

Die Geldpolitik im Vorfeld, während und nach der Krise

**Jürgen Stark
Tübingen
9. November 2009**

Die 2-Säulenstrategie der EZB

- **Analyse von Risiken für die Preisstabilität**
- **Basierend auf 2 Säulen**
 - **ökonomische Analyse für kurze bis mittlere Frist**
 - **monetäre Analyse für mittlere bis lange Frist**
- **Mittelfristige Orientierung**
- **Monetäre Analyse wichtig für Orientierung**
 - **langfristige Beziehung zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung**

Ursachen der Finanzkrise

- **Ausgangslage**
 - **Globalisierung**
 - **Deregulierung**
 - **Technologischer Fortschritt und Finanzinnovationen**
- **Marko- und mikroökonomische Gründe**
- **Problematische Trends**
 - **Globale Leistungsbilanzungleichgewichte**
 - **Aktienmarkt- und Hauspreisblasen**
 - **Unzureichende Marktregeln**

Ursachen der Finanzkrise

- **Beispiel: Verbriefung (Securitisations)**
- **Transformation: Bankforderungen in Wertpapiere**
- **Ziele**
 - **Einsparung an zu hinterlegendem Kapital und**
 - **Ausdehnung der Kreditvergabe**
- **Explosionsartiges Wachstum ab 2004/2005**
 - **Ausstehende verbrieft Geldmarktpapiere: von 500Mrd. (2004) auf 1.200 Mrd. USD (2007)**
- **EWU: Emissionen um Faktor 7 kleiner als in USA**
 - **Trotzdem: 2005 - 2007 ca. 260Mrd. EUR/Jahr**

Verbindung zu Geldpolitik

- **Globalisierung erschwert Analyse des Inflationsprozesses**
 - **Potentialwachstum überschätzt**
 - **Teil des Wachstums nicht nachhaltig**
- **Globale Leistungsbilanzungleichgewichte wirken auf relative Preise von Finanztiteln**
 - **Zu niedrige Risikoprämien in Finanzmärkten**
 - **Transmission der Geldpolitik beeinträchtigt**
- **Folge: Geldpolitik hat zum Entstehen von Blasen beigetragen (in unterschiedlichem Umfang)**

Beginn der Finanzkrise

Phase I – Geldmarktoperationen

- **9. August 2007: Geldmarktsätze stark erhöht**
- **EZB: Unbegrenzter Mengentender, O/N, 95Mrd. EUR**
- **Bis 09/2008: Feinsteuerung der Geldmärkte**
 - **Verschiebung der Liquiditätszuteilung in den Hauptrefinanzierungsoperationen (HRO)**
 - **Ausweitung der längerfristigen Refinanzierungsoperationen, Verkleinerung HRO**
 - **USD Liquidität via Swap mit US Fed**
 - **Implementierungsrahmen robust**
- **Zinserhöhung Juli 2008**
 - **Zweitrundeneffekte verhindern**
 - **Verankerung von Inflationserwartungen**

Ausweitung der Finanzkrise

Phase II (a)

– September 2008

- USA stützen Fannie Mae, Freddy Mac und AIG
- Lehman Brothers Bankrott

➤ Geldmärkte stark betroffen

- Konventionelle Reaktion: Senkung Leitzins um 325 Basispunkte in kurzer Zeit
 - Möglich durch rückläufige Inflationsrisiken

Erweiterte Kreditunterstützung

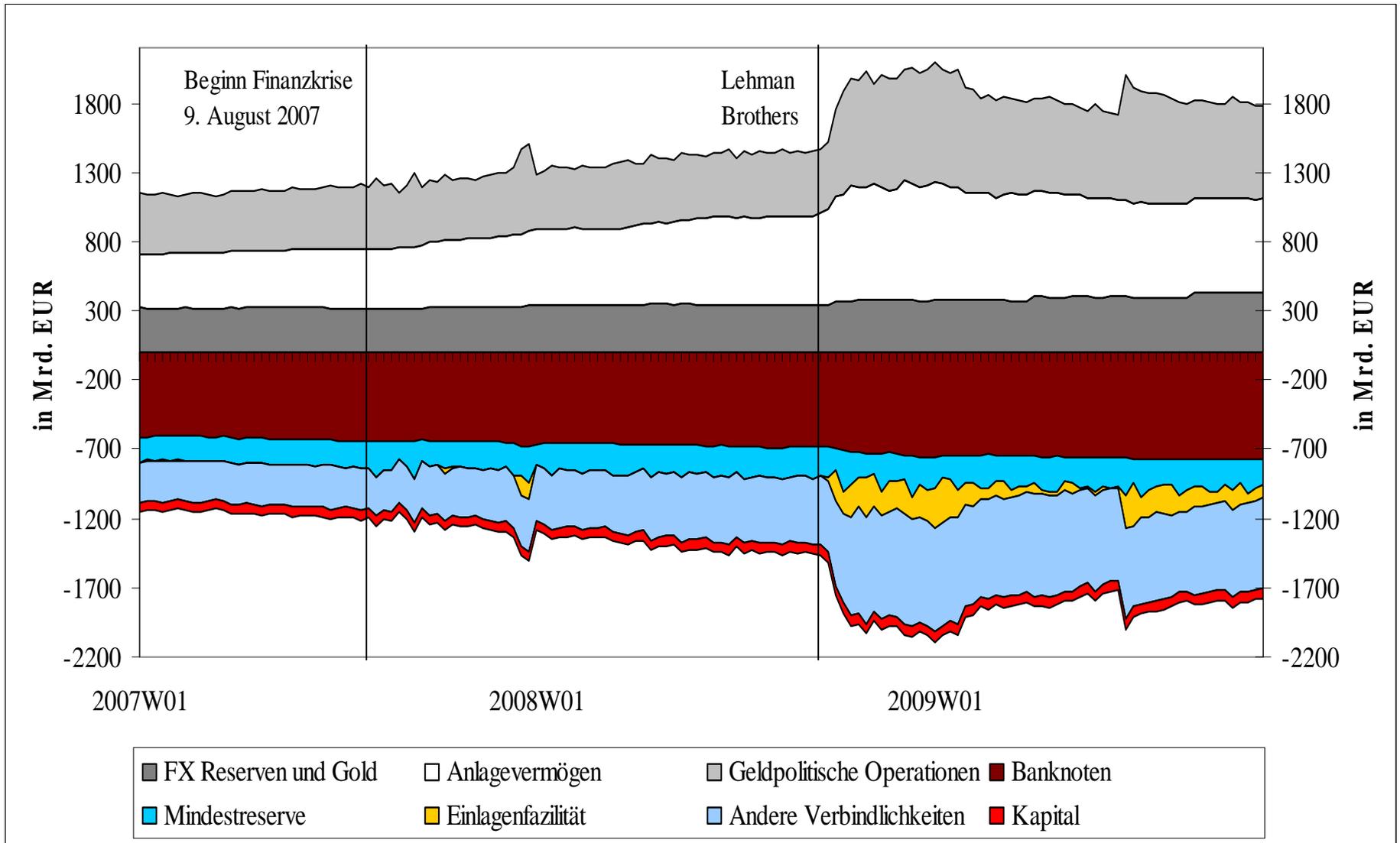
Phase II (b)

- **Unbegrenzte Mengentender in allen Operationen**
- **Erweiterung notenbankfähiger Sicherheiten**
- **Zusätzliche Tender (1 Monat, 1 Jahr)**
- **Pfandbriefaufkaufprogramm (60 Mrd. EUR)**
- **Speziell für Banken weil wichtige Rolle in EMU**

Bilanz der EZB, August 2007 und (heute)

Aktiva	Passiva
FX Reserven und Gold 318 (432) Mrd. EUR	Banknoten 645 (771) Mrd. EUR
Anlagevermögen 428 (673) Mrd. EUR	Mindestreserve 189 (190) Mrd. EUR
Geldpolitische Operationen 448 (673) Mrd. EUR	Einlagenfazilität 0 (87) Mrd. EUR
	Andere Verbindlichkeiten 292 (657) Mrd. EUR
	Eigenkapital 68 (73) Mrd. EUR

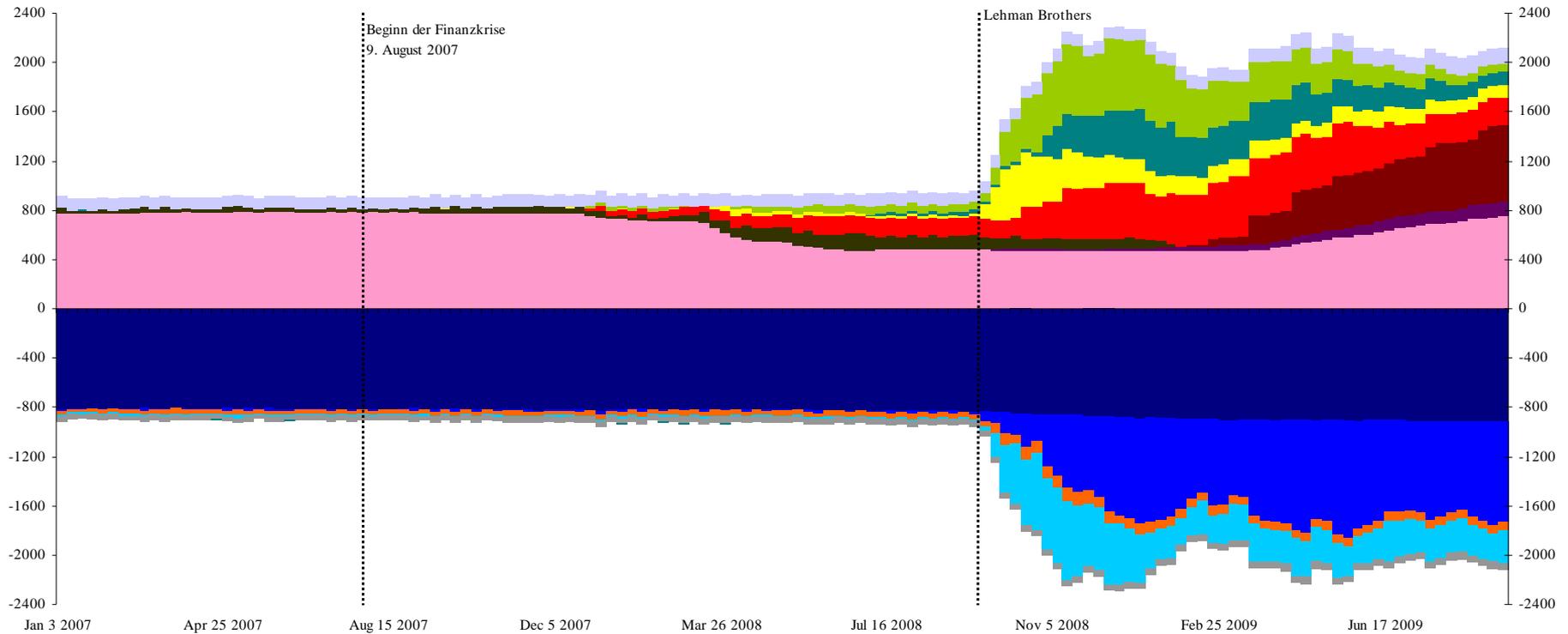
Die Bilanz der EZB im Zeitablauf



Bilanz der Fed, August 2007 und (heute)

Aktiva	Passiva
FX Reserven und Gold 93 (135) Mrd. USD	Banknoten 814 (913) Mrd. USD
Anlagevermögen (US Staatspapiere) 790 (752) Mrd. USD	Mindest- und Überschussreserven 6 (818) Mrd. USD
TAF und Agenturanleihen 0 (331) Mrd. USD	
Geldpolitische Operationen 19 (0)	Reverse Repos 30 (68) Mrd. USD
Hypothekenanleihen 0 (625) Mrd. USD	Andere Einlagen 12 (265) Mrd. USD
Direkte Kredite, Garantieprogramme 0 (215) Mrd. USD	Andere Verbindlichkeiten und Eigenkapital 40 (58) Mrd. USD
Swapgeschäfte mit ausl. Zentralbanken 0 (63) Mrd. USD	

Die Bilanz der Fed im Zeitablauf



- | | |
|---|--------------------------------|
| ■ US Staatspapiere | ■ Banknoten |
| ■ Mindestreserve und Überschussreserven | ■ Anleihen von Staatsagenturen |
| ■ reverse repos | ■ Hypothekenanleihen |
| ■ Anderen Einlagen | ■ Offenmarktgeschäfte |
| ■ Andere Verbindlichkeiten und Kapital | ■ TAF |
| ■ Direkte Kredite | ■ Garantieprogramme |
| ■ Swapgeschäfte | ■ FX Reserven und Gold |

Unterschiede zwischen EZB und Fed

- **Liquiditätsbereitstellung**
 - **EZB: Repos vs. Fed: Direkte Käufe von Wertpapieren**
- **Refinanzierungsbedarf der Banken**
 - **EZB: Mindestreserve hoch, verzinst**
 - **Fed: Mindestreserve niedrig, unverzinst (bis 10/2008)**
- **Zinssteuerung Geldmarkt**
 - **EZB: Symmetrischer Korridor**
 - **Fed: Asymmetrischer Korridor (bis 10/2008)**
- **EZB: Banken im Mittelpunkt**
- **Fed: Finanzmärkte im Mittelpunkt**

EZB Bilanzverlängerung: Ein Problem?

- **Überschußliquidität bleibt nicht im Markt**
- **Haupteffekt Bilanzverlängerung: Druck auf Geldmarktzinsen**
- **Niedrige Zinsen derzeit angemessen**
- **Derzeit keine Anzeichen für Transformation von Überschußliquidität in Kreditwachstum**
- **Jedoch: Möglichkeit besteht**
- **Deswegen: Zeitpunkt der Rücknahme entscheidend**
- **EZB hat Rücknahmestrategie**

Unerwünschte Nebenwirkungen

- **Reichliche Liquidität verzerrt Geldmarktzinsen**
- **Verzögerung nötiger Anpassungen im Bankensektor**
- **Risiken für Preisstabilität falls nicht rechtzeitig zurückgeführt**

Rücknahme: Zwei stilisierte Szenarien

- **Normalisierung am Geldmarkt bevor Inflationsrisiken**
 - **Vollständige Rücknahme vor Zinsschritten**
- **Geldmarkstörungen zeitgleich mit Inflationsrisiken**
 - **einige Elemente der erweiterten Kreditunterstützung werden beibehalten**
 - **Zeitgleich: Zinserhöhung**
- **In jedem Fall: Nicht alle Maßnahmen sind in demselben Maß weiterhin erforderlich**

Lehren für die Geldpolitik

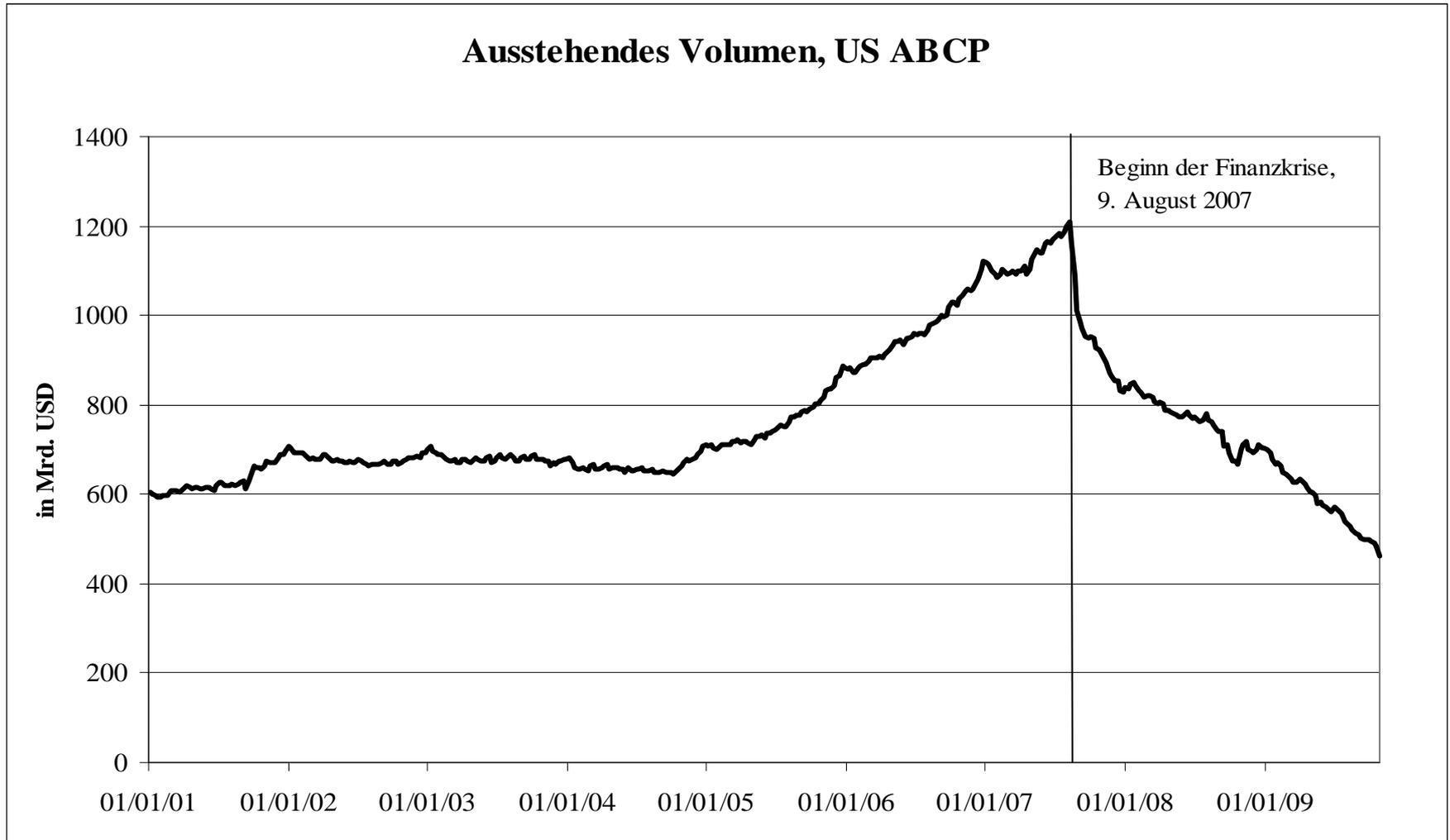
- **Klares Mandat, robuste Strategie und Kommunikation vereinfachen Aufgabe der Zentralbank**
- **Die geldpolitische Strategie der EZB hat sich bewährt, das Mandat ist klar im EU-Vertrag/Statut formuliert.**
- **Die Rolle von Vermögenswerten für die Geldpolitik wird wieder intensiv diskutiert**

Zusammenfassung

- **EZB 2-Säulenstrategie umfassend genug**
- **Erweiterte Kreditunterstützung ist massgeschneidert für Banken. Rücknahme jederzeit möglich.**
- **Rolle von Vermögenswerten in der Geldpolitik: Strategie “Leaning against the wind”**

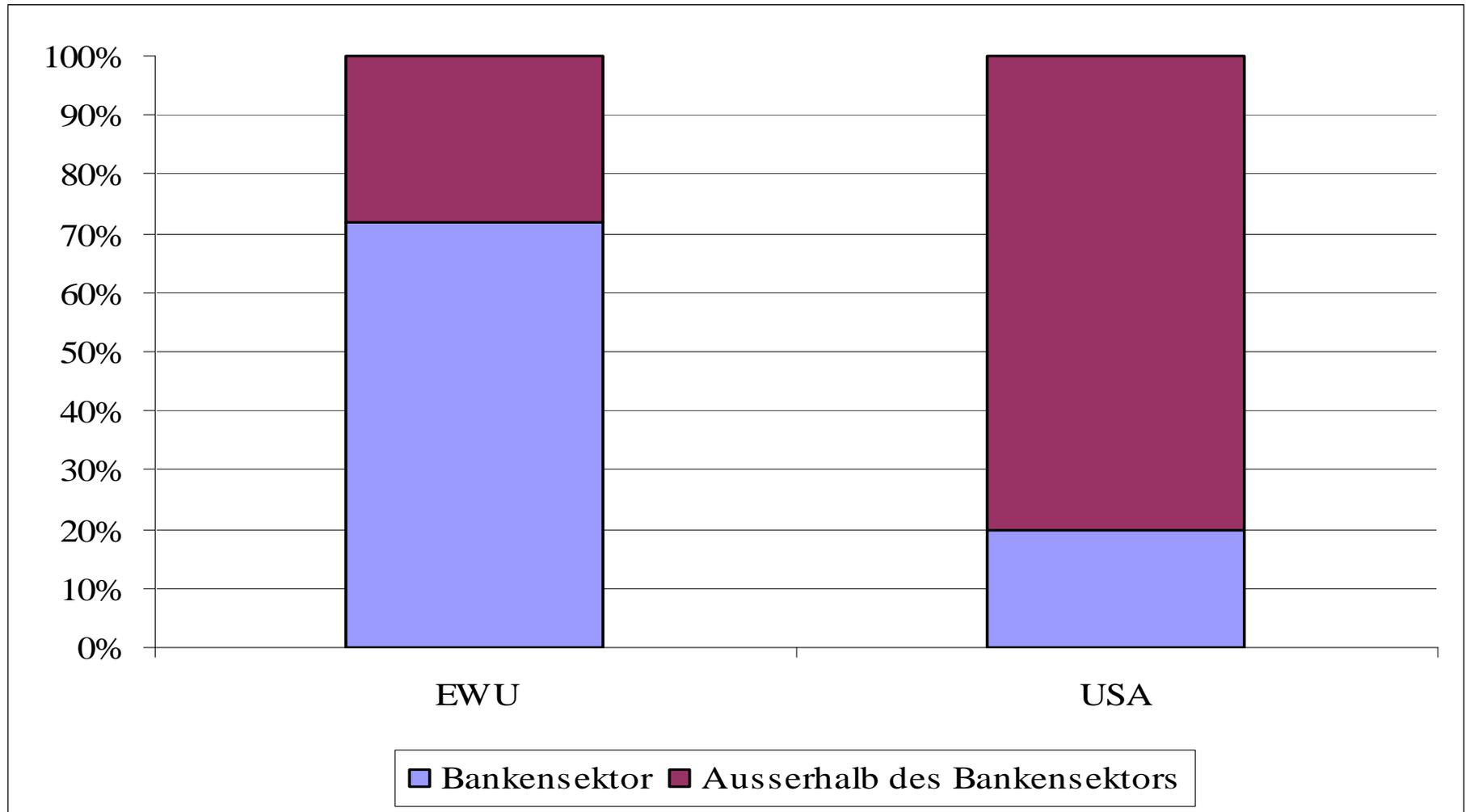
Hintergrundfolien

Verbriefte Geldmarktpapiere in den USA



Quelle: Bloomberg

Finanzierung des Unternehmenssektors



Quelle: EZB Monatsbericht, April 2009