



Paradigmenwechsel in der Geldpolitik

Jürgen Stark

27. Universitäts-Seminar

Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik

20. – 21. April 2018

Ausbildungszentrum Deutsche Bundesbank, Eltville

1. Kurze Historie:

Rolle und Mandat der Zentralbanken

2. Paradigmenwechsel nach der „Great Inflation“ (Unabhängigkeit, enges Mandat)

3. Krisenmanagement der Zentralbanken ab 2008

4. Erneuter Paradigmenwechsel

Neuer Status – erweitertes Mandat – neue Normalität

EZB: Neue Strategie

1. Kurze Historie: Rolle und Mandat der Zentralbanken

Veränderungen der Rolle und des Mandats der National-/Zentralbanken reflektieren politische, wirtschaftliche und gesellschaftliche Veränderungen sowie verschiedene monetäre Systeme

1656: Sveriges Riksbank

1694: Bank of England

1800: Banque de France

1876: Deutsche Reichsbank

1882: Bank of Japan

1893: Banca d'Italia

1913: Federal Reserve

1948: Bank deutscher Länder, 1958: Deutsche Bundesbank

1998: Europäische Zentralbank

2. PARADIGMENWECHSEL NACH DER „GREAT INFLATION“-PHASE

Post Bretton Woods-Phase

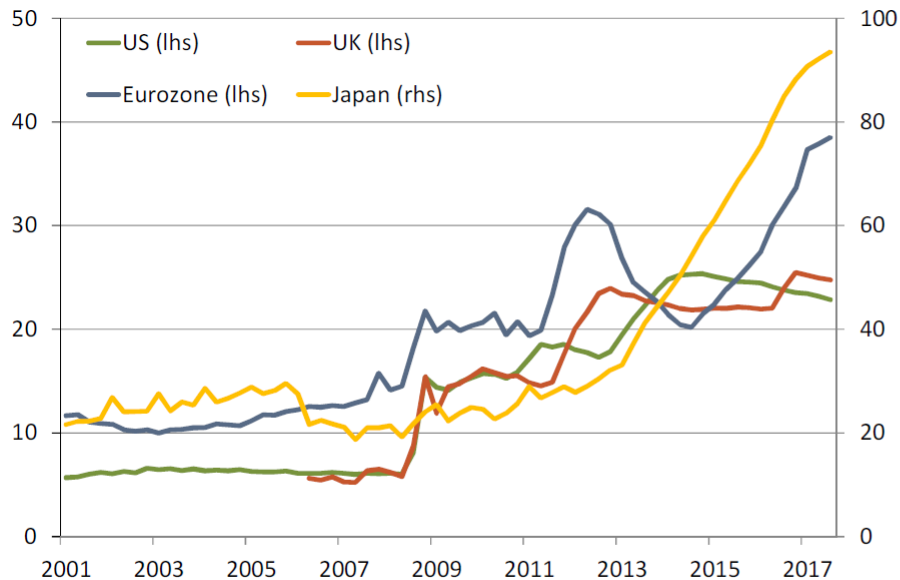
- **Geldpolitik vernachlässigte Preisstabilität**, indem **regierungsabhängige Zentralbanken** andere Ziele verfolgten
- **Stagflation** in 1970er Jahren: Hoch-Inflationsphase ging Hand in Hand mit schwachem wirtschaftlichen Wachstum
- **Konsequenzen** in späten 1980er und 1990er Jahren:
 - **Paradigmenwechsel von fiskalischer zu monetärer Dominanz**
„Entpolitisierung“ der Zentralbanken und der Geldpolitik
 - **Unabhängige Zentralbanken** überwiegend mit engem Mandat:
Preisstabilität/niedrige Inflation („inflation targeting“) und
 - **als Vertrauens-„Anker“** jeweiliger Währungen

Von „Great Inflation“ zu „Great Moderation“

3. KRISENMANAGEMENT AB 2008

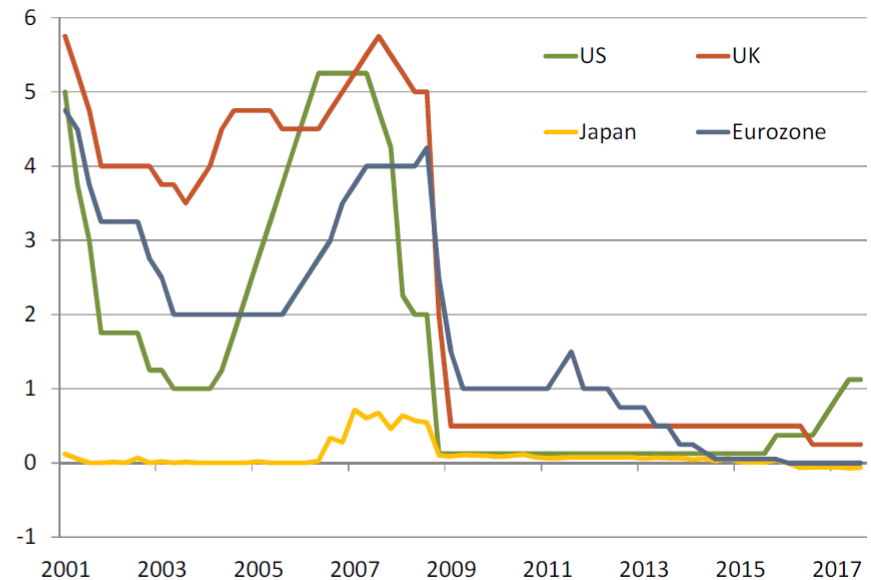
Zentralbanken im Krisenmodus

Bilanzen (% des BIP)



Quarterly data. Source: Federal Reserve Board, ECB, BoE, BoJ.

Leitzinsen (%)



Quarterly data. US Fed Target Rate, ECB main refi rate, BoE Bank Rate, BoJ Overnight Call Rate. Source: US Fed, ECB, BoE, BoJ.

Veränderte Bedeutung des Zinssatzes?

Konventionell - Preis für Zeitpräferenz:

- Koordinierung von Spar- und Investitionsentscheidungen
- Signal- und Steuerungsfunktion
- Struktur des Kapitalstocks und der Produktion
- Reflektiert in allen anderen Preisen

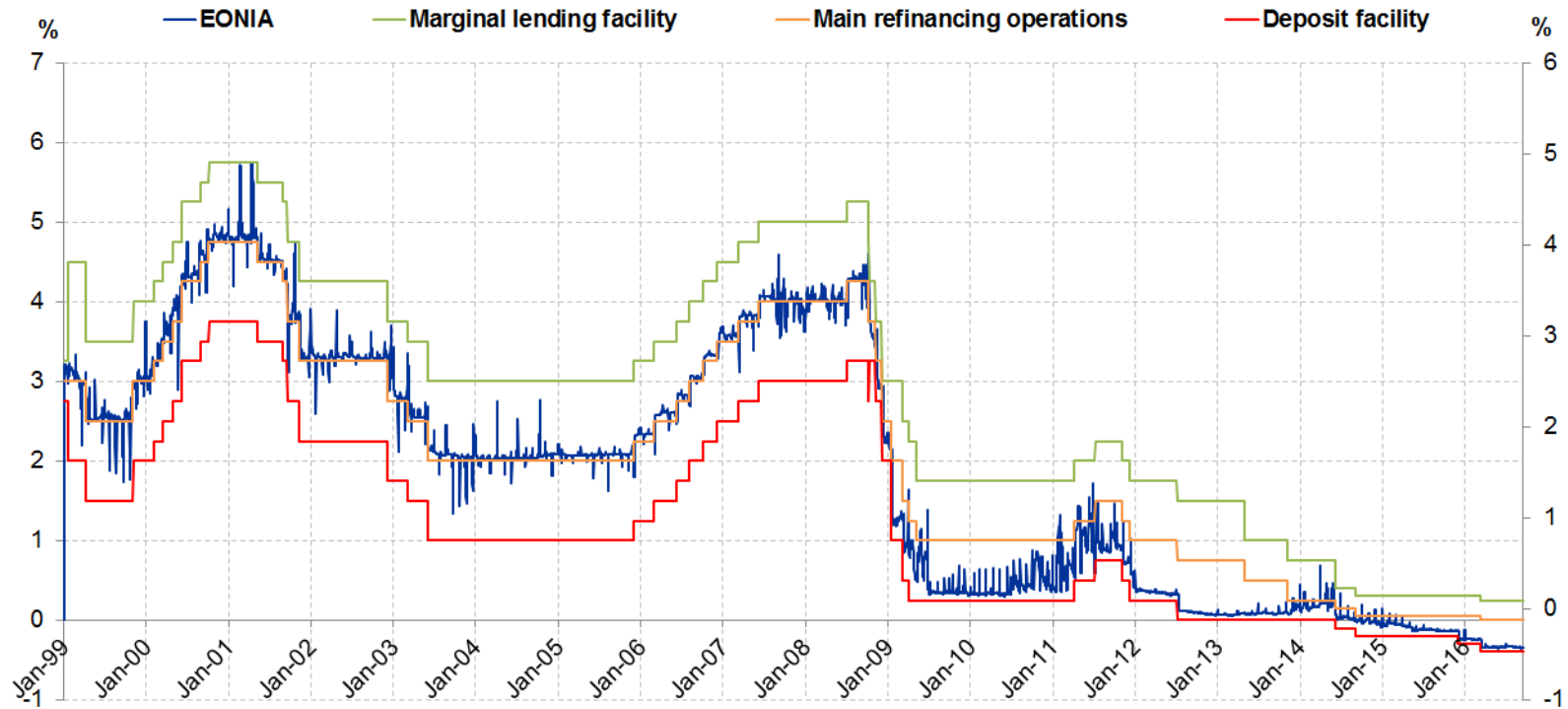
Langfristige Neutralität des Geldes

„Mainstream“:

Zusätzliches Instrument zur *kurzfristigen* Steuerung der Gesamtnachfrage

Philips-Curve

EZB Zinskorridor: ZLB



Innovationen und Experimente seit 2010

(Beispiel EZB)

SMP (2010) – OMT (2012)

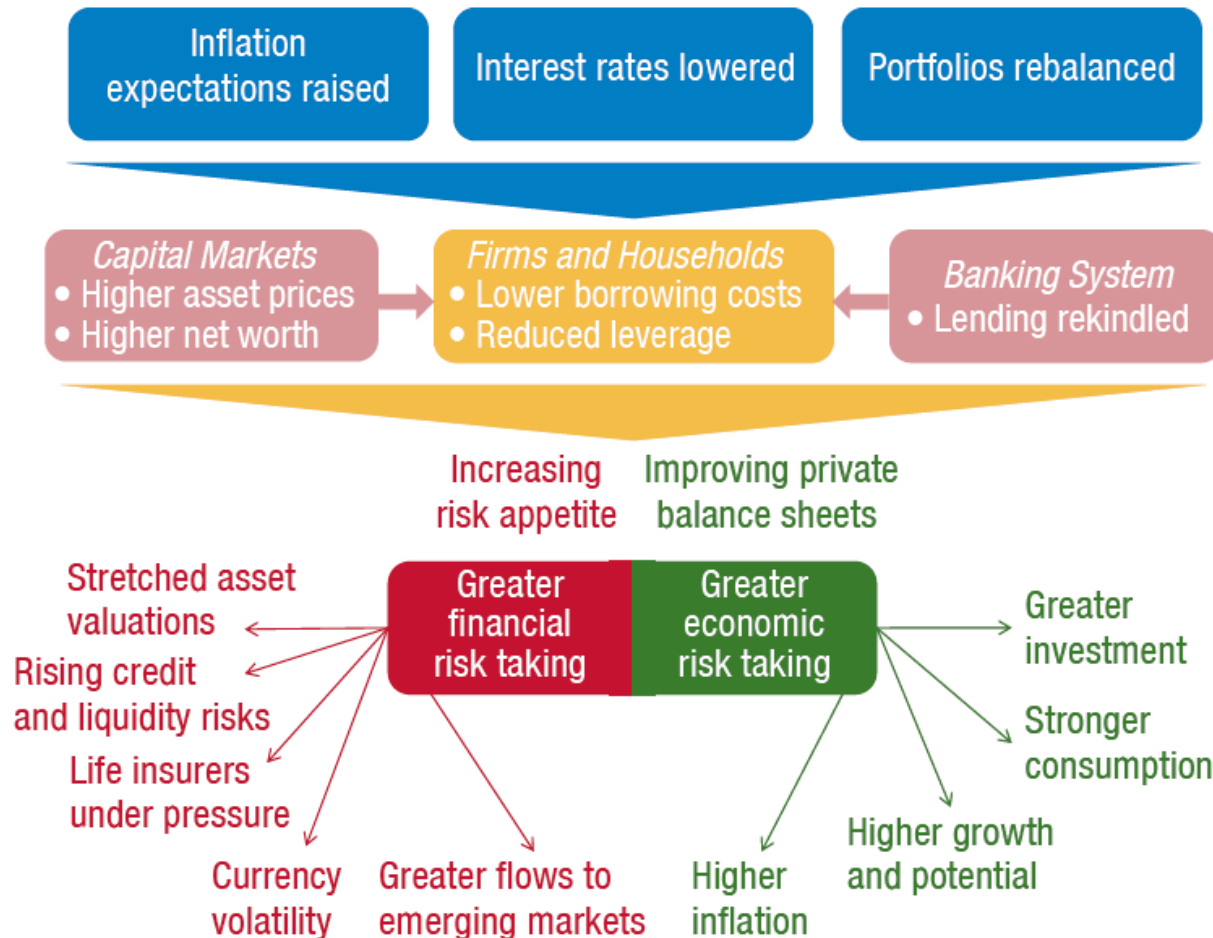
QE mit EAPP (2015) = Expanded Asset Purchase programme
(CBPP, ABSPP, PSPP, CSPP) plus TLTROs – NIRP (2014)

QE-“Theorie” (ex-post), wenn nominale Zinsuntergrenze (ZLB) erreicht:

- Kurzfristige Zinsen für länger niedrig halten, als Märkte erwarten
- Bilanzvolumen der Zentralbank ausweiten
- Bilanzstruktur der Zentralbank ändern, um relatives Angebot von Anleihen zu verändern, d.h. **Portfolio-Reallokation** zugunsten riskanter Anlagen
- Ergänzt durch „forward guidance“

Nachrichtlich US-Fed: UMP=LSAP; BoJ: QQE

QE - Wirkungskanäle



Source: IMF staff.

EAPP Bestände

Eurosystem holdings under the expanded asset purchase programme

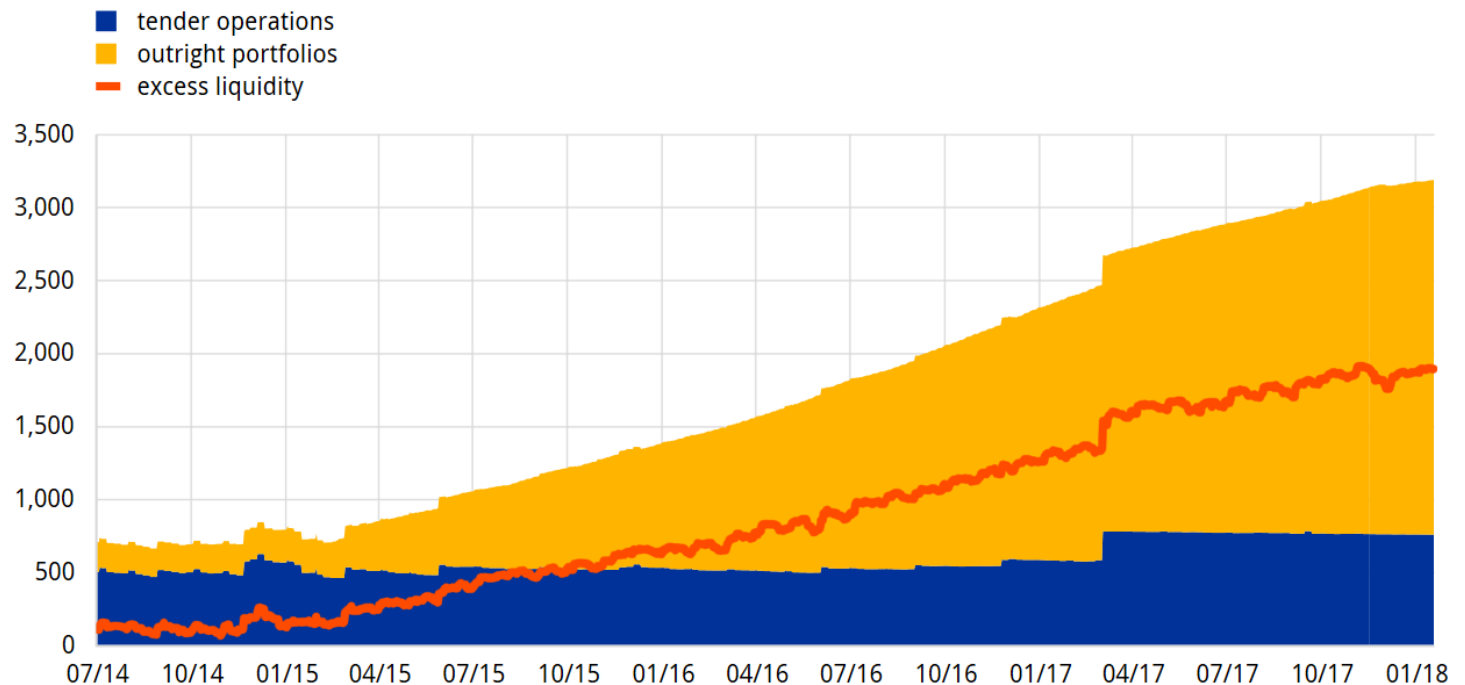
Changes of holdings (last two months)	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Holdings* February 2018	25,186	247,104	142,680	1,931,470	2,346,440
Monthly net purchases	816	2,897	6,403	20,774	30,890
Quarter-end amortisation adjustment	-9	-550	-381	-7,230	-8,170
Holdings* March 2018	25,994	249,452	148,702	1,945,014	2,369,162

*At amortised cost, in euro million, at month end.

Figures may not add up due to rounding. Figures are preliminary and may be subject to revision.

Quelle: EZB

EZB-Marktoperationen und Überschuss-Liquidität (Mrd EUR)



Source: ECB.

4. ERNEUTER PARADIGMENWECHSEL STATUS, MANDAT, „NEUE NORMALITÄT“ NEUE STRATEGIE: BEISPIEL EZB

Erneuter Paradigmenwechsel

- **Neue Aufgaben** für Zentralbanken
 - Finanzstabilität
 - Bankenaufsicht
- **Lolr-Funktion** für Regierungen/Staaten
- **Zentralbanken als „political players“**
- **Zuständigkeiten** zwischen Regierungen und Zentralbanken verwischt
- **Gefährdung/Verlust der Unabhängigkeit**

„Krise bedingt Verwischen der Zuständigkeiten und enge Kooperation zwischen Regierung und Zentralbank: das ist wichtig, unvermeidlich, wünschenswert und heilsam.“ (Alan Blinder, 2012)

- **Unabhängigkeit...**
 - ... nur eine kurze Episode?
 - ... nur ein „Schönwetter-Prinzip“?
 - ... wieder herstellbar?
- **Fiskaldominanz**

EZB in der Kritik

- **Mandatsüberschreitung** (seit 2010): **Fiskal-/Wirtschaftspolitik** - **Mehrfachmandat**
- **Aktionismus** suggeriert „Lösung“ der wirtschaftlichen Probleme der Länder des €-Raums
- **Ziel- und Interessenkonflikte**: Geldpolitik – Bankenaufsicht – Finanzstabilität
- **Gegenseitige Abhängigkeiten** EZB – Finanzmärkte – Regierungen
(massive **Marktverzerrung**; **falsche Anreize**!)
= **Fiskaldominanz und Finanzdominanz**
- **QE und NIRP** beruhen auf
 - *unvollkommener Analyse – falscher Diagnose*
 - *ungerechtfertigtem und unverhältnismäßig hohem Mitteleinsatz (inzwischen plus 2,4 Bill €)*
 - *neuausgerichteter kurzfristiger Strategie:*

EZB strikter inflation targeter

Folge: Kurzfristorientierung der Investoren.

- **Kosten** („unbeabsichtigte Folgen“) übersteigen längst den **Nutzen**
- **Zentralbank kann strukturelle wirtschaftliche Probleme nicht lösen**
- **Beschränkung auf das, was eine Zentralbank leisten kann**
- **Preis der „gekauften Zeit“ ist verlorene Zeit!**

Eurosystem: Definition von Preisstabilität und Strategie

*“On 8 May 2003 it (the GovCouncil/JS) **confirmed** the **definition of price stability** as a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of **below 2%**.*

*Price stability is to be maintained over the **medium term**.*

*The Council also **clarified** that, in the pursuit of price stability, it **aims to maintain inflation rates below, but close to, 2% over the medium term**.*

*Furthermore, the Governing Council confirmed that its monetary policy decisions will **continue** to be based on a **comprehensive analysis** of the risks to price stability, comprising an **economic analysis and a monetary analysis**. It thereby retains the **two-pillar approach** to the organisation, assessment and cross-checking of policy-relevant information.”*

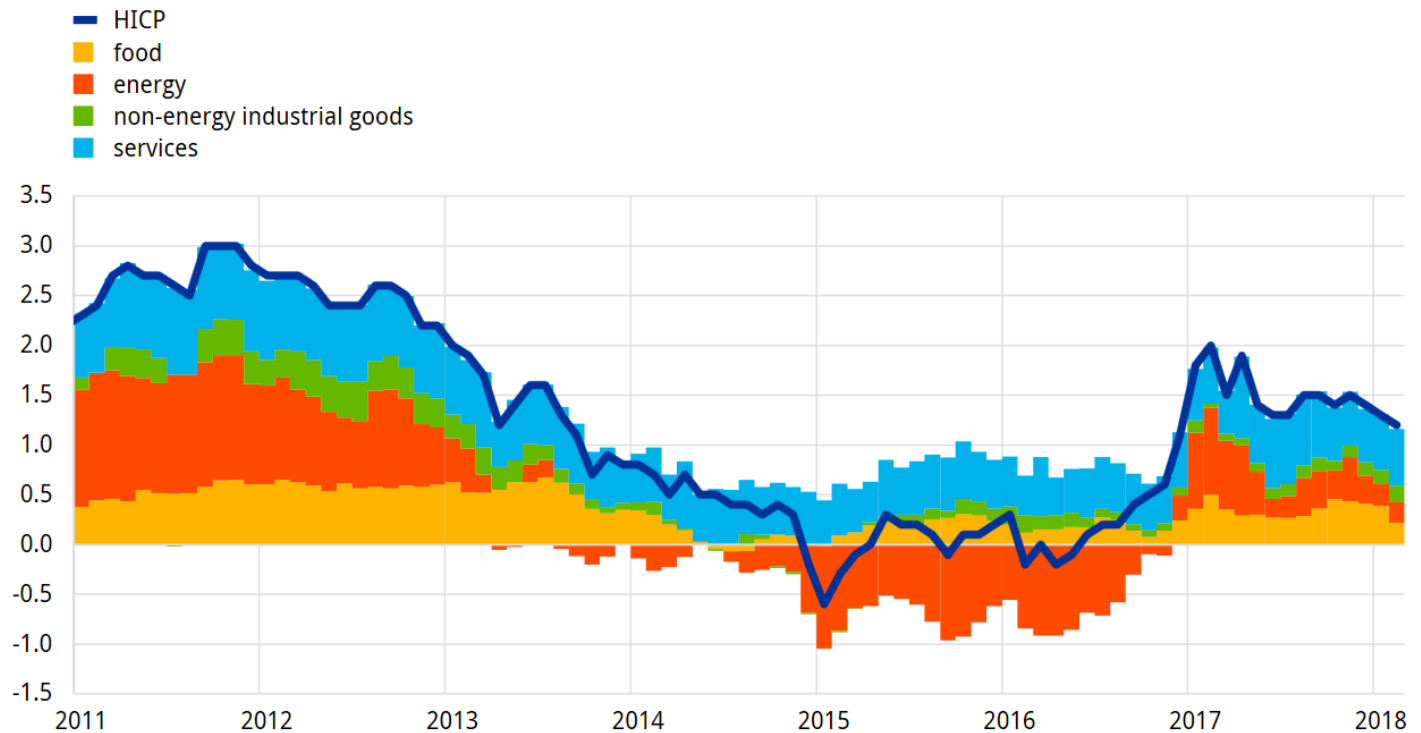
Quelle: ECB Monthly Bulletin, June 2003

Geldpolitische Strategie der EZB



Komponenten/Beiträge zur EA-Inflation (HICP)

(annual percentage changes; percentage point contributions)

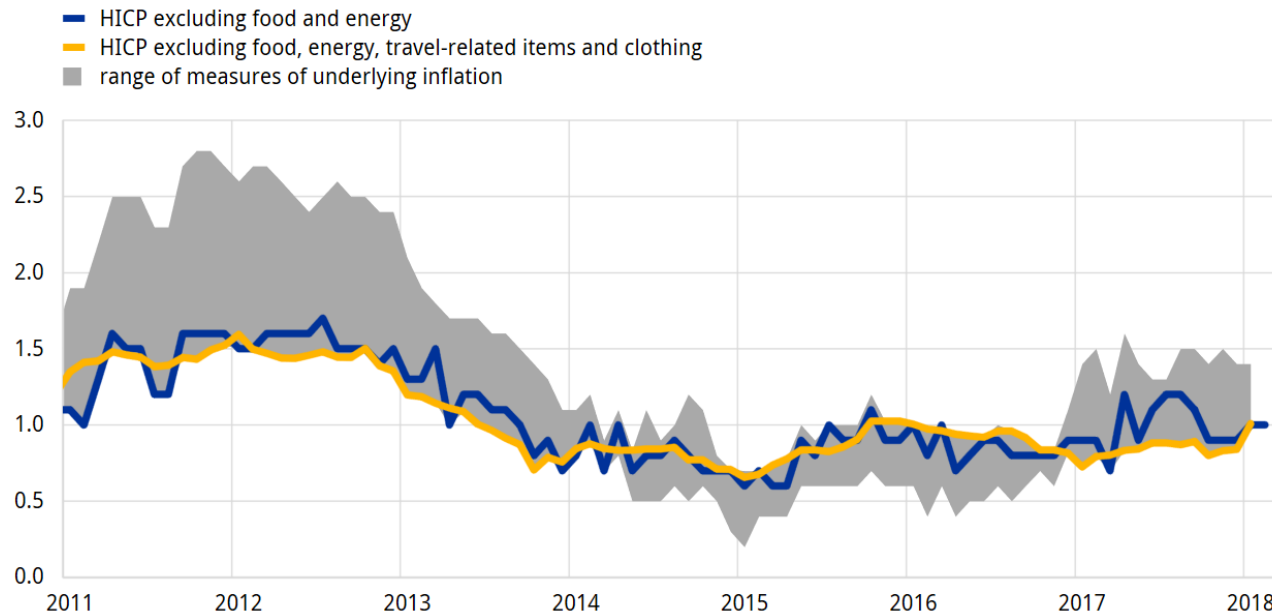


Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: The latest observations are for February 2018 (flash estimates).

„Kern-“Inflationsrate

(annual percentage changes)

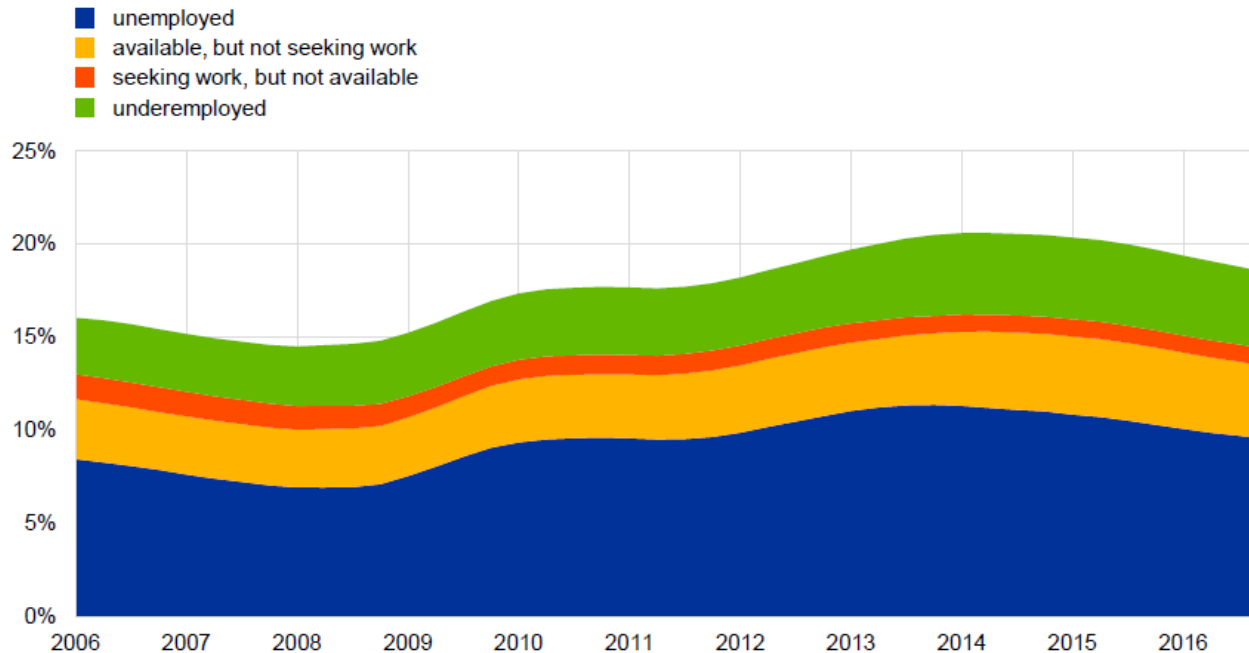


Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The range of underlying measures consists of the following: HICP excluding energy; HICP excluding unprocessed food and energy; HICP excluding food and energy; HICP excluding food, energy, travel-related items and clothing; the 10% trimmed mean; the 30% trimmed mean; and the median of the HICP. The latest observations are for February 2018 (HICP excluding food and energy – flash estimate) and January 2018 (all other measures).

Erweiterte Schätzungen der Unterauslastung des Faktors Arbeit im Euro-Raum

(percentages of the extended labour force, four-quarter moving averages)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: All components are expressed as percentages of the extended labour force (i.e. the active labour force plus those available, but not seeking work and those seeking work, but not available). The latest observations are for the fourth quarter of 2016.

Quelle: ECB Economic Bulletin 3/2017

EZB: Strikter inflation targeter

- **Verengte Interpretation** der Definition von **Preisstabilität** (2003)
- **Kurzfristiges Inflationsziel als Punktziel** ; Versuch der **Feinsteuerung** der Inflationsrate
- Größere Bedeutung der **Stabs-Projektionen**
- **Besonderes Gewicht** auf **Kerninflationsrate, output gap, Unterauslastung des Faktors Arbeit, Philips curve**
- **Veränderte Sprache** (z.B. „*Reaktionsfunktion*“)

Paradigmenwechsel

1. **Zentralbanken** der westlichen Welt sind zu **machtvollen Institutionen** geworden. Kurzfristig sind sie „Helden“ und „Krisengewinner“.
2. Sie haben ein „**riskantes Experiment**“ gestartet (*Martin Feldstein*), dessen Ausgang ungewiss ist.
3. **Gegenseitige Abhängigkeiten** zwischen Finanzmärkten, Staaten und Zentralbanken (**Fiskal-/Finanzdominanz**)
4. Status (Unabhängigkeit), Mandat, operative Instrumente verändert – reflektierend „**neue Normalität**“.
5. Neue „Macht“ mit Übernahme neuer Aufgaben führt zu **Ziel- und Interessenkonflikten**.
6. **Überfordern die Zentralbanken.**

Fed

ECB

Monetary policy in the dark

BoE

BoJ

Quelle: ifw Kiel