



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

# Narrative über die Geldpolitik der EZB – Wirklichkeit oder Fiktion?

---



Juristische Studiengesellschaft  
Karlsruhe, 11. Februar 2020

**Prof. Dr. Isabel Schnabel**  
Mitglied des EZB-Direktoriums

# Überblick

**1** Heftige Kritik an EZB trotz guter wirtschaftlicher Lage

**2** Wer bestimmt das Zinsniveau?

**3** Verteilungswirkungen der Geldpolitik

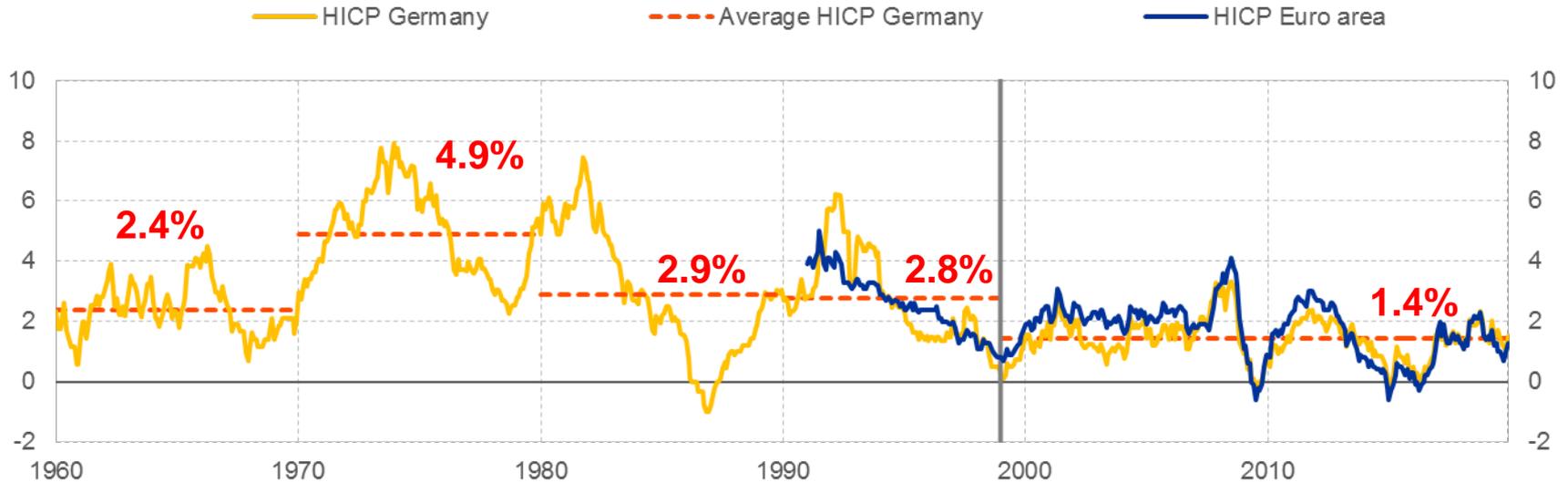
**4** Droht eine “Zombifizierung” der Wirtschaft?

**5** Risiken für die Finanzstabilität

**6** Fazit

# Geringere Inflation in Deutschland als zu D-Mark-Zeiten

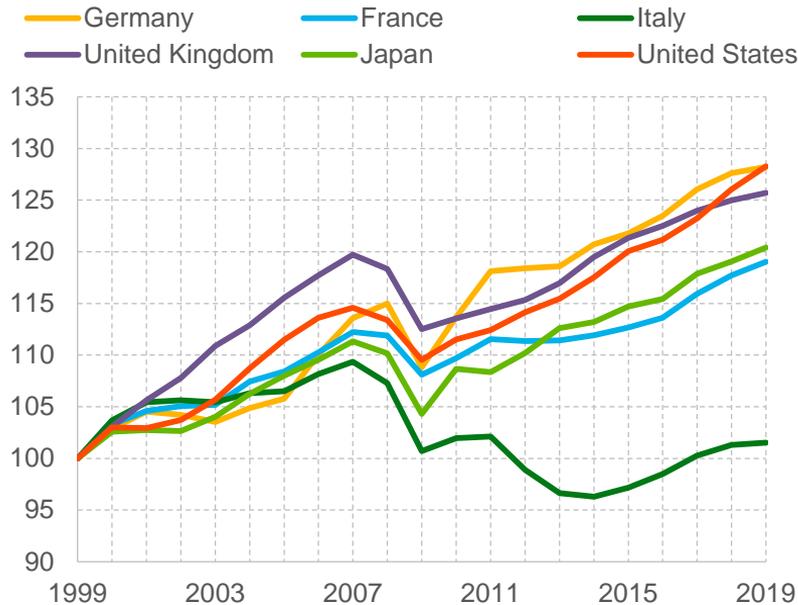
Inflation in Deutschland und im Euroraum (in %)



Quellen: OECD, Eurostat und EZB-Berechnungen.

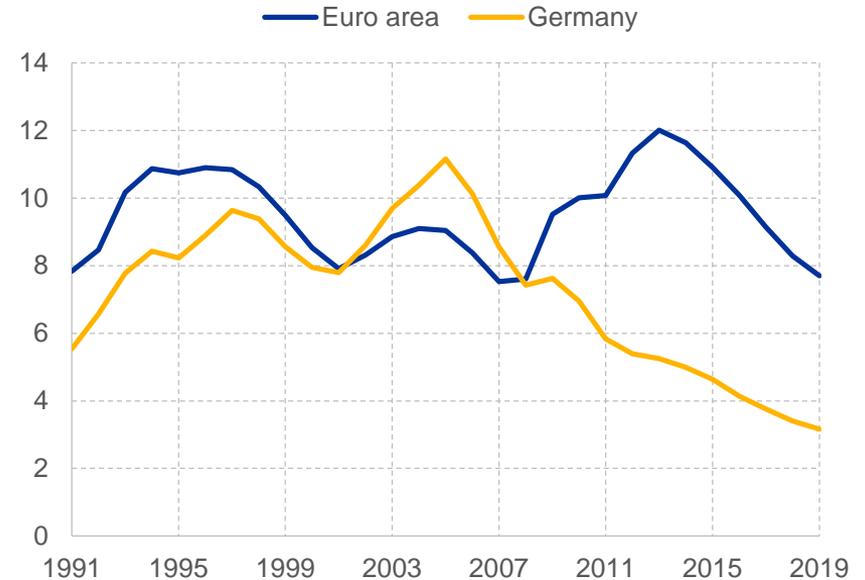
# Erhebliche Wohlstandsgewinne in Deutschland seit Einführung des Euros

Reales Bruttoinlandsprodukt (BIP) pro Kopf  
(Index: 1999 = 100)



Quellen: IWF und EZB.

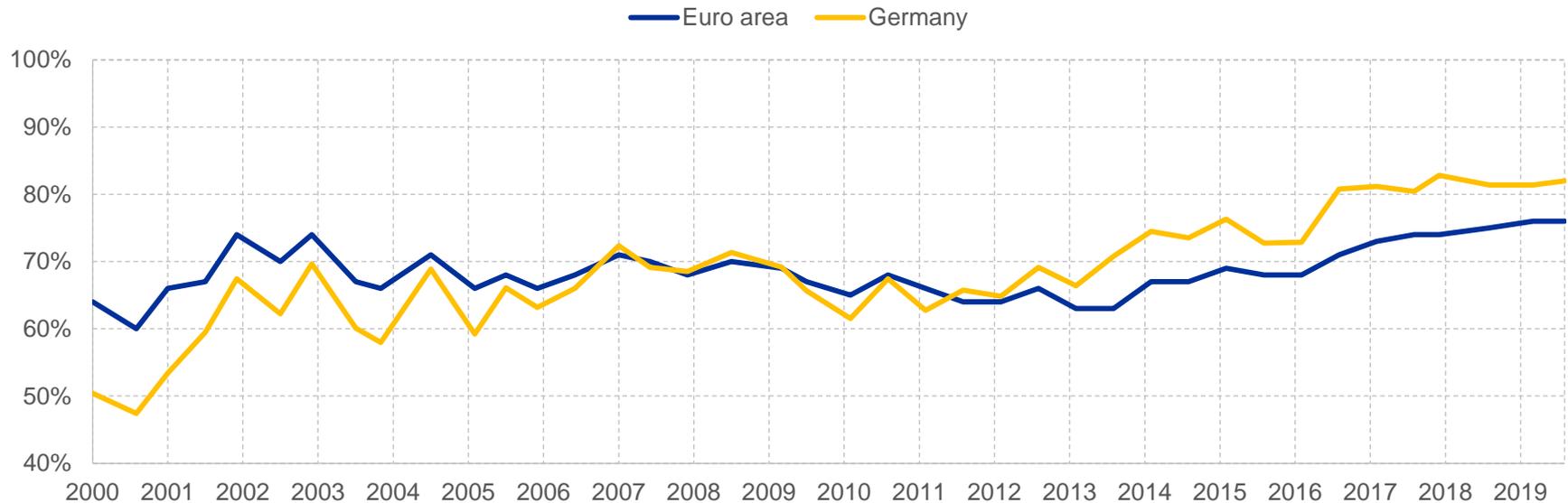
Arbeitslosenquote (jährlich, in %)



Quelle: Eurostat. Anmerkung: Der Euroraum bezieht sich auf die ursprünglichen 12 Mitgliedstaaten.

# Der Euro ist in Deutschland besonders beliebt

Unterstützung für den Euro 2000-2019 (in %)



Quelle: Eurobarometer-Daten der Europäischen Kommission.

# Problematische Narrative...

**GELD-WAHNSINN**  
**So saugt GRAF DRAGHILA unsere Konten leer**  
In seiner Amtszeit haben wir Milliarden verloren



Gabor Steingart   
@gaborsteingart

EZB-0,0- Zinspolitik: Für Dland das größte Enteignungsprogramm seit der sowjetischen Industriedemontage und der SED-Zwangskollektivierung



## ... nicht nur in den Medien, sondern auch von politischen Entscheidungsträgern

Draghis Geldpolitik ist ein „**kolossales Experiment** mit bestenfalls offenem Ausgang.“

Florian Toncar, FDP (2020)

„Draghi ist der **Euro-Weichmacher**. Er macht Geldpolitik für die Reformverweigerer in Europa. Draghi ist der **Gehilfe der Spekulanten**.“

Andreas Scheuer, CSU (2015)

Die Politik der EZB unter Draghi hat „deutsche **Sparer kontinuierlich enteignet** [...]. Seine Geldpolitik war vielleicht vordergründig hilfreich für einige südeuropäische Staaten. Für den Euroraum jedoch nicht und für Deutschland schon gar nicht.“

Axel Fischer, CDU (2020)

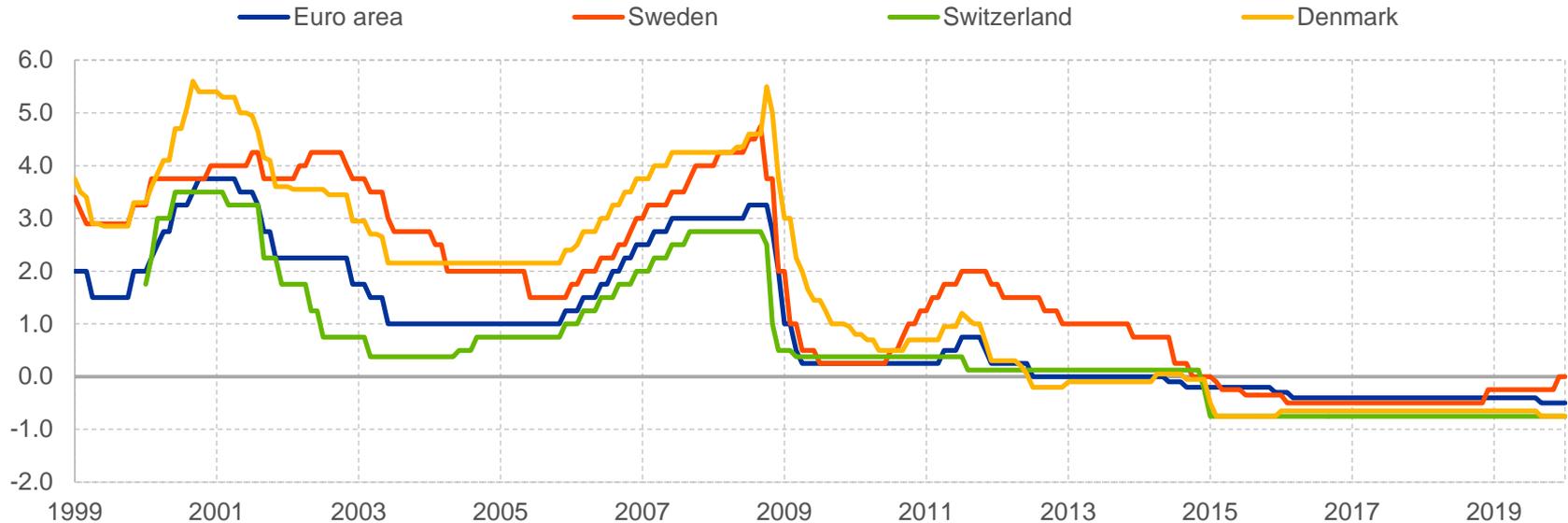
„Heute wird der **Totengräber der deutschen Sparer** geehrt.“

Jörg Meuthen, AFD (2020)



# Stein des Anstoßes: Negative Leitzinsen der Zentralbank

Leitzinsen im Vergleich seit 1999 (in %)



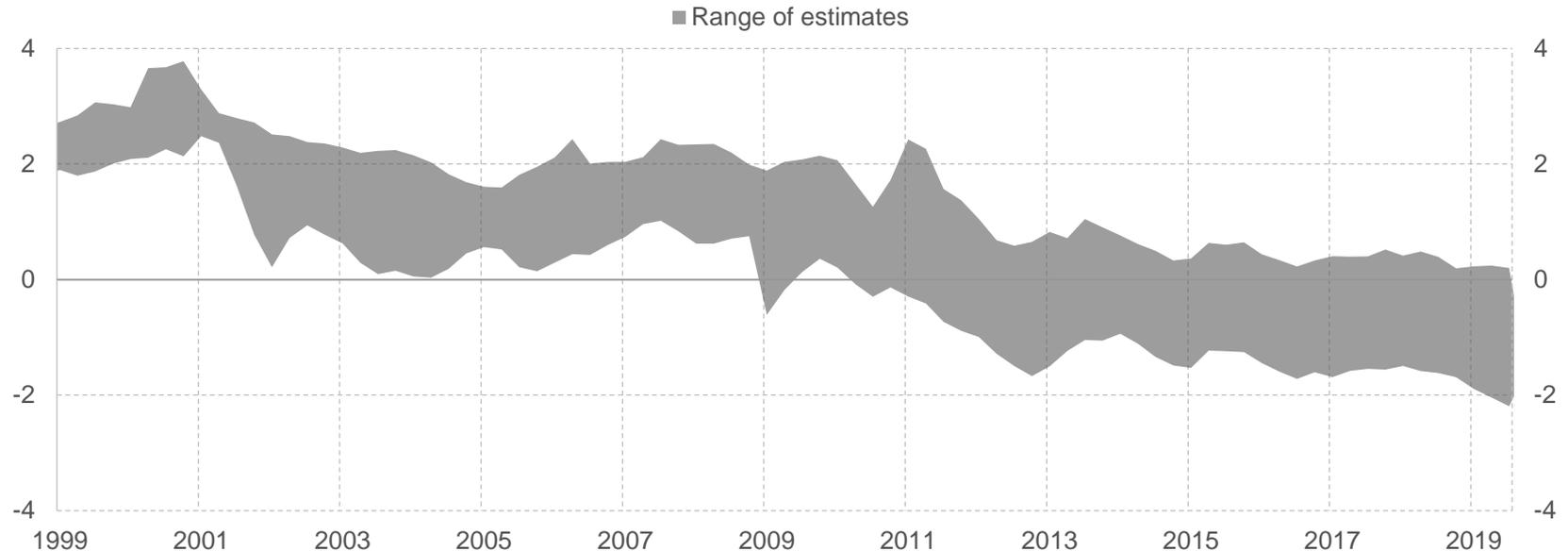
Quelle: Datastream. Anmerkung: Leitzinsen für den Euroraum und Dänemark beziehen sich auf die jeweilige Einlagefazilität; für Schweden auf die Repo Rate; als Leitzins der Schweiz wird vor Juni 2019 der Mittelwert des Leitzinskorridors verwendet, danach der Leitzins. Daten für die Schweiz sind nur ab 2000 verfügbar.

# Überblick

- 1 Heftige Kritik an EZB trotz guter wirtschaftlicher Lage
- 2 **Wer bestimmt das Zinsniveau?**
- 3 Verteilungswirkungen der Geldpolitik
- 4 Droht eine “Zombifizierung” der Wirtschaft?
- 5 Risiken für die Finanzstabilität
- 6 Fazit

# Der reale Gleichgewichtszins im Euroraum sinkt seit Langem

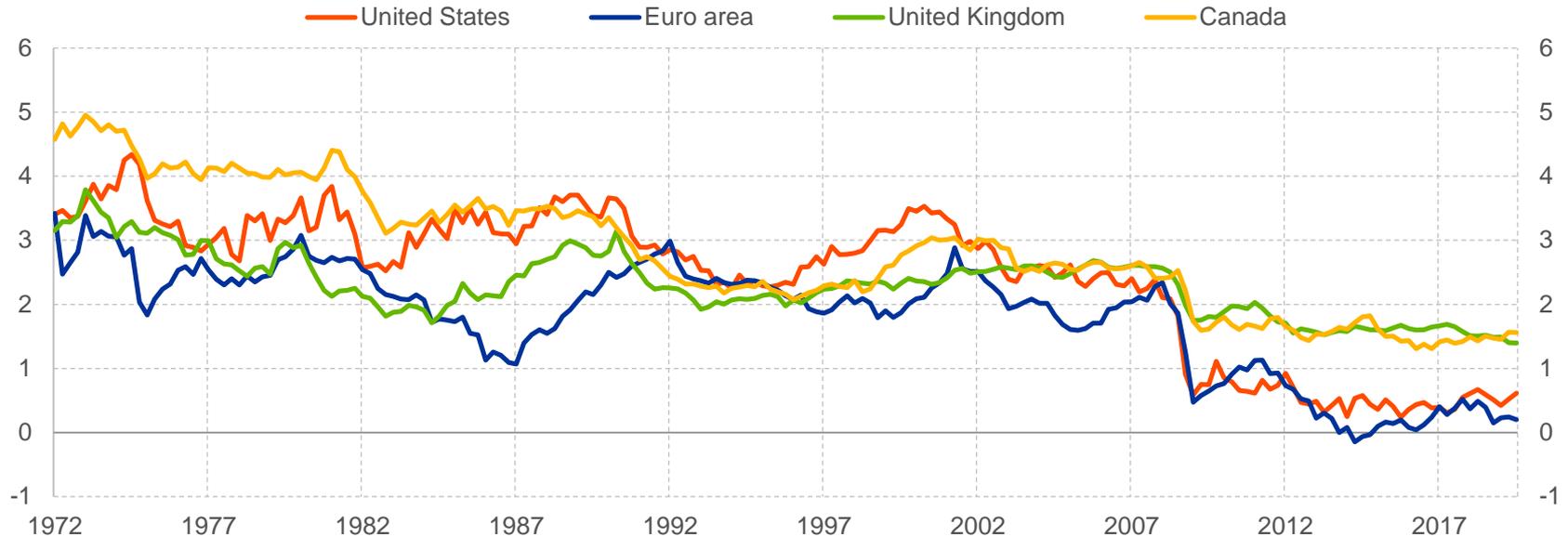
## Modellbasierte Schätzungen des realen Gleichgewichtszinses im Euroraum



Quelle: "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy", ECB Occasional Paper No 217. Aktualisierungen: Ajevskis (2018), Brand, Goy, Lemke (2020), Brand, Mazelis (2019), Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós, Sentana (2018), Holston, Laubach, Williams (2017), Jarocinski (2017). Anmerkung: Der Bereich der Schätzungen umfasst Punktschätzungen von mehreren Modellen und reflektiert somit Modellunsicherheit, allerdings keine anderen Quelle der  $r^*$ -Unsicherheit.

# Ähnliche Entwicklungen in anderen entwickelten Wirtschaftsräumen

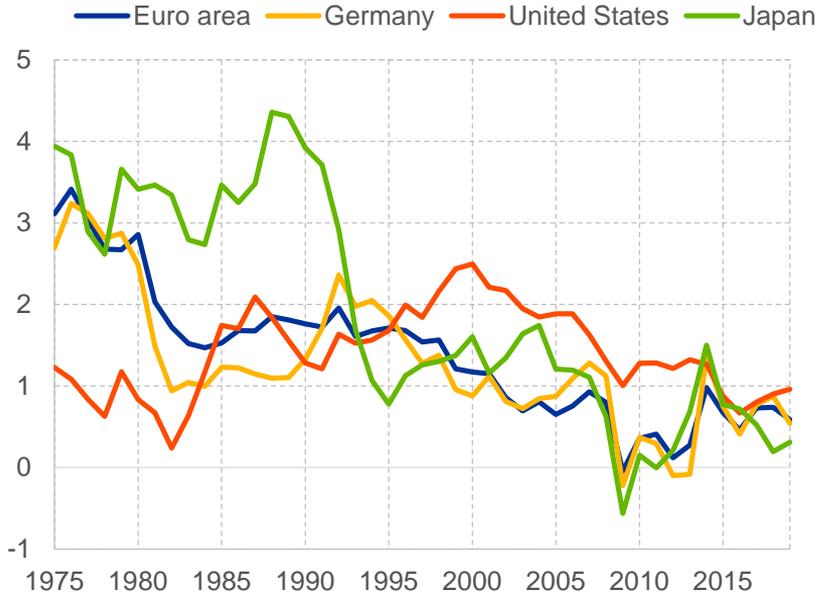
## Schätzungen des realen Gleichgewichtszinses im internationalen Vergleich



Quelle: Holston et al. (2017), "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants," *Journal of International Economics* 108, Supplement 1 (May): S39–S75.

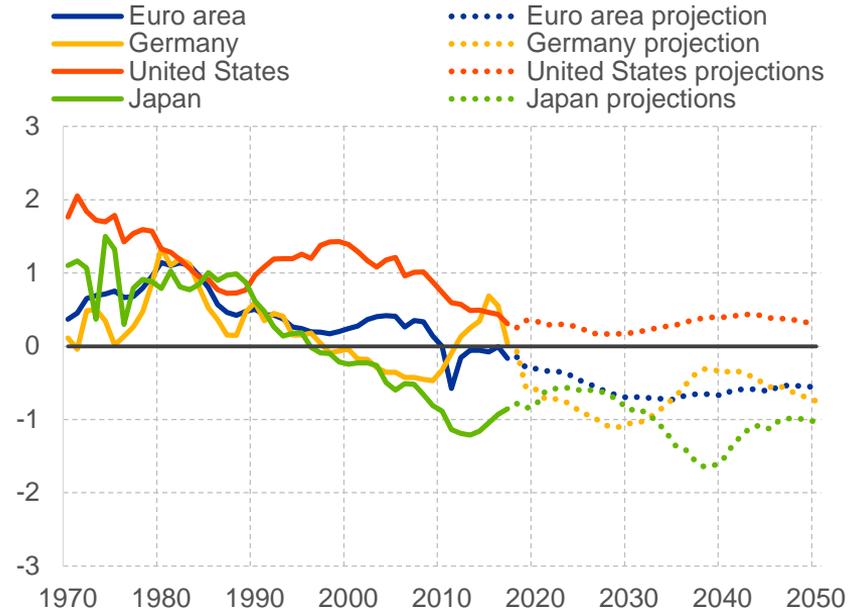
# Mögliche Ursachen des Niedrigzinsphänomens: sinkendes Produktivitätswachstum, demografischer Wandel

## Wachstum der Arbeitsproduktivität (Jahreswachstumsraten, in %)



Quellen: Europäische Kommission, Ameco Datenbank; Anmerkung: Der Euroraum bezieht sich auf die ursprünglichen 12 Mitgliedstaaten; gleitende Fünfjahresdurchschnitte; konstante Preise. Daten für ganz Deutschland ab der Wiedervereinigung verfügbar (ab 1991), davor wird von der Wachstumsrate für Westdeutschland für die Jahre 1975-1991 ausgegangen.

## Bevölkerungswachstum von Personen im erwerbsfähigen Alter (Jahreswachstumsraten, in %)



Quellen: Weltbank und EZB-Berechnungen; Anmerkung: Gepunktete Linien kennzeichnen prognostizierte Werte. Die Prognosen beginnen 2018.

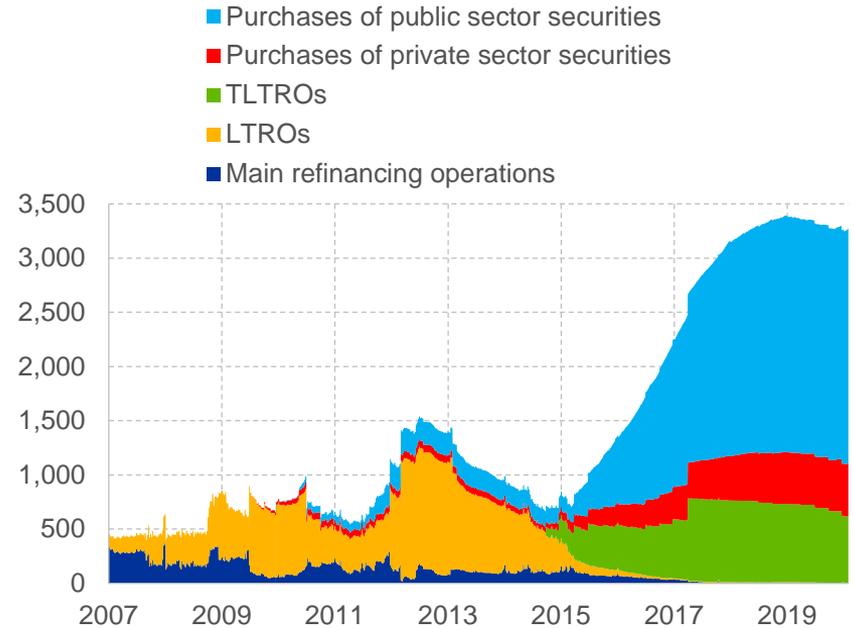
# Unkonventionelle Maßnahmen angesichts niedriger Inflation und Nullzinsgrenze

## HVPI im Euroraum seit 2007



Quellen: Eurostat.

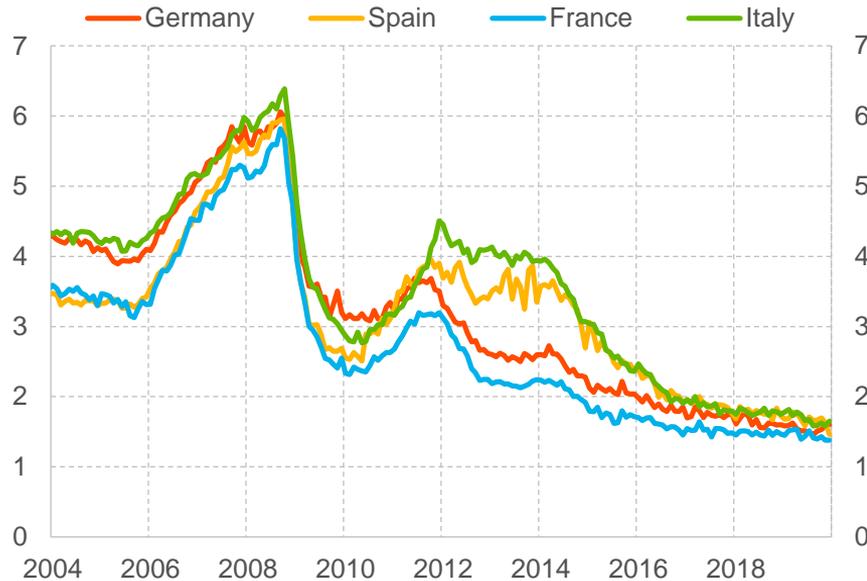
## EZB-Bilanz aufgeteilt nach Programmen



Quelle: EZB und EZB-Berechnungen.

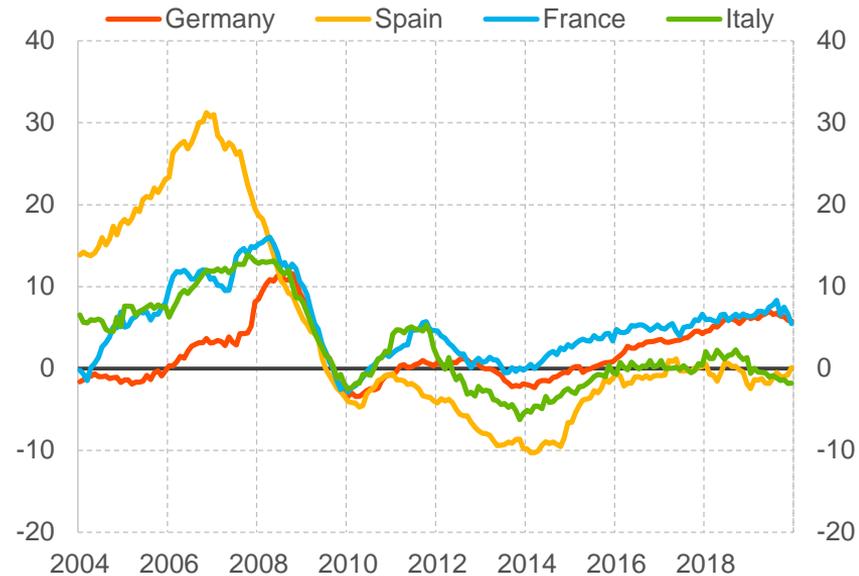
# Historisch günstige Finanzierungsbedingungen

## Bankkreditzinsen für Kredite an Unternehmen (in % p.a.)



Quelle: EZB. Anmerkung: Der Indikator der Gesamtkreditkosten von Krediten an Unternehmen, d.h. nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, im Neugeschäft errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Letzter Datenpunkt: Dezember 2019.

## Bankkredite an Unternehmen (Veränderungen gegenüber Vorjahr in %)



Quellen: EZB. Anmerkung: Um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling-Aktivitäten bereinigte Kreditvergabe. Letzter Datenpunkt: Dezember 2019.

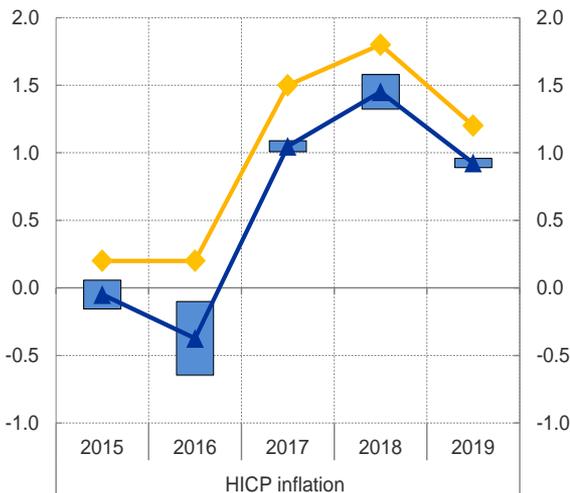
# Ohne EZB-Maßnahmen ginge es dem Euroraum bedeutend schlechter

## HVPI Inflation (%)

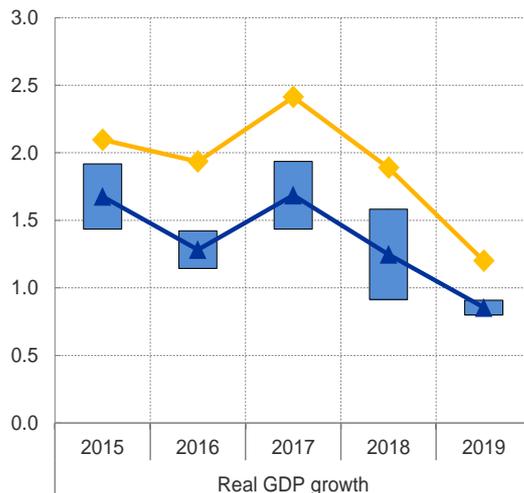
## BIP-Wachstum (%)

## Beschäftigung (Millionen)

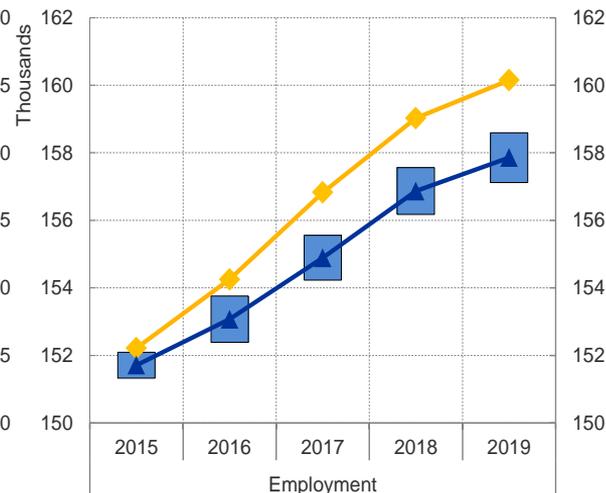
— Observable — In absence of non-standard measures



— Observable — In absence of non-standard measures



— Observable — In absence of non-standard measures



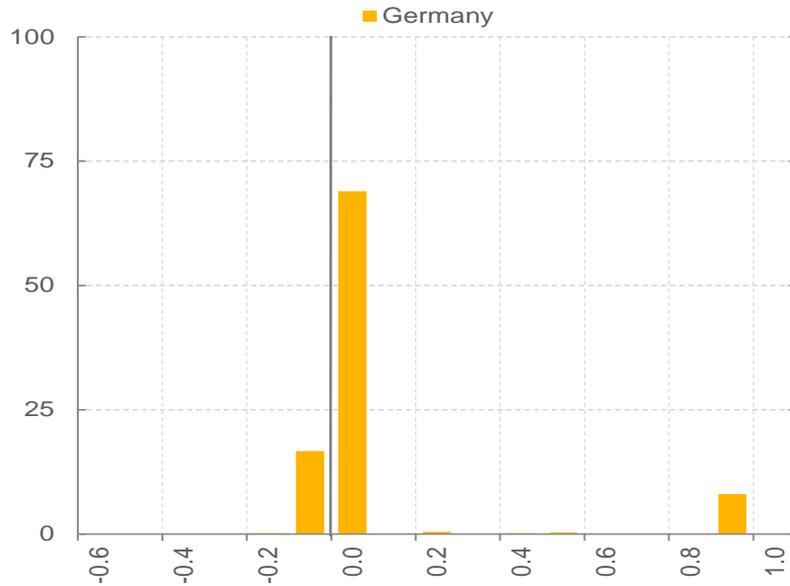
Quelle: EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Berechnungen beziehen sich auf Einschätzungen von Experten des Eurosystems und die in Rostagno et al. (2019) dokumentierte Einschätzung. Die Einschätzung von Experten des Eurosystems basiert auf verschiedenen Modellierungsmethoden von rein strukturellen Modellen bis zu Zeitreihenmodellen.

# Überblick

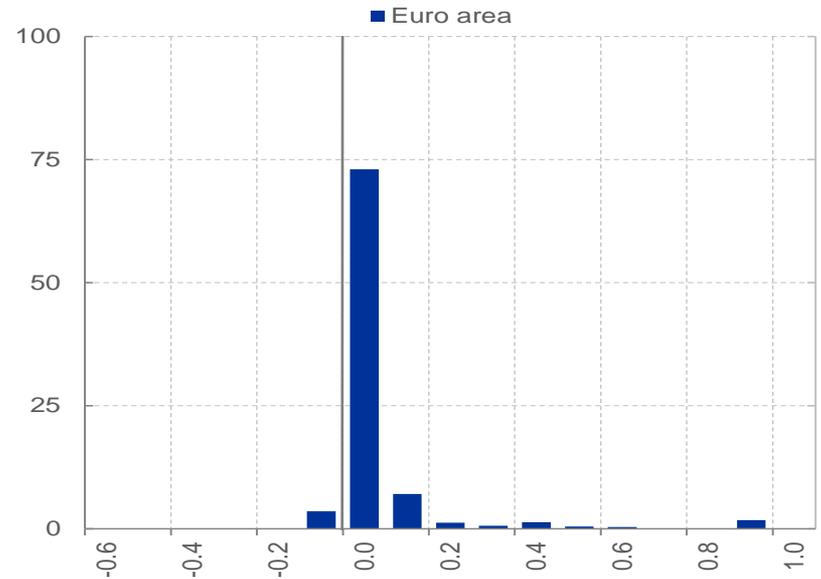
- 1 Heftige Kritik an EZB trotz guter wirtschaftlicher Lage
- 2 Wer bestimmt das Zinsniveau?
- 3 **Verteilungswirkungen der Geldpolitik**
- 4 Droht eine “Zombifizierung” der Wirtschaft?
- 5 Risiken für die Finanzstabilität
- 6 Fazit

# Nur wenige private Einlagen direkt von negativen Zinsen betroffen

Verteilung der Einlagezinsen für Spareinlagen von Privathaushalten im November 2019  
(x-Achse: Einlagezinsen in % p.a.; y-Achse: Häufigkeiten in %)



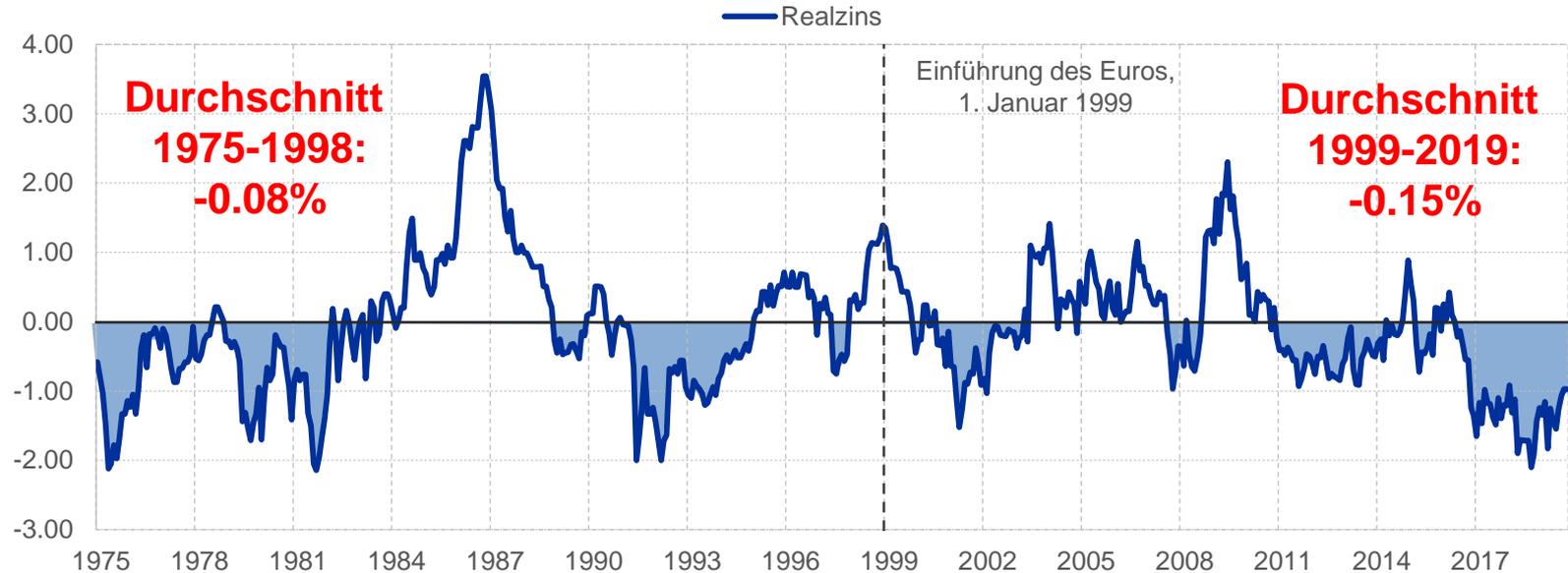
Quellen: EZB und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Häufigkeiten werden nach dem Volumen gewichtet. Die Einlagen der privaten Haushalte umfassen auch Einlagen der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck (POOE).



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Häufigkeiten werden nach dem Volumen gewichtet. Die Einlagen der privaten Haushalte umfassen auch Einlagen der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck (POOE).

# Negative Realzinsen gab es immer wieder

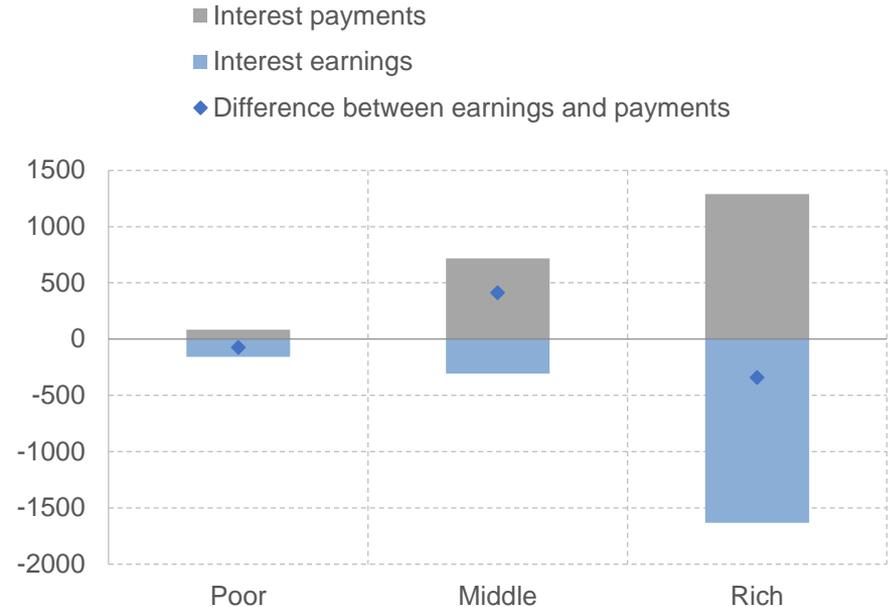
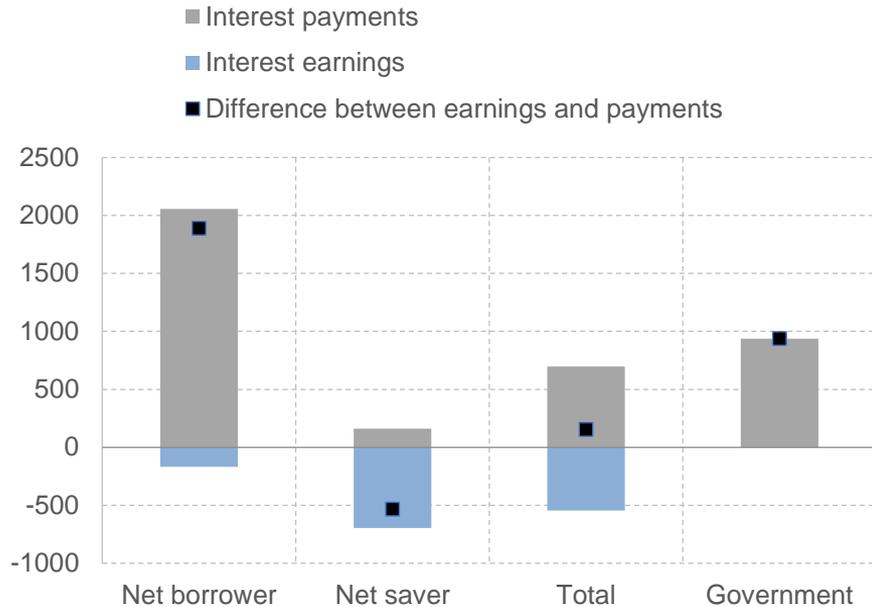
Erträge aus Spareinlagen in Deutschland (jährliche Veränderung in %)



Quelle: Deutsche Bundesbank und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Einlagenzinsen von Banken für Spareinlagen mit Mindestverzinsung, mit vereinbarter Kündigungsfrist von 3 Monaten bis 2003, danach Effektivzinsen deutscher Banken auf Einlagen von Privathaushalten mit einer Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten. Deflationiert mit der HVPI-Inflation für Deutschland 1991 für die gesamte Zeitreihe. Zur Messung der Kaufkraftentwicklung wird der vom Statistischen Bundesamt auf monatlicher Basis berechnete Verbraucherpreisindex (VPI) verwendet.

# Viele Gewinner, weniger Verlierer der niedrigen Zinsen

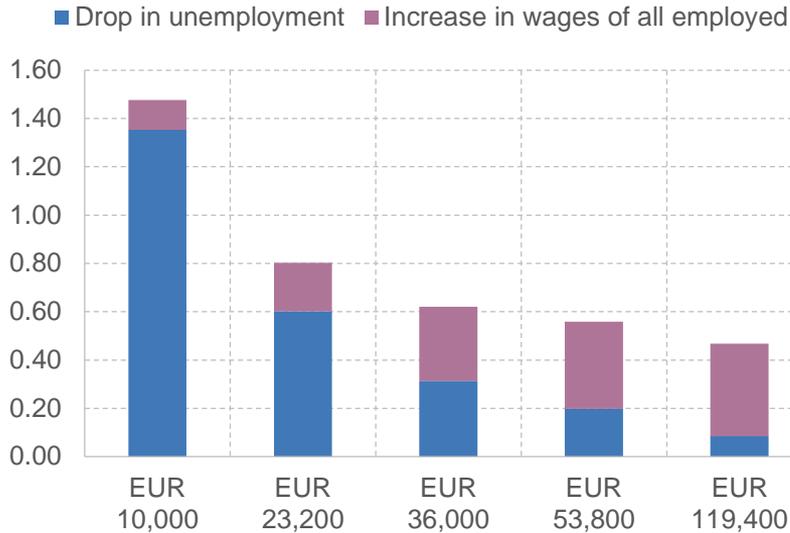
Veränderung der Zinserträge und -zahlungen: Deutschland, 2007 - 2017 (in €)



Quelle: Dossche et al. (2019), "The redistribution of interest income in the euro area", mimeo, unter Verwendung des Household Finance and Consumption Survey (zweite Befragungswelle). Anmerkung: Nettokreditnehmer = Haushalte mit negativem Nettofinanzvermögen; Nettosparer = Haushalte mit positivem Nettofinanzvermögen. Reiche Haushalte = obere 20% der Vermögensverteilung; Mittelschicht = mittlere 60% (zwischen 20 und 80%) der Einkommensverteilung; arme Haushalte = untere 20% der Einkommensverteilung.

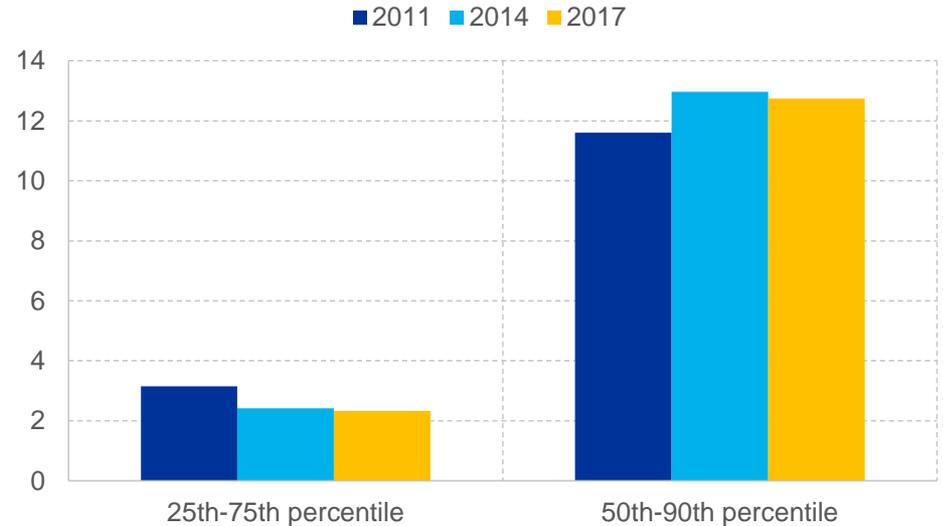
# Ärmere Haushalte profitieren besonders von gesunkener Arbeitslosigkeit

Effekte der quantitativen Lockerung auf Durchschnittseinkommen in Deutschland  
(je Quintil, in %)



Quelle: Lenza, M. and Slacalek J. (2018), "How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area", Working Paper Series, No 2190, ECB. Anmerkung: Der Graph zeigt die prozentuale Veränderung des Durchschnittseinkommens über die Einkommensquintile in Deutschland skaliert auf einen Rückgang der Zinsspanne um 30 Basispunkte. Sie zeigt auch die Aufteilung der Veränderung in Beschäftigungs- und Lohnzuwachs.

Verteilung des Nettovermögens in Deutschland  
(Verhältnis der Perzentile des Nettovermögens, in %)



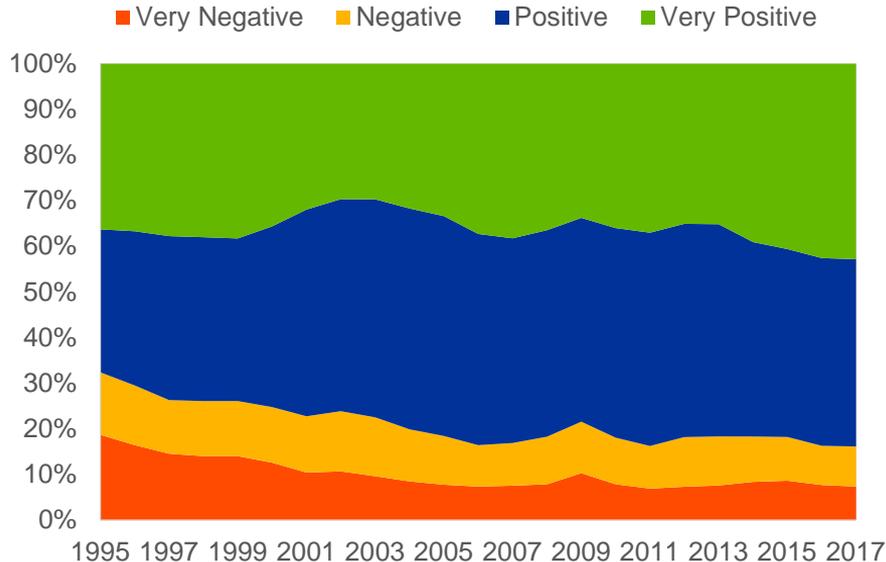
Quellen: Panel on Household Finances, Household Finance and Consumption Survey. Anmerkung: Der Graph zeigt das Verhältnis des 25. Perzentils zum 75. Perzentil des Nettovermögens und das Verhältnis des 50. Perzentils zum 90. Perzentil des Nettovermögens in den Jahren 2011, 2014 und 2017.

# Überblick

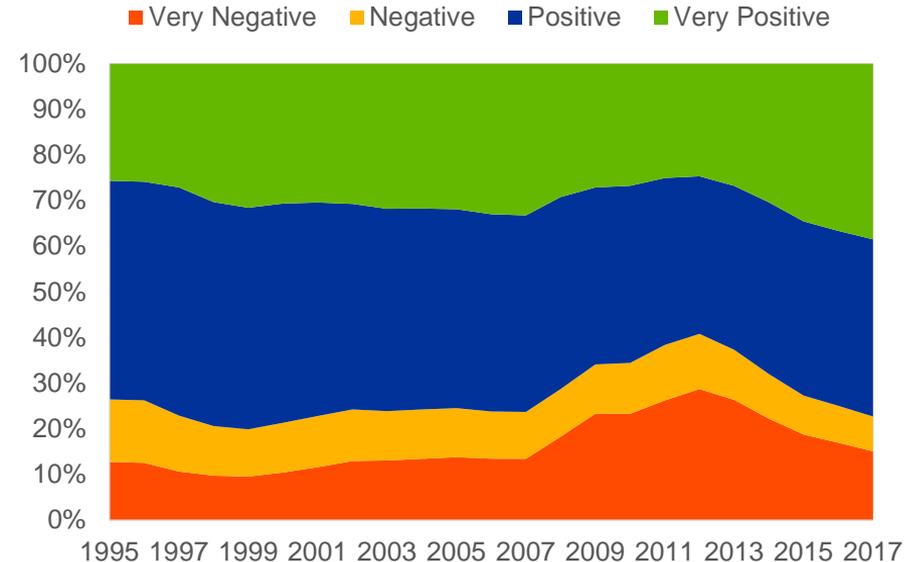
- 1 Heftige Kritik an EZB trotz guter wirtschaftlicher Lage
- 2 Wer bestimmt das Zinsniveau?
- 3 Verteilungswirkungen der Geldpolitik
- 4 **Droht eine “Zombifizierung” der Wirtschaft?**
- 5 Risiken für die Finanzstabilität
- 6 Fazit

# Sinkende Bedeutung unrentabler Firmen

## Anteil Firmen nach Gewinnspanne in Deutschland



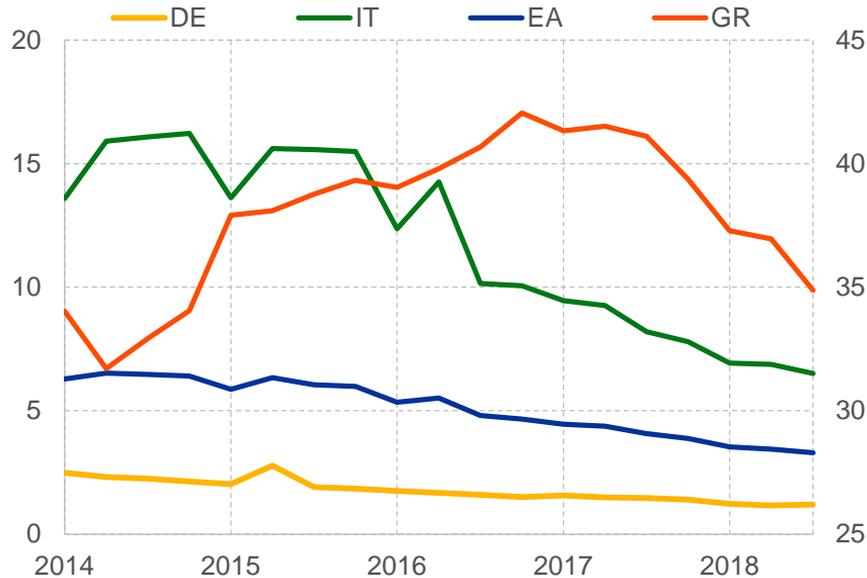
## Anteil Firmen nach Gewinnspanne in Spanien



Quellen: Orbis Global – Bureau van Dijk Mikrodaten und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Prozentualer Anteil der Firmen, gruppiert nach der Höhe der Gewinnspanne. Sehr positiv (>5%), positiv (0 bis 5%), negativ (-5 bis 0%), sehr negativ (<-5%). Die Gewinnspannen werden als Gewinne gegenüber den Einnahmen berechnet, wobei bei der Berechnung der Gewinne alle Ausgaben berücksichtigt werden, einschließlich Material- und Arbeitskosten sowie Zinsen, Steuern und andere Betriebskosten.

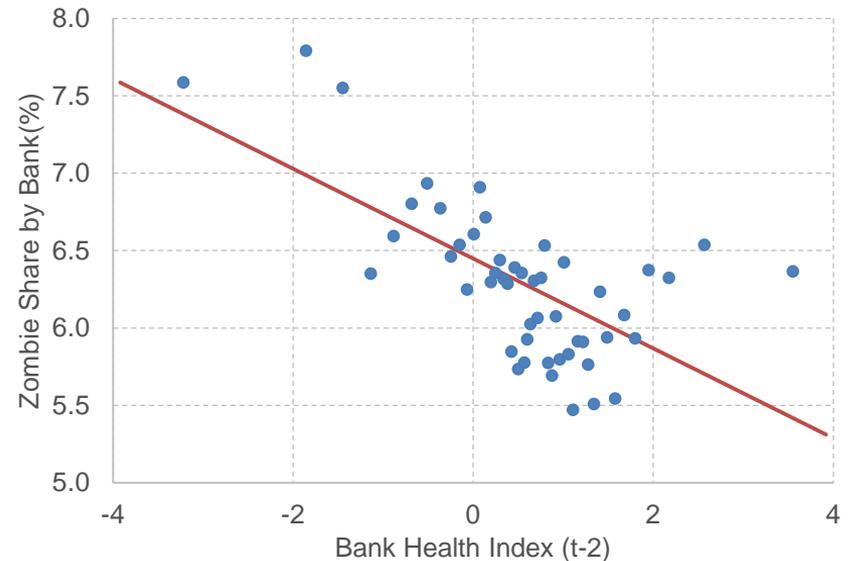
# Fortschritte beim Abbau notleidender Kredite, wichtige Rolle der Banken

## Anteil notleidender Kredite (in %)



Quellen: ECB Consolidated Banking Statistics, basierend auf Daten der nationalen Aufsichtsbehörden. Anmerkung: Der Anteil notleidender Kredite wird als Anteil notleidender Schuldtitel am gesamten Bestand an Schuldtiteln der Bank berechnet. Letzter Datenpunkt: 2019Q2

## Zombie-Firmen und Banken



Quelle: Andrews, D. and F. Petroulakis (2019), "Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe", ECB Working Paper No. 2240. Die Grafik zeigt die Ergebnisse einer Regression des Anteils der Kredite an "Zombie-Firmen" auf den Gesundheitszustand von Banken.

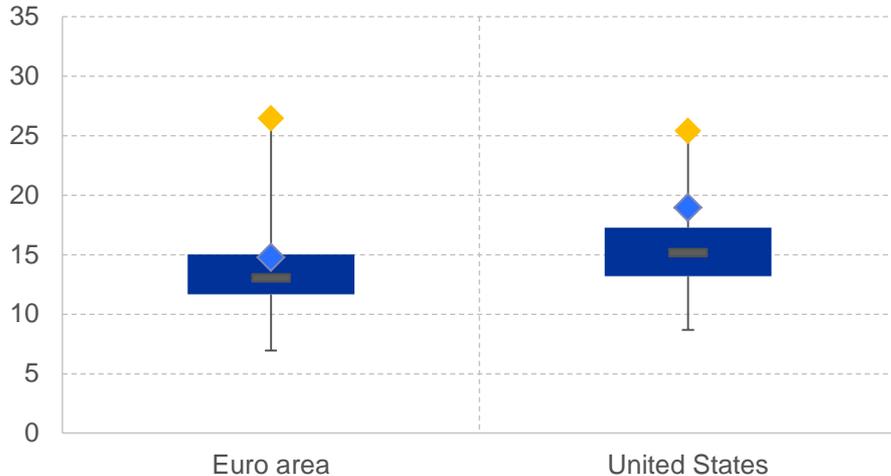
# Überblick

- 1 Heftige Kritik an EZB trotz guter wirtschaftlicher Lage
- 2 Wer bestimmt das Zinsniveau?
- 3 Verteilungswirkungen der Geldpolitik
- 4 Droht eine “Zombifizierung” der Wirtschaft?
- 5 **Risiken für die Finanzstabilität**
- 6 Fazit

# Preisanstieg an Immobilien- und Aktienmärkten im historischen und internationalen Vergleich

## Verhältnis Kurs zu erwartetem Gewinn

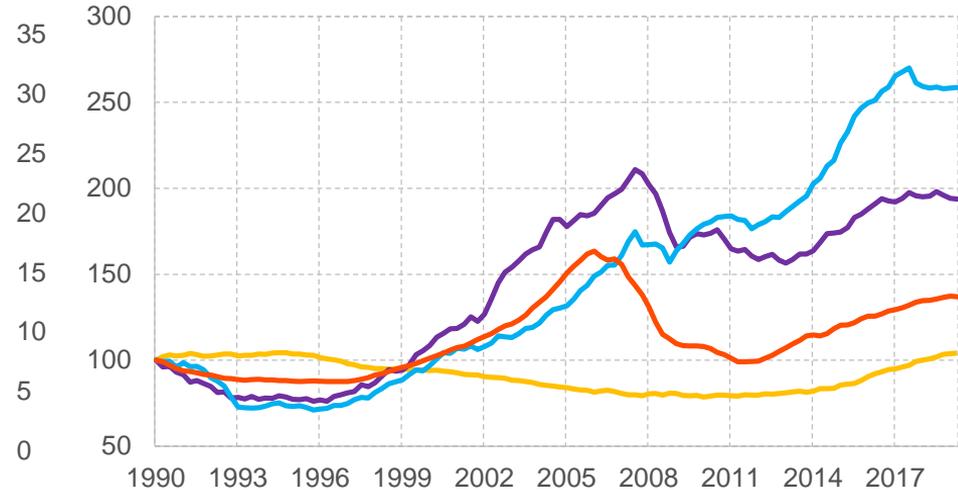
- min-max range
- ◆ Latest valuation (04 Feb 20)
- ◆ Dotcom bubble
- 25th-75th percentile
- Median



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Bewertungskennzahlen für das zukunftsorientierte Kurs-Gewinn-Verhältnis werden seit 1985 für die USA und seit 1989 für den Euroraum monatlich erfasst. Die Balken zeigen das 25. bis 75. Perzentil. Dotcom-Blase in den USA: 1. Februar 2000; im Euroraum: 1. April 2000. Letzter Datenpunkt: 4. Februar 2020.

## Preise für Wohnimmobilien im internationalen Vergleich (VPI-bereinigt)

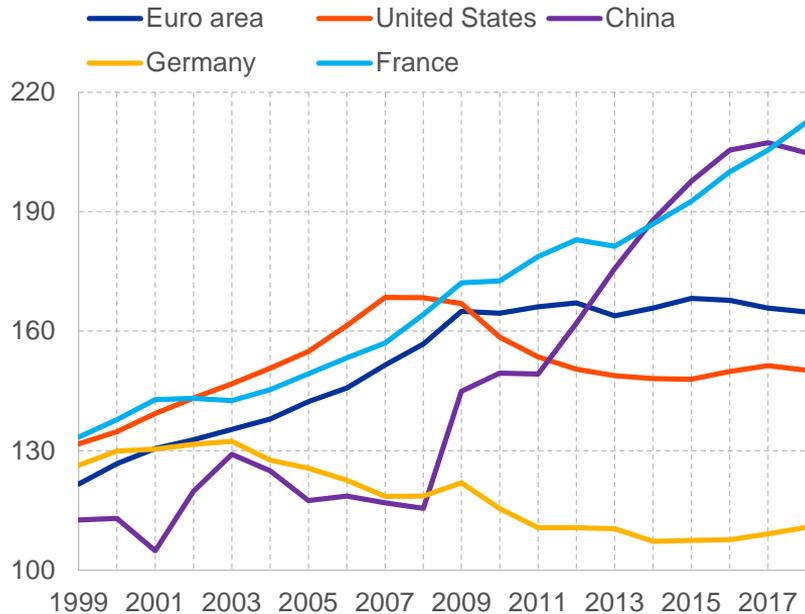
- Germany
- United Kingdom
- Sweden
- United States



Quelle: BIS Residential Property Price Datenbank.

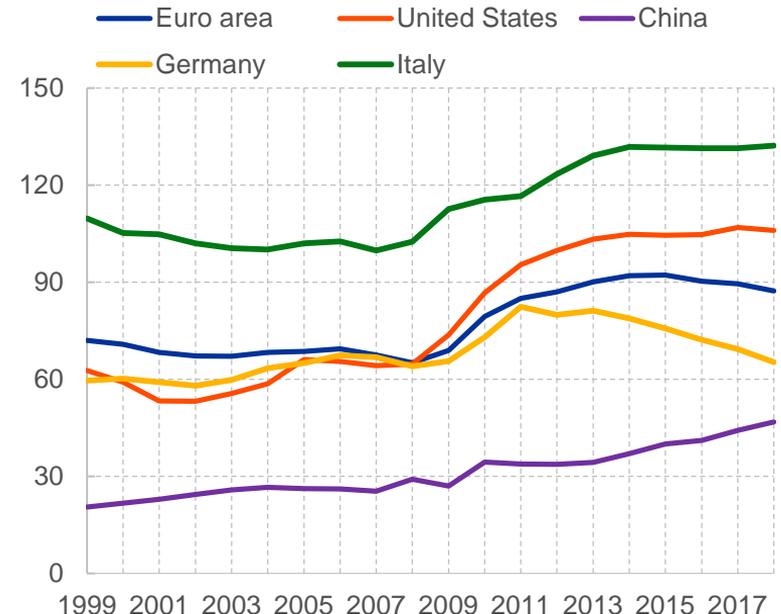
# Stabile Verschuldung des privaten und öffentlichen Sektors im Euroraum, aber große Heterogenität

## Privatverschuldung (in % des BIP)



Quelle: BIS.

## Staatsverschuldung (in % des BIP)



Quelle: IWF.

# Überblick

- 1 Heftige Kritik an EZB trotz guter wirtschaftlicher Lage
- 2 Wer bestimmt das Zinsniveau?
- 3 Verteilungswirkungen der Geldpolitik
- 4 Droht eine “Zombifizierung” der Wirtschaft?
- 5 Risiken für die Finanzstabilität
- 6 **Fazit**

# Fazit



Viele Narrative über die Geldpolitik halten einer sorgfältigen Analyse nicht stand. Ohne diese Geldpolitik ginge es den meisten schlechter.

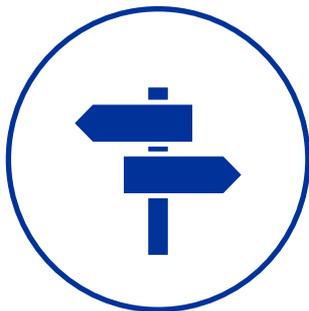


Niedrige Zinsen gehen vor allem auf strukturelle Ursachen zurück, etwa das schwache Produktivitätswachstum und die demografische Entwicklung.



Die EZB ist ihrem Mandat der Preisstabilität verpflichtet und muss einer zu geringen Inflation daher entschieden entgegentreten.

# Fazit



Geldpolitik geht immer mit „Nebenwirkungen“ einher: Verteilungseffekte, Überleben unprofitabler Unternehmen, Risiken für die Finanzstabilität.



Häufig sind andere Akteure gefragt, um mit diesen Nebenwirkungen umzugehen, zum Beispiel die politischen Entscheidungsträger und die Finanzaufsicht.



Die EZB muss sich allerdings die Frage stellen, inwiefern diese Nebenwirkungen ihre eigene Politik beeinflussen sollten.



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

Vielen Dank für  
Ihre  
Aufmerksamkeit!

---

