



ECB Observer

www.ecb-observer.com

*Analyses of the monetary policy of
the European System of Central Banks*

Credit crisis – causes and solutions

No 10

14 February 2008

Ansgar Belke

Wim Kösters

Martin Leschke

Thorsten Polleit

ECB OBSERVER

www.ecb-observer.com

*Analyses of the monetary policy of the
European System of Central Banks*

Credit crisis – causes and solutions

No 10

14 February 2008

Professor Dr. Ansgar Belke
Universität Duisburg-Essen
ansgar.belke@uni-due.de

Professor Dr. Wim Kösters
Ruhr-Universität Bochum
wim.koesters@ruhr-uni-bochum.de

Professor Dr. Martin Leschke
Universität Bayreuth
martin.leschke@uni-bayreuth.de

Professor Dr. Thorsten Polleit[#]
Frankfurt School for Finance & Management
t.polleit@frankfurt-school.de

[#] NOTE: Thorsten Polleit works in the European economics department of Barclays Capital. His contribution to this document represents his personal views, which do not necessarily correspond to the views of the firm.

CONTENT

PART 1

The credit crisis – symptoms, causes and solutions

- 1.1 Symptoms of the credit crisis
- 1.2 Causes of the credit crisis
- 1.3 Solutions for the credit crisis

PART 2

Euro money market: fuelling excessive money growth

- 2.1 The demand for central bank money
- 2.2 The effects of monetizing debt
- 2.3 The drawback of “interest rate steering”

PART 3

“Global liquidity” drives (asset price) inflation

- 3.1 The relation between money and asset prices
- 3.2 Theoretical considerations and empirical analyses
- 3.3 Conclusions

PART 4

Rising inflation in the euro area

- 4.1 Money: to watch or not to watch?
- 4.2 Money drives inflation
- 4.3 Forecasting euro area inflation

Appendix

- A.1. ECB policy assessment (taken from Bulletin editorials)
- A.2. Meeting schedules of the ECB Governing Council 2008 and 2009
- A.3. ECB Observer – recent publications
- A.4. ECB Observer – objectives and approach
- A.5. ECB Observer – team members

SUMMARY

PART 1

Credit crisis – symptoms, causes and solutions

Our analyses suggest that central banks' overly expansionary monetary policies are (in great part) to be held responsible for the credit crisis. Too much credit and money at too low an interest rate have distorted market prices and encouraged investor ignorance of risk. Cutting interest rates in response to the credit crisis – as has been called for by various political quarters – would, we believe, increase inflation, thereby making the potential fallout of the credit crisis worse. We argue for a non-interventionist monetary policy, supported by free market forces, as a recipe for solving the credit crisis.

PART 2

Euro money market: fuelling excessive money growth

The ECB's effort to stabilize money market rates in times of crisis seems to fuel excessive money creation and, as a result, higher future inflation in the euro area. By trying to keep money market rates close to the policy rate of 4%, the ECB fully meets banks' rising base money demand. The increased demand for base money, however, appears to be driven by banks' credit and money creation – rather than by an increase in banks' demand for excess reserves caused by elevated financial market uncertainty.

PART 3

“Global liquidity” drives (asset price) inflation

We analyse the relationship between global excess liquidity and asset prices on a global scale. We find that a rise in global liquidity leads to permanent increases in the global GDP deflator and in the global house price index. Moreover, we find that there is a subsequent spill-over to consumer prices. However, we are not able to find empirical evidence in favour of the hypothesis that the stock market (MSCI World index) significantly reacts to changes in global liquidity. We conclude that global liquidity is a useful indicator for inflationary pressure at a global level – and that it needs to be taken into account by monetary policy.

PART 4

Rising inflation in the euro area

There is strong empirical evidence that (trend M3) money growth drives (trend) CPI inflation in the euro area. The excessive rise in M3 in the last years argues for an ongoing upward drift of inflation in the years to come. For 2008, we estimate consumer price inflation to be 3.1% on average, followed by 2.7% in 2009. If credit and money supply growth does not slow-down substantially, however, the risk is for even higher inflation in the future.



Zusammenfassung

TEIL 1

Kreditkrise – Symptome, Ursachen und Lösungen

Unsere Analyse kommt zu dem Schluss, dass die laxen Geldpolitiken der letzten Jahre die Kreditkrise (mit-)verursacht haben. Die Niedrigzinspolitik hat zuviel Kredit und Geld in Umlauf gebracht und so Preissignale verzerrt und eine Vernachlässigung der Risiken provoziert. Zinssenkungen – wie bereits vielfach gefordert – könnten die Inflation weiter anheizen und so die möglichen negativen Effekte der Kreditkrise auf Produktion und Beschäftigung verschärfen. Wir empfehlen eine nicht-interventionistische Geldpolitik und das Setzen auf das freie Spiel der Marktkräfte zur Bewältigung der Krisenfolgen.

TEIL 2

Euro-Geldmarkt: Exzessives Anwachsen der Liquidität

Das Bestreben der EZB, den Geldmarktzins im Zuge der Kreditkrise bei 4% zu halten, scheint ein exzessives Ausweiten der Geldmenge zur Folge zu haben. Die EZB bedient derzeit jede Nachfrage der Banken nach Zentralbankgeld. Diese Nachfrage ist jedoch keine, die mit dem Halten von erhöhten Überschussreserven verbunden ist, sondern sie ist vielmehr Ausdruck der überaus hohen Bankencredit- und Geldschöpfung. Ein Fortführen dieser Politik dürfte den Inflationsdruck weiter erhöhen.

TEIL 3

„Globale Liquidität“ und (Vermögenspreis-)Inflation

Die „globale Liquidität“ erweist sich als höchst bedeutsam für die globale (Vermögenspreis-)Inflation. Ein Ansteigen der Liquidität führt zu permanent höheren Häuserpreisen und BIP-Deflatoren sowie einer Aufwärtsbewegung der Konsumentenpreise. Eine Beziehung zwischen globaler Liquidität und den globalen Aktienmärkten lässt sich jedoch nicht aufzeigen. Die globale Liquidität ist ein Indikator für die Inflation – und muss von der Geldpolitik systematisch berücksichtigt werden.

TEIL 4

Steigende Inflation im Euroraum

Das Geldmengenwachstum bestimmt maßgeblich die Konsumentenpreis-inflation im Euroraum. Das exzessive Anwachsen der Geldmenge in den letzten Jahren spricht nun für eine deutliche Aufwärtsdrift bei der Inflation. Für das laufende Jahr dürfte die Jahresinflation der Konsumentenpreise bei durchschnittlich 3,1% liegen, in 2009 bei 2,7%. Wenn das Kredit- und Geldmengenwachstum sich nicht deutlich verlangsamt, besteht das Risiko, dass die Inflation noch stärker steigt.

