

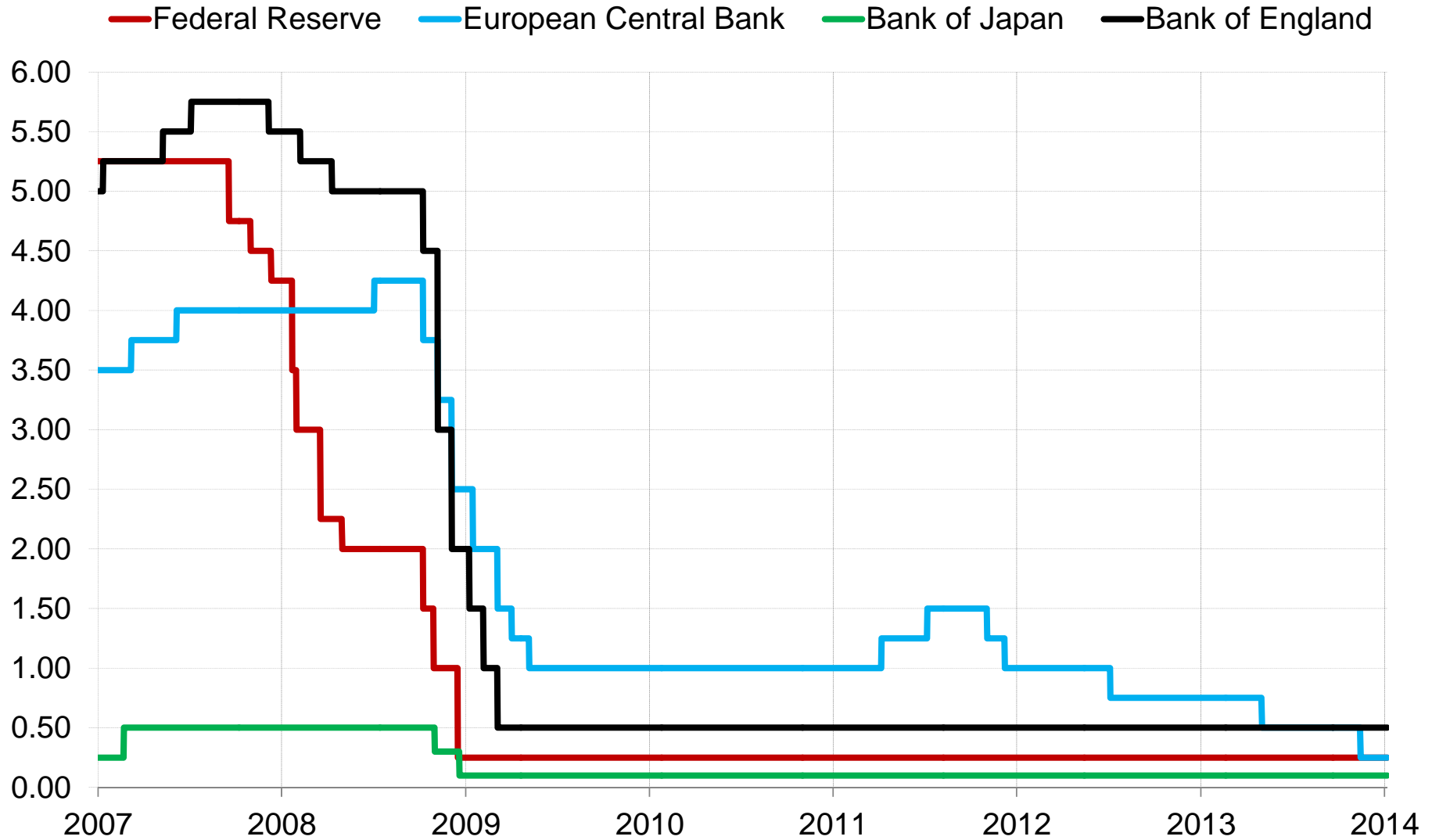
Die Politik der EZB: Rettung oder Gefahr für den Euro?

Jürgen Stark

Institutional Money Kongress

Frankfurt/M. 25.-26. Februar 2014

Leitzinsen

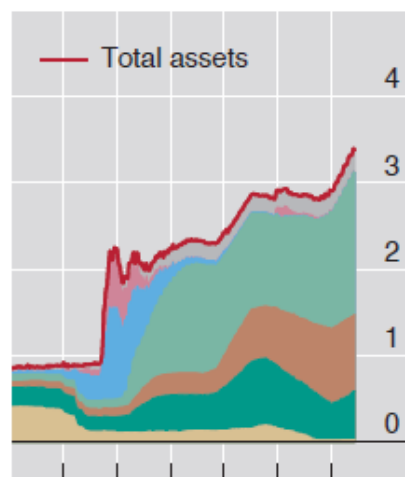


Zentralbankbilanzen

In trillions of respective currency units

Graph VI.3

Federal Reserve



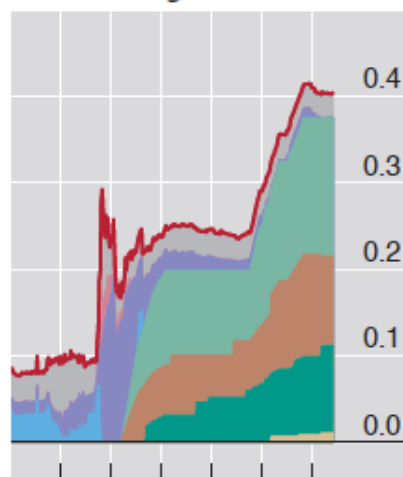
— Total assets

07 08 09 10 11 12 13

Lending²
 FX swap
 Other assets not listed

Securities held outright:³
 ≤ 1 year 5–10 years
 1–5 years > 10 years

Bank of England

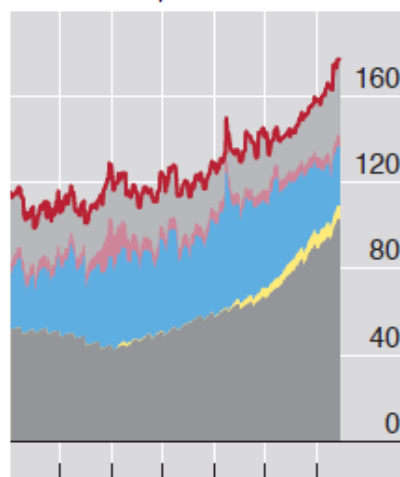


07 08 09 10 11 12 13

Short-term lending⁴
 Longer-term lending⁵
 FX swap
 Other assets not listed

Gilts:⁶
 ≤ 1 year 5–10 years
 1–5 years > 10 years

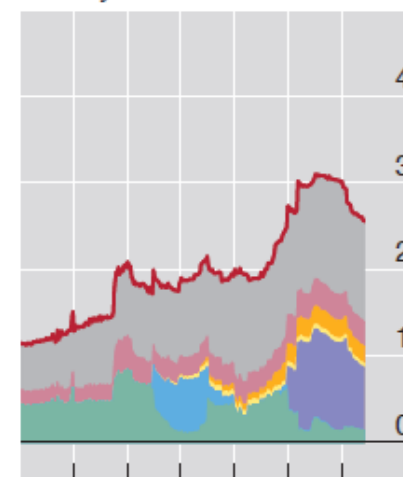
Bank of Japan



07 08 09 10 11 12 13

Lending⁷
 Foreign currency assets⁸
 JGBs⁹
 Private sector assets¹⁰
 Other assets not listed

Eurosystem



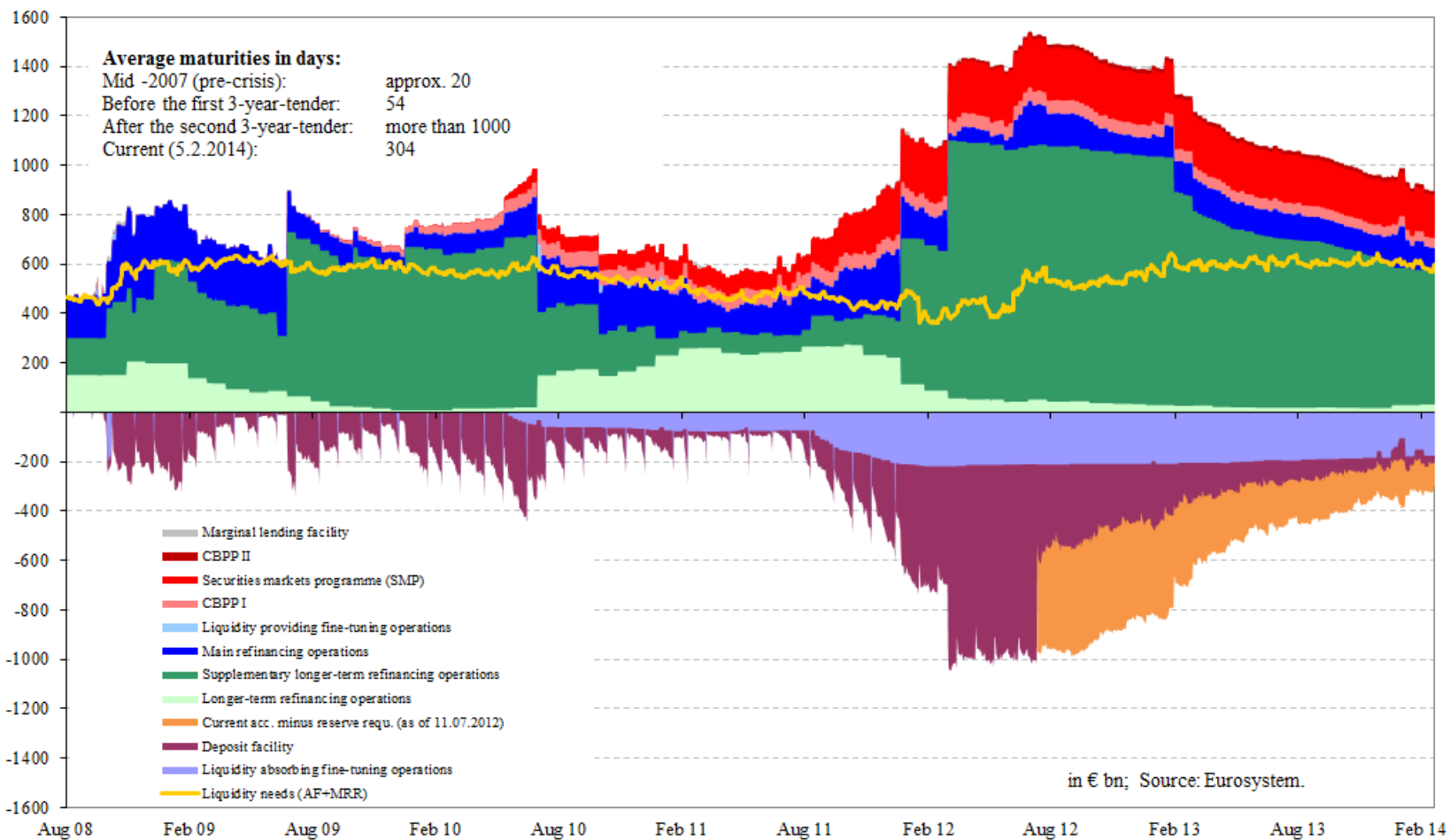
07 08 09 10 11 12 13

Foreign currency assets⁸
 CBPP¹¹ SMP¹²
 Other assets not listed

Repos:
 ≤ 6 months
 1 year
 3 years

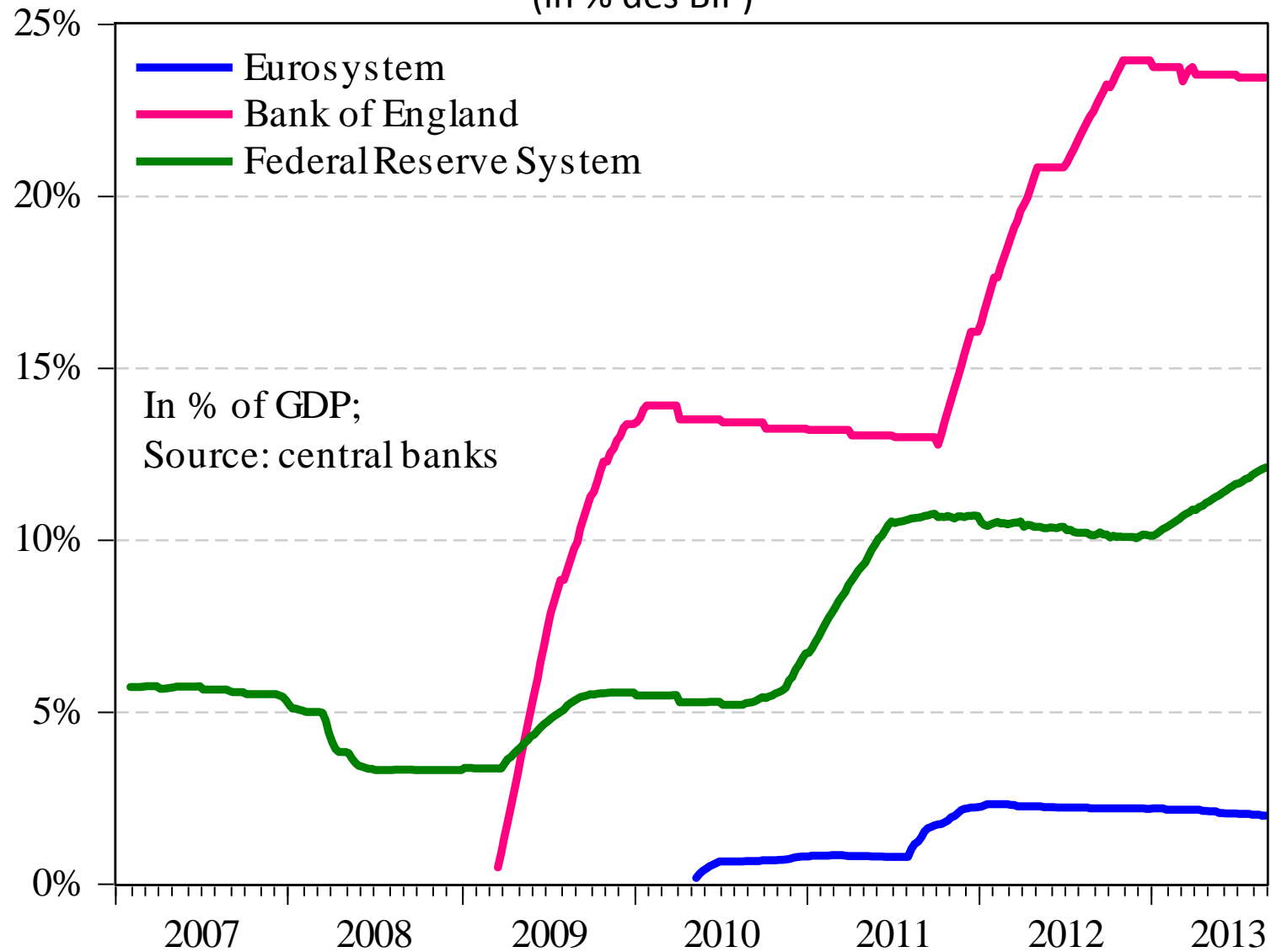
Source: BIS Annual Report 2013

Eurosystem-Operationen



Ankauf von Regierungsanleihen

(in % des BIP)



„Game change“ im Herbst 2012

Marktberuhigung und positive Reaktion auf 2012-Entscheidungen (ERM, SSM, OMTs).

- **Merkels politische Garantie „... at all costs ...“**
- **Draghis operationale Garantie = Draghi put**
„... whatever it takes ...“

„...whatever it takes...“

OMTs = **O**utright **M**onetary **T**ransactions

Zur **Rettung** des € oder einzelner €-Länder?

Zur **Sicherung** der Stabilität des €?

Bedingungen für Interventionen:

- Beteiligung des ESM
- Reformpolitik und Haushaltskonsolidierung
- Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus

OMTs =

Outside the Mandate Transactions?

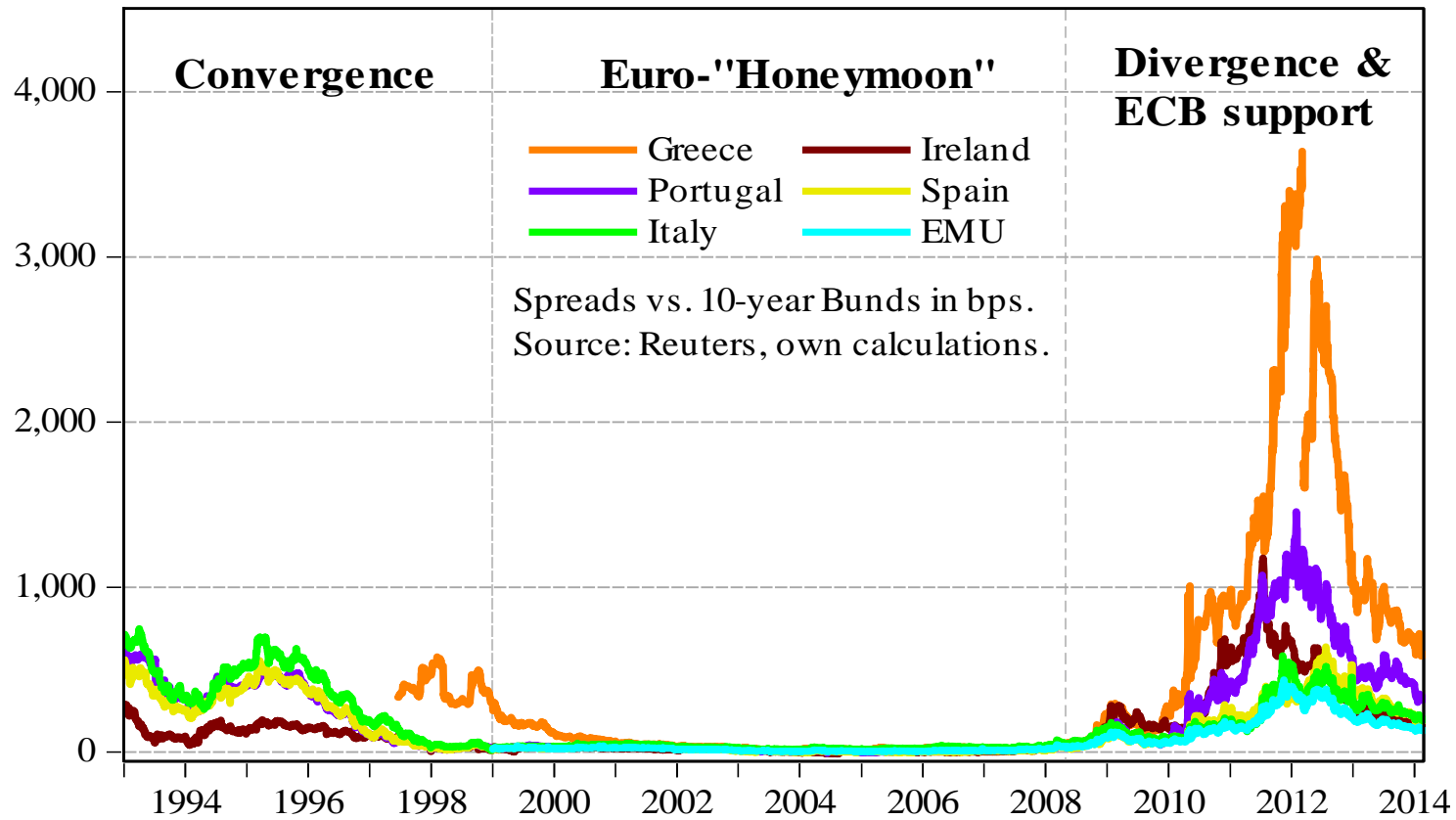
OMTs=Outside the Mandate Transactions

Denn

1. Kein geldpolitisches Instrument für den gesamten €-Raum sowie politische Konditionalität
2. Wesentliches Ziel, Refinanzierungskosten *einzelner* Mitgliedstaaten zu senken (implizite Garantie und Haftung, Verringerung des „Marktdrucks“ auf Regierungen), damit Quasi-Fiskalpolitik
3. Im Konflikt mit Verbot monetärer Staatsfinanzierung
4. Keine demokratische Legitimation/Kontrolle zu politischer Konditionalität und (impliziter) Haftung
5. Kein Recht, über längere Frist die Marktkräfte auszuhebeln
6. Unterminiert die Unabhängigkeit der EZB
7. Erschwert Ausstieg aus nicht-konventionellen Maßnahmen

EMU Sovereign Bond Spreads

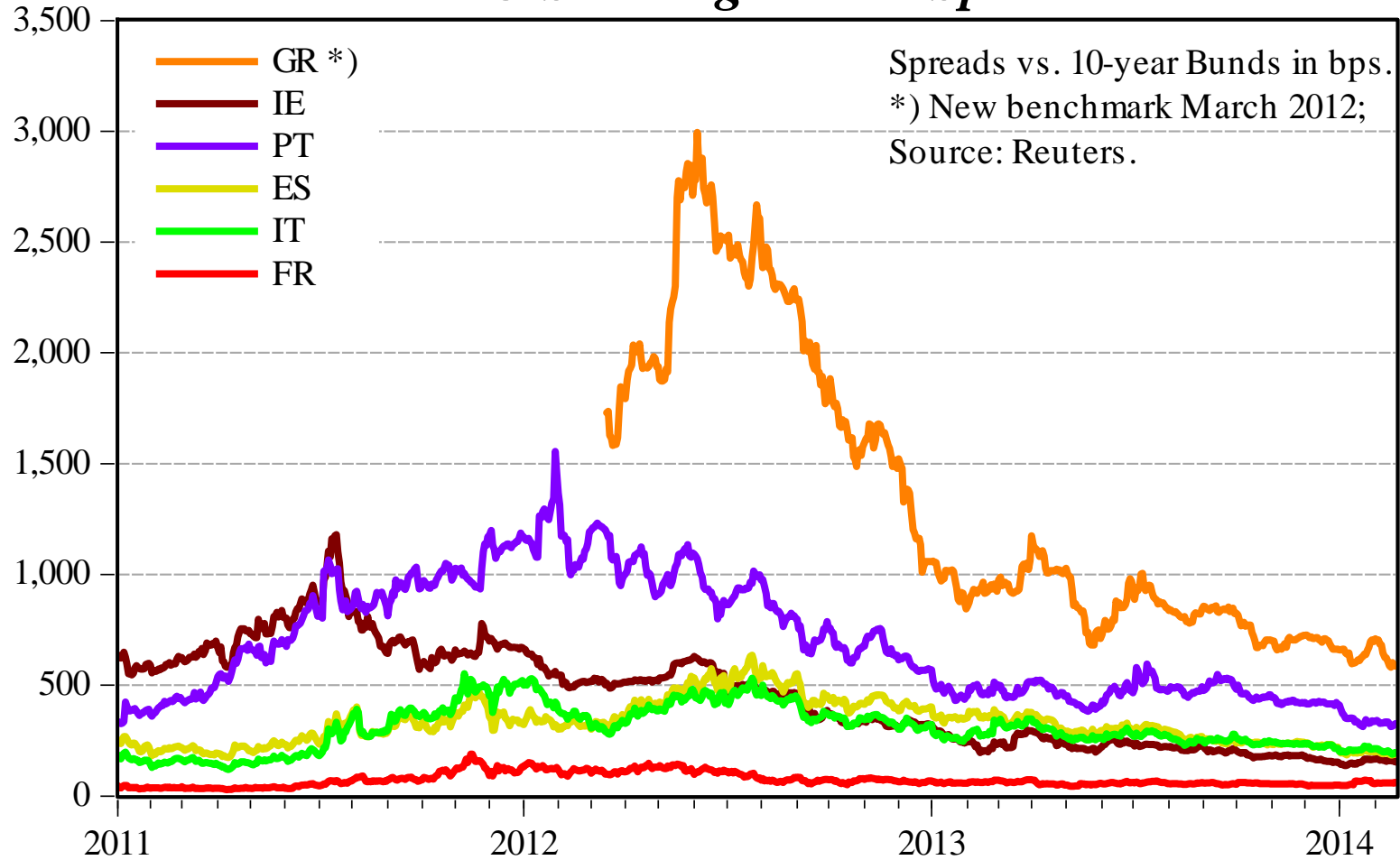
EMU Sovereign Bond Spreads



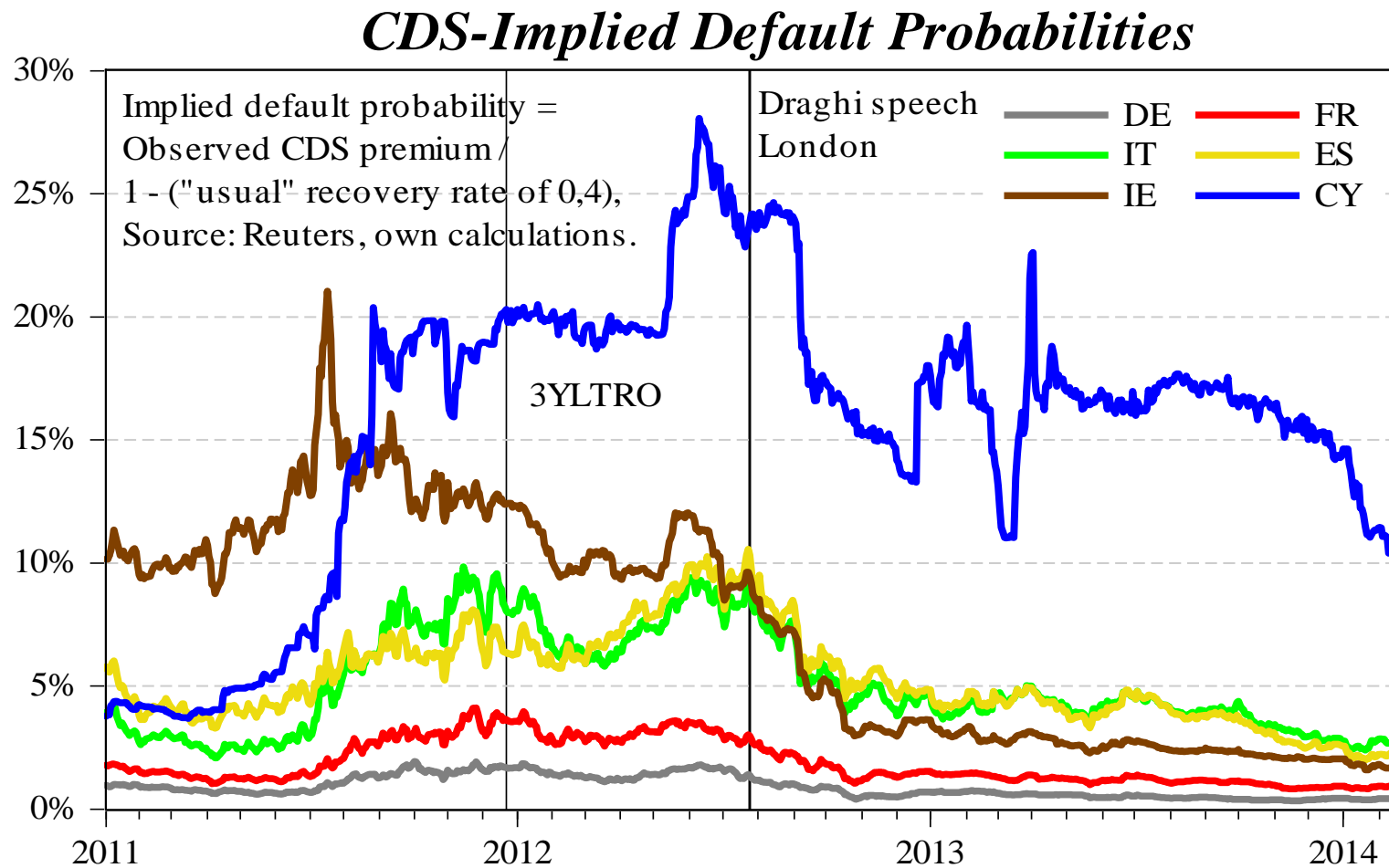
Quelle: Deutsche Bundesbank

EMU Sovereign Bond Spreads

EMU Sovereign Bond Spreads



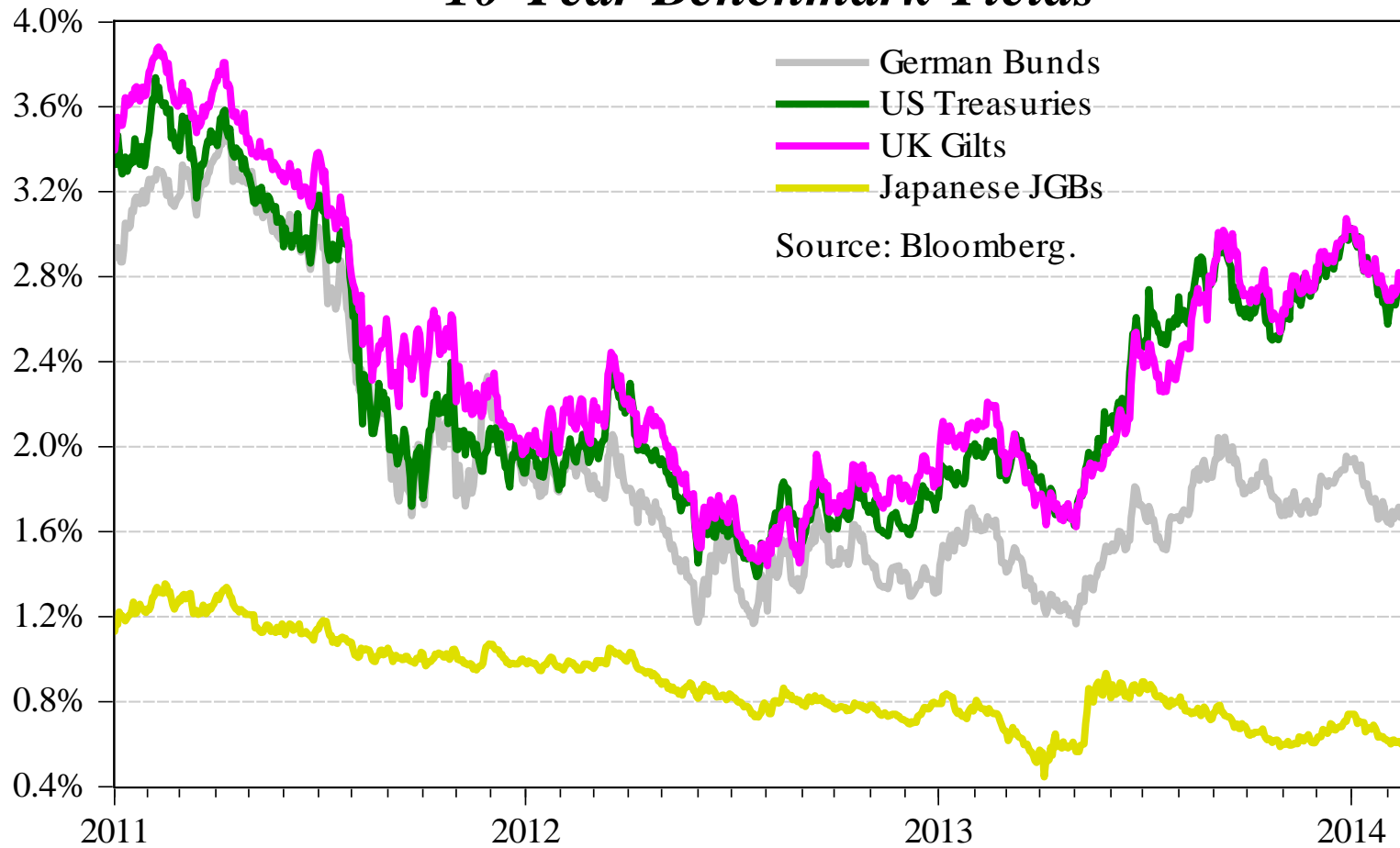
CDS-Implied Default Probabilities



Quelle: Deutsche Bundesbank

10y Benchmark Yields

10-Year Benchmark Yields



Selbstverständnis der EZB im Krisenmanagement

**Als Krisenmanager Retter einzelner €-Länder
(lender of last resort);**

Zusammenhalt des €-Gebiets („whatever ...“)

**EZB einzige funktionierende europäische föderale
Institution mit**

- **der notwendigen Flexibilität,**
- **den finanziellen Ressourcen und**
- **raschen Entscheidungsverfahren.**

Mutation der Krise verändert EZB-Ziele und -Politik

€-System (seit 2010)

- **Quasi-Fiskalpolitik**: Insolvenzgefahr einzelner Länder
- **Liquidität** für (angeschlagene) Bankensysteme in der Peripherie (plus ELA); Beihilfefragen
- **Bankenaufsicht** (SSM)
- **Geldpolitische Annäherung** an angelsächsischen Ansatz (Terminologie: „whatever ...“; „forward guidance“, „reaction function“)

(Instrumente: u.a. SMP, 3-Jahres-LTROs; OMTs, „forward guidance“)

Ziel geldpolitischen Handelns hat sich **geändert**

„Angelsächsische“ Zentralbanken (seit 2009):

Nachfragesteuerung basierend auf keynesianischer Erklärung der schwachen wirtschaftlichen Erholung – zu hoher Realzins; (*Instrumente u.a.: LSAPs/QE, „forward guidance“ (Fed, BoE)*)

Frage: säkulare/strukturelle Veränderungen oder konjunkturelle Schwäche?

... damit Probleme gelöst?

- Wiederherstellen des **Vertrauens**?
- Solidität der **Staatsfinanzen**?
- Solidität des **Bankensektors**?
- **Strukturreformen/Wettbewerbsfähigkeit**?
- **Bilanzkorrekturen**?
-?
-?

Gab es Alternativen zur EZB-Politik ...

... zur Vermeidung

- von **Ansteckungseffekten** (2010)?
- der **Insolvenz**/dem **Ausstieg** aus der WWU einzelner Länder (2010/2011)?
- des **Auseinanderbrechens** der WWU (2012)?

Das **Counterfactual** kennen wir nicht, aber ...

„Unintended Consequences...“

der Null-Zins-Politik und der Liquiditätsschwemme gewinnen an Bedeutung, u.a.:

1. Zins verliert Lenkungsfunktion: Verzerrende Effekte mit Fehlallokation von Ressourcen
2. Fehlanreize für Interbankenmarkt
3. Kalte Enteignung der Sparer
4. Risiko für Altersvorsorge (u.a. Lebensversicherungen)
5. Verzögertes Deleveraging und Strukturanpassung („Zombies“)
6. Verringerter Druck auf Regierungen zur Sanierung öffentlicher Finanzen und zu Strukturreformen (moral hazard)
7. Risiko neuer Marktübertreibungen und Krisen
8. Internationale spillover-Effekte

„Forward Guidance“ und Exit

- „Forward guidance“ = fortgesetzte **Niedrigzinspolitik** in 2014, 2015 und (?)
- „Tapering“ der **FED** bedeutet nicht Sofort-Exit von niedrigen Leitzinsen (langfr. Zinsen bleiben im Visier der Zentralbanken; s. Bilanzstrukturen)
- Exit von **EZB**-Operationen in weiter Ferne
- EZB wird **Segmentierung** der Finanzmärkte und **Heterogenität** der wirtschaftlichen Performance berücksichtigen (Einheitlichkeit der Geldpolitik? Mandat und Unabhängigkeit??)

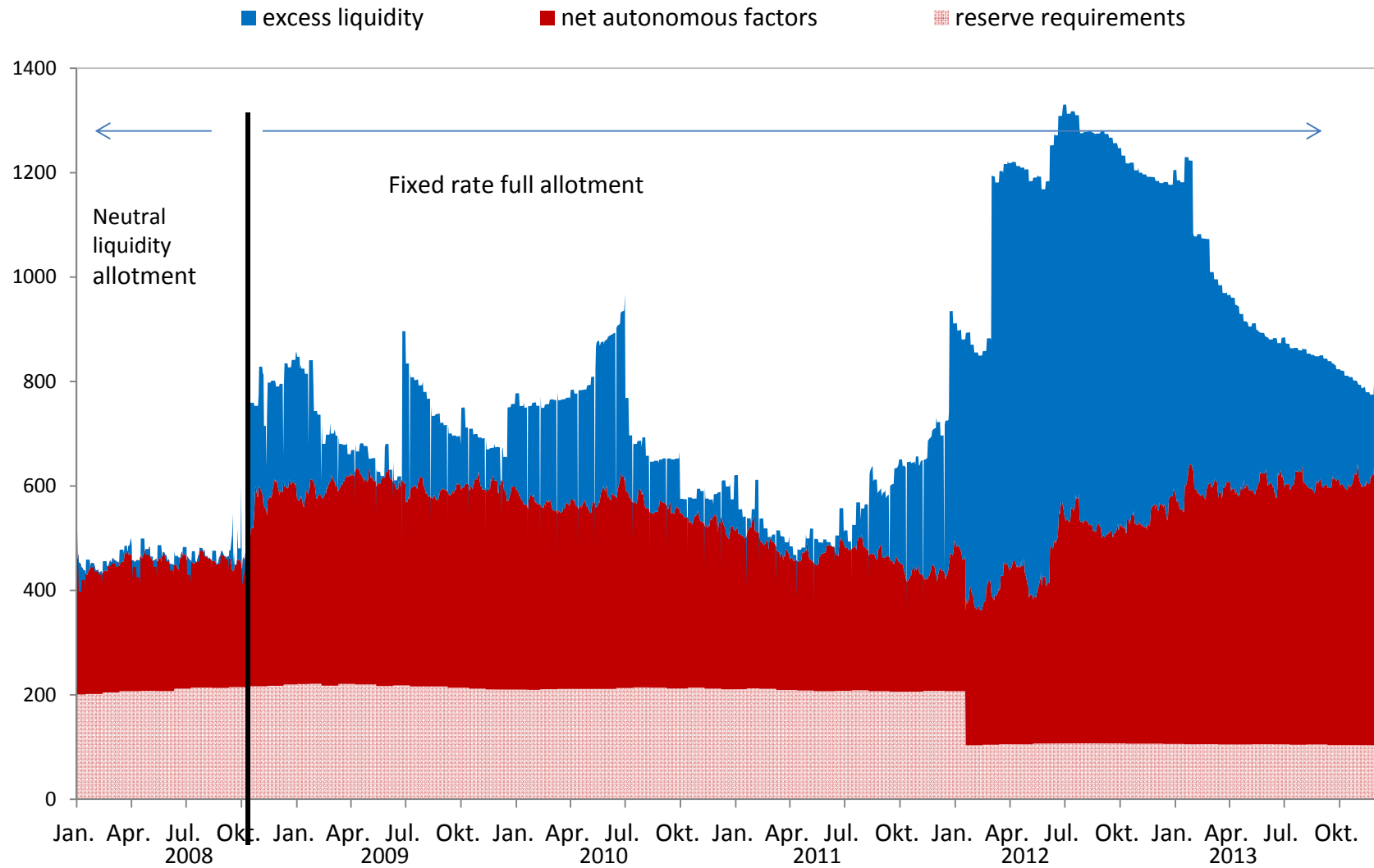
Does one size fit all?

(Einheitlichkeit der Geldpolitik)

- Wirtschaftliche **Heterogenität** und finanzielle **Fragmentierung** des Eurogebiets
- **Deflationsgefahr** oder **Disinflation** – Anpassung relativer Preise?
- **Regionale** geldpolitische **Differenzierung** oder teilweise **Re-Nationalisierung**:
 - Regionaler Einsatz OMTs
 - Sicherheiten-Pool national differenziert
 - ELA-Operationen der nationalen Zentralbanken

Keine Einheitlichkeit der Geldpolitik mehr

Liquiditätsbedarf der €-Bankensysteme



What Next?

Neben „**forward guidance**“ sind Maßnahmen zur Unterstützung von Regierungen, der Kreditvergabe durch Banken und zur Abwehr möglicher **Deflationsgefahren** sowie zur Korrektur des Anstiegs der Kurzfristzinsen denkbar (u.a.):

- Weitere Zinssenkung (u.a. negativer Einlagensatz)
- Weitere (konditionierte) langfristige Liquiditätsoperation(en)/funding for lending
- Aktivierung der OMTs; QE?
- Ankauf anderer Anlagepapiere

Aber:

- ***Aktionismus vs. Effektivität?***
- ***Unintended consequences*** bleiben unbeachtet; Konzentration auf kurzfristige Resultate.

Zusammenfassung

Politik der EZB:

Rettung oder Gefahr für den Euro?

„Wo aber Gefahr ist, wächst das Rettende auch“.

(Friedrich Hölderlin: Patmos)

Ist das „Rettende“ dauerhaft oder nur Zeitgewinn und führt die kurzfristige „Rettung“ zu neuen Gefahren?

1. EZB hat nicht den Euro gerettet, sondern (kurzfristig) den **Zusammenhalt des €-Gebiets** gesichert, indem sie über ihr **Mandat** hinausgehend **Zeit gekauft** hat. Diese Zeit wurde nicht überall „weise“ genutzt (BIS), sondern hat notwendige Anpassungen in den Mitgliedstaaten verzögert.
2. EZB hat Funktionen übernommen, die falsche Sicherheit suggerieren, zu Interessenkonflikten führen und sie überfordern werden. Sie ist zu einem „**politischen Spieler**“ geworden und hat an politischer **Unabhängigkeit eingebüßt**. Dies geht längerfristig zu Lasten ihres Kernmandats.
3. Die potenziellen längerfristigen Folgen kurzfristig ausgerichteter Zentralbank-Politik (nicht nur der EZB) bleiben unberücksichtigt und können zu erheblichen Marktverzerrungen sowie zu neuen Krisen führen.