

200 JAHRE  
*seit 1816*



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK  
EUROSYSTEM

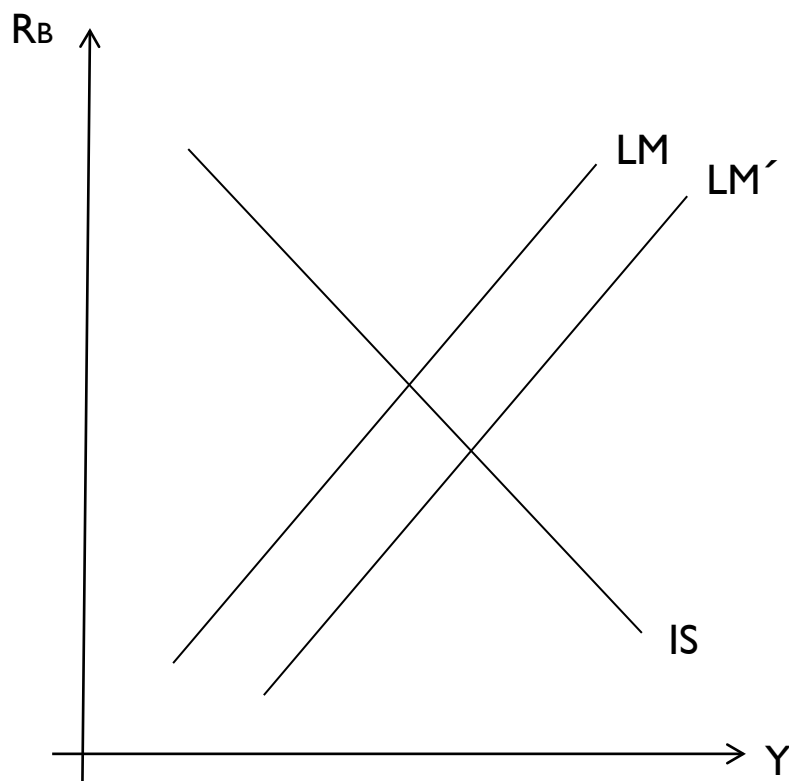
# Geld als Instrument der Makropolitik

**Workshop der OeNB in Kooperation mit der WU  
am 24. Oktober 2016**

Dr. Clemens Jobst/Dr. Claudia Kwapil  
Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen

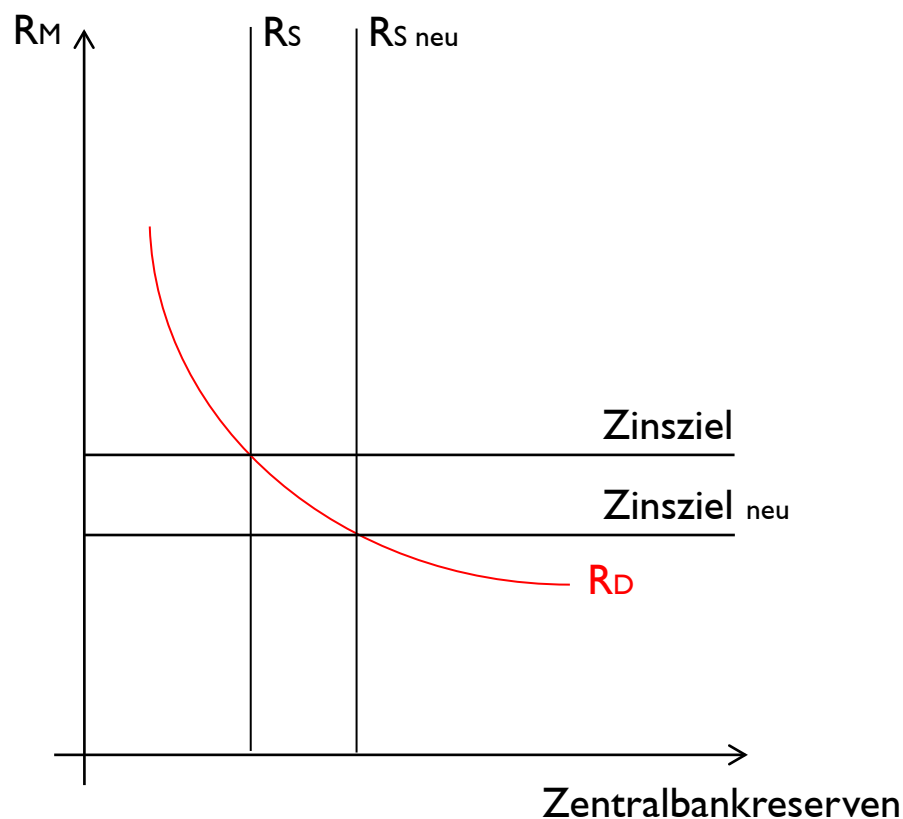
[www.oenb.at](http://www.oenb.at)

## Ein Ausgangspunkt: die LM-Kurve



Die Notenbank kauft Wertpapiere (B) mit Zentralbankgeld  $\rightarrow$  Menge an ZB-Geld steigt  $\rightarrow$  LM-Kurve verschiebt sich nach rechts  $\rightarrow$  (langfristige) Zinsen ( $R_B$ ) sinken  $\rightarrow$  ein niedrigeres Zinsniveau stimuliert die Realwirtschaft (bei kurzfristig konstanten Preisen)  $\rightarrow$  die Wirtschaftstätigkeit steigt

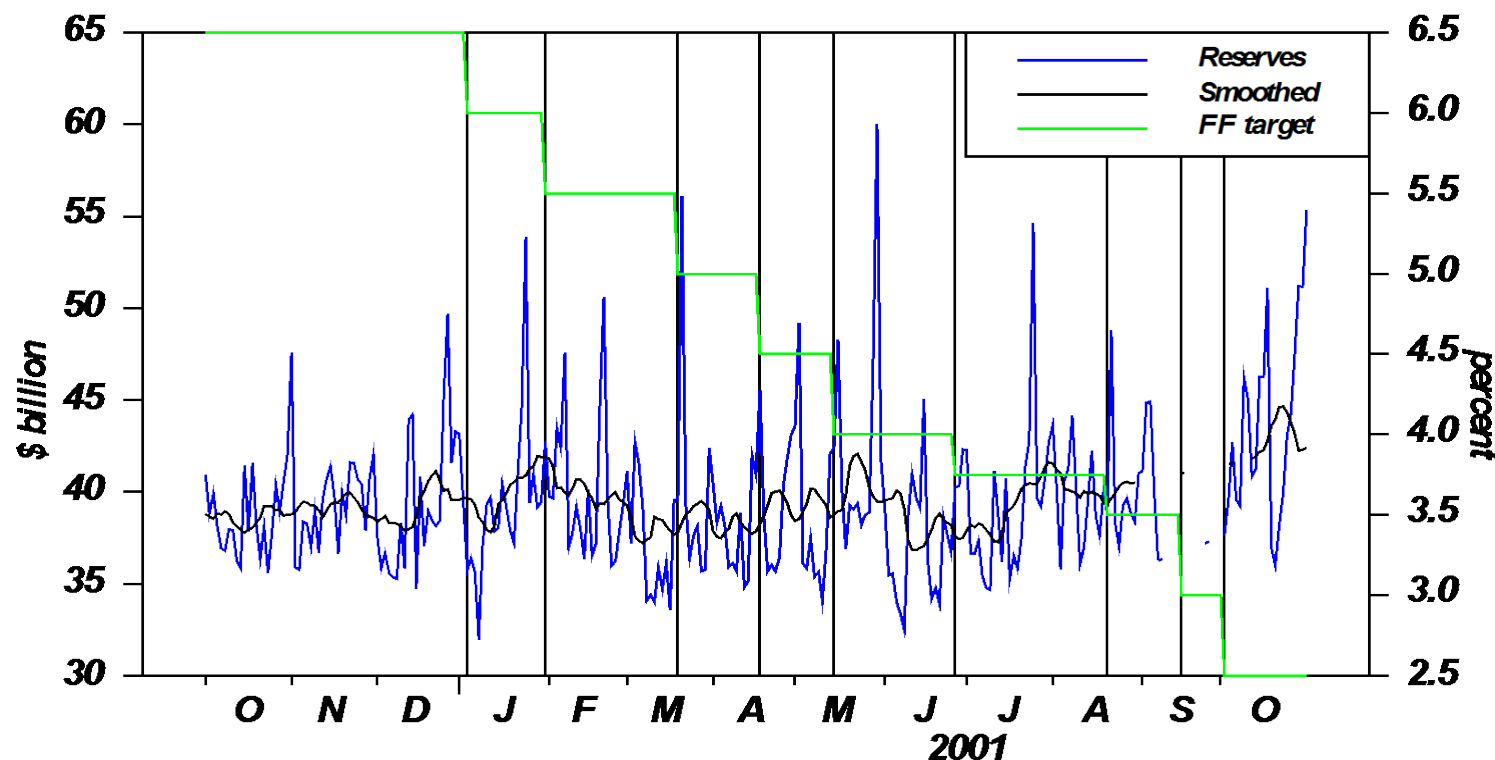
## Traditionelle Sicht des Geldmarkts: Stabiler Zusammenhang zwischen Zinsen und Geldmenge



- Die Nachfrage nach Zentralbankgeld ist zinselastisch
- Die Notenbank will die Leitzinsen senken  $\rightarrow$  um das zu erreichen kauft sie Wertpapiere (B) mit Zentralbankgeld  $\rightarrow$  Angebot an ZB-Geld ( $R_S$ ) steigt  $\rightarrow$  Nachfrage nach ZB-Geld ( $R_D$ ) ist zinselastisch  $\rightarrow$  Übernachtzinsen ( $R_M$ ) sinken
- IS-LM suggeriert, dass Notenbanken das Zinsniveau über die Geldmenge steuern...

# ...jedoch: Wir beobachten keinen Zusammenhang zwischen der Zentralbankgeldmenge und dem Zinsniveau (I)

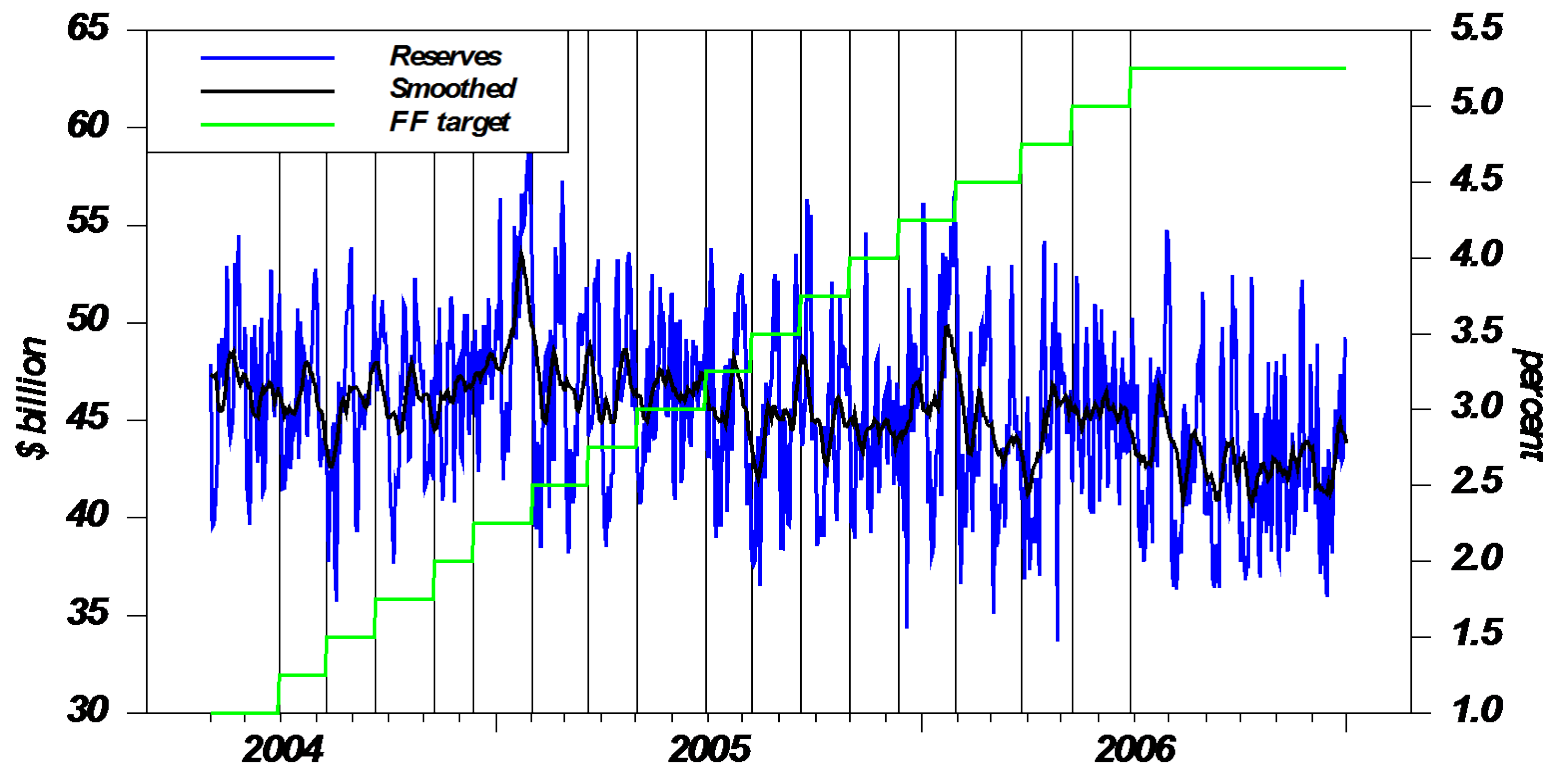
Beispiel I: Zentralbankreserven und Leitzinsen (FED funds target) in den USA 2000/2001



Quelle: Benjamin Friedman and Kenneth Kuttner (2011). "Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?" from the Handbook for Monetary Economics.

# ...jedoch: Wir beobachten keinen Zusammenhang zwischen der Zentralbankgeldmenge und dem Zinsniveau (II)

Beispiel 2: Zentralbankreserven und Leitzinsen (FED funds target) in den USA 2004-2006



Quelle: Benjamin Friedman and Kenneth Kuttner (2011). "Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?" from the Handbook for Monetary Economics.

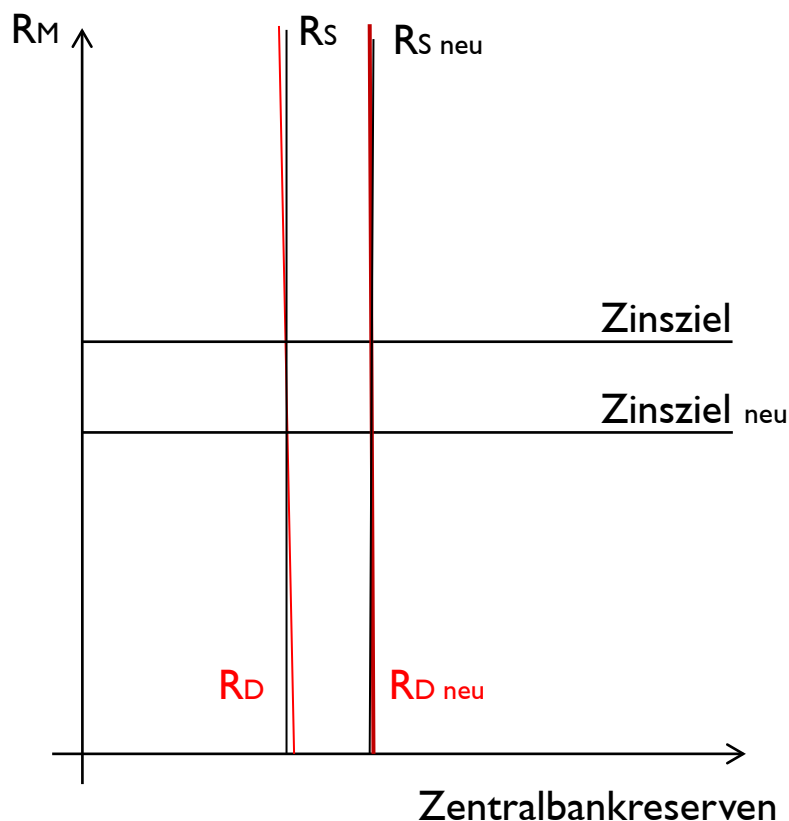
## Die Nachfrage nach ZB-Geld ist weitgehend zinsunelastisch

	1990-2007	1990-1994	1994-2007
Funds rate ( $t$ )	-0.083	-0.376	0.011
Funds rate ( $t-1$ )	0.077	0.394	-0.018
Reserves ( $t-1$ )	0.81 <sup>***</sup>	0.68 <sup>***</sup>	0.86 <sup>***</sup>
Reserves ( $t-2$ )	-0.16 <sup>***</sup>	-0.10	-0.19 <sup>***</sup>
$\Sigma$ of funds rate coeffs	-0.006	0.017	-0.007
Joint significance	0.13	0.25	0.40

Quelle: Benjamin Friedman and Kenneth Kuttner (2011). "Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?" aus dem Handbook for Monetary Economics.

Auszug aus Tabelle 1, Seite 1380.

# Warum reagiert die Nachfrage nach Zentralbankgeld kaum auf den Zinssatz?



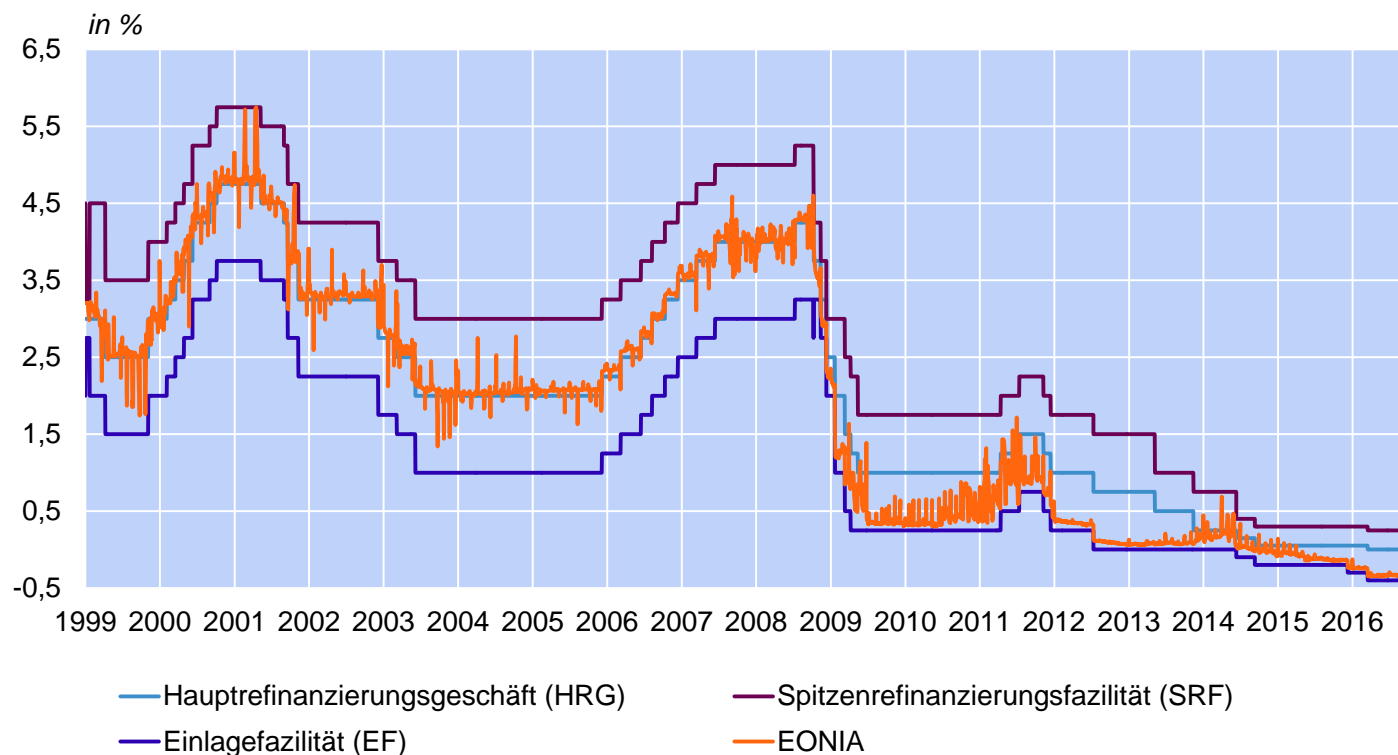
Was treibt die Nachfrage nach Zentralbankgeld?

- Mindestreservepflicht
- Bargeldbedarf
- Absicherung gegen Liquiditätsschocks

- die Nachfrage nach Zentralbankgeld reagiert kaum auf den Zinssatz
- die Notenbank kann einen neuen Zinssatz ohne nennenswerte Änderung der Menge festsetzen
- Notenbanken stellen die gewünschte Menge an ZB-Geld zur Verfügung

# Wie Geldpolitik im Eurosystem tatsächlich funktioniert

## EZB- und Geldmarkt-Zinssätze



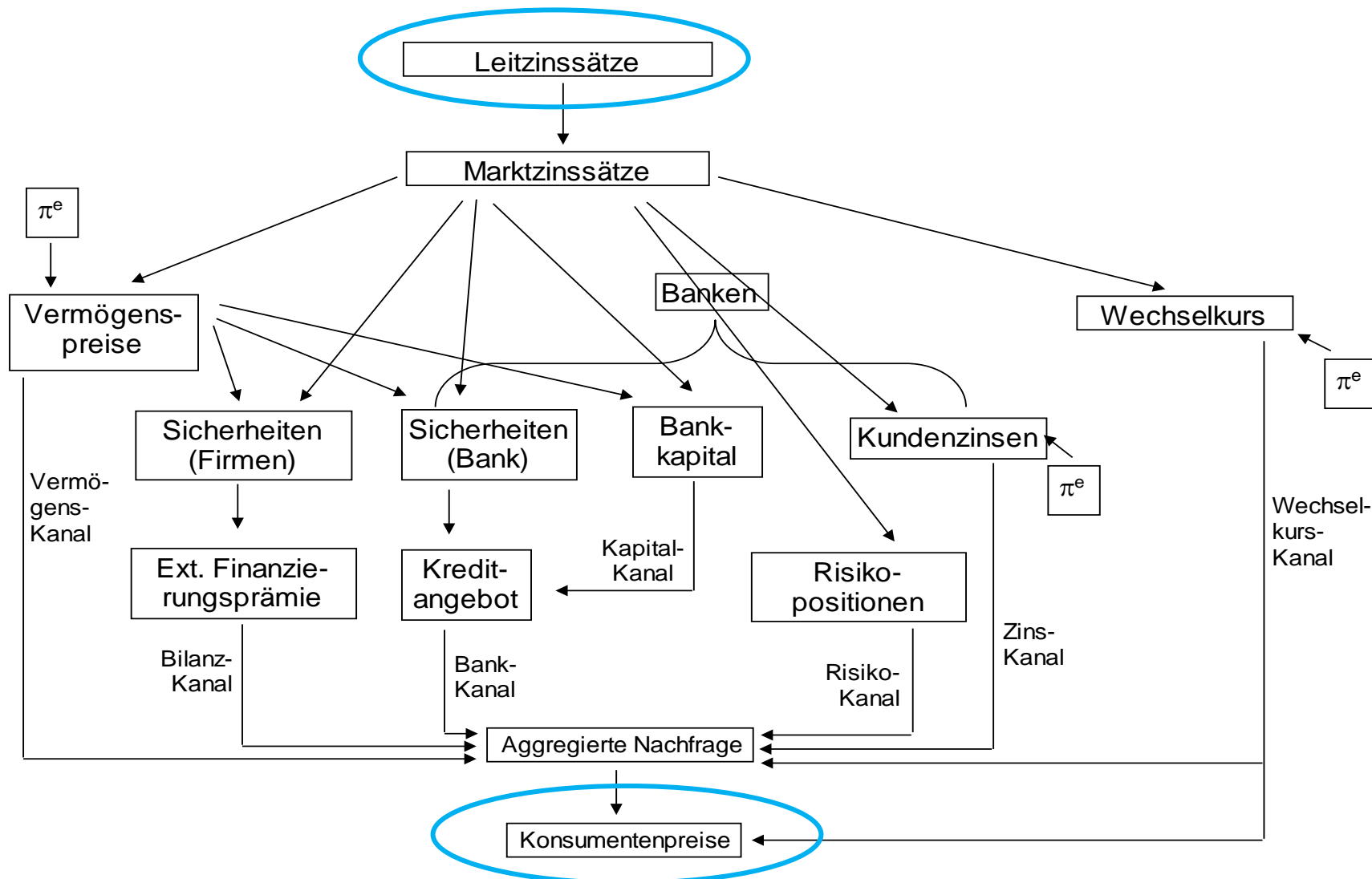
Quelle: Thomson Reuters.



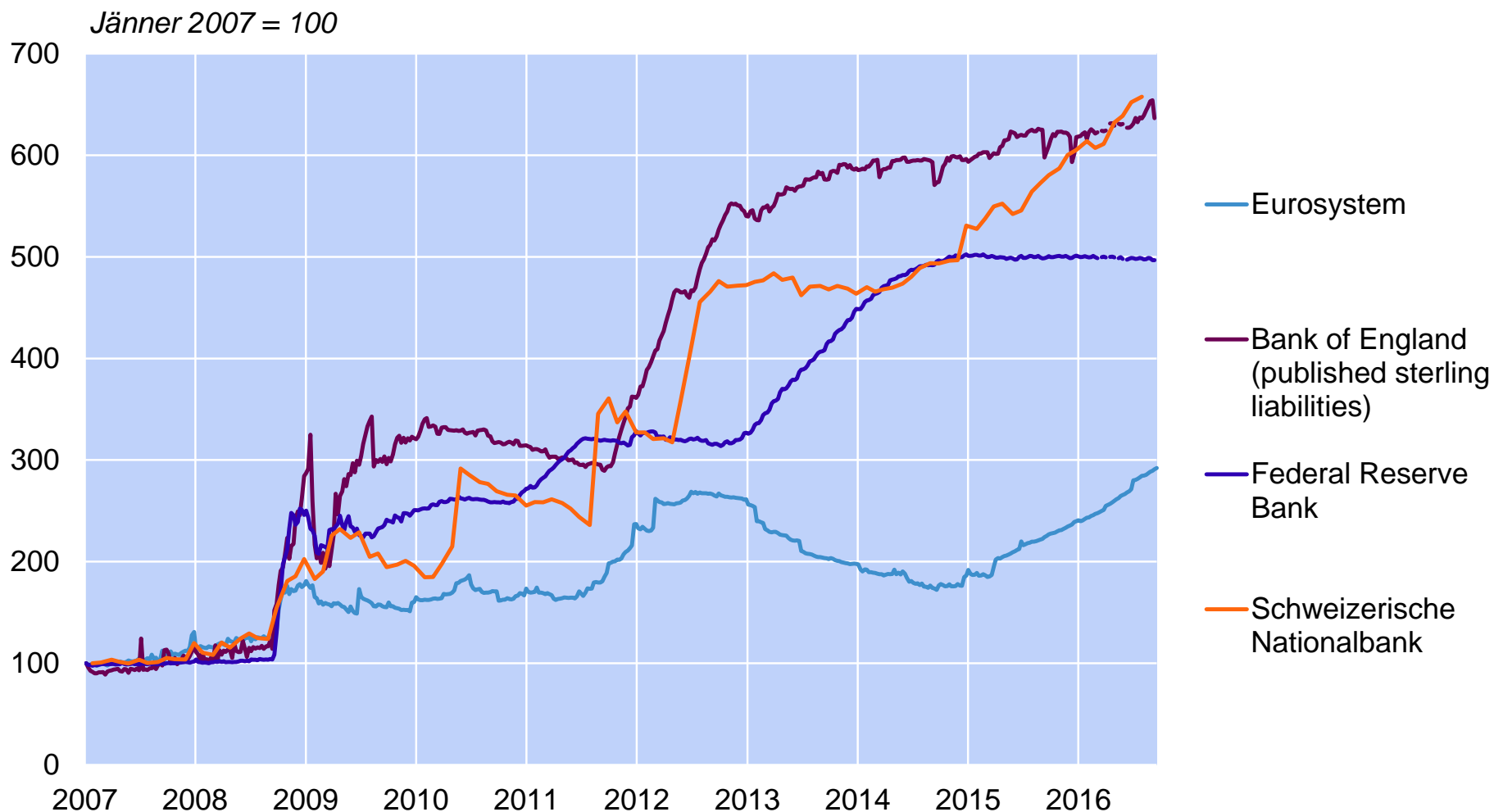
## Einige Implikationen

- Notenbanken ändern Zinssätze in dem sie den Korridor bewegen **OHNE** die Menge der Zentralbankguthaben der Banken zu ändern.
- Zentralbanken ändern die Menge der Zentralbankguthaben abhängig von Nachfrageschwankungen **OHNE** den Zinssatz zu verändern.
- Das bedeutet nicht, dass die Geldpolitik keinen Einfluss auf Geldmengen, etc. hat. Aber sie wirkt nicht über die Menge, sondern über den Preis (Zinssatz).

# Transmissionskanäle der Geldpolitik

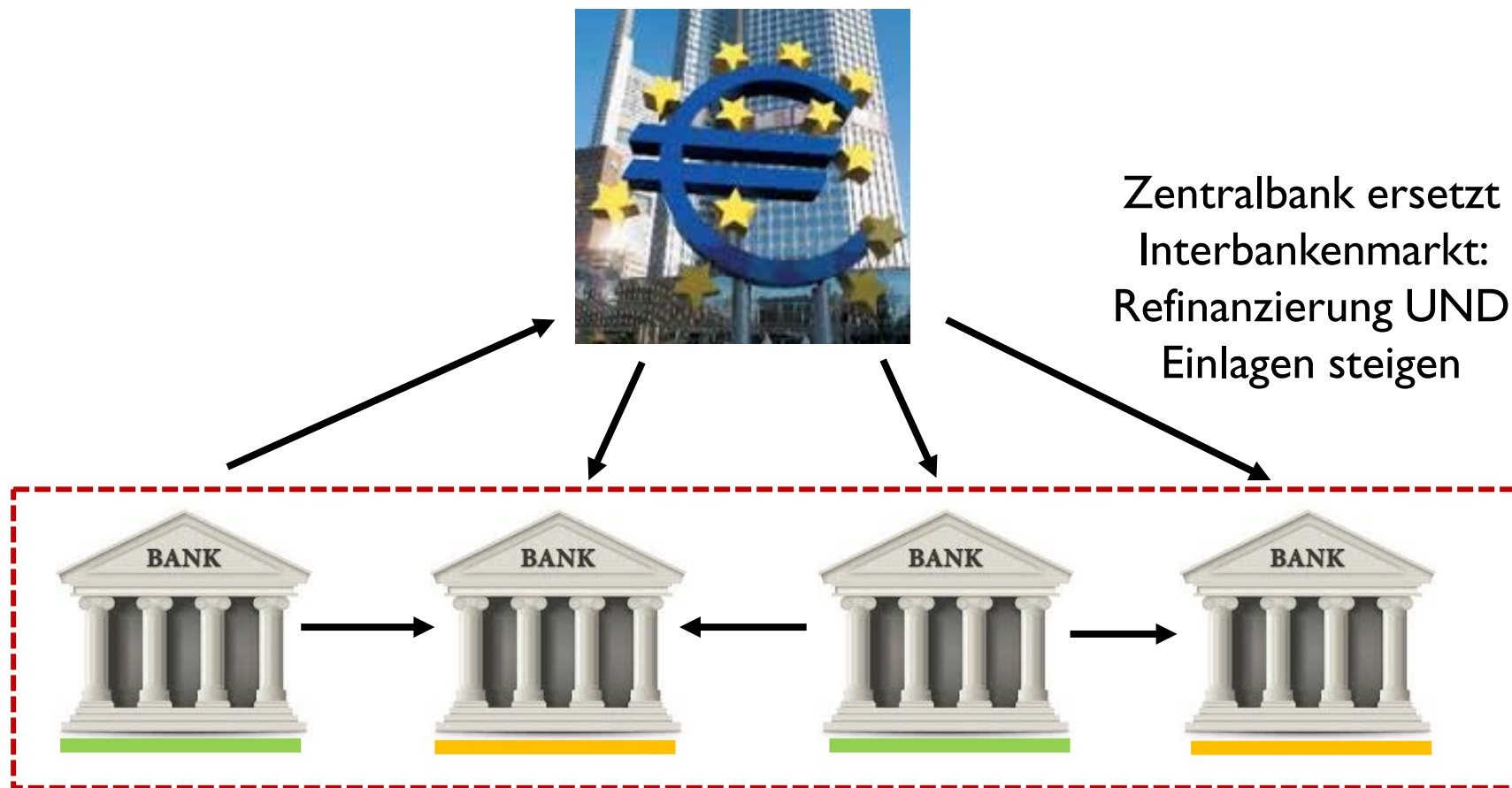


## Die Zentralbanken weiten ihre Bilanzen beträchtlich aus



Quelle: Thomson Reuters, EZB.

# I. Vertrauensverlust am Interbankenmarkt – Zentralbanken als lenders of last resort

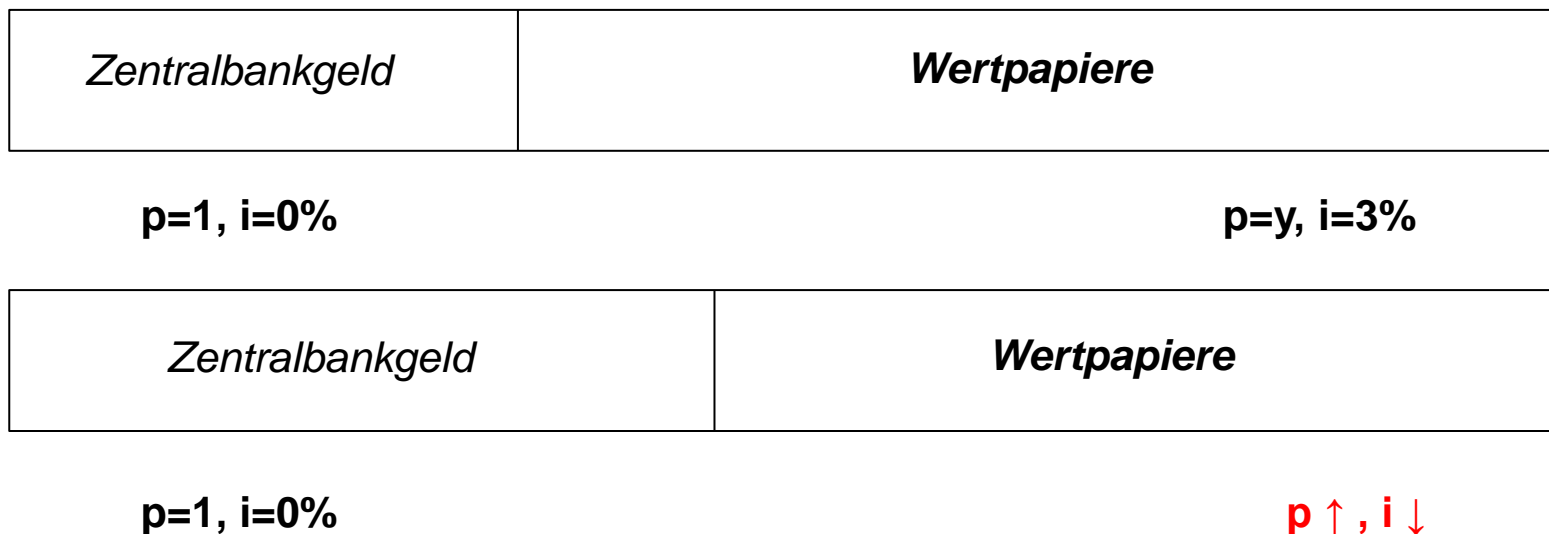


## 2. Die Untergrenze bei den Zinsen ist erreicht – was nun ?

*Realzins =  
risikofreier Nominalzins + Risikoprämie – erwartete Inflation*

- Beeinflussung des kurzfristigen risikolosen Nominalzinssatzes (konventionelle Geldpolitik).
- Beeinflussung der längerfristigen risikolosen Nominalzinsen (z.B. durch das Versprechen, die Politikzinsen für eine gewisse Zeit auf niedrigem Niveau zu halten; „Forward guidance“).
- Beeinflussung von Risikoprämien (z.B. durch Ankaufprogramme).
- Beeinflussung von Inflationserwartungen.

## Risikoprämien und langfristige Zinsen senken – Der portfolio-balance-channel



- Veränderung in Portfoliozusammensetzung → Preise ändern sich → Zinsen ändern sich
- Effektivität hängt daran, dass Wertpapiere und Zentralbankgeld nicht austauschbar sind (imperfekte Substituierbarkeit)

## Nochmal zusammengefasst:

- Normalerweise ist Geldpolitik *Zinspolitik*, Mengen spielen Nebenrolle
- In der Krise erhielt Zentralbankbilanz große Bedeutung
- Zentralbankgeldmenge steigt an, weil Zentralbanken
  - Intermediation zwischen Banken übernehmen und
  - Wertpapiere gegen Zentralbankgeld ankaufen, um Risikoprämien und langfristige Zinssätze zu beeinflussen
- Volumen sagt wenig über den „Einfluss“ der Maßnahmen aus
  - Beispiel OMT: sehr wirkungsvolles Programm aber ohne Niederschlag in der Bilanz des Eurosystems
- Wirkungsmechanismen der Geldpolitik nicht kompliziert, aber auch nicht immer intuitiv