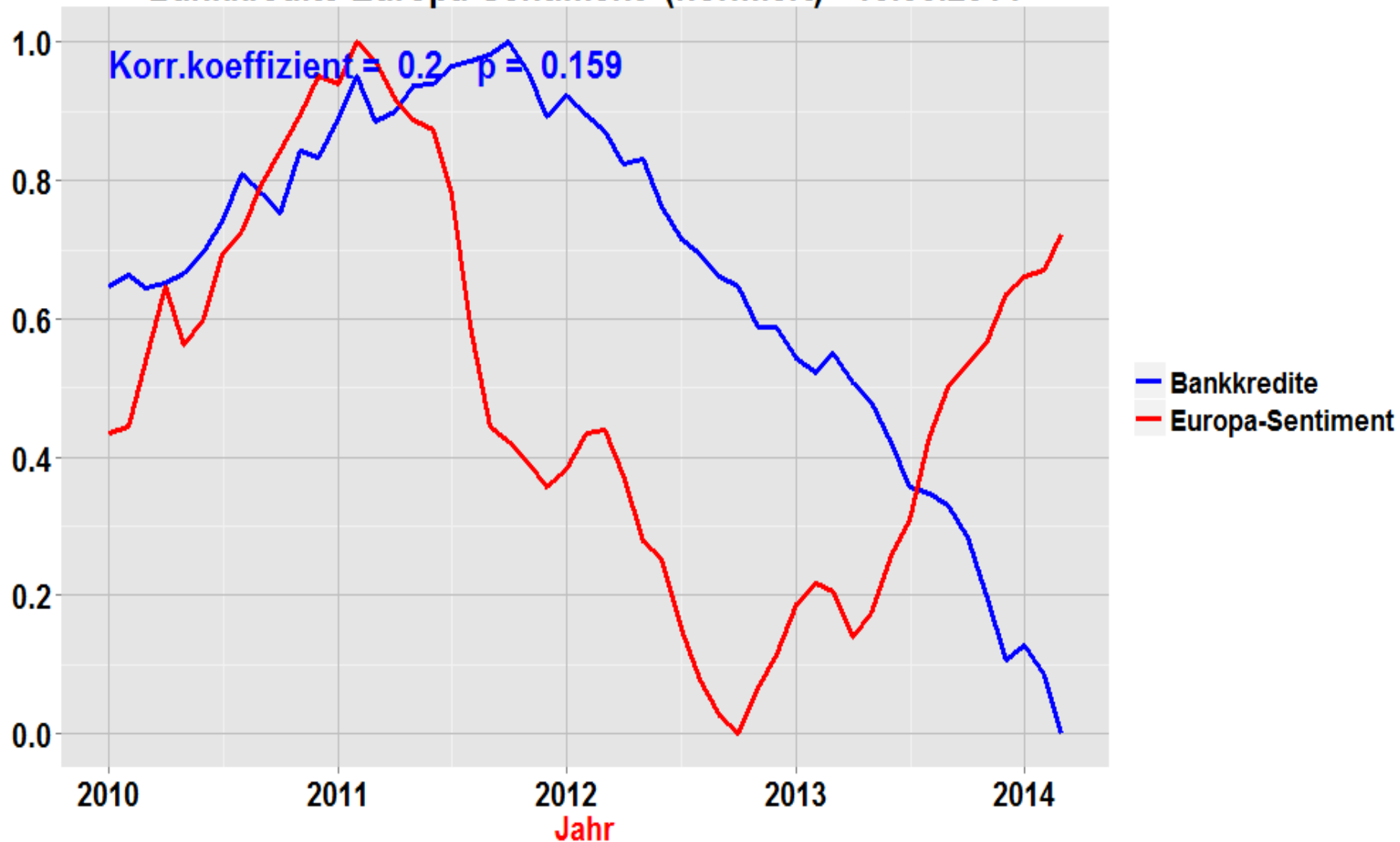
Die Inflationsrate wird von der Geldmenge (FED-Bilanzsumme) **nicht** beeinflusst. Die rote Regressionsgerade ist nicht signifikant und hat sogar **falsche** Richtung!

Kreditvergabe der Banken in Mrd. Euro





Bankkredite Europa-Sentiment (normiert) 15.06.2014



Gliederungsübersicht

1. Die **Euro-Länder** im Sommer 2014
2. Die **monetären** Beschlüsse der EZB am 5. Juni 2014
3. Theorie der EZB über den Einfluss der **Geldpolitik** auf **Inflation** und **Wirtschaftswachstum**
4. Empirisch-**ökonomische** Analyse der EZB-Theorie
5. Reale Bestimmungsfaktoren der **Inflationsrate**
6. Wohin fließt das übermäßig „**gedruckte**“ Geld?

Reale Bestimmungsfaktoren der Inflationsrate

Folgende **ökonomische** Faktoren könnten die Inflationsrate bestimmen:

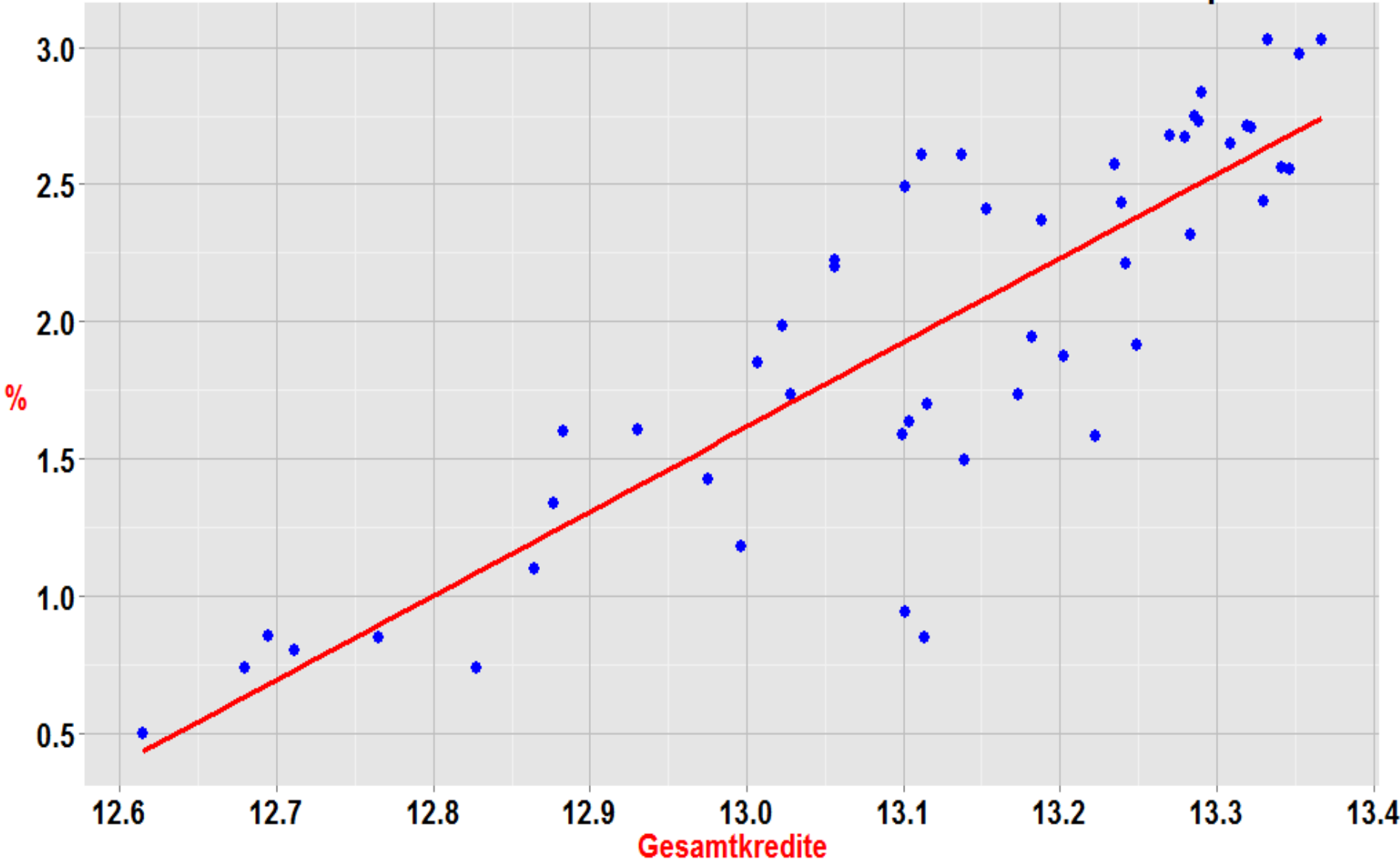
- **Kreditvolumen** der Wirtschaft
- **Lohnstückkosten** (ULC) in der Industrie
- **Kapazitätsauslastung** der Unternehmen

Das wird nun **ökonomisch** erläutert und dann **graphisch** und **ökonometrisch** untersucht.

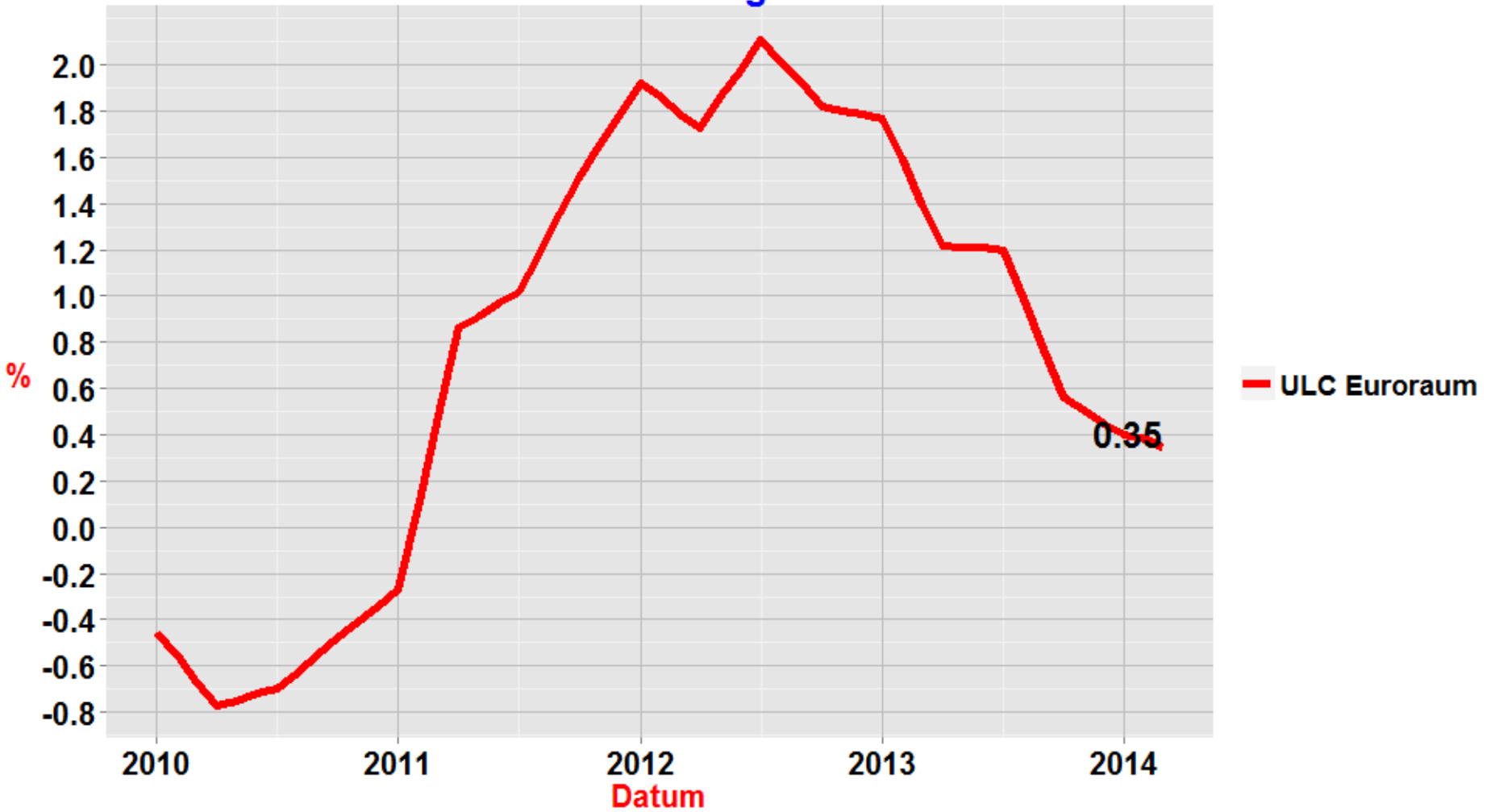
Ökonomische Erklärung

- Eine hohe **Auslastung** ihrer Kapazitäten zeigt den Unternehmen, dass sie gute **Absatzmöglichkeiten** haben, d.h. dass die Nachfrage nach ihren Produkten hoch ist.
- Dann lassen sich auch **höhere Lohnkosten** leichter auf die **Absatzpreise** überwälzen, so dass die Inflationsrate **steigende** Tendenz hat.
- Seit der Finanzkrise erlauben **unzureichende** Kapazitäts-**auslastung** und **Lohnzurückhaltung** bis heute keinen Spielraum zur Durchsetzung von Preissteigerungen, so dass die **Inflationsrate sinkt**. Die **Geldschöpfung** der EZB wird daran **nichts ändern** können.

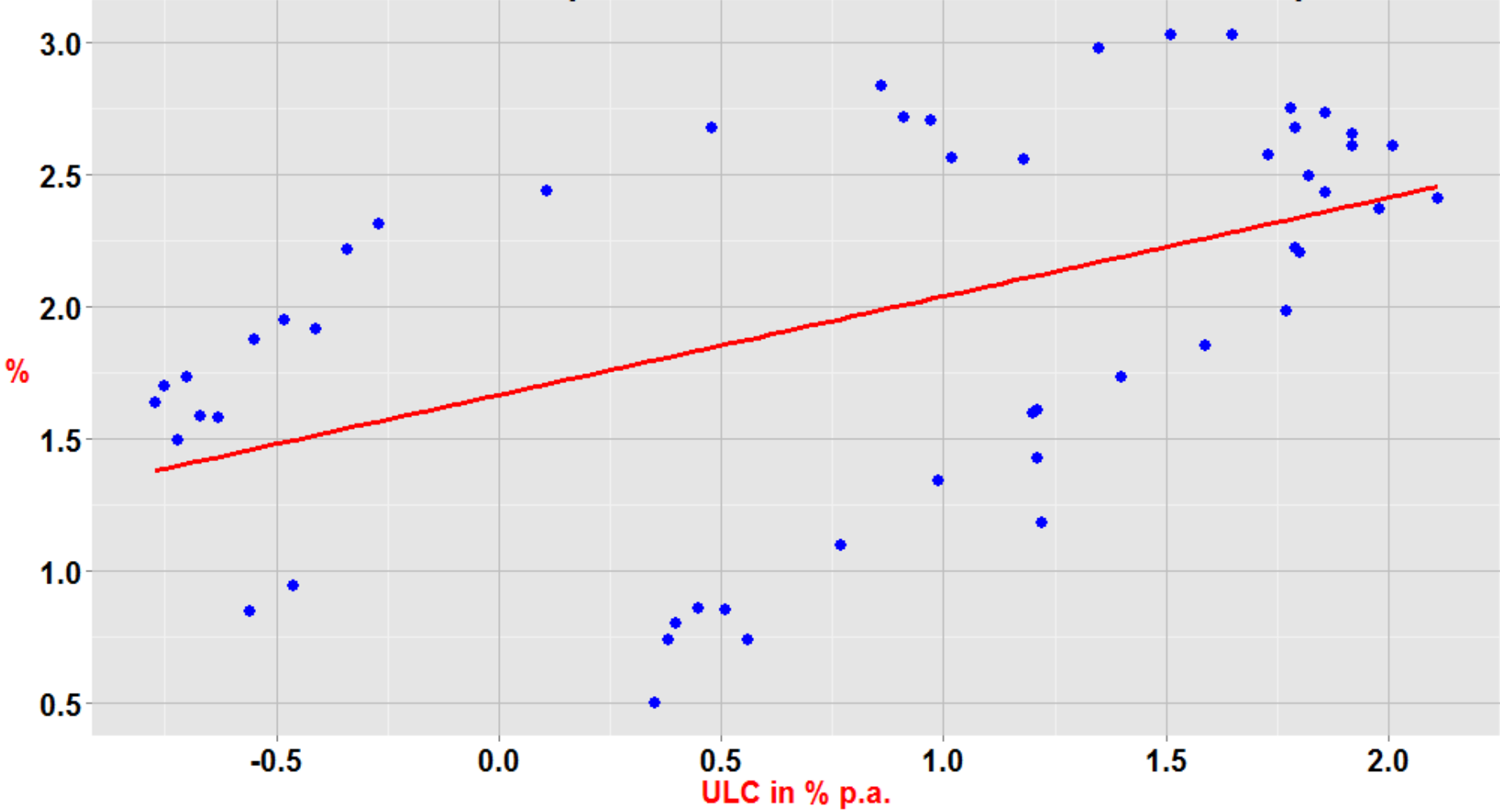
Eurozone: Inflation vs. Gesamtkredite ab 01.01.2010 $r = 0.85$ $p = 0$



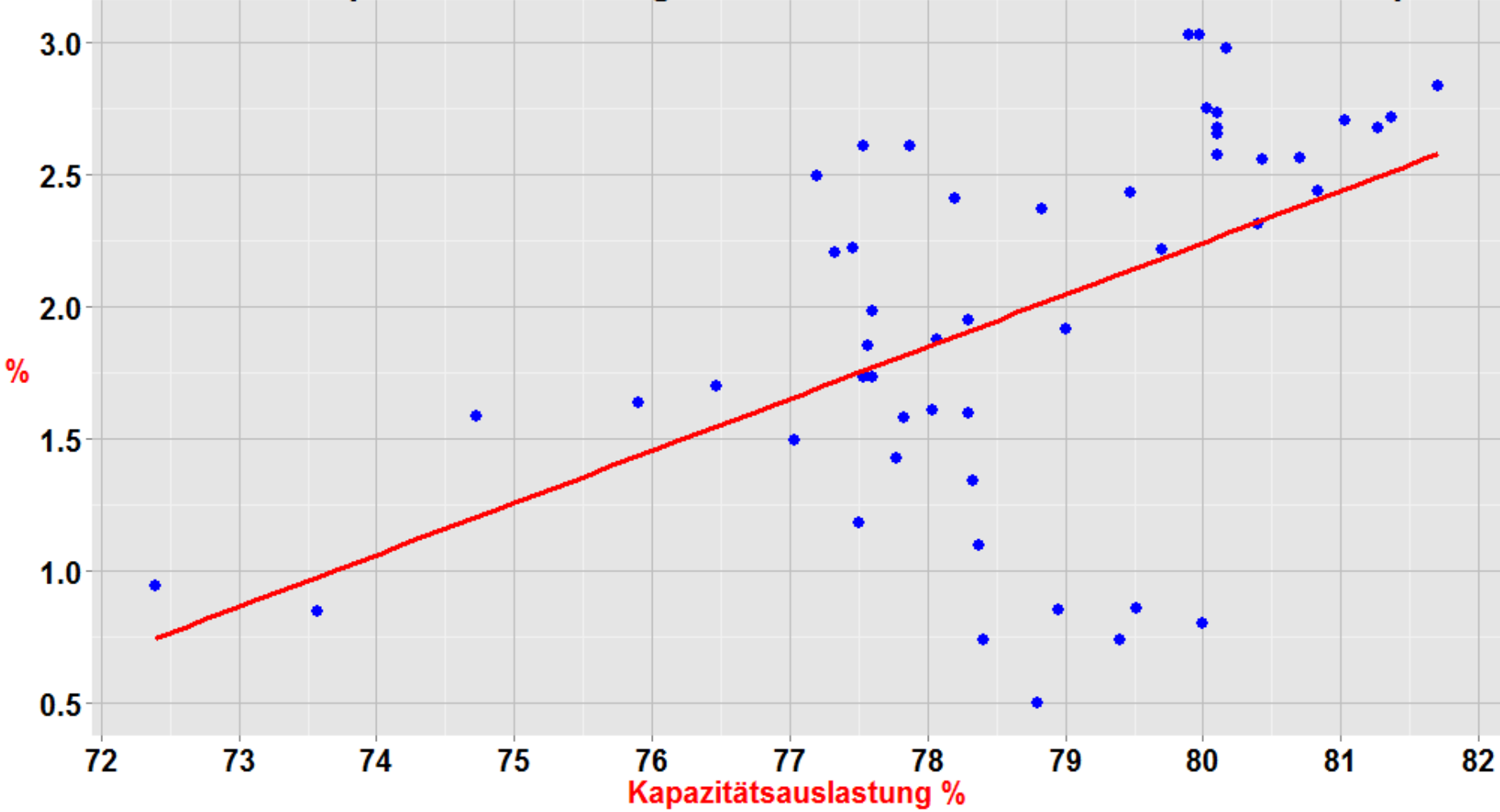
Lohnstückkosten-Anstieg im Euroraum



Eurozone: ULC in % p.a. vs. Inflation ab 01.01.2010 $r = 0.5$ $p = 0$



Eurozone: Kapazitätsauslastung % vs. Inflation ab 01.01.2010 $r = 0.52$ $p = 0$



Lineare Regression ab 1.1.2010

Inflation der Eurozone als Funktion von
Kreditvergabe, Lohnstückkosten,
Kapazitätsauslastung, EZB-Bilanzsumme

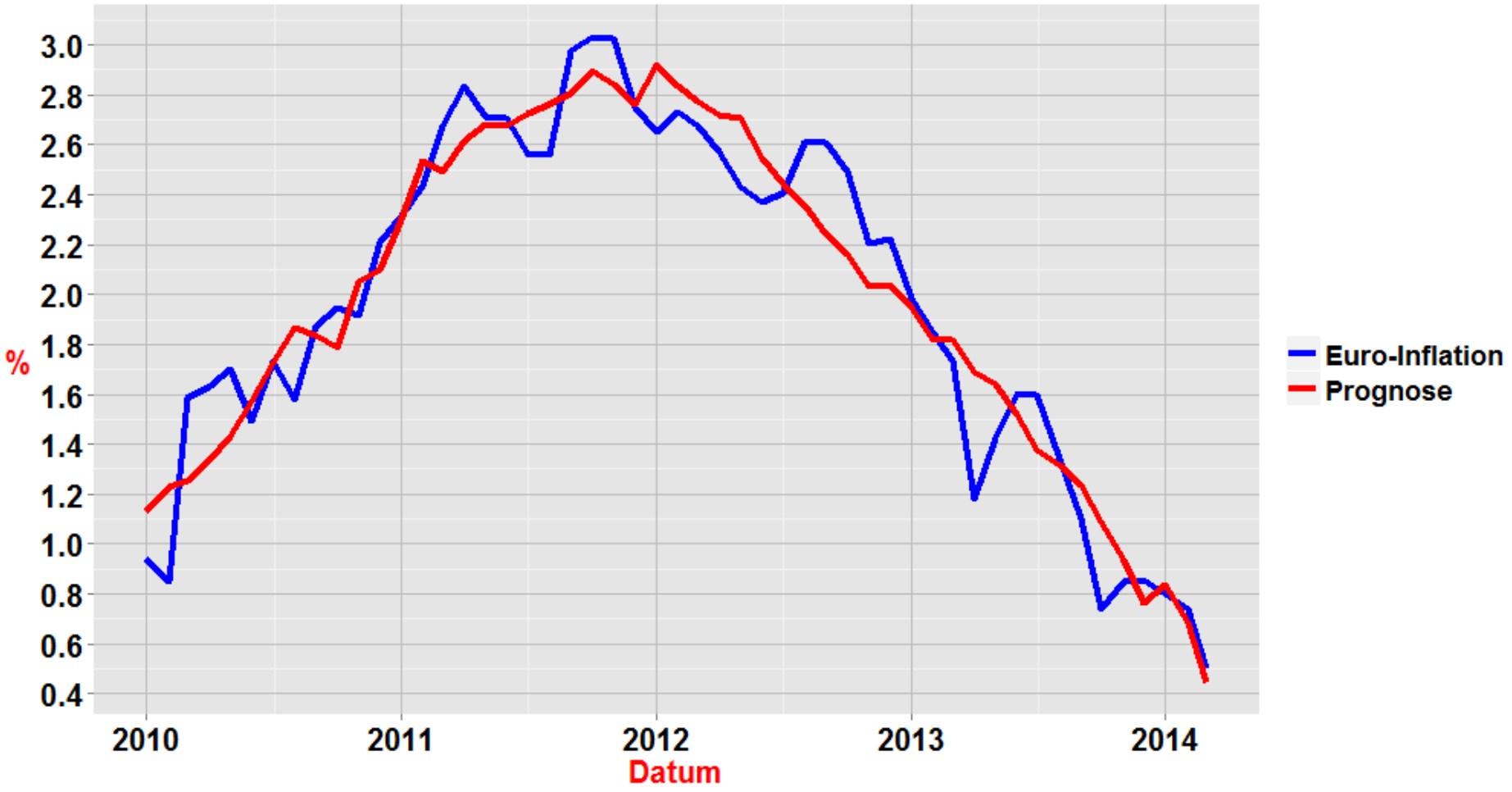
Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)	
(Intercept)	-4.169e+01	2.793e+00	-14.923	< 2e-16	***
Kreditvergabe	2.830e+00	1.624e-01	17.431	< 2e-16	***
Lohnstckkosten	1.917e-01	7.234e-02	2.650	0.010996	*
KapAuslastung	7.518e-02	2.072e-02	3.629	0.000713	***
EZB-Bilanz	2.015e-04	1.539e-04	1.309	0.196896	

Bestimmtheitsmaß R^2 : 0.9231

Das Geld der EZB hat keinen Einfluss!!

**Euro-Inflation mit ULC-EZB, Kreditvergabe, EZB-Bilanz, KapU,
 $R^{*2} = 0.923$**



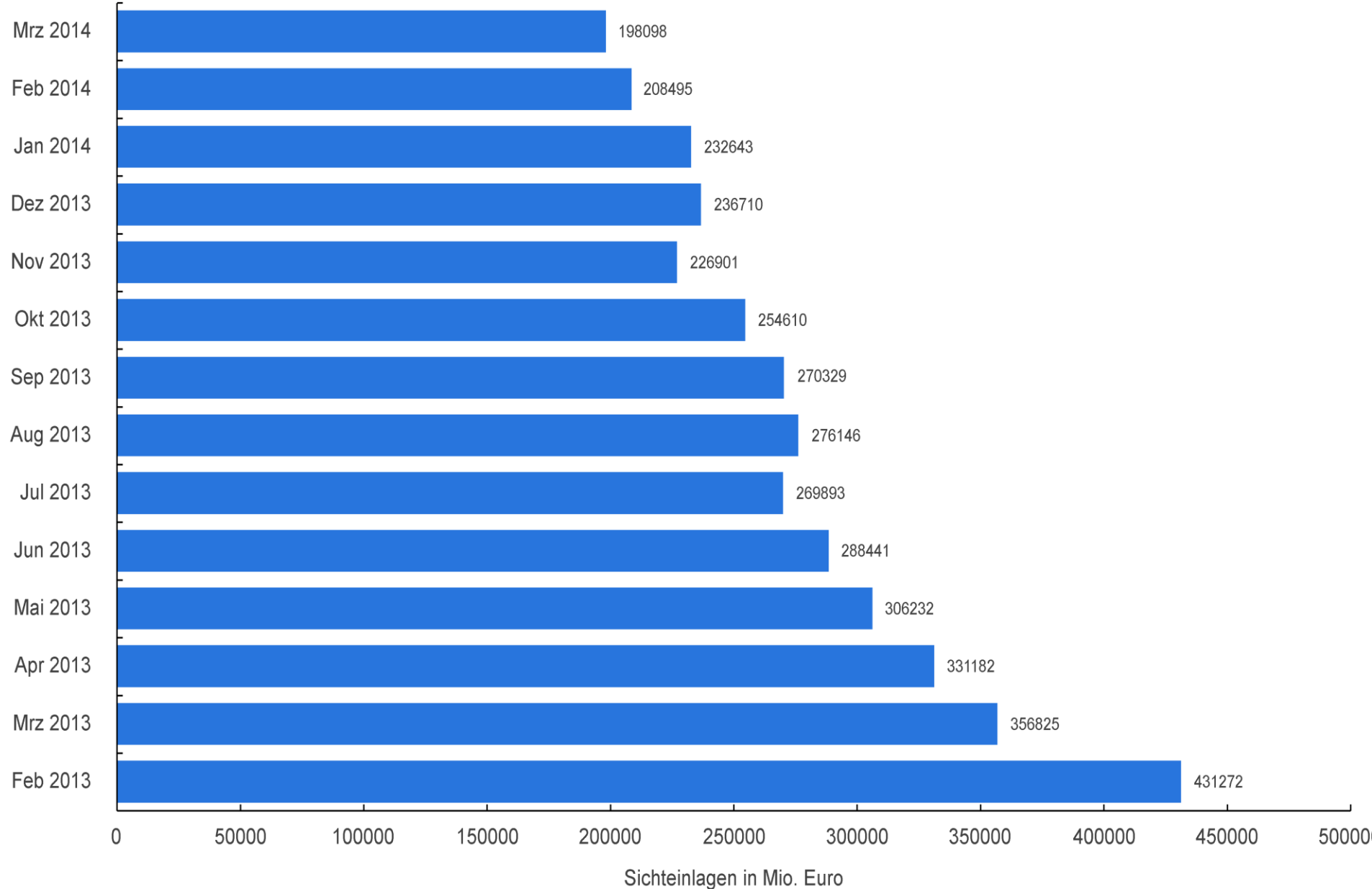
Gliederungsübersicht

1. Die **Euro-Länder** im Sommer 2014
2. Die **monetären** Beschlüsse der EZB am 5. Juni 2014
3. Theorie der EZB über den Einfluss der **Geldpolitik** auf **Inflation** und **Wirtschaftswachstum**
4. Empirisch-**ökonomische** Analyse der Theorie
5. Reale Bestimmungsfaktoren der **Inflationsrate**
6. Wohin fließt das übermäßig „**gedruckte**“ Geld?

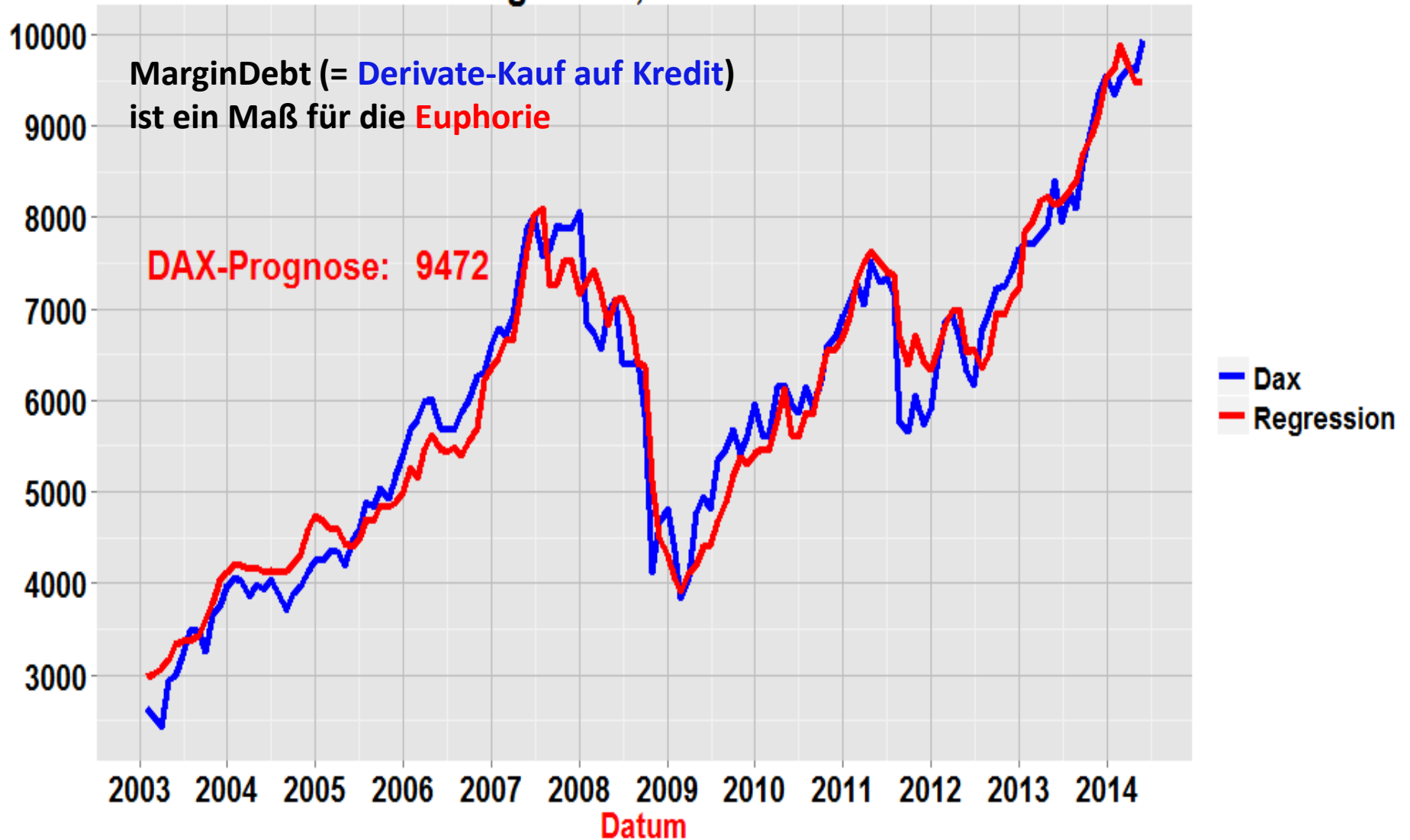
6. Wohin fließt das übermäßig „gedruckte“ Geld?

- In der „**realen**“ Wirtschaft wird das **Geld nicht** ankommen. Daher gibt es keine **Inflation**, aber auch keine Wirkung auf das **Wachstum**.
- Die Banken **deponieren** einen Teil als Sichteinlagen bei der **EZB** (Folie 38). **Grund**: Extreme **Risikoscheu** seit der Finanzkrise und Eigenkapital-Vorgaben von **Basel III**.
- Ein **großer Teil** fließt in **Aktienmärkte und Immobilien**. Das zeigt mein **DAX-Modell** (Folien 39 und 40).

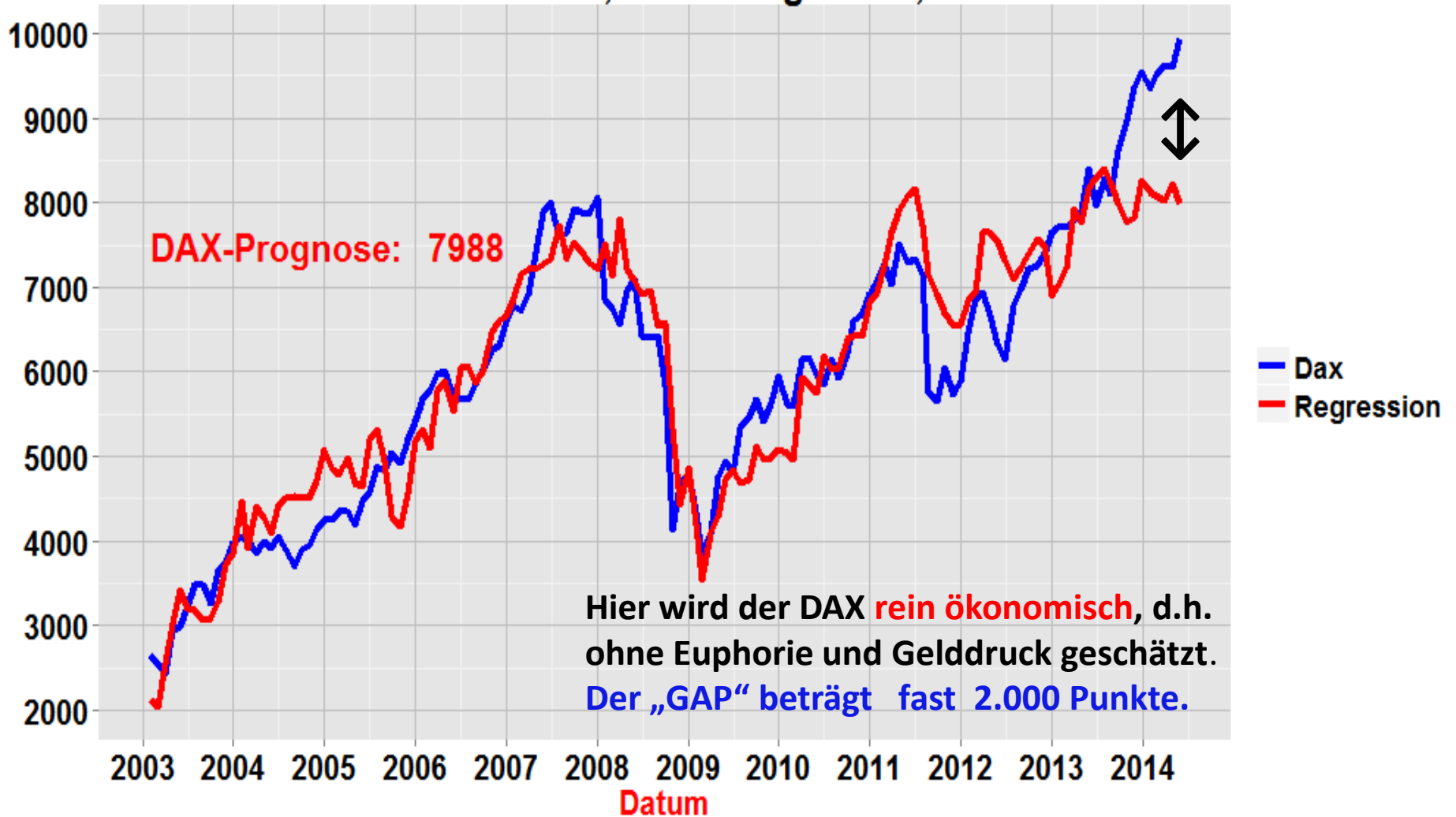
Sichteinlagen der Banken bei der EZB (Quelle: statista.com)



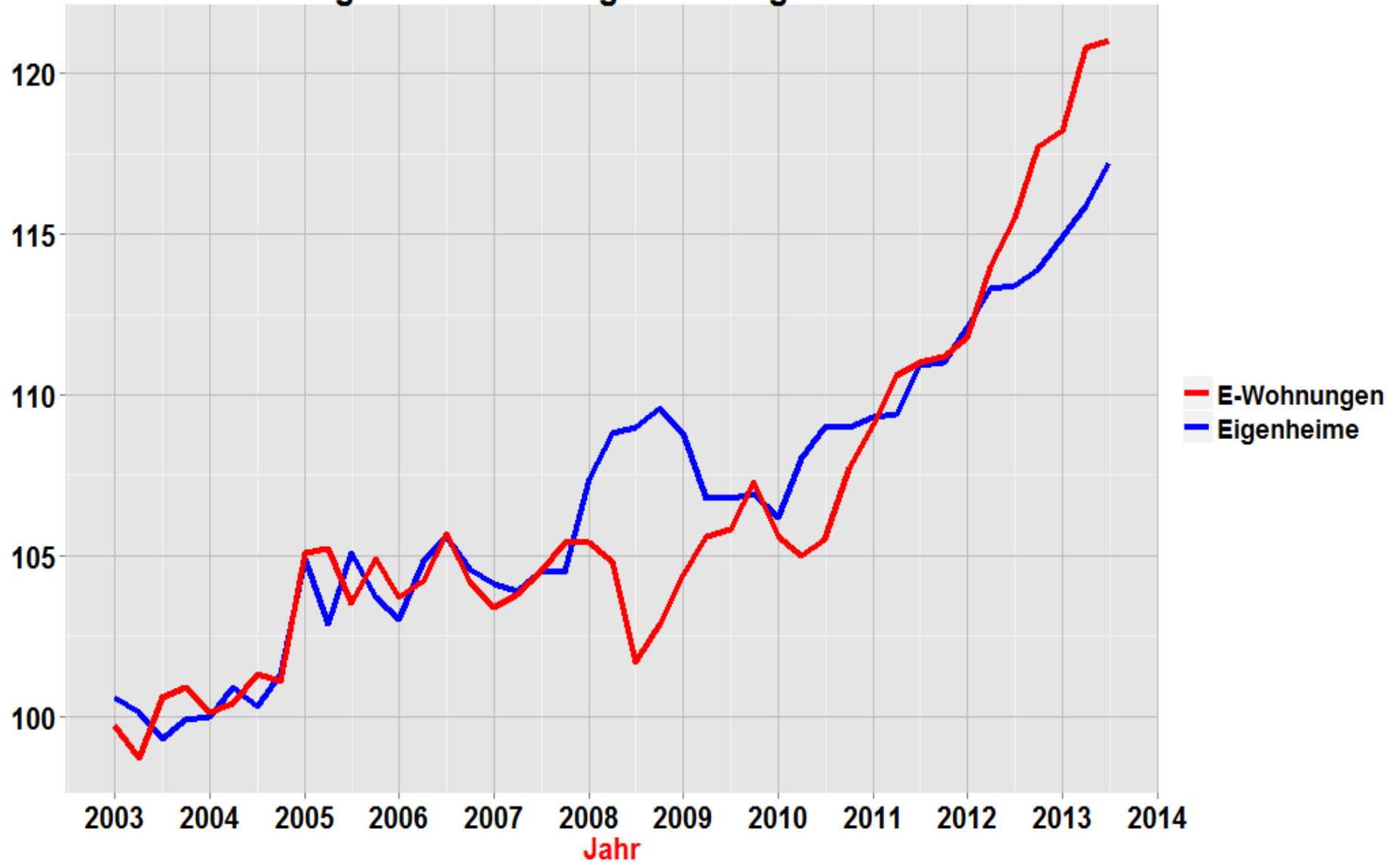
DAX 31.01.2003 bis 30.05.2014 mit Ifo, Euro, Gewinne MarginDebt, FED-Assets



DAX 31.01.2003 bis 30.05.2014 mit Ifo, Euro, US-Sentiment Unternehmens-Gewinne, ohne MarginDebt, FED-Assets



Immobilienpreis-Index Deutschland Eigentumswohnungen und Eigenheime



*Herzlichen Dank für Ihre
Aufmerksamkeit!*