

# **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)

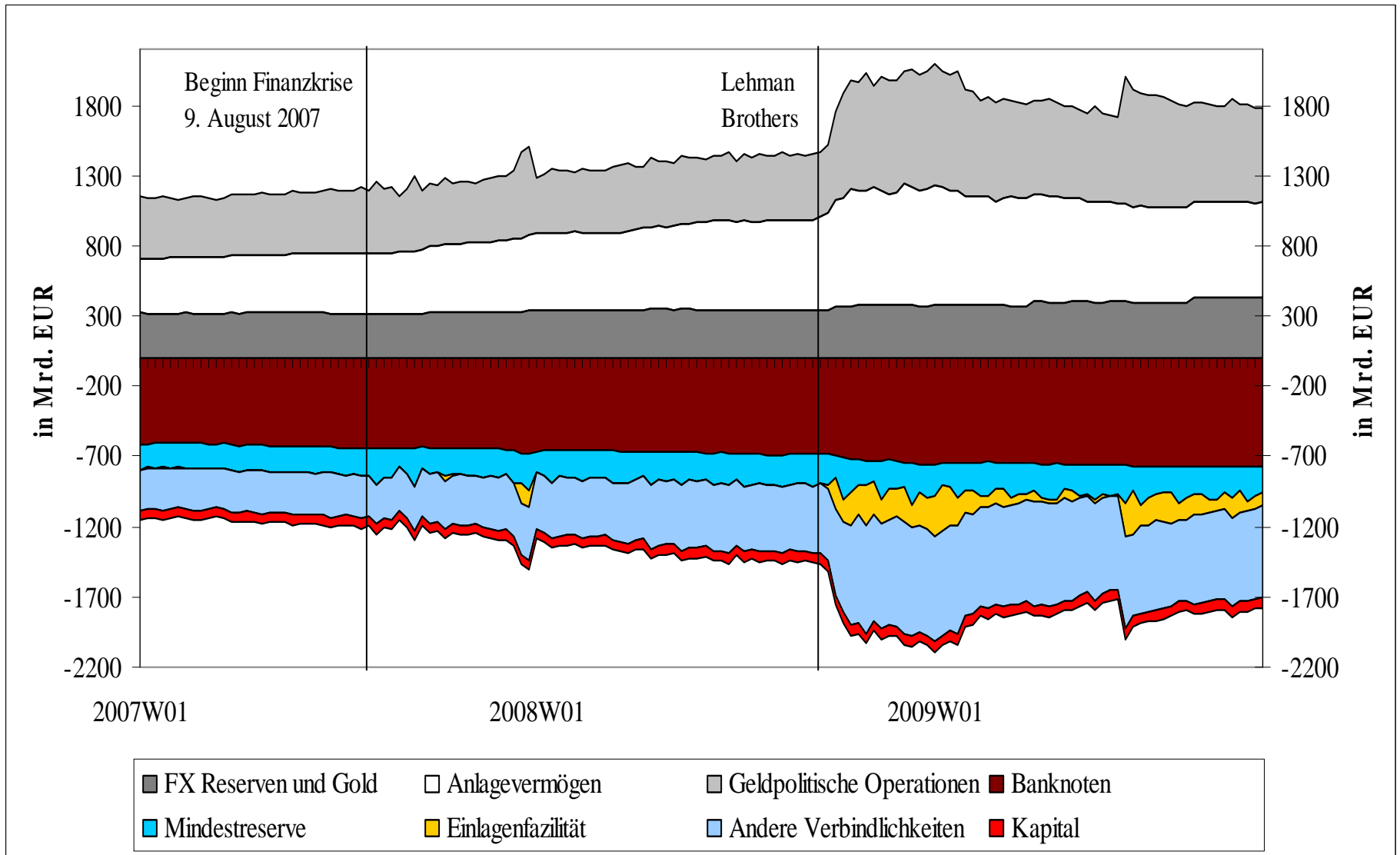
- **Unbegrenzte Mengentender in allen Operationen**
- **Erweiterung notenbankfähiger Sicherheiten**
- **Zusätzliche Tender (1 Monat, 1 Jahr)**
- **Pfandbriefaufkaufprogramm (60 Mrd. EUR)**
- **Speziell für Banken weil wichtige Rolle in EMU**



# Bilanz der EZB, August 2007 und (heute)

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

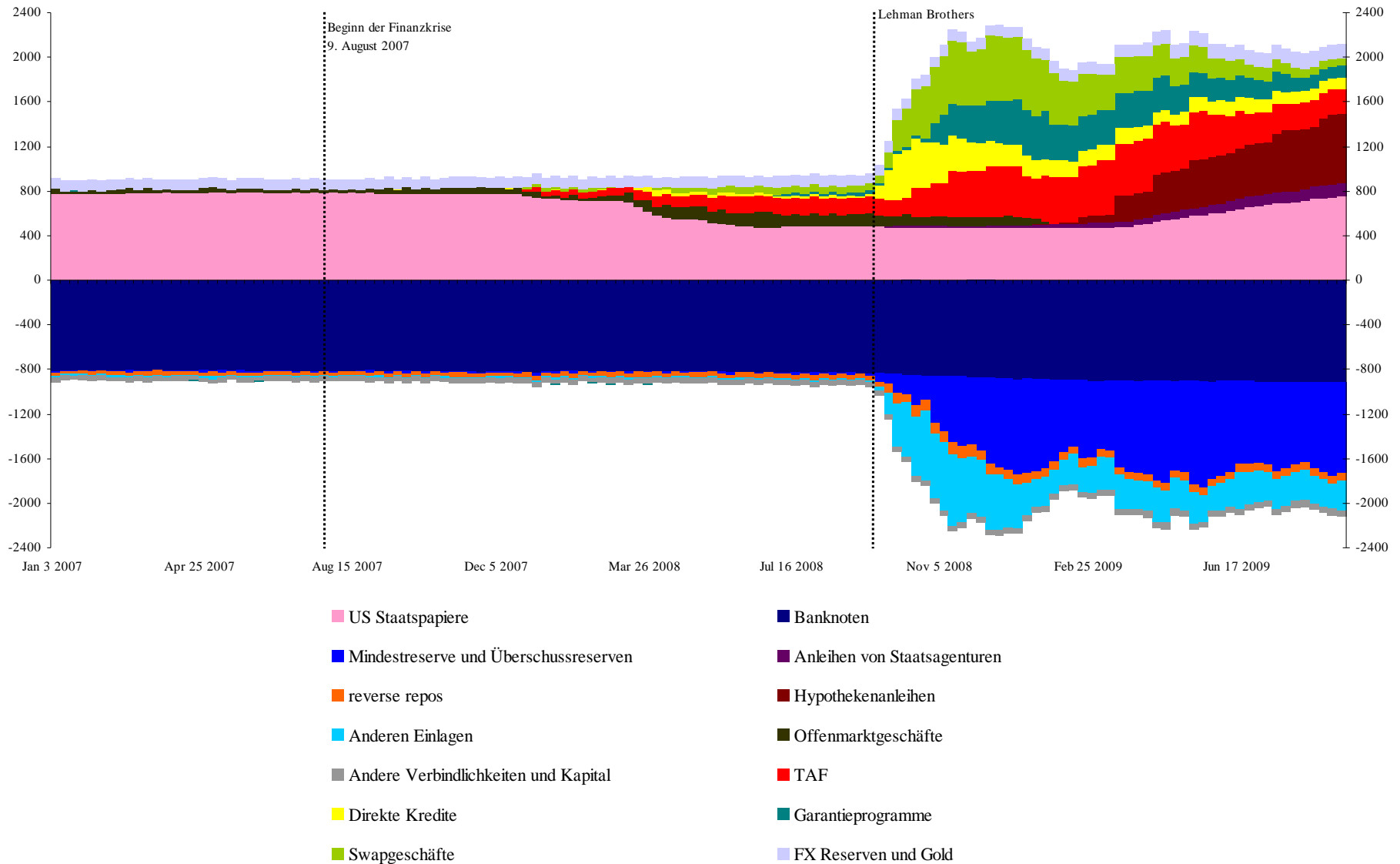
# Die Bilanz der EZB im Zeitablauf



# 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



# 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

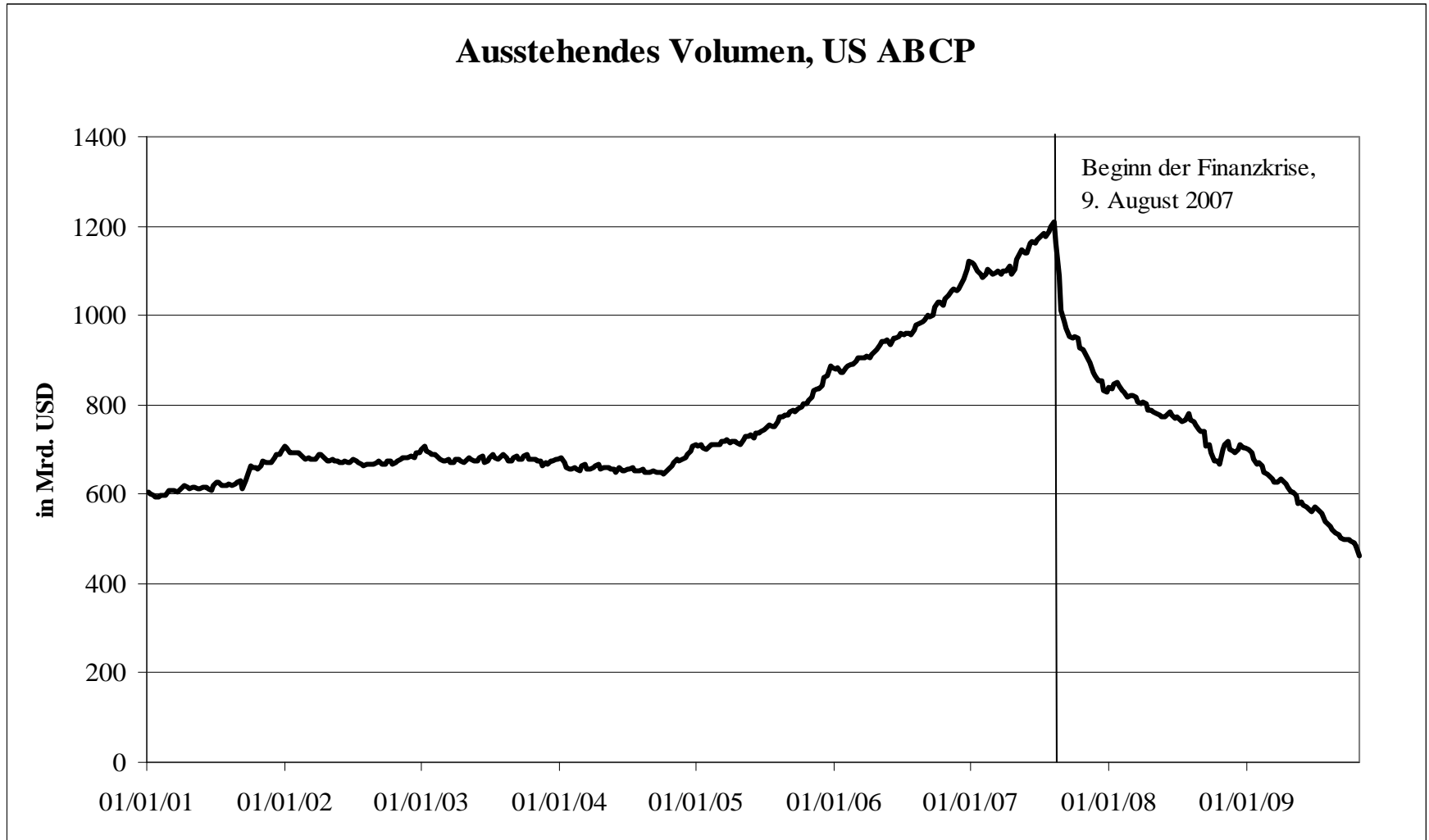
- **Klares Mandat, robuste Strategie und Kommunikation vereinfachen Aufgabe der Zentralbank**
- **Die geldpolitische Strategie der EZB hat sich bewährt, das Mandat ist klar im EU-Vertrag/Statut formuliert.**
- **Die Rolle von Vermögenswerten für die Geldpolitik wird wieder intensiv diskutiert**

# 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”**

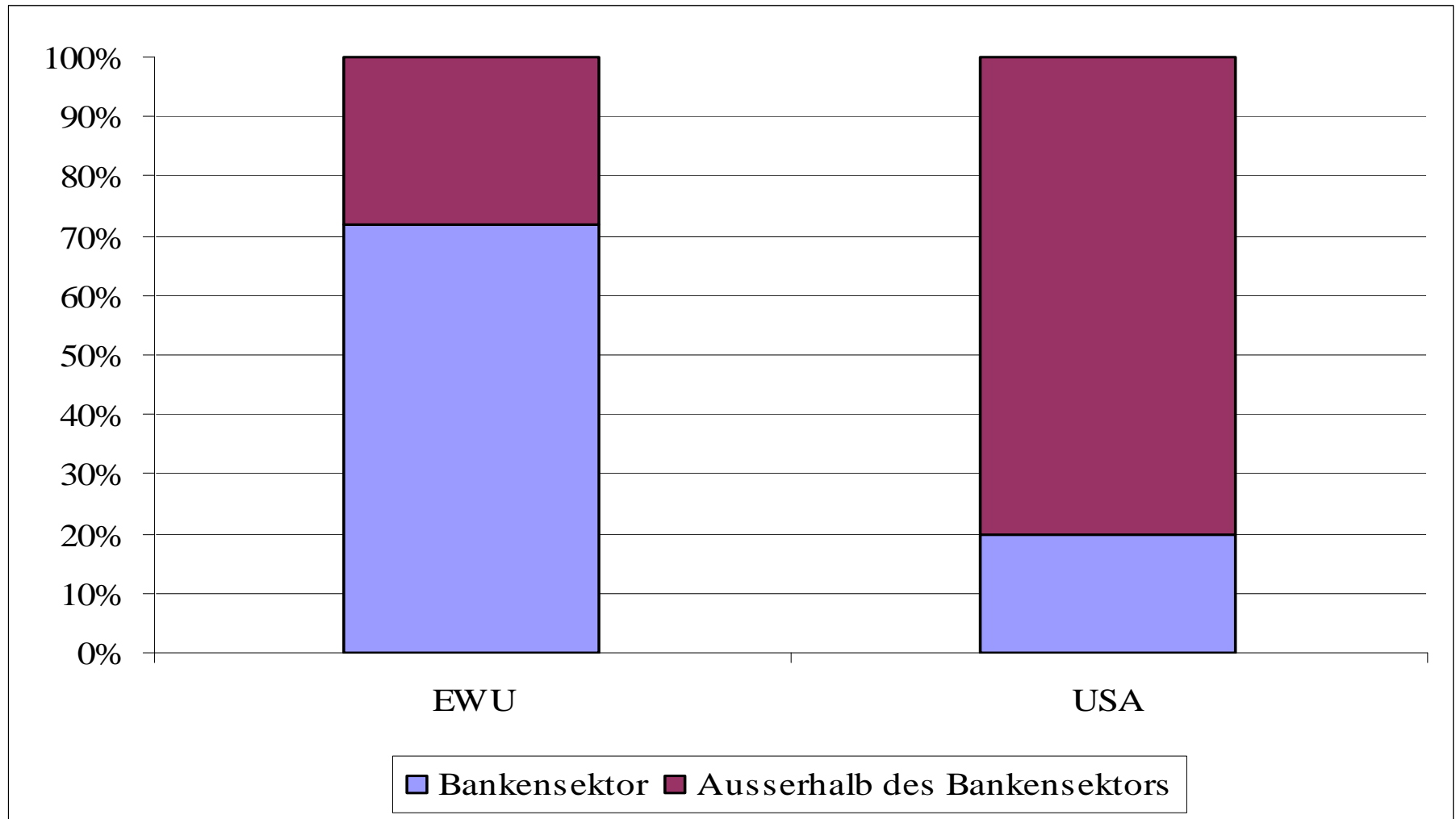
# Hintergrundfolien

# Verbriefte Geldmarktpapiere in den USA



Quelle: Bloomberg

# Finanzierung des Unternehmenssektors



Quelle: EZB Monatsbericht, April 2009