



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK

EUROSYSTEM

Geldpolitik im Wandel: Herausforderungen und Forschungsbedarf

HEINRICH NEISSER LECTURE 2020

Wien, 5. Oktober 2020

Univ.-Prof. Dr. Robert Holzmann, Gouverneur der Oesterreichischen Nationalbank

www.oenb.at



Inhalt und Struktur des Vortrags

1. Inhalt

Welche besonderen analytischen Herausforderungen bringt die aktuelle Situation für die Geldpolitik im Euroraum mit sich?

- Heterogenität im Euroraum
- Interaktion von Geld- und Fiskalpolitik
- Interaktion von Geldpolitik und makro- und mikroprudenziellen Maßnahmen
- Inflationsunterschiede und –messung im Euroraum
- Geldpolitik und Wechselkurse

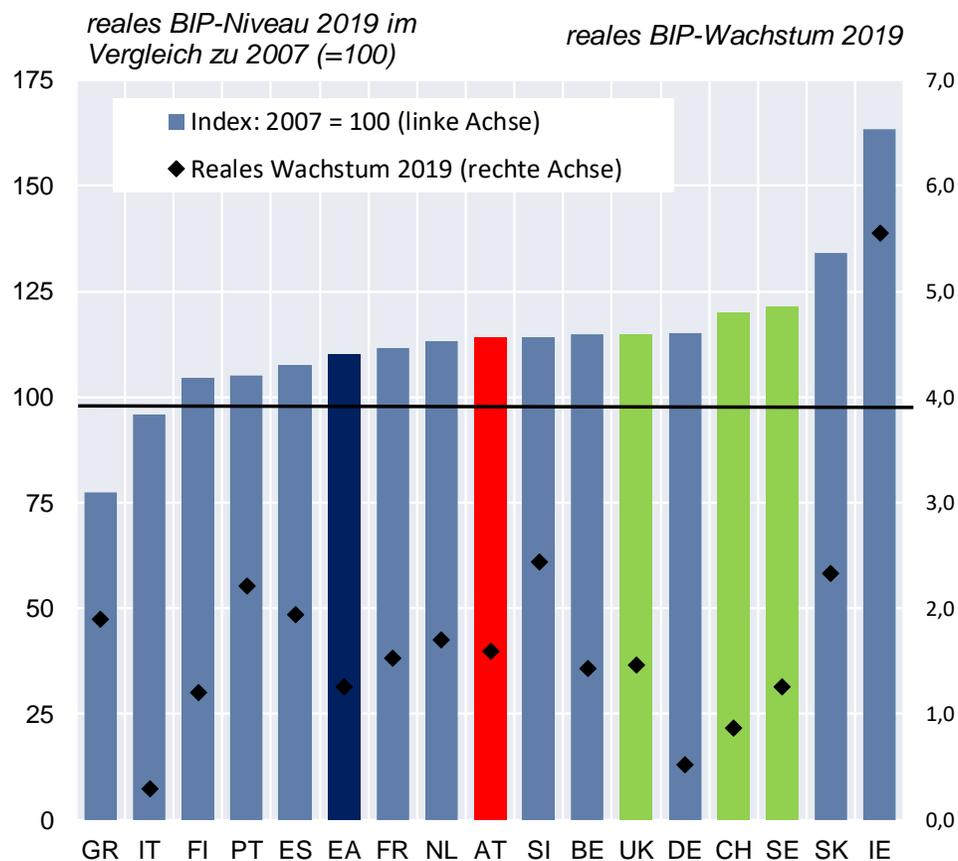
2. Struktur

- A. Vorstellung des Kontexts der genannten Herausforderungen
- B. Ableitung konkreter Fragestellungen, die aus heutiger Sicht der OeNB Forschungsprioritäten darstellen

Heterogenität im Euroraum

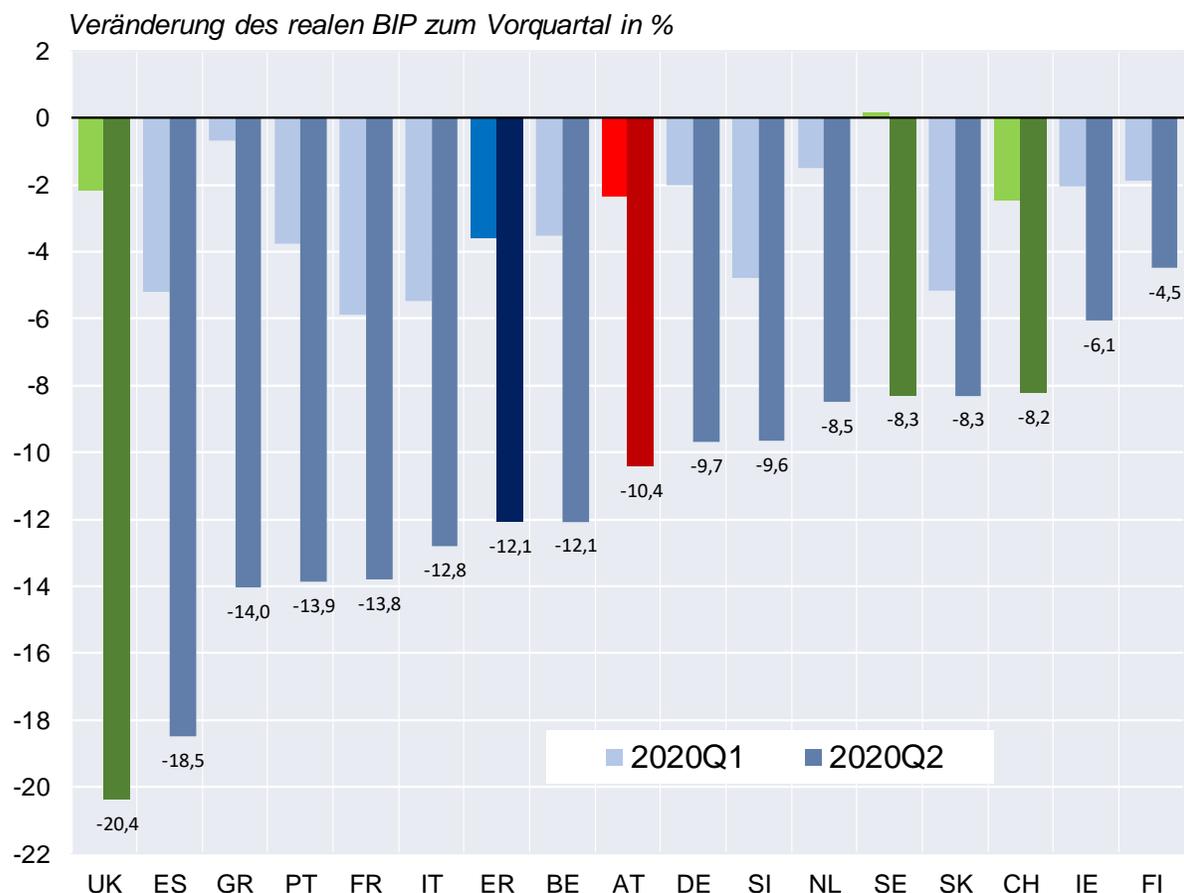
COVID-19 verstärkt die Heterogenität im Euroraum

Einbruch / Wachstum seit der Rezession 2008



Quelle: Eurostat.

Unterschiedliche Entwicklung in Europa im ersten Halbjahr 2020



Quelle: Eurostat.

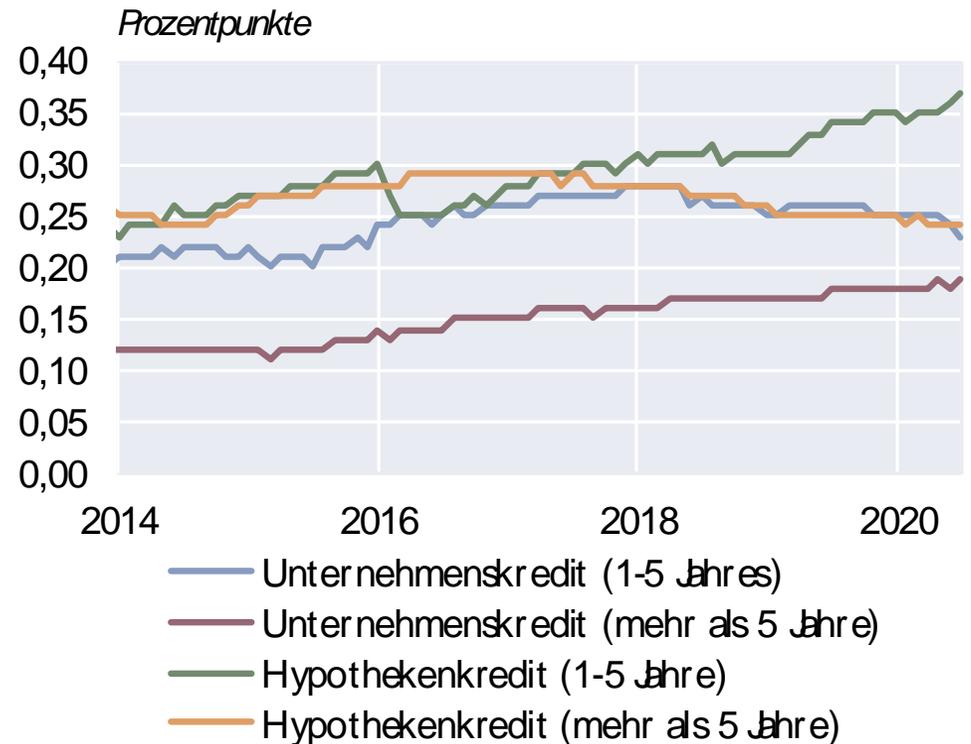
Unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen wirken der Heterogenität entgegen

Aktuelle Ausgestaltung der Geldpolitik im Eurosystem versucht, die **Heterogenität** zu berücksichtigen:

- 1. Liquiditätsbereitstellung durch TLTROs**
(*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*):
 - „*Fixed rate full allotment*“ mit erweiterter Liste an notenbankfähigen Sicherheiten.
- 2. Liquiditätsbereitstellung durch PELTROs**
(*Pandemic emergency longer-term refinancing operations*):
 - Liquidität ohne Konditionen, dafür mit längerer Laufzeit (als Standardgeschäfte).

Ziel dieser Maßnahmen ist, die Refinanzierungskosten der Banken von jenen ihres jeweiligen Staats abzukoppeln → Sicherstellung eines **einheitlichen Transmissionsmechanismus**.

Standardabweichung ausgewählter Zinssätze



Quelle: EZB

Das PEPP Ankaufprogramm wirkt stabilisierend durch Flexibilität

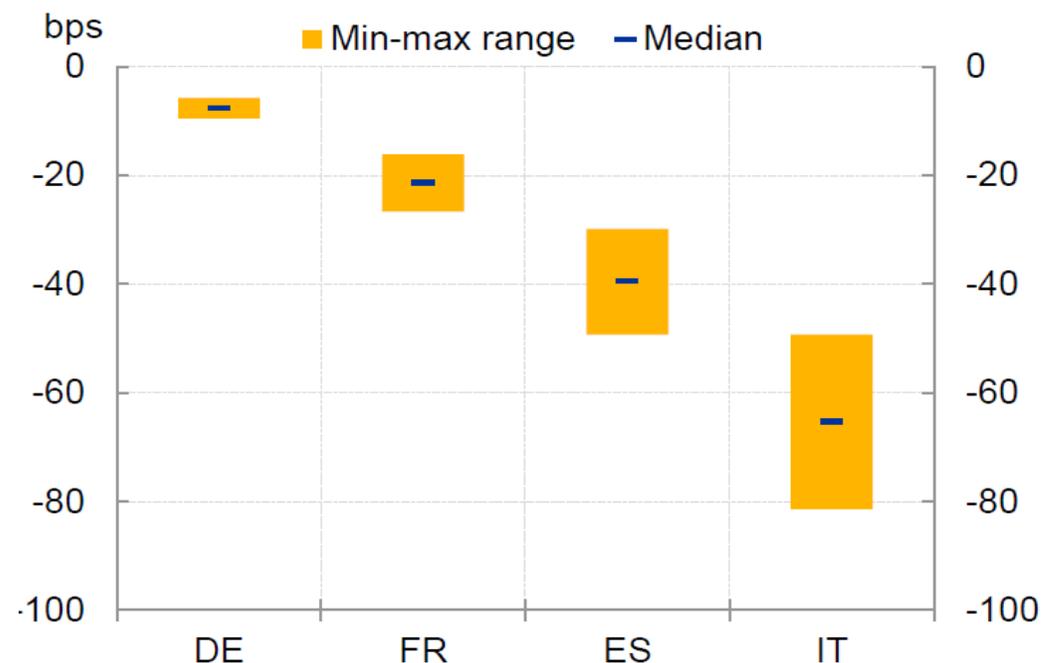
3. Wertpapierankaufprogramm PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) hat zwei Funktionen:

- Die geldpolitische Ausrichtung (*stance*) **expansiver** zu gestalten.
- Andererseits soll PEPP die **Finanzmärkte stabilisieren**, insbesondere um Markt-Fragmentierung zu vermeiden.

Die Ankäufe werden in Bezug auf Zeitverlauf, Anlageklassen und Länder flexibel durchgeführt.

Dank dieser Flexibilität können Ankäufe in jenen Bereichen **getätigt** werden, **wo sie am notwendigsten** sind.

Estimated impact of PEPP envelope on 10-year sovereign yields across the four largest EA countries



Sources: Refinitiv, ECB calculations. Notes: The bigger impact corresponds to the 2-day reaction of yields to the PEPP announcement in March 2020. The smaller impact (upper part of the boxes) is based on the model by Eser et al. (2019) which uses PEPP-implied projected duration extraction to estimate the impact on GDP-weighted Big4 sovereign yields. This average yield impact is then distributed to country level by assuming the same relative impacts as for the event approach.

Quelle: "The ECB's policy response to the COVID-19 crisis" Isabel Schnabel, 25. Juni 2020

Forschungsbedarf: Heterogenität und Geldpolitik im Eurosystem

Grundsätzlich gilt in einer Währungsunion:

eine Geldpolitik – ein Instrument für alle 19 Länder

Kann die Geldpolitik **heterogene Entwicklungen in Zukunft noch besser berücksichtigen** – was wären weitere / neue Instrumente?

Welche **Grenzen** gibt es für den Versuch **heterogene Geldpolitik** zu machen bzw. welche mögliche Abwägungen gibt es dabei zu berücksichtigen?

Interaktion von Geld- und Fiskalpolitik in Krisenzeiten

Krisenausbruch: Geldpolitik als „First Mover“

In Bezug auf **diskretionäre** Maßnahmen ist Geldpolitik der „**First Mover**“ in Krisensituationen.

Diese Rolle des Eisbrechers und Feuerwehrmanns ist historisch gewachsen, sie war keineswegs eine Selbstverständlichkeit (z.B. Rolle der Fed in der Großen Depression).

Rascher Einsatz ist heute möglich u.a. weil...

Geldpolitik „unpolitisch“ und immer einsatzbereit (jüngst auch wohlgeübt) ist, sowie in kurzer Zeit auf hohe fachliche Expertise zurückgreifen kann.

Der „First Mover“ Status führt dazu, dass die Geldpolitik stets zu Beginn einer Krise mit hoher Wahrscheinlichkeit den **Löwenteil** der wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen beisteuert.

Im weiteren Verlauf einer Krise sollten Geld- und Fiskalpolitik jedoch kooperieren.

Krisenverlauf: Kooperation zwischen Geld- und Fiskalpolitik

Effektivität der Geldpolitik **benötigt** fiskalische Unterstützung:

- Geldpolitik bietet temporäre Liquiditätshilfe, schafft aber keinen realen Ressourcentransfer.
- Fiskalische „**Backstops**“ sind notwendig um die Trennlinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik aufrecht zu erhalten (z.B. Staatshaftungen für Kredite).
- **Effective lower bound (ELB)**: Fiskalpolitik **wichtiger** und **effektiver** denn je.

Fiskalpolitik **fußt** auf den Fundamenten effektiver Geldpolitik in Krisen:

- Geldpolitik stabilisiert Finanzmärkte, deren Funktionieren eine Grundbedingung für die Finanzierung von Staaten darstellt.

Im Verlauf der Krise, sobald die Finanzmärkte beruhigt und die unmittelbare Deflationsgefahr gebannt sind, schiebt sich ein **wachsender** Anteil der wirtschaftspolitischen Gesamtlast auf die Fiskalpolitik um. Ein **hoher Verschuldungsgrad** begleitet Staaten **längerfristig** in der Erholungsphase und darüber hinaus.

Interaktion von Geld- und Fiskalpolitik bringt auch *trade-offs*

Zielkonflikt:

Kurz- bis mittelfristige Effektivität der Geldpolitik
versus
längerfristige Gefahr für Notenbankunabhängigkeit

Konkretes Beispiel **COVID-19 Krise:**

- Staatshaftungen stellen die Möglichkeit zur Refinanzierung der Banken durch das Eurosystem kurz- bis mittelfristig sicher → dies hält die Schlagkraft von aktuellen “funding for lending” Operationen (TLTRO) aufrecht.
- Andererseits kommt es bei Schlagendwerden der Haftungen zu einem **massiven Anstieg** der Staatsverschuldung → längerfristige Gefahr fiskalischer Dominanz.

Ausblick: Die COVID-19 Krise und ihre mittel- bis längerfristigen Folgen

Einerseits zeigen vergangene Krisen, dass die **Versuchung** und die **Gefahr** der **fiskalischen Dominanz in der Erholungsphase beachtlich** sein können (Reinhart und Sbrancia, 2011).

Andererseits gibt es in der Eurozone **aktuell keine Anzeichen fiskalischer Dominanz** (Schnabel, 2020):

1. **Kein systematischer** Zusammenhang zwischen Emission von Staatsanleihen und PSPP (Public sector purchase programme).
2. **Reaktionsfunktion** der EZB ist **stabil**.
3. **Erhöhter** Inflationsdruck wird **nicht** erwartet.
4. **Staatschuldenrenditen** spiegeln **weiterhin fundamentale Werte** wider.

Besteht mittelfristig eine reelle **Gefahr fiskalischer Dominanz**?

Wenn ja, wie kann fiskalischer Dominanz und deren negativen Folgen für die Effektivität der Geldpolitik **vorgebeugt** werden?

Umfassende(re) Rolle von Zentralbanken bei der Krisenbekämpfung – neue Rolle makro- und mikroprudenzieller Maßnahmen

Definition: makroprudenzielle vs. mikroprudenzielle Maßnahmen

Makroprudenzielle Politik:

Ziel ist die Widerstandsfähigkeit des **Finanzsystems** insgesamt zu gewährleisten sowie die **systemischen Risiken zu senken** (wie etwa Risikokonzentration, *Moral Hazard* oder *Too Big to Fail*, Informationsdefizite, Vermeidung von *schlechten* Kreditbooms, etc.).

→ Hauptinstrumente sind z.B.:

- Beleihungsquoten, Verhältnis der Kredite zu den Einlagen, Kapitalzuschlag für systemrelevante Institute, Systemrisikopuffer, antizyklischer Kapitalpuffer, Kapitalerhaltungspuffer, Offenlegungspflichten.

Mikroprudenzielle Politik:

Ziel ist die Widerstandsfähigkeit **einzelner Finanzintermediäre** durch regelmäßige On- und Offsite-Analysen zu festigen.

→ Hauptinstrumente sind insbesondere:

- Mindestkapital- und Mindestliquiditätsanforderungen, Verschuldungsquote.

Getroffene makroprudenzielle Maßnahmen während der COVID-Krise

Durch die seit dem 11. März 2020 angekündigten Maßnahmen der nationalen makroprudenziellen Behörden werden **über 20 Mrd € an hartem Kernkapital** der Banken im Eurogebiet **freigesetzt**.

1. Senkung der Kapitalanforderungen

- Dies ergibt sich u.a. aus Freigaben oder Verringerungen des antizyklischen Kapitalpuffers, des Systemrisikopuffers und der Puffer für andere systemrelevante Institute.

2. **Darüber hinaus** haben einige Behörden **zuvor angekündigte Maßnahmen ausgesetzt oder zurückgenommen**, um die Banken von dem Druck zu befreien, im Abschwung Kapitalpuffer aufbauen zu müssen.

Getroffene mikroprudenzielle Maßnahmen während der COVID-Krise

Den Schätzungen der EZB zufolge setzen die getroffenen mikroprudenzielle Maßnahmen **insgesamt 120 Mrd € an hartem Kernkapital** frei.

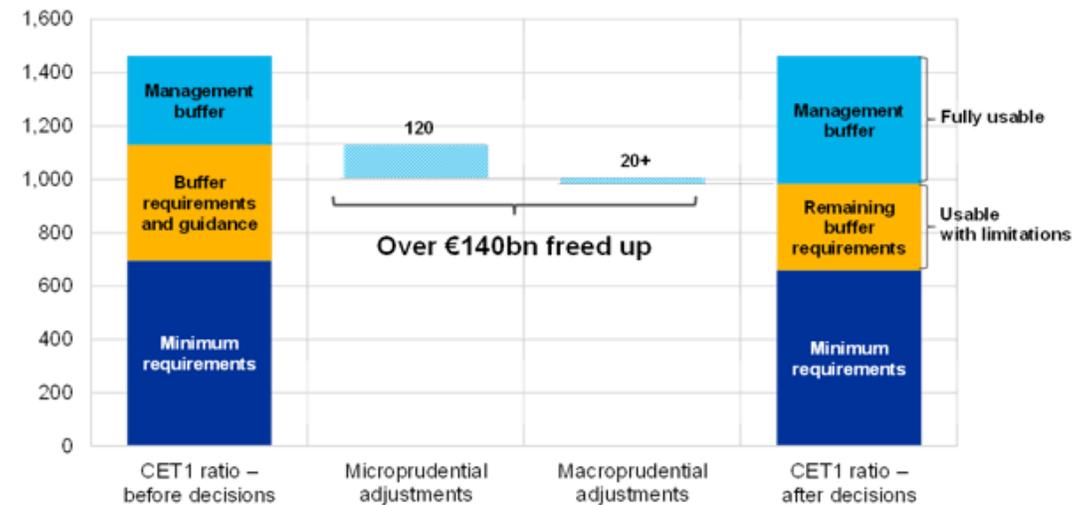
- Möglichkeit zur **Unterschreitung** von Säule-2-Empfehlungen (P2G).
- Anwendung der **neuen Regelungen** hinsichtlich der Zusammensetzung des Kapitals zur Erfüllung der Säule-2-Anforderung (P2R) bereits vor Inkrafttreten der überarbeiteten Eigenkapitalrichtlinie (CRD V).
- Mit diesen Kapitalerleichterungen können die Banken **Verluste abfedern**, ohne dass aufsichtliche Maßnahmen ausgelöst werden, oder auch **potenzielle Kredite von bis zu 1,8 Billionen € finanzieren**, die sie an private Haushalte und Unternehmen mit zusätzlichem Liquiditätsbedarf vergeben können.

Mikro- und makroprudenziellen Maßnahmen während der COVID-Krise

Macro- and microprudential measures, worth over €140 billion, make it easier for banks to use capital to absorb losses and support lending

CET1 capital stack and remaining macroprudential capital buffers in the euro area

(Q4 2019, € billions)



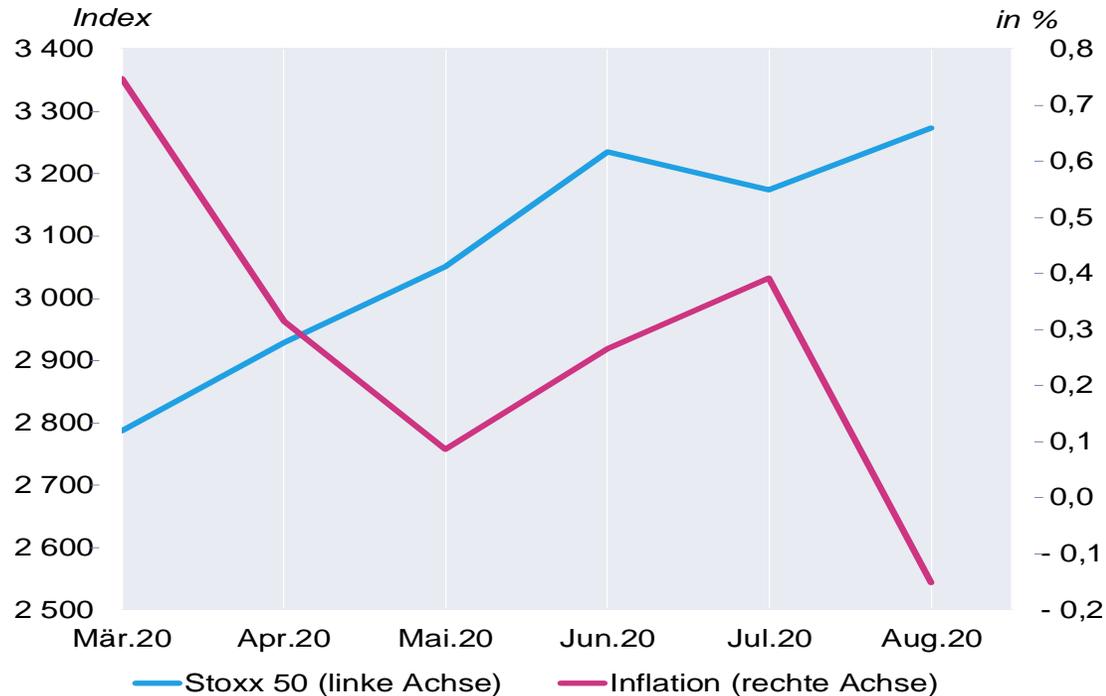
Sources: COREP (common reporting), notifications of national designated authorities and websites of national authorities.

Quelle: EZB.

(Nationale Maßnahmen im Appendix)

Effekte der Krisenmaßnahmen auf unterschiedliche Preise

Euroraum: Aktienindex und Inflation



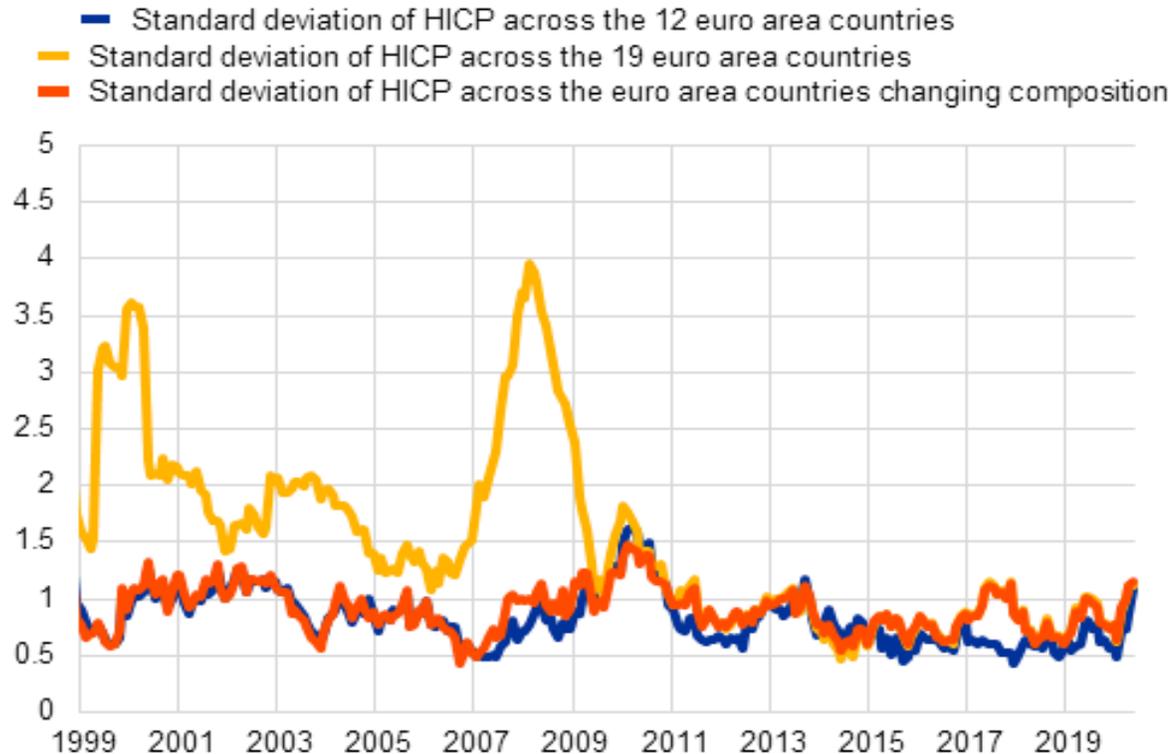
Welche **Rolle** soll makroprudenzielle Politik angesichts der steigenden Verschuldung **nach der Krise** spielen?

1. ...die Wirkung der Geldpolitik **dämpfen**, um Finanzstabilität zu gewährleisten? (Vermögenspreisinflation dämpfen = *leaning against the wind*)
2. ...die Wirkung der Geldpolitik **unterstützen**, um Preisstabilität trotz höherer Vermögenspreise und höherer Verschuldung zu gewährleisten?

Verstehen wir die **Wirkungsweise** der makroprudenziellen Maßnahmen (MPM) schon gut genug? Für neue und alte MPMs, welcher **Koordinationsbedarf** zur Geldpolitik ergibt sich und wie soll die Koordination institutionalisiert werden? Welche Rolle spielt die **Heterogenität** des Euroraums dabei?

Inflationsunterschiede und -messung in der Eurozone: *Quo Vadis?*

Inflationsunterschiede in der Eurozone



Quelle: Eurostat und EZB Berechnungen
(monatliche Daten, letzte Beobachtung Mai 2020).

- Inflationsunterschiede führen zu **unterschiedlichen Trends** in der **Wettbewerbsfähigkeit (REER)**:
 - *Kann zu Aufbau von Ungleichgewichten (wie z.B. vor 2008) führen.*
- Inflationsunterschiede in der Eurozone sind **klein**, aber **persistent seit 1999**.
- Unterschiede in etwa **vergleichbar** mit jenen in US-Bundesstaaten.
- Inflationsunterschiede in der Eurozone als ein Grund für ein **Preisstabilitätsziel > 0%**.

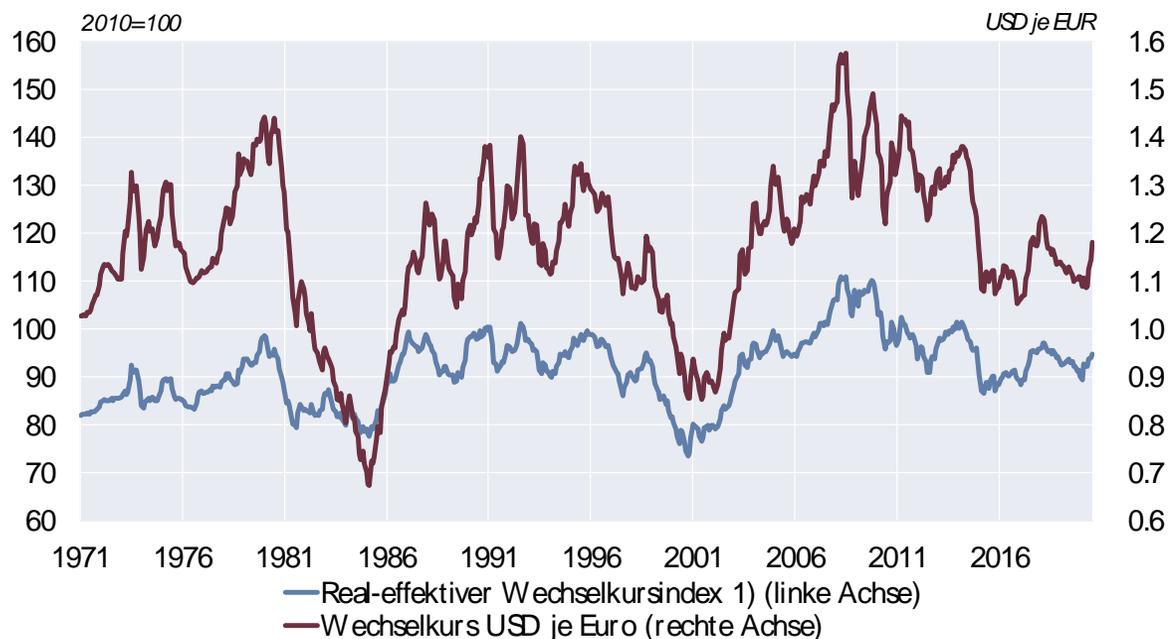
1. **Dauerbrenner:** Feste Gewichte, Qualitätsveränderungen, neue Produkte, selbstbewohnte Immobilien und digitale Märkte.
2. Akkurate **Inflationsmessungen** sind derzeit besonders **herausfordernd:**
 - Echtzeitpreise nicht/in geringem Ausmaße vorhanden (z.B. Lockdown-Phase), Verschiebungseffekte (z.B. spätere Ausverkaufszeitpunkte).
 - Konsumverhalten könnte sich nachhaltig ändern (z.B. Online-Einkäufe).
3. COVID-19 als negative A&N **Schocks** mit teilweise **asymmetrischen Auswirkungen:**
 - Unterschiedliche Outputlücken (siehe Analyse oben) könnten die Heterogenität in den Inflationsraten der Mitgliedstaaten verstärken.

Sind diese vergangenen und aktuellen Entwicklungen als lediglich **temporär** zu betrachten?
Welche Folgen könnten persistente Länder-/Regional-Differenzen für das **Preisstabilitätsziel** und **die zukünftige Ausgestaltung der geldpolitischen Instrumente** des Eurosystems haben?

Geldpolitik und Wechselkurse

Euro-Wechselkurs stellt kein geldpolitisches Ziel des Eurosystems dar

Euro-Wechselkurs



Quelle: OeNB, BIZ.

1) 2010= 100, Basis: Verbraucherpreise, ein Anstieg bedeutet eine Aufwertung des Euro.

- Die EZB verfolgt **keinerlei Wechselkursziel**.
- Ein starker Euro hat jedoch **Auswirkungen auf Inflationsentwicklung** im Euroraum:
 - Der Wechselkurs ist nur geldpolitisch relevant wenn er Preisstabilität gefährdet.
- Natürlich hat die **Geldpolitik umgekehrt auch Auswirkungen auf den Wechselkurs**, und dies ist bei Wirkungsanalysen und Kalibrierungen zu **berücksichtigen**:
 - Der Wechselkurs fließt in die Analyse der geldpolitischen Rahmenbedingungen ein.
 - Der Wechselkurs wird bei Inflations- und BIP-Prognosen berücksichtigt.
- Was wären **wirksame geldpolitische Instrumente** wenn die EZB den Wechselkurs beeinflussen wollte?

Geldpolitik und die jüngste Entwicklung des USD/EUR Wechselkurses

- Studie der Deutschen Bundesbank zu den **möglichen Ursachen der aktuellen Wechselkursentwicklung** (Deutsche Bundesbank Monatsbericht 09/2020):
 - Anfang 2020 hatte die Federal Reserve mehr Spielraum: mehrere Zinssenkungen der Fed in Reaktion auf die Pandemie als Treiber einer relativen Aufwertung des Euro.
 - Schwacher Dollar eventuell auch aufgrund des trüberen US Konjunkturausblicks.
- Studie beruht auf **traditionellem VAR-Modell** und zeigt **allgemeineres Problem auf**:
 - Corona-Auswirkungen sind mit historischen Daten **schwer zu modellieren** (z.B. komplexes Zusammenspiel v. Angebots- u. Nachfrageschock, *regime change*).

Welche alternativen **ökonometrischen Modelle** wären geeignet, um Informationen aus **extremen Beobachtungen in geldpolitischen Entscheidungen besser berücksichtigen** zu können?

Zusammenfassung der abgeleiteten Forschungsfragen

Zusammenfassung: abgeleitete Forschungsfragen (1/2)

1. Heterogenität im Euroraum

- Wie kann die Geldpolitik **heterogene Entwicklungen noch besser berücksichtigen** – was wären weitere / neue (unkonventionelle) Instrumente?
- Welche **Grenzen** gibt es für den Versuch **heterogene Geldpolitik** zu machen bzw. welche mögliche Abwägungen gäbe es dabei zu berücksichtigen?

2. Interaktion von Geld- und Fiskalpolitik in Krisenzeiten

- Besteht mittelfristig eine **reelle Gefahr fiskalischer Dominanz**?
- Wie kann fiskalischer Dominanz und ihren **negativen Folgen** für die Effektivität der **Geldpolitik** vorgebeugt werden?

3. Rolle der makro- und mikroprudenziellen Maßnahmen

- Verstehen wir die **Wirkungsweise** der MPM schon gut genug?
- Für neue und alte MPM, welcher **Koordinationsbedarf** zur Geldpolitik ergibt sich und wie soll die Koordination institutionalisiert werden?
- Welche Rolle spielt die **Heterogenität** des Euroraums dabei?

4. Inflationsunterschiede und –messung im Euroraum

- Sind diese vergangenen und aktuellen Entwicklungen als lediglich **temporär** zu betrachten?
- Welche Folgen könnten persistente Länder-/Regional-Differenzen für das **Preisstabilitätsziel und die zukünftige Ausgestaltung der geldpolitischen Instrumente** des Eurosystems haben?

5. Geldpolitik und Wechselkurse

- Welche **alternativen ökonometrischen Ansätze** wäre besser geeignet, um Informationen aus extremen Beobachtungen zukünftig in geldpolitischen Entscheidungen gebührend berücksichtigen zu können?

Der Jubiläumsfonds der Oesterreichischen Nationalbank

- **Komplementärer Forschungsförderer** in der österreichischen Forschungsförderungslandschaft seit 1966.
- Die inhaltliche Ausrichtung des originären Jubiläumsfonds folgt nunmehr der **Strategie und Aufgaben der OeNB** (strategische Neuausrichtung/Reform des Jubiläumsfonds 2019).
- Strategische Schwerpunktsetzung „**Förderung von notenbankrelevanten Themen**“ über verschiedene Cluster, z.B.:
 - Cluster 1: Rolle, Aufgaben und Funktionen von Zentralbanken (inkl. Fragen von Unabhängigkeit und Verantwortung),
 - Cluster 2: Preisstabilität und Geldpolitik.

Rahmenbedingungen der Förderung

Jährlicher Förderetat	8 – 10 Mio. EUR p.a.
Max. Antragssumme pro Antrag	250.000 EUR
Max. Projektlaufzeit	4 Jahre
Nächster Einreichtermin	Ende März (Entscheidung Dezember 2021)
Entscheidungsfindung	Zweistufiges Verfahren (Board und Peer Reviewing)
Homepage (für weitere Informationen und Details)	https://www.oenb.at/Ueber-Uns/Forschungsfoerderung/Jubilaeumsfonds.html
E-Mail	fonds@oenb.at

Kontaktpersonen innerhalb des IHS zu Fragen den Jubiläumsfonds betreffend: Bianca Brandl, Philipp Staudinger, Anna Staudinger.

Danke für Ihre Aufmerksamkeit

Thank you for your attention

www.oenb.at

oenb.info@oenb.at

 [@OeNB](https://twitter.com/OeNB)

 [OeNB](https://www.youtube.com/OeNB)

