

Transmission der europäischen Geldpolitik: Veränderungen bestehender Zusammenhänge in der Krise

Dr. Claudia Kwapil, MSc
Vortrag bei der Volkswirtschaftlichen Gesellschaft Burgenland
30. Mai 2011

Überblick

Der geldpolitische Transmissionsmechanismus

Das Ziel der Geldpolitik

Von den Leitzinsen zur Inflation

Die Geldpolitik in der Krise

Empfohlene Literatur

- Bernanke, Ben, 2007, "The Financial Accelerator and the Credit Channel." Speech given at a Conference, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Borio, Claudio, and Piti Disyatat, 2009, "Unconventional Monetary Policies: An Appraisal." BIS Working Papers, No. 292.
- ECB Monthly Bulletin, August 2008, "The Role of Banks in the Monetary Policy Transmission Mechanism", pp. 85-98.
- ECB Monthly Bulletin, May 2010, "Monetary Policy Transmission in the Euro Area, a Decade after the Introduction of the Euro", pp. 85-98.
- ECB Monthly Bulletin, October 2010, "The ECB's Response to the Financial Crisis", pp. 59-74.
- Jobst, Clemens, 2009, "Monetary Policy Implementation during the Crisis in 2007 to 2008." Monetary Policy and the Economy, Oesterreichische Nationalbank, Q1/2009, pp. 53-77.

Das vorrangige Ziel der Geldpolitik

“Das vorrangige Ziel des [Eurosystems] ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten.”

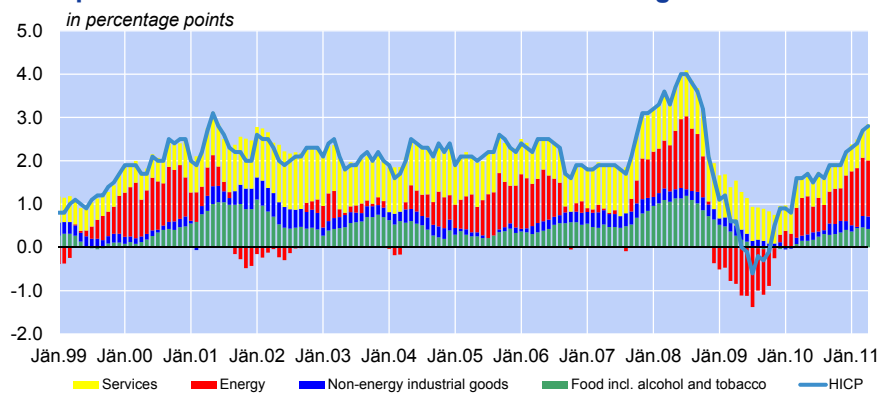
“Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das [Eurosysteem] die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um zur Verwirklichung der in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union festgelegten Ziele der Union beizutragen.”

(Artikel 127 des Vertrags über die Europäische Union)

Definition von Preisstabilität

Von Preisstabilität spricht man bei einem jährlichen Anstieg des HVPI für den Euroraum von nahe bei aber unter 2% auf mittlere Frist.

Components of the HICP: Contributions to annual growth



Source: Eurostat.

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1.1	2.1	2.3	2.2	2.1	2.1	2.2	2.2	2.1	3.3	0.3	1.6

Überblick

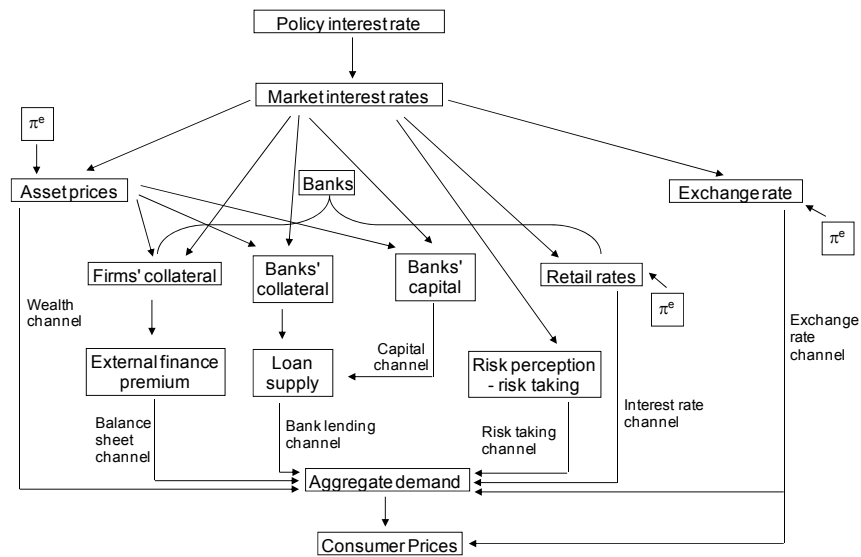
Der geldpolitische Transmissionsmechanismus

Das Ziel der Geldpolitik

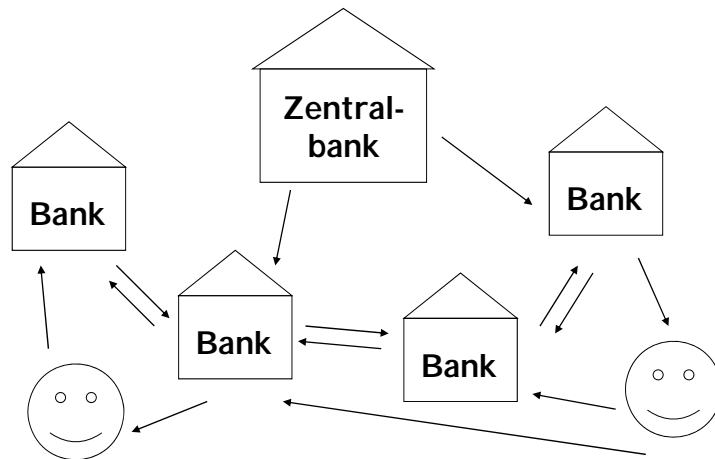
Von den Leitzinsen zur Inflation

Die Geldpolitik in der Krise

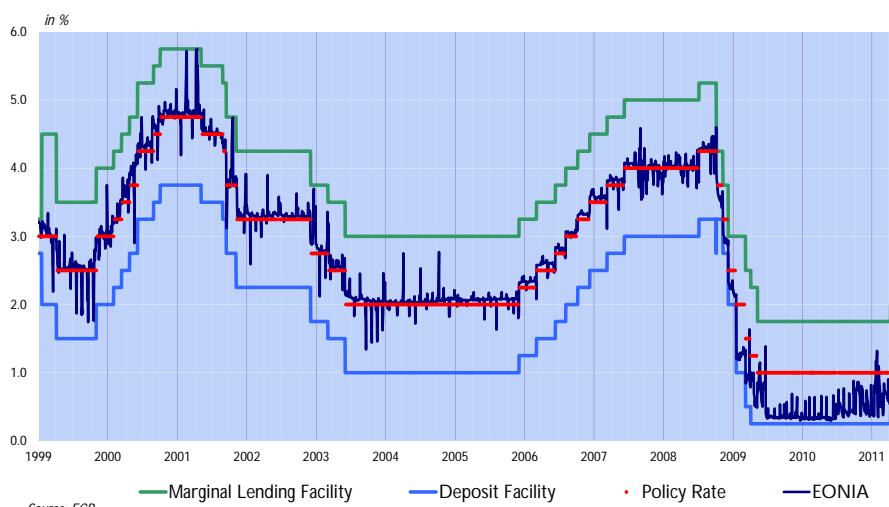
Transmissionskanäle der Geldpolitik



Liquiditätsbereitstellung



Leitzinsen im Euroraum



Source: ECB.

— Marginal Lending Facility — Deposit Facility • Policy Rate — EONIA

Der Zinskanal

Die Geldpolitik wirkt auf die Wirtschaft hauptsächlich über den Zinskanal.

Auswirkungen einer Zinsanhebung:

- Leitzinsen → Geldmarktzinsen steigen.
- Gegeben diesen Anstieg gepaart mit Erwartungen über weitere Leitzinsentscheidungen → Wirkung auf längerfristige Marktzinsen.
- Kundenzinsen der Banken steigen.
- Bei gegebenen Inflationserwartungen führt dies zu steigenden Realzinsen → höhere Kreditkosten.
- Investitionen und Konsum sinken → dämpfender Effekt auf Inflation.

Der Wechselkurskanal

Auswirkungen einer Zinsanhebung:

- Ein Anstieg des Zinsniveaus im Vergleich zu anderen Währungsräumen → Heimwährung wertet auf.
- Bei gegebenen Inflationserwartungen → Aufwertung des realen Wechselkurses.
- Aufwertung verteuert heimische Produkte im Ausland → Verlust an Marktanteilen (d.h., geringere Nachfrage) → dämpfender Effekt auf Inflation.
- Gleichzeitig gibt es auch einen direkten Effekt auf die heimische Inflation, da ausländische Produkte im Warenkorb billiger werden.

Der Vermögenskanal

Auswirkungen einer Zinsanhebung :

Höheres Zinsniveau → Barwert von Vermögenswerten (z.B. Aktien, Immobilien) sinkt → Vermögen nimmt ab → Konsumnachfrage sinkt → dämpfender Effekt auf Inflation.

- Basiert auf der Annahme, dass Vermögen die Konsumnachfrage beeinflusst.
- Spielt im Euroraum nur eine geringe Rolle.
- Hängt auch von der gefühlten Persistenz der Veränderungen ab: Ein temporärer Vermögensverlust wird wahrscheinlich nur eine geringe Reaktion der Konsumenten hervorrufen.

Der Bilanzkanal

Auswirkungen einer Zinsanhebung :

- Zinsen beeinflussen Bilanzen von Unternehmen (u. Konsumenten):
 - durch den Barwert des erwarteten Cash flows
 - durch den Vermögenskanal
 - durch den Effekt auf die zukünftigen Erträge (höhere Zinsen bedeuten geringere Nachfrage, geringere Profite)
- Vermögenswerte fallen → der Wert der potenziellen Besicherung von Krediten sinkt.
- Wert der Besicherung ↓ ⇒ Kreditkosten ↑ (external finance premium).
- Geringere Kreditvergabe → senkt die Nachfrage → dämpfender Effekt auf die Inflation.

Der Bankkanal

Auswirkungen einer Zinsanhebung :

- Das Zinsniveau wirkt auch auf die Bilanzen von Banken. Im Wesentlichen genau wie bei Unternehmen und Konsumenten.
- Auch Banken bezahlen eine „external finance premium“, die von ihrem finanziellen Zustand abhängt.
- Höheres Zinsniveau → höhere „external finance premium“ → höhere Finanzierungskosten → weniger Finanzierung → Kürzung des Kreditangebots.

Wenn Unternehmen und Haushalte bankabhängig sind:

- Geringeres Kreditangebot → weniger Kredite → geringere Konsum- und Investitionsausgaben → dämpfender Effekt auf die Inflation.

Bankbilanz: UniCredit Bank Austria AG im Jahr 2009 (in Mrd. Euro)

Aktiva		Passiva	
Kassabestand, ZB Guthaben	1,2	Verbindlichkeiten gegenüber KI	36,0
Wechsel und Staatsanleihen	2,9	Spareinlagen	48,7
Forderungen an KI	31,1	Schuldverschreibungen, etc.	24,0
Kredite an Kunden	66,7	Sonstiges	4,0
Anleihen, Aktien	5,0	Rückstellungen	3,8
Beteiligungen, anderes Vermögen	22,6	Eigenkapital	13,1
Sonstiges	0,1		
Gesamt	129,6	Gesamt	129,6

Kanal über das Bankkapital

Auswirkungen einer Zinsanhebung :

- Banken verschulden sich kurzfristig und verleihen langfristig (Fristentransformation): Höheres Zinsniveau → die Finanzierung der Banken wird unmittelbar teurer → Zinsmarge sinkt → Profite fallen → Kapital sinkt.
- Der Zinseffekt auf die Vermögenswerte senkt ebenfalls das Kapital.
- Aktienemission in der Regel nicht sofort realisierbar → Wirkung auf die Kreditvergabe.

Bei Eigenkapitalvorschriften spielen Banken eine spezielle Rolle in der geldpolitischen Transmission:

- Höheres Zinsniveau → Kapitalpolster sinkt.
- Sinkendes Bankkapital → näher am Mindestkapital. Größere Wahrscheinlichkeit, dass Kreditvergabe beschränkt wird.

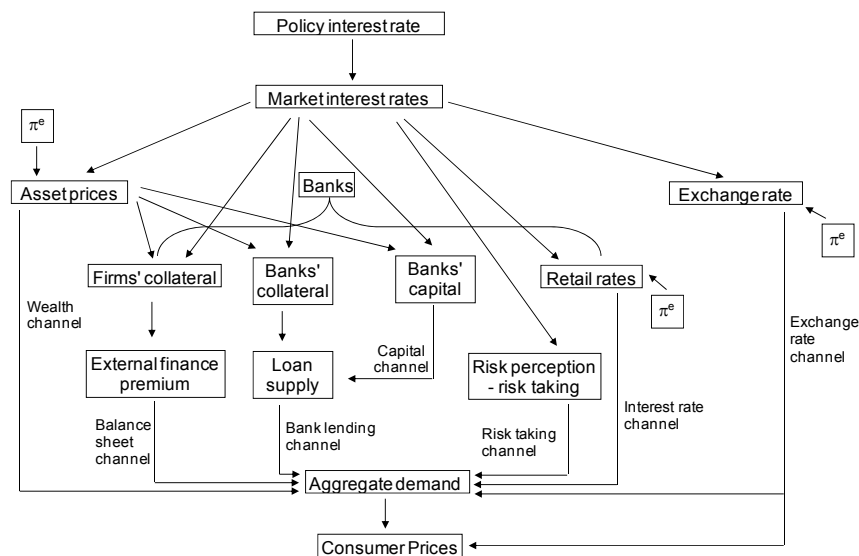
Risikokanal

- Dieser Kanal ist zu vernachlässigen, wenn die Risikoeinschätzung korrekt ist.
- In einem Umfeld niedriger Zinsen kann es jedoch passieren, dass übermäßige Risiken eingegangen werden / falsche Risikoeinschätzung:
 - Niedrige Zinsen → Vermögens- und Besicherungswerte sowie Einkommen und Profite steigen → verzerrte Risikowahrnehmung. (Prozyklische Einschätzung der Insolvenzwahrscheinlichkeit)
 - Die "Suche nach Rendite" kann in einem Umfeld niedriger Zinsen zu übermäßiger Risikoneigung führen.
- Zu hohe Risiken → Belastung der Bilanzen → finanzielle Ungleichgewichte (Überschuldung).

Glaubwürdigkeit der Geldpolitik

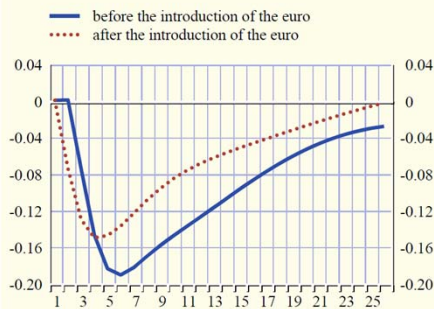
- Wenn die Geldpolitik glaubwürdig ist, sind die Inflationserwartungen (π^e) beim Inflationsziel verankert.
- Eurosystem: „nahe bei aber unter 2%“.
- Verändert sich diese Wahrnehmung, indem die Zentralbank z.B. ihre Glaubwürdigkeit verliert, möglicher Anstieg von π^e .
- Steigen die Inflationserwartungen, sinken die Realzinsen (ohne Zinsentscheidung). Die Wirtschaft wird angekurbelt und Inflation ebenfalls. Selbsterfüllende Erwartungen.
- Es gibt empirische Evidenz, dass die Geldpolitik im Euroraum seit der Einführung des Euro glaubwürdiger geworden ist.

Transmissionskanäle der Geldpolitik

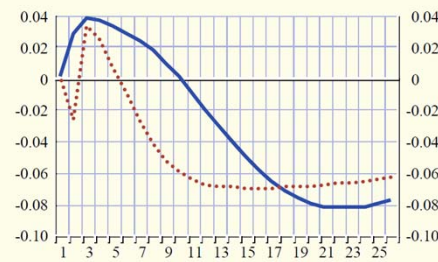


Wirkung von Geldpolitik

Impulse response of euro area real GDP to an unexpected increase in the short-term interest rate



Impulse response of the euro area inflation rate to an unexpected increase in short-term interest rate



Source: ECB, May 2010.

Notes: The size of the increase in interest rates is equal to one standard deviation. Changes in GDP and inflation are expressed in percentage points.

Transmission im Euroraum

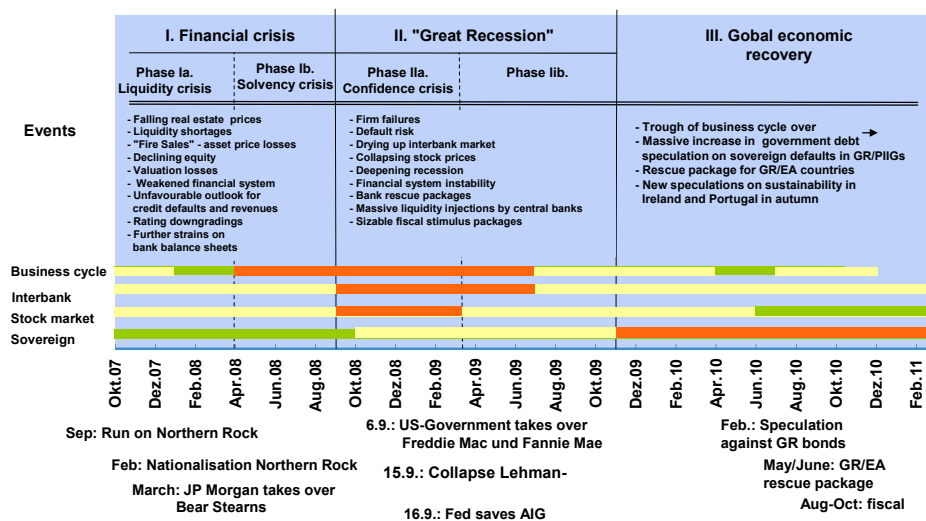
- Die Geldpolitik wirkt vorwiegend über den Zinskanal.
- Eine Anhebung der Zinsen führt zu einem temporären Rückgang der Wirtschaftsleistung, der nach rund 1 – 1½ Jahren seinen Höhepunkt erreicht.
- Die Inflation reagiert langsamer. Einen spürbaren Effekt auf die Inflation beobachtet man nach rund 1½ – 2 Jahren.
- Die Entwicklungen der letzten Dekade könnten zu einer Schwächung des Transmissionsmechanismus geführt haben. Inflation scheint jedoch schneller zu reagieren. Die Ergebnisse sind jedoch nicht signifikant.
- Das ordnungsgemäße Funktionieren des Geldmarktes und der Märkte für langfristige Anleihen ist zentral für die geldpolitische Transmission.

Überblick

Der geldpolitische Transmissionsmechanismus

Das Ziel der Geldpolitik
 Von den Leitzinsen zur Inflation
 Die Geldpolitik in der Krise

Fünf Phasen der Krise



1 <<path=G:\VOWA\REALWIRT\W6110\Sonstige\2011\2011-03-02-EG-Folienupdate-Chronologie; fnam=2011-03-02-Chronologie der Krise.xls; sheet=Abb. Chonologie-EN; created=2.3.2011 16:36:39 von VONDRA; shape=Picture 5>>

; 02.03.2011

Geldpolitik während Krise

Bankenkrise

- Rekapitalisierung, staatliche Garantien
- **Liquiditätsbereitstellung, Unterstützung von wichtigen Märkten zur Refinanzierung der Banken.**

Realwirtschaftliche Rezession

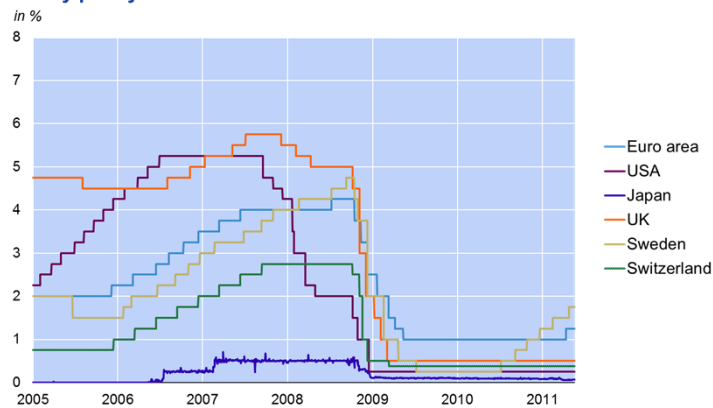
- Steuersenkungen/ausfälle, höhere staatliche Ausgaben
- **Niedrigere Zinsen**

Staatschuldenkrise

- EU/IMF Programme

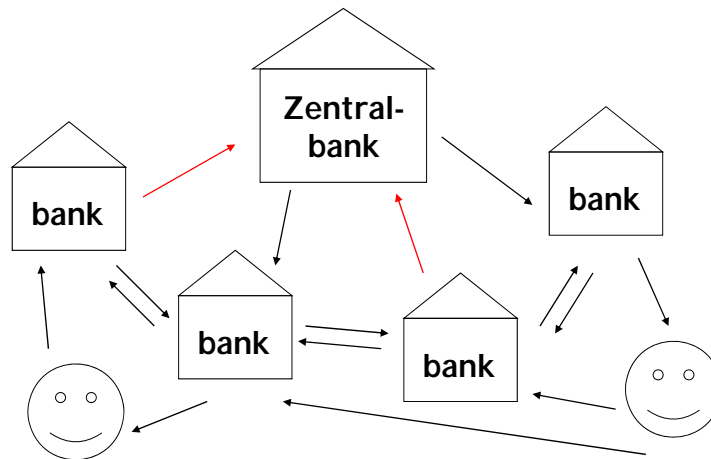
2008-2009: Historisch niedrige Leitzinsen

Monetary policy rates



Source: Thomson Reuters.

Austrocknung des Interbankenmarktes – die EZB fungiert als Zwischenhändlerin



2007-2009: Interbankenmarkt funktioniert nicht mehr

Unsicherheit bei Banken über

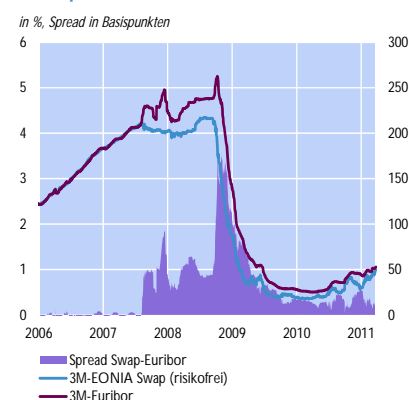
- künftigen Liquiditätsbedarf
 - Zahlungsfähigkeit von Gegenparteien
- Anstieg der Liquiditätspräferenz

Auswirkungen auf Interbankenmarkt

- Höhere Volatilität
- Starker Anstieg bei längerfristigen Zinsen (z.B. 3 Monate)
- Weniger Transaktionen, Rationierung

Interbankenmarktzinssätze Benchmark für viele indexgebundene/derivative Instrumente z.B: Wohnbaukredite

Risikoprämien im Interbankenmarkt



Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen.

6 <<path=Z:\Abteilungen\HVW\GPB_Statistik\Geldmarkt-ZBLiquidität; fnam=II Geldmarkt.xlsx; sheet=Diagramm2; created=28.03.2011 16:58:54 von JOBST; shape=Picture 2>>

; 28.03.2011

Maßnahmen des Eurosystems

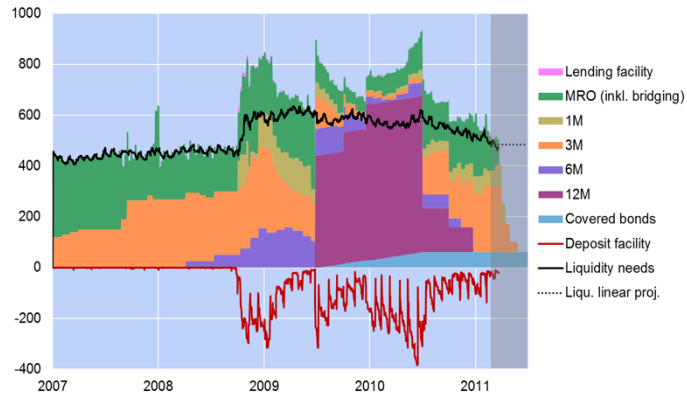
Häufigere und größere Operationen.

Umstellung auf Fixzinstender mit voller Zuteilung.

Starker Anstieg bei Einlagen auf Einlagefazilität.

Liquidity provision in the Euro area

maturities, in billion EUR



Source: ECB, own calculations.

Ankäufe von Wertpapieren seit 2007

Federal Reserve

- März 2009: Ankauf von agency debt und von mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren begonnen im November 2008 mit einem mehrmals auf schließlich 1.750 Mrd USD erhöhten Volumen
- 300 Mrd USD längerfristiger Treasuries als kleinerer Teil dieses Programms)
- November 2010: Ankauf von 600 Mrd USD längerfristiger Treasuries (QE2)

Bank of England

- Asset purchase facility (APF) März 2009 und eine Reihe von Aufstockungen bis November 2009: Ankauf von Wertpapieren im Wert von 200 Mrd GBP, hauptsächlich gilts (Staatsanleihen).

Eurosystem

- Mai 2009: Covered bonds purchase programme (CBPP) Pfandbriefe zu 60 Mrd EUR
- Mai 2010: Securities Markets Programme (SMP) Ankauf von privaten und öffentlichen Wertpapieren in nicht ex ante begrenzter Höhe. Derzeit ca. 80 Mrd EUR

Warum halten Zentralbanken Staatsanleihen in „normalen Zeiten“?

Konsolidierte Bilanz der Fed 2006

	Aktiva		Passiva	
- Staatsanleihen als Gegenposition zur Banknotenemission	Gold, SDR	13,2	Banknoten	783,0
- Outright: Struktureller Liquiditätsbedarf (Fed und BoJ)	Float	3,5	Regierungsguthaben	4,7
- Alternative: Sicherheiten in Repogeschäften (vor allem Eurosystem)	andere Aktiva	32,3	Kapital, andere Passiva	67,0
- Vorteil: Sicher, liquide (Preisverzerrungen minimieren)	US govt securities	783,6	Guthaben der Banken	18,7
	Repos	40,8		
	Diskontfenster	0		
	Gesamt	873,4	Gesamt	873,4

EZB Bilanz 2006

Aktiva		Passiva	
Gold und Fremdwahrung	319,0	Banknoten	628,2
Other assets	372,7	Sonstige Passiva	282,0
		Kapital	66,2
Short-term OMOs	330,5		
Long-term OMOs	120,0		
Bonds	7,8	Guthaben der Banken	173,5
Standing facility	0,01	Standing facility	0,1
Gesamt	1150,0	Gesamt	1150,0

Warum kaufen Zentralbanken jetzt Staatsanleihen (und andere Wertpapiere)?

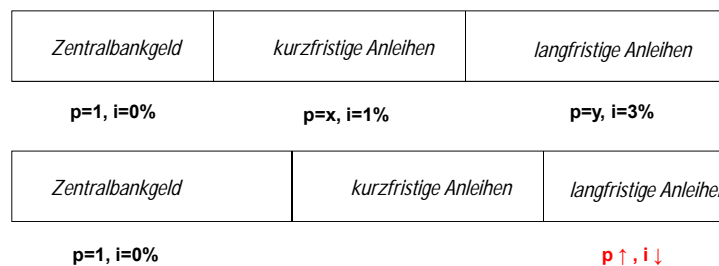
- Nominalzins kann nicht unter Null fallen → Limit für Geldpolitik
- Problematisch bei niedrigen Inflations- bzw. Deflationserwartungen

Realzins = risikofreier Nominalzins + Risikoprämie – erwartete Preisänderung

- Beeinflussung der Inflationserwartungen
- Beeinflussung der längerfristigen, risikofreien Nominalzinsen
- Beeinflussung der Risikoprämien

→ Ankauf von Wertpapieren wird Mittel der Geldpolitik (nicht mehr nur Gegenstück der Banknotenemission)

Wie wirken Wertpapierankäufe? „Portfolio-balance-channel“



- Änderung in der Zusammensetzung des Portfolios → Preise müssen sich anpassen
- Wirksamkeit hängt an imperfekter Substituierbarkeit. Politik auch durch Treasury durchführbar
- Herausforderungen für Zentralbanken: Steuerbarkeit, Kalibrierung, Verlustrisiko

Wertpapierankaufsprogramme: selbes Instrument – unterschiedliche Zielsetzungen

Federal Reserve System:

- **Quantitative Easing I: Hypothekendarlehen**
 - Reduktion der Risikoprämien auf Hypothekendarlehen
- **Quantitative Easing II: Staatsanleihen**
 - Reduktion term premium im risikofreien Zinssatz (QE2)

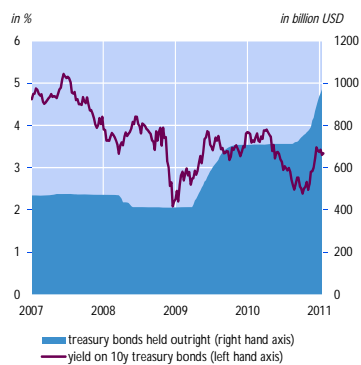
EZB:

- **Covered Bonds Purchase Programme**
 - Reduktion der Risikoprämien auf Pfandbriefe
- **Securities Markets Programme**
 - Wiederherstellung geordneter Marktverhältnisse
 - Nicht Ausweitung der Geldmenge (Ankäufe werden voll sterilisiert)
 - Nicht risikofreier Zinssatz (ansonsten müssten Bundesanleihen gekauft werden)

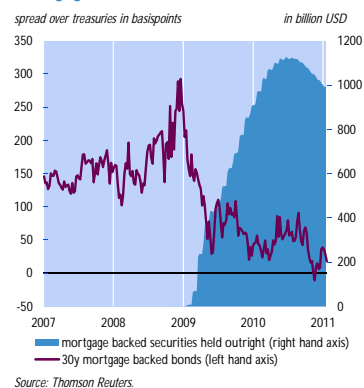
7

Wertpapierkäufe der Fed und Renditen: Staatsanleihen und Hypothekar-unterlegte Wertpapiere

Treasuries



Mortgage-backed securities



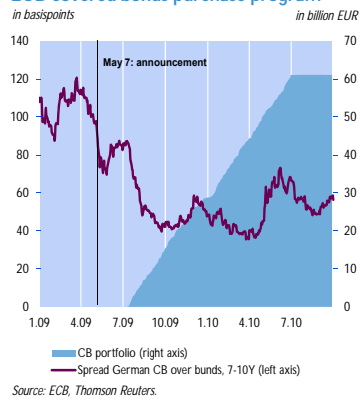
7 <<path=G:\VOWA\MONETAER\JOBST\MONITOR; fnam=BILANZ Fed.xlsx; sheet=gr QE2 treasuries; created=04.03.2011 10:50:06 von JOBST; shape=Picture 6>>

<<path=G:\VOWA\MONETAER\JOBST\MONITOR; fnam=BILANZ Fed.xlsx; sheet=gr QE1 MBS; created=04.03.2011 10:50:16 von JOBST; shape=Picture 7>>

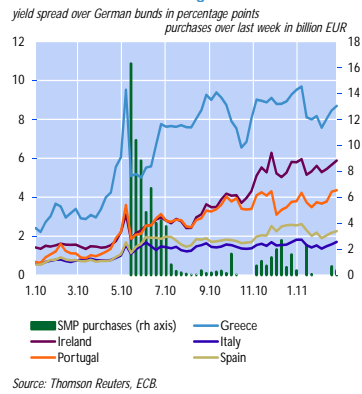
; 04.03.2011

Wertpapierankäufe des Eurosystems und Renditen: Pfandbriefe, Staatsanleihen

ECB covered bonds purchase program



Securities Markets Programme



Finanzierungskosten des privaten Sektors folgen den Leitzinsen weitgehend – funktionierende Zinsweitergabe

Bank lending rates in the Euro Area

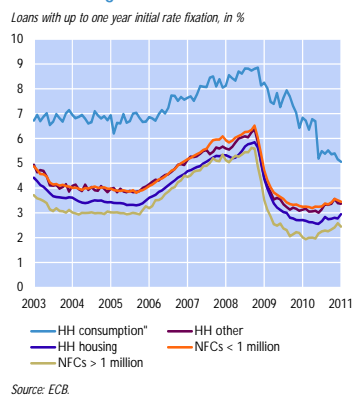
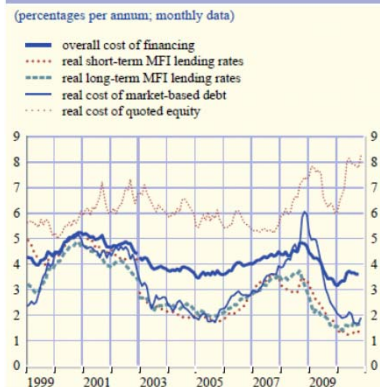


Chart 28 Real cost of the external financing of euro area non-financial corporations



Folie 37

- 8 <<path=Z:\Abteilungen\VOWA\MONETAER\JOBST\MONITOR; fnam=BILANZ eurosistem.xlsx; sheet=Diagramm2; created=04.03.2011 11:47:03 von JOBST; shape=Picture 6>>
- <<path=Z:\Abteilungen\HVW\GPB_Statistik\Geldmarkt-ZBLiquidität; fnam=I Ausstehende Tender.xlsx; sheet=gr effects CBPP en; created=04.03.2011 14:04:46 von JOBST; shape=Picture 7>>
- ; 04.03.2011

Folie 38

- 5 <<path=Z:\Abteilungen\HVW\GPB_Statistik\Euroraum; fnam=III D5a Kundenzinsen.xls; sheet=Diagramm1; created=04.03.2011 14:15:28 von JOBST; shape=Picture 7>>
- ; 04.03.2011

Das Wichtigste auf einen Blick

- Zentralbanken steuern Zinssätze, nicht die Geldmenge.
- Die meisten Zentralbanken halten Staatsanleihen – sichere, liquide Forderungen.
- Krise: Ankauf von Wertpapieren, um Zinsaufschläge zu beeinflussen.

Wann kehrt man zu “Normalmodus” zurück?

- QE (USA), um risikofreie Zinssätze zu senken: Wenn Zinserhöhung nötig erscheint (Inflationsrisiko).
- QE, um Risikoaufschläge zu senken: Wenn Finanzmärkte stabilisiert sind.