## Geldpolitik in einer real divergierenden Währungsunion Ein kritischer Blick auf die "Performance" der EZB





Ansgar Belke

(Universität Duisburg-Essen, CEPS Brüssel und IZA Bonn)

25 Jahre Maastricht-Vertrag: Erwartungen, Bilanz und Perspektiven

Donnerstag, 2. Februar 2017, Deutsche Bundesbank, Frankfurt/Main

## Gliederung

- 1. Einführung
- 2. Problemfelder
- Fallstudie 1: Synchronisierung der Konjunkturzyklen in der EWU - Kern versus Peripherie
- 4. Fallstudie 2: Gleichgewichts-Realzinsen und Säkulare Stagnation Eine empirische Analyse für Mitgliedsländer der Eurozone
- Fallstudie 3: Zur Effektivität unkonventioneller Geldpolitik – Empirische Evidenz auf Basis internationaler Zinsdifferentiale
- 6. Ausblick

## 1. Einführung

- "Uniform monetary policy and inflexible exchange rates will create conflicts whenever cyclical (and structural) conditions differ among the member countries." (Martin Feldstein, 1997)
- EMU = European Monetary (!) Union
- EZB, ESZB (im Folgenden EZB) nur ein Element/Spieler der EU Governance => 5-Präsidentenreport.
- US-Leitzins Standardelement in Taylor-Reaktionsfunktion für die EZB!

## Einführung II

- EZB in der Euro-Schulden/Banken-Krise von der Politik als Krisenmanager "allein gelassen"?
- Politische Union fehlt der EWU als Geburts-Defekt. Auch Insolvenzordnung für Staaten.
- Märkte waren davon überzeugt, dass kein EWU-Mitgliedsland insolvent werden könne. => Zinsspreads der Peripherie zu D sanken, gleichzeitig aber stieg die relative Inflation zu D (Immobilienpreisblasen etc.) => Realzinsen in Peripherie zu niedrig => Staatsverschuldung/Leistungsbilanzdefizite stiegen.
- Deshalb als Maßstab zur Beurteilung der EZB zu einfach:
   1/HVPI = Kaufkraftverlust seit Euro-Einführung und 1,17-1,07 =
   Verlust an Außenwert des Euros (zum Dollar).

## Einführung III

- Eurobarometer, Mai 2016: 58 % der Deutschen **misstrauen der EZB**; ähnlich in anderen EWU-Mitgliedsländern
  - => fehlender Rückhalt macht EZB **anfällig für Angriffe aus Politik** (Wahljahr 2017, "Populisten"). Aber hält Burgfrieden zwischen BuBa und EZB? Wie hilfreich ist "Weil es FR ist" auf fiskalpolitischer Seite?
- Arbeitslosigkeit in der Eurozone sieht ggü. USA schlechter aus, jedoch in USA versteckte Arbeitslosigkeit hoch. In EZ starke strukturelle Unterschiede zwischen "Norden" und Süden"
  - => Makroökonomische Nachfragepolitik hilft im "Süden" kaum, nur i.V.m. Strukturreformen. Strukturelles "North-South divide" macht europäische Geldpolitik und zentralisierte fiskalpolitische Schock-Absorber wie die EALV als Versicherungslösung schwierig.

## Einführung IV

- EZB-Vertreter kommunizieren im Verlauf der EWU immer besser, "Accountability, Forward Guidance", gehen in die "Regionen" auf Panels, EP etc.
- Der Euro scheint bei Überarbeitung seiner Governance überlebensfähig zu sein, aber es verbleiben signifikante Restrisiken. Beispiele:
- Schwächeln italienischer Banken ist ein nationales Problem, keines was vom Euro verursacht wurde.
- Ebenso die hohe Arbeitslosigkeit in Spanien, die das Land schon Ende der achtziger Jahre kennzeichneten.

## Einführung V

- EWU-Mitgliedsländer selbst waren vor dem Beginn der EWU keine optimalen Währungsräume.
- Die Eurozone war zu Beginn der EWU kein optimaler
   Währungsraum und ist es (Abschnitte 3 und 4) immer noch nicht. "Rose-Effekt" ex post massiv übertrieben.
- Währungsunionen in der Vergangenheit zumeist an mangelnder politischer Union und unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Überzeugungen gescheitert.
- ASSA-Meetings: Inflation "white noise", trotz immer intensiver werdender Notenbanken-"gymnastics"

**FAZIT:** "Performance" der EZB ist an diesen Nebenbedingungen zu messen. Diese werden nur teilweise von der EZB selbst geprägt!

#### 2. Problemfelder

**Hintergrund:** Monetary Experts Panel EP 2009-2014, ECB Observer 2000-2007

- Rettungspakte: Lösung der Krise durch "Inflationierung des Nordens, Deflationierung des Südens"
- Grenzen dieser Strategie durch Deflationsakzeptanz im Süden ("Austerität" und zunehmende Ungleichverteilung) und Inflationsakzeptanz im Norden (finanzielle Repression des "Nordens")
  - => Gefahr des **Auseinanderbrechens** des Euros! Fehlende politische Union, nationale Parlamente. Deshalb auch Eurobonds keine Lösung!

#### Problemfelder II

- Inflation Zielerreichungsgrad der EZB: mittelfristig HVPI-Inflation annähernd 2% (Trichet-Jahre gut, nach Finanzkrise weniger). Inflationsziel nahezu erreicht? Aber Kernrate unter 1 % und Ölpreisanstieg temporär?
- Bei aktuell robustem Wirtschaftswachstum
- Entwicklung der Inflationsrate und der erwarteten
  Inflationsrate für EZ und D; Einschätzung der Effekte des
  Ölpreisverfalls umstritten: expansiv (BuBa), kontraktiv (EZB),
  Beurteilung des aktuellen Anstiegs ebenfalls.
- Aber kann Inflation bei Ausstieg us unkonventioneller Politik /Tapering punktgenau im Zaum gehalten werden?
- Definition des Erfüllungsgrades ("Nachhaltigkeit") durch M.
   Draghi in PK.
- BIP-Deflator statt HVPI?

## Inflation und Inflationserwartung

Abbildung 1: Veränderung Konsumentenpreisindex ggü. Vorjahresmonat

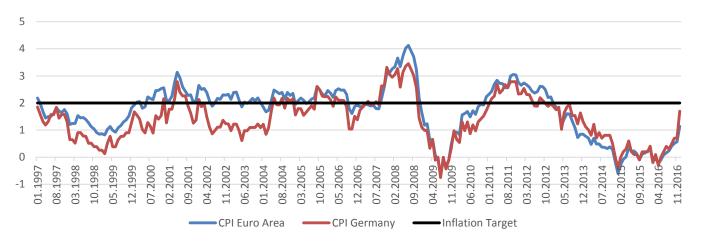
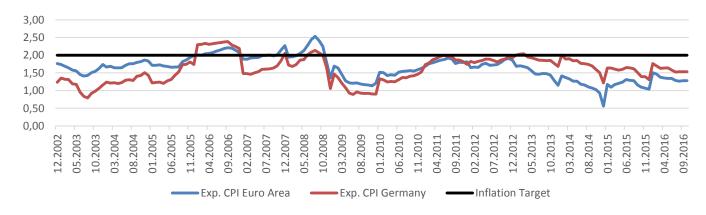


Abbildung 5: Inflationserwartung, 1 Jahr voraus



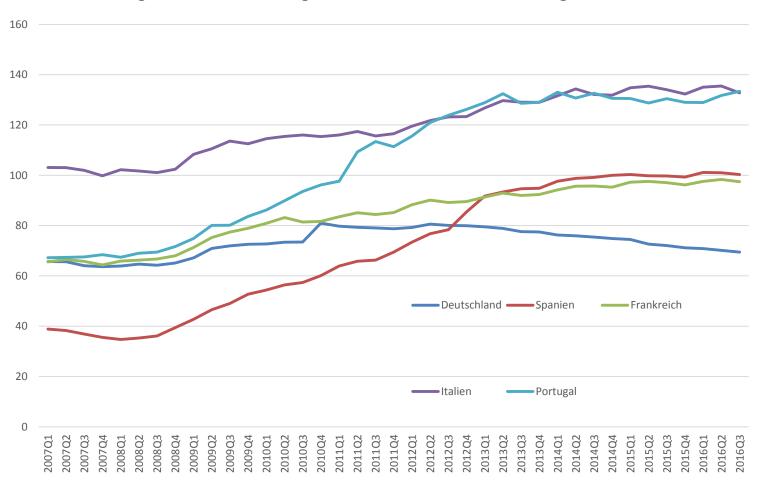
Quelle: Eurostat, Consensus Economics.

#### Problemfelder III

- Steigende Staatsschulden (aber auch privater Schulden) in der Eurozone, korrespondierend mit (verursacht durch?) niedrigeren Langfristzinsen! Steigen seit Beginn unkonventioneller Geldpolitik der EZB, wenn auch langsamer, weiter!
- Trotz sinkender Budgetdefizite, die aber zum Teil wegen geringerer Zinssätze (Einfluss EZB) fallen.
- Langfristig negative Folgen für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung!
- Sind Auslandsschulden hoch, ist **Steigerung der** internationalen Wettbewerbsfähigkeit (eigentlicher Fokus) nötig, um durch Exporterlöse die Auslandsschulden zurückzahlen zu können (GR, aber auch POR).

## Staatsverschuldung

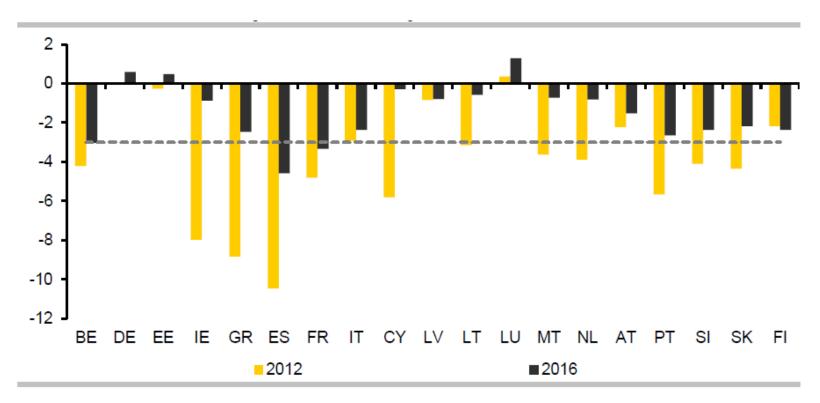
Abbildung 2: Entwicklung der Staatsverschuldung, in % des BIPs



Quelle: ECB, Statistical Warehouse

## Budgetdefizite in der Eurozone

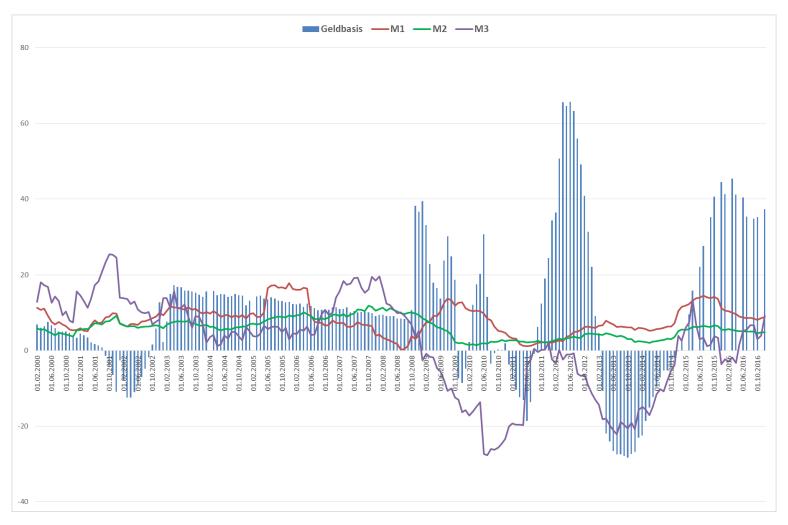
Abbildung 3: Budgetdefizite seit 2012 (Eurozone)



Quelle: Ameco, Commerzbank Research. Gesamtstaatlicher Haushaltssaldo, in Prozent des Bruttoinlandsproduktes; gestrichelte Linie markiert 3%-Limit des Maastricht-Vertrages, 2016: Schätzung der EU-Kommission vom Herbst 2016

## Wachstum Geldbasis und Geldmenge

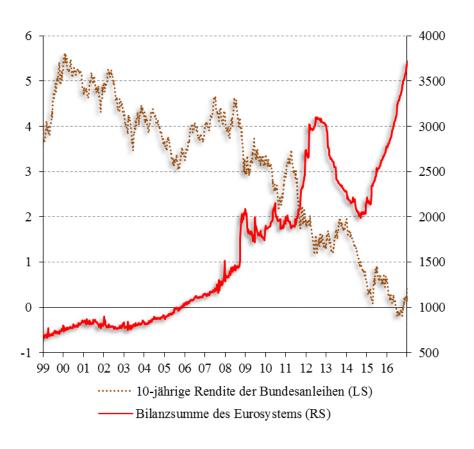
Abbildung 4: Wachstum Geldbasis, M1, M2, M3



Quelle: Bundesbank.

# EZB-Anleihekäufe senken die Marktzinsen?

Abbildung 5: Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe in Prozent und die Bilanzsumme des Eurosystems\* in Mrd. Euro



Quelle: Thomson Financial.

### Rendite zehnjähriger Staatsanleihen

Abbildung 6: Rendite zehnjähriger Staatsanleihen

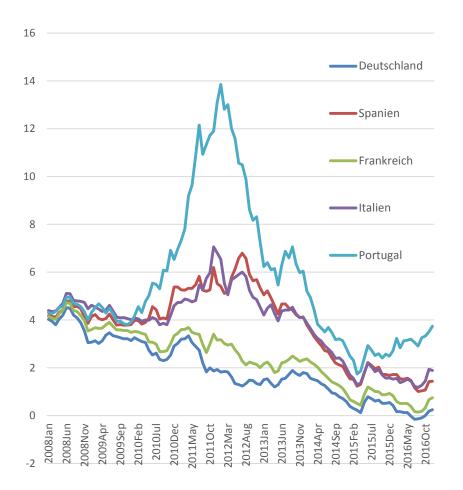
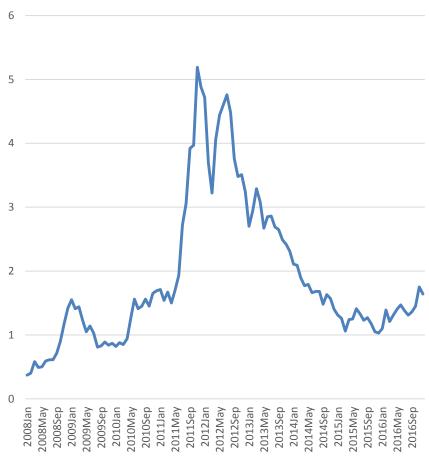


Abbildung 7: Unterschied zwischen Rendite italienischer und deutscher Staatsanleihen



Quelle: ECB, Statistical Warehouse

#### Problemfelder IV

- Verschärfung struktureller Unterschiede in der Eurozone, aktuell wieder wachsende Renditeunterschiede auf Staatsanleihen im Euroraum, politische Unsicherheit, Italien wichtiger als Portugal (siehe Grafik).
- Angemessenheit der Geldpolitik für den Euro-Raum: Risiken für die Finanzstabilität?
   Beitrag zur Genese der europäischen Schulden- und Bankenkrise (Immobilienpreisblasen, zu niedrige Realzinsen, "doom loop" etc.)

#### Problemfelder V

- Effektivität der Geldpolitik
- bei internationalem Gleichlauf langfristiger Zinsen "If global drivers are behind low bond yields everywhere, the ECB might not be able to influence them in the euro area".
- Kreditvergabe erholt sich nur langsam, Diagnose von Kreditknappheit schwierig (Angebots- oder Nachfragephänomen?)
- Details siehe Abschnitt 5.

#### Problemfelder VI

- Legalität der geldpolitischen Maßnahmen? Verstöße gegen Unabhängigkeit der Notenbank, Notenbankfinanzierung von Staatschulden?
- Gefährliche Nebeneffekte der unkonventionellen Geldpolitik (Blasen, Platzen der Blasen, Verschärfung der Ungleichverteilung etc. => Populisten)
- Ob EZB mit präventiven Zinserhöhungen zukünftige Krisen verhindern soll, ist zumindest umstritten.
   (Svensson versus BIS = D)
- Asymmetrie der Geldpolitik (schneller expansiv als kontraktiv)

#### Problemfelder VII

- "Whatever it takes Was ist das "counterfactual"?
   Draghi: "Niedrige Zinsen sind jetzt erforderlich, um in der Zukunft höhere zu haben". Zur Verifizierung "Country clones" nötig. Buba versus Banca d'Italia.
- Muss die EZB wirklich die gegenwärtige
  Zusammensetzung der EZ absichern? Warum sind
  Polen und CZ nicht zum Beitritt bereit, obwohl im
  Interesse der Bundesregierung?
- Internationale Übertragung geldpolitischer Impulse?
   Koordinierung der Geldpolitik, Schweiz, Dänemark,
   Balkan: (Über-) Leben im Schatten der EZ.
   Verantwortung für benachbarte Regionen!

#### Problemfelder VIII

- Ausstieg aus unkonventioneller Geldpolitik, denn Inflation und Inflationserwartungen in Kernländern steigen (Grafik). EZB (noch) nicht dazu bereit.
- Exit schrittweise ansetzen (J. Yellen). Gegenargument:
   Verluste aus gehaltenen Assets ausweisen. Aber:
   -Exit umso schwieriger, je länger damit gewartet wird.
  - Neues **Problem Trump**, der mittelfristig extrem lockere Geldpolitik fahren wird (Ablösung Yellens, Abwertung des Dollars, Spillovers in die Eurozone oder Sperrung der Liquiditäts-Swaps bei Nicht-Koordinierung (ruppige Zeiten, ist EZB vorbereitet?)

#### Problemfelder IX

- Schon allein deshalb, weil der EZB die ankaufbaren Assets ausgehen: endogene Reaktionen der Asset-Emittenten: Erhöhung der Staatsverschuldung: sichtbar an QE1 in USA.
- Regionalpolitik (QE-Effekte über WK), Strukturpolitik (Unternehmensanleihekäufe), vereinbar mit Mandat?
- Zinswende kein Schreckgespenst für Regierungen im Euroraum (siehe Grafik). Zinslast der meisten Länder dürfte vorerst weiter fallen. Aktuelle Renditen deutlich niedriger als Coupons der in den kommenden Jahren auslaufenden Anleihen. Erst bei weiterem starken Anstieg der Renditen würde Zinslast vor 2020 steigen. Ausnahme Portugal.
- Geldpolitik über Senkung der Ansprüche an "Collateral" wenig transparent
- ABS: Aktivitäten der EZB zur Ausweitung des ABS-Markets ("QE nur dann effektiv, wenn EZB den Banken "toxic assets" abkaufen kann").

#### Problemfelder X

"Two-Handed Approach" und Hysterese

Unemployment in the euro area, Speech by Mario Draghi, President of the ECB, Annual central bank symposium in Jackson Hole 22 August 2014

- Top-Problem: EZB hat sich bei der Wirkung ihrer unkonventionellen Geldpolitik auf Strukturreformen verschätzt. Handlungs- und Wirkungsverzögerungen korrespondieren nicht. Regierungen liefern nicht endogen. Problem: fehlende politische Union.
- Reformstau (Bereich Governance) spricht gegen Eurobonds.
- Kompensation für Aufgabe der Bundesbank-Features in der europäischen Geldpolitik durch strikte Regelbindung auf fiskalpolitischer Ebene praktisch nicht vorhanden.
- Der **Fiskalpakt** als Vertrag außerhalb des EU-Rahmens Strategische, ökonomisch-konzeptionelle und Operationalisierungsprobleme (z.B. politische Zyklen bei BIP-Revisionen, EU-Rechnungshof)

#### Problemfelder XI

- TARGET-Salden (TARGET-Falle?): Leider kommt das Geld noch immer nicht dort an, wo es gebraucht wird. Seit Beginn der QE-Käufe steigen die Salden wieder und kehrten auf den alten Trendverlauf zurück.
- Risiken bestehen in einem partiellen oder sogar vollständigen
   Auseinanderbrechen der Eurozone.
- IT, GR oder POR treten aus, da aus permanenter
   Liquiditätsknappheit trotz geldpolitischer Expansion eine
   Solvenzkrise wird.
- Insbesondere in IT (Reformpaket der Regierung abgelehnt, Neuwahlen, hat dieses Risiko deutlich zugenommen.
- Staatsanleihenkäufe iVm ELA fördern zB im Falle Griechenlands "Doom loop".

#### Problemfelder XII

- Abstimmung im EZB-Rat: Rotationsmodell => Re-Nationalisierung der Geldpolitik, mehr Macht für das Direktorium ("Power Indices"); "Einstimmigkeit" geldpolitischer Beschlüsse fragwürdig, wenn ein großes Land nicht mitstimmt
- EZB darf nicht zum "Gefangenen der Finanzmärkte" werden: Notenbanken haben mit unkonventioneller GP Erwartungshaltung an Finanzmärkten geschaffen, die nur schwer zu erfüllen ist. Eine Rückkehr zu einer weniger aggressiven Geldpolitik wird nur schwer möglich sein. Denn dann droht (angeblich) der Kollaps.
- Relative Langfristzinsen (Spreads zu D) müssen wieder das relative Insolvenzrisiko eines Euro-Mitgliedstaates spiegeln.

#### Problemfelder XIII

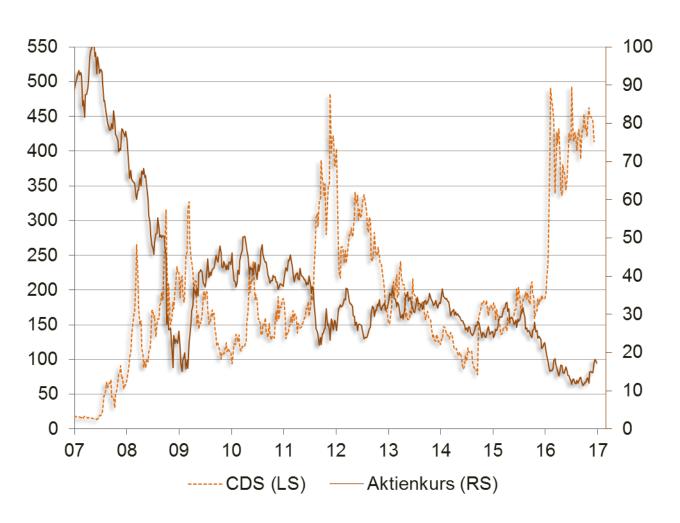
- Negativzinsen, Helikoptergeld: Marktverzerrung und Systemwechsel:
- Vor allem für deutsche Banken übt der Strafzins der EZB einen negativen Effekt aus. Denn vor allem die Banken der Eurozonen-Kernländer halten bei der EZB Überschussreserven, gespeist aus Mittelzuflüssen der Südländer, und werden bestraft.
- # Zeitpräferenz, Urzins.
- Politische, geopolitische Unsicherheit und Geldpolitik, policuncertainty.com.
- "Optionswert des Wartens bei Unsicherheit", geldpolitische Entscheidungen als "Investitionen"
- Wichtigste Determinanten von Investitionen sind nicht die Zinsen, sondern Akzelerator und Steuersätze.

#### Problemfelder XIV

- Doppeltes Mandat: Preisstabilität und Finanzstabilität/Bankenaufsicht – Politökonomie, Interessenkonflikte? Niedrigzinsen => EK der Banken!
- EZB als Mitglied der Troika:
- Überprüft selbst, ob Bedingungen für ihre Geldpolitik vorliegen (OMT, BVerfG, Karlsruhe);
- Zu einseitige Betonung der Haushaltskritierien an Stelle der internationalen Wettbewerbsfähigkeit (EU-Rechnungshof, 2 Studien mit CEPS)
- EZB wird durch ELA "Herrin" über den Grexit => Politisierung der EZB.
- Beitrag der EZB aus Eigeninteresse zur Schuldenstreckung Griechenlands.

## "Bail in" bei Überschuldung?

#### Deutsche Bank Aktienkurs und CDS Spread



Quelle: Bloomberg. 5-Jahre, subordinated, €

#### Problemfelder XV

- "Weginflationieren" von Staatsschulden (EZB als LolR, Lehrbücher, Rating-Agenturen) probates Mittel zur Gesundung der Eurozone?
   Versteckt hinter Erreichen des Ziels der Preisniveaustabilität?
- "European Safe Bonds": Vergemeinschaftung von Schulden/Eurobonds durch die Hintertür? Implizite Haftungsrisiken, politische Einflussnahme bei deutlichem Renditeanstieg eines Mitgliedstaates? Keine Abkehr von der Privilegierung von Staatsanleihen! Auch bei ABS-Markt EZB engagiert.
- Wechselkurspolitik (starker Dollar, Trump). QE und Euro-Abwertung Gut gemeint, aber wenig effektiv (siehe Abschnitt 5).
  Unterschiedliche Export-Schwellen (Hysterese, Unsicherheit),
  Navarro, Euro als "implizite DM".

#### Problemfelder XVI

- Speziell zu QE (Public Sector Purchase Programme):
  - "All in all, there is thus some room for a further modest increase in the PSPP. But a doubling of its size would create increasing problems in terms of the availability of eligible securities and the issue and issuer limits of 25% and 33%, respectively. **The PSPP can thus not really be 'open-ended':** if inflation remains below the target level well into next year, the ECB will have to invent new instruments and might face a **credibility problem**. The experience of Japan has shown that even bond purchases at a much larger scale are no guarantee of success." (Gros, 2016)
- There are **important differences in the maturity structure of the bonds** bought by the **national** central banks under the PSPP. Monetary policy is thus, de facto, no longer unified.
- Central banks of countries with large public debts tend to buy longer maturities.
   This increases the exposure of the country to future increases in interest rates.
- The main risk of increasing the size of the PSPP is that it will make an exit more difficult. If an eventual exit were to coincide with higher risk premia, it would be difficult to force the national central banks in countries under financial stress to sell large amounts of their own government bonds.

#### Problemfelder XVII

- Welche Aktivitäten dürfen NZBs "außerhalb des Eurosystems" durchführen? Investment-Portfolios "on behalf of the country" (Bini Smaghi und Gros, 2000)? Transparenz!
- EZB ist bedeutender Gläubiger der EWU-Mitgliedsländer geworden. Ordnungspolitische Folgen?

## 3. Synchronisierung der Konjunkturzyklen in der EWU - Kern versus Peripherie

BELKE, ANSGAR, DOMNICK, CLEMENS, GROS, DANIEL (2017): Business Cycle Synchronization in the EMU: Core vs. Periphery, erscheint in: Open Economies Review.

Web: https://www.ceps.eu/system/files/WD427.pdf
BELKE, ANSGAR, DOMNICK, CLEMENS, GROS, DANIEL (2017):
Business Cycle Desynchronisation: Amplitude and Beta versus Comovement, VOX EU, the CEPR's policy portal for "Research-based policy analysis and commentary from leading economists", web: http://voxeu.org/article/business-cycle-desynchronisation, 19.01.2017.

## Synchronisierung Konjunkturzyklen II

- Synchronisierung von Konjunkturzyklen in der EWU mit Fokus auf Kern-Peripherie-Muster im Nachgang der Krise.
- Unsere Panel-Schätzer belegen nach 2007Q4 eine wachsende Korrelation der Kern-EWU-Länder untereinander.
- Demgegenüber fällt die Synchronisation der Peripherieländer mit dem Kern, den Nicht-EWU-Ländern und auch untereinander.
- Welchen Anteil davon hat die EZB zu verantworten?
   Endogene OCA-Theorie.

## Synchronisierung Konjunkturzyklen III

- Korrelationskoeffizienten und nicht-parametrische "local polynomial"-Regressionen bestätigen diesen Befund.
- Der übliche Fokus der Theorie optimaler Währungsräume auf "comovements and correlations" ist nicht hinreichend.
- Denn wir finden auch große Unterschiede in der Amplitude nationaler Zyklen (VoxEU).
- Ein "strong common cycle" kann somit zu großen
   Unterschieden in zyklischen Positionen führen, selbst wenn nationale Zyklen stark korreliert sind.

## Synchronisierung Konjunkturzyklen IV

- Die Krise der EMU führte zu einer deutlichen ökonomischen Trennung zwischen Kern- und Peripherieländern (European Commission, 2014).
- Während Kernländer wie D nur temporäre
   Outputverluste zu verzeichnen hatten, kämpfen
   Peripherieländer wie GR oder POR mit schwacher
   ökonomischer Aktivität und einem starken Anstieg der
   Arbeitslosigkeit.
- Analyse und Einschätzung von "cross-country"Heterogenität unter EWU-Mitgliedsländern spielt
  eine Schlüsselrolle bei Erreichung einer nachhaltigen
  "Governance" der Eurozone, inkl. Geldpolitik.

## Synchronisierung Konjunkturzyklen V

- Kern-Peripherie-Paradigma wurde akademisch intensiv bearbeitet (Blanchard et al., 2015; Wortmann und Stahl, 2016; Cesaroni und De Santis, 2016).
- Die Unterscheidung zwischen Kern und Peripherie ist besonders relevant für die Geldpolitik der EZB.
- Divergierende Trajektorien bedrohen die Stabilität der EWU, da die EZB nur mit einer "One-size-fits-all"-Geldpolitik reagieren kann, um Outputbewegungen zu stabilisieren.

#### Synchronisierung Konjunkturzyklen VI

- Die Bedeutung synchronisierter Konjunkturzyklen für eine gut funktionierende Währungsunion wird in der Theorie optimaler Währungsräume betont (OCA, Mundell (1961) und McKinnon (1963)).
- Je synchroner die Zyklen, desto **leichter** ist es für die Geldpolitik, **Stabilisierungspolitiken** durchzuführen (Clarida et al., 1999; Rogoff, 1985).
- Gleichzeitig verringert sich hierdurch die Wahrscheinlichkeit einer "asymmetric shock propagation" über EWU-Mitgliedsländer hinweg (Altavilla, 2004).

#### Synchronisierung Konjunkturzyklen VII

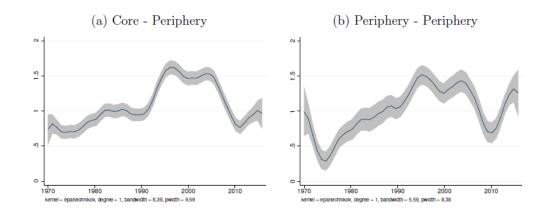
- Eichengreen (1990, 1991, 1993): Die Kosten der Aufgabe geldpolitischer Autonomie sind besonders hoch, wenn die Konjunkturzyklen der Mitgliedsländer nur schwach korreliert sind und alternative Anpassungsmechanismen, wie Faktormobilität, nicht hinreichend verfügbar sind.
- Anders formuliert: je höher die Synchronisation, desto geringer die Kosten der Abschaffung nationaler Geldpolitiken.
- Deshalb wird die "Business cycle synchronization" auch als das wichtigste OCA- Kriterium angesehen (Gächter et al., 2012). Aber nicht in Maastrichter Konvergenzkriterien enthalten.

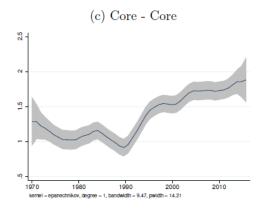
#### Synchronisierung Konjunkturzyklen VIII

- Wir ergänzen die Literatur durch einen Fokus auf die Beziehung zwischen zwei Clustern innerhalb der Eurozone: eine Gruppe von Kernländern, D, FR, AT, FIN und NL, und eine Gruppe von Ländern der Peripherie: POR, IT, IR, GR und ES.
- Einige Studien verweisen auf eine **Aufteilung in Kern-und Peripherieländer** bereits **vor** der Euro-Einführung (Bayoumi and Eichengreen, 1992; Dickerson et al., 1998).

### Synchronisierung Konjunkturzyklen IX

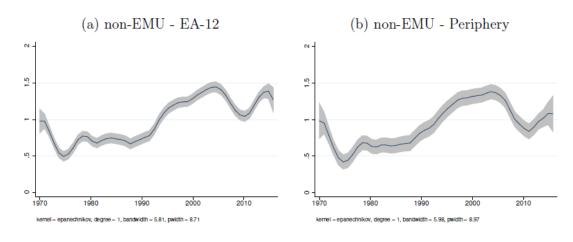
Abbildung 8: "Local polynominal regressions": Kern und Peripherie

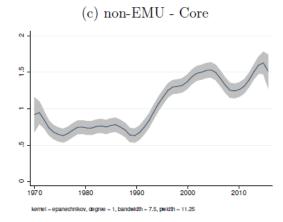




### Synchronisierung Konjunkturzyklen X

Abbildung 9: "Local polynominal regression" für Nicht-EWU-Länder relativ zum Kern, periphere and EA-12-Länder





# 4. Gleichgewichts-Realzinsen und Säkulare Stagnation - Eine empirische Analyse für Mitgliedsländer der Eurozone

BELKE, ANSGAR, KLOSE, JENS (2017): Equilibrium Real Interest Rates and Secular Stagnation: An Empirical Analysis for Euro-Area Member Countries, erscheint in: Journal of Common Market Studies.

Web: http://www.rwi-essen.de/media/content/pages/publikationen/ruhr-economic-papers/rep\_16\_621.pdf

### Gleichgewichts-Realzinsen II

• Ist **säkulare Stagnation** – eine Periode permanent geringen Wachstums wie nach der Finanzkrise 2008/09 (Summers, 2014) – ein für die **einzelnen** Länder der Eurozone **relevantes** Phänomen?

"The central tenet of this hypothesis is that there is a **difference between the real interest rate**, the decisive variable for investment and consumption decisions, **and its equilibrium value**. Summers (2014a) and others believe that the equilibrium real rate declined substantially in the crisis period and is now far into the negative range and thus **too low for the actual real rate to be reached**. In this situation, secular stagnation occurs and investments and savings can no longer be balanced."

### Gleichgewichts-Realzinsen III

- Wir beantworten diese Frage auf der Grundlage des etablierten Laubach-Williams-Modells, um den nicht beobachtbaren gleichgewichtigen Realzins zu schätzen und ihn mit dem beobachteten tatsächlichen Realzins zu vergleichen.
- Angesichts des signifikanten Anstiegs der Heterogenität unter den EWU-Mitgliedsländern seit dem Beginn der Finanzkrise wenden wir unseren Ansatz auf 12 Eurozonen-Länder an, um länderspezifische Antworten zu erhalten.

### Gleichgewichts-Realzinsen IV

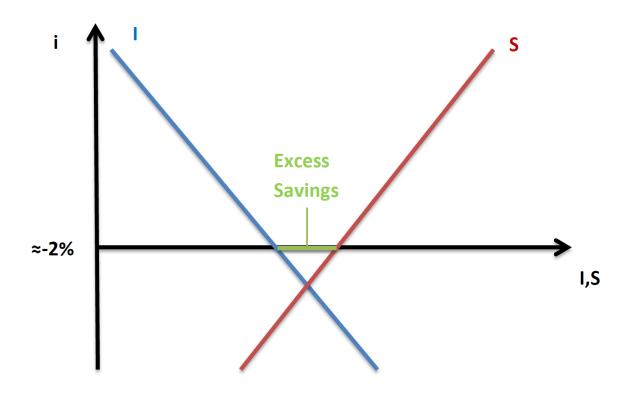
- Das Vorliegen säkularer Stagnation in einigen Ländern hätte bedeutende Auswirkungen auf die Optimalität einer "common monetary policy for uncommon regions", die Entscheidungsfindung der EZB (z.B. Abstimmungsmacht im EZB-Rat) und die "EU Governance".
- Die beobachteten Realzinsen liegen innerhalb des "one standard deviation"-Bandes um den gleichgewichtigen Realzins.
- Keine Indikation, dass tatsächliche Realzinsen nicht bis auf ihren Gleichgewichtswert fallen können, wie es die Hypothese säkularer Stagnation nahe legt.

### Gleichgewichts-Realzinsen V

- Für die meisten Länder ist der tatsächliche Realzins sogar niedriger als der gleichgewichtige Realzins. =>
   Kein Bedarf an Erhöhung des Inflationsziels oder stärkerer Forcierung nominaler Negativzinsen!
- "Säkulare Stagnation" stellt keine signifikante
  Bedrohung der meisten EWU-Länder dar, Ausnahme:
  Griechenland.
- Diese Studie weist der EZB deutlich Verantwortung zu.

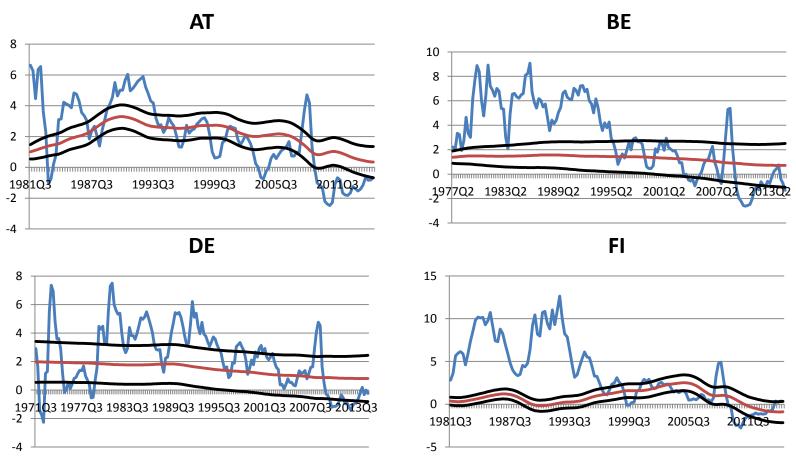
### Gleichgewichts-Realzinsen VI

Abbildung 10: Realzinsen und sökulare Stagnation



### Gleichgewichts-Realzinsen VII

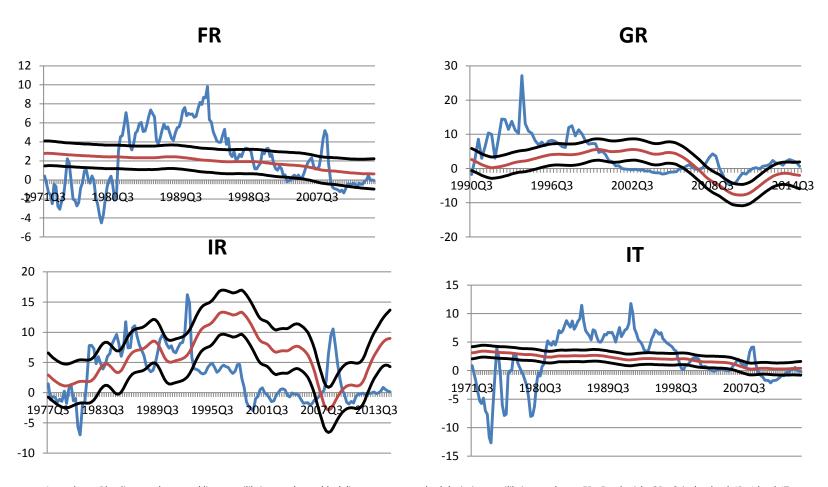
Abbildung 11: Ex-ante Realzinsen und "one sided equilibrium estimates"



Anmerkung: Blue line= real rate, red line= equilibrium real rate, black lines= +- one standard deviation equilibrium real rate, AT= Österreich, BE= Belgien, DE= Deutschland, FI= Finnland

### Gleichgewichts-Realzinsen VIII

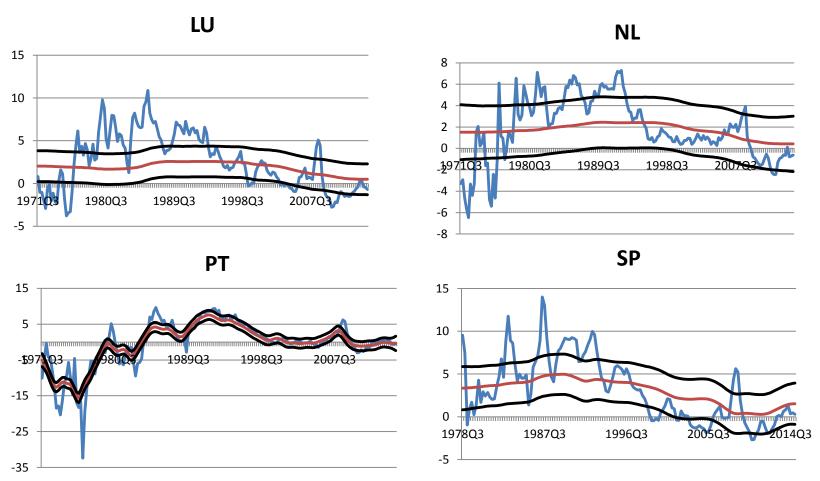
Abbildung 12: 11 fortgesetzt



Anmerkung: Blue line= real rate, red line= equilibrium real rate, black lines= +- one standard deviation equilibrium real rate, FR= Frankreich, GR= Griechenland, IR= Irland, IT= Italien

### Gleichgewichts-Realzinsen IX

Abbildung 13: 11 fortgesetzt



Anmerkung: Blue line= real rate, red line= equilibrium real rate, black lines= +- one standard deviation equilibrium real rate, LU= Luxembourg, NL= Niederlande, PT= Portugal, SP= Spanien

# 5. Zur Effektivität unkonventioneller Geldpolitik – Empirische Evidenz auf Basis internationaler Zinsdifferentiale

BELKE, ANSGAR, GROS, DANIEL, OSOWSKI, THOMAS (2017): The Effectiveness of the Fed's Quantitative Easing Policy: New Evidence Based on Interest Rate Differentials, erscheint in: Journal of International Money and Finance.

Web: https://www.ceps.eu/publications/did-quantitative-easing-affect-interest-rates-outside-us-new-evidence-based-interest.

Discussion by TAYLOR, JOHN B. (2016): New Test Finds No Impact of QE on Long-Term Interest Rate.

Web: https://economicsone.com/2016/05/28/new-test-finds-no-impact-of-qeon-long-term-interest-rate/

# Effektivität unkonventioneller Geldpolitik II

- Das Ziel der groß angelegten Wertpapierkäufe ist es, die Langfristzinsen zu reduzieren ("flattening the yield curve").
- QE kann aber auch durch eine Erhöhung der Inflationserwartungen und hierdurch sinkende Realzinsen funktionieren.

# Effektivität unkonventioneller Geldpolitik III

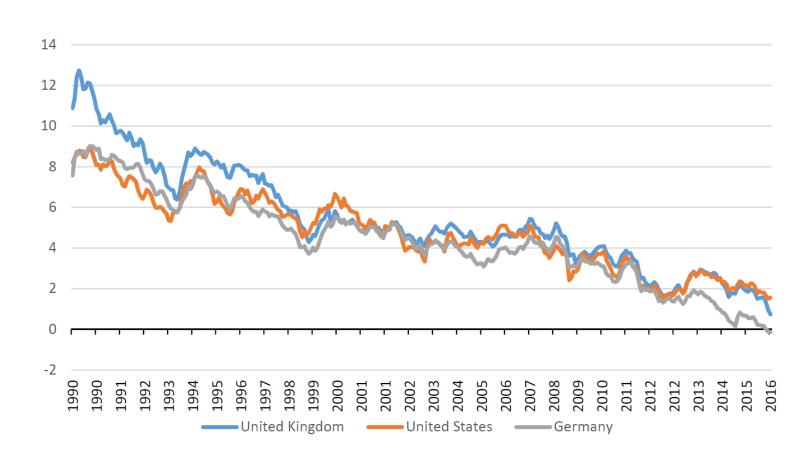
- Wie evaluiert man die Effektivität von QE?: Bisherige Studien fokussieren Entwicklungen innerhalb des Landes, das QE durchführt. Zumeist Event-Studien.
  - ➤ Wir finden, dass Anleihekäufe in den USA allein die "co-movements zwischen US- und EZ-Zinssätzen nicht "stören".
  - => Entweder:
  - ➤ QE ineffektiv, oder
  - ➤ QE super-**effektiv,** da es Zinssätze überall nach unten drückt (aber dann sollte der Einfluss auf den Wechselkurs gleich Null sein).

### Effektivität unkonventioneller Geldpolitik IV

- QE der Federal Reserve verringert nur das Angebot an US-Staatsanleihen.
- Weil das Angebot an (und wahrscheinlich auch die Nachfrage nach) Euro-denominierten Staatsanleihen nicht durch das US-QE beeinflusst wird, gibt es keinen Grund anzunehmen, dass das US-QE in derselben Weise einen Einfluss auf die langfristigen Zinssätze der Eurozone wie auf die US-Zinsen haben sollte.
- Die Beobachtung, dass QE die transatlantischen Zinsdifferentiale nicht beeinflusste, macht es schwer zu behaupten, das US-QE sei Bestandteil eines Währungskriegs, da es zu einer Abwertung des US-Dollars geführt habe.

# Effektivität unkonventioneller Geldpolitik V

Abbildung 14: Langfristzinsen in wichtigen Währungsräumen seit 1990



Quelle: OECD 2016

# Effektivität unkonventioneller Geldpolitik VI

- Die Effektivität umfangreicher Wertpapierkäufe der Fed sollte deshalb nicht einfach an der Verringerung der US-Zinsen gemessen werden, sondern an der Reduktion des Zinsdifferentials zwischen den USA und der Eurozone (oder anderen wichtigen Märkten).
- Umfangreiche Asset-Käufe der Fed hatten keinen "differential impact" auf die USA.
- Über die meisten US-QE-Perioden fielen die Zinssätze nur um so viel, und manchmal weniger, als in Währungsräumen, die kein QE durchführten.
- Keine QE-Episode mit einer Änderung des Differentials > 0.1 %.

### Globale Finanzmärkte und nationales QE

- Die Härte der Krise und die Rezession in entwickelten Volkswirtschaften führte zu (weiteren) gemeinsamen Verringerungen der Langfrist-Zinsen über die Länder hinweg – entlang des negative Trends.
- QE kann als eine Reaktion auf die Krise verstanden werden, hat aber selber die Zinsen nicht verringert.
  - ➤ Kein unabhängiger, separater Effekt des US-QE auf die US-Volkswirtschaft, der nicht auf den globalen negativen Trend zurückzuführen ist => QE-Effekte überschätzt?
  - ➤ Kleine und nicht andauernde Effekte des US-QE auf das Zinsdifferential und ...
  - > ein beschränkter Einfluss auf den Wechselkurs und die Inflation
  - ... weisen in dieselbe Richtung.

# Effektivität unkonventioneller Geldpolitik VII

- Implikation f
  ür die Analyse der Effektivit
  ät des EZB-QE?
- Spiegelbildliche Analyse für die EZB: Bedeutet der Zeitpunkt der Ankündigung/Implementierung des EZB-QE einen Strukturbruch in der Beziehung zwischen dem Eurozins und den anderen wichtigen Langfristzinsen?
- Erinnere: Es gab für über ein Vierteljahrhundert einen gemeinsamen Zinstrend ("Kointegration").
- Die ausgeprägte Parallelität des Trends zwischen den großen Währungsräumen legt nahe, dass flexible Wechselkurse und unabhängige Geldpolitiken nicht zu divergierenden Pfaden der Langfristzinsen geführt haben.

# Effektivität unkonventioneller Geldpolitik VIII

- Die meiste Zeit, aber nicht immer, lagen die deutschen Anleiherenditen unter den US-Renditen. Die Lücke, die sich in den letzten Jahren öffnete, ist jedoch die bisher größte.
- Interessanterweise öffnete sich diese Lücke bereits, bevor die EZB ihr Anleihekaufprogramm begann.
- Erstes Indiz dafür, dass die Bedeutung des EZB-QE überschätzt wird.

# Effektivität unkonventioneller Geldpolitik IX

- Literatur zu den Bestimmungsgünden globaler Zinsen nimmt an, dass alle relevanten nationalen
   Kapitalmärkte durch den globalen Kapitalmarkt miteinander verbunden sind, sodass letztendlich der Zinssatz überall derselbe ist.
- Akzeptiert man diese Hypothese, können nationale Zentralbanken wie die EZB die Anleiherenditen in ihren eigenen Jurisdiktionen nicht beeinflussen.

# Effektivität unkonventioneller Geldpolitik X

- Denn jede leichte Änderung eines nationalen (oder currency area) Zinssatzes würde so große Kapitalzuflüsse attrahieren, dass jegliches anfängliche Zinsdifferential schnell wieder verschwinden würde ("Global spillovers", Abschnitt 2).
- Bei voll integrierten globalen Kapitalmärkten kann man von der nationalen, d.h. hier der europäischen, Geldpolitik nicht mehr erwarten, einen Einfluss auf die heimischen Anleiherenditen zu haben. Empirische Evidenz stützt diese Sicht.
- Aktivismus der EZB, beispielsweise eine Ausdehnung ihres Anleihekaufprogramms, dürfte größtenteils ineffektiv sein.

#### 6. Ausblick

- FAZIT: "Performance" der EZB ist an diesen Nebenbedingungen zu messen. Diese wurden aber teils selbst von der EZB geformt/begünstigt oder nicht berücksichtigt!
- Nicht nur die dauerhaften Realisierungsgrade der nominalen Maastrichter Konvergenzkriterien, sondern der in Maastricht nicht verankerten realwirtschaftlichen Kriterien (realwirtschaftlicher Konvergenz, Wettbewerbsfähigkeit etc.).
- Vor allem hat die EZB-Politik nur unzureichende Anreize für realwirtschaftliche Reformen gegeben.
- Aber: "Ein Mittel, ein Ziel"-Paradigma! Dilemma-Situation? EZB überfordert?
- Verantwortlichkeit=Verwantwortung: Bankenrettung nicht über EZB-Bilanz!

#### Ausblick II

- "Ruppige Zeiten", Trump/USA: Liquiditäts-Spillovers versus Kappung von Liqudität-Swap-Abkommen => EZB gewappnet?
- Der von Trump nominierte Vorsitzende des National Trade Council, bezichtigt Deutschland der fortgesetzten Währungsmanipulation.
- Berlin nutze einen "stark unterbewerteten" Euro, um seine Handelspartner "auszubeuten".
- Den Euro bezeichnete Navarro als "implizite D-Mark".



"There is no global anthem.

No global currency. No
certificate of global citizenship.
We pledge allegiance to one
flag and that flag is the
American flag."

Donald J. Trump, Ohio, 1. Dezember 2016

#### Ausblick III

- Europa-Politik: Achse D-FR wichtig. Package Deals: "Kein Fiscal Compact" gegen "Unterstützung gegen 3. Stufe Bankenunion, gemeinsame Einlagensicherung". Hilfreich für europäische Geldpolitik? Schlechtes Vorbild für Programmländer.
- **5-Präsidenten Report**: "Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden". EZB ist involviert.
- EU Governance: Bankenunion cum Fiskalföderalismus und EWF. Beseitigung des eines "self-fulfilling government default" und "Fear of default" (de Grauwe, Krugman, Abschnitt 1) ohne die Notenpresse und Zentralisierung der Fiskalpolitik möglich!
- Maastricht 2.0, aber mit mehr Fokus auf Wettbewerbsfähigkeit.
- Ist die Eurozone für die **Stabilitätsrisiken des Brexit** gewappnet? Siehe Monetary Experts Panel 4/2016.

#### Ausblick IV

- 155 Professoren-Initiative 1998 "Der Euro kommt zu früh" = "With the benefit of hindsight", im Prinzip recht gehabt.
- Nun aber zu spät: Optionswert des Wartens. OCA Kriterium andersherum.
- Versunkene Kosten bei hoher globaler politischer
   Unsicherheit. => Optimaler Beitritts-Integrationsgrad
   höher als der Exit-Integrationsgrad!
- "In der Krise zusammengeschweißt", "Es muss noch schlimmer kommen, damit ...", "Erst muss Unsicherheit zurückgegangen sein, dann ..." etc.

#### Ausblick V

- Die EZB sollte Anleihekäufe verlangsamen, früher beenden.
- Straffung der Geldpolitik würde Risiken aus dem äußerst niedrigen Zinsniveau für die Finanzstabilität und die Fortsetzung der Konsolidierungs- und Reformpolitik im Euro-Raum vermeiden.
- Zunehmende Zinsänderungsrisiken im Bankensystem: expansive geldpolitische Maßnahmen nicht zu spät zurückfahren!
- Gefahr, dass EZB wegen zunehmender Finanzstabilitätsrisiken rechtzeitigen Ausstieg verpasst und größere Verwerfungen dann nicht mehr verhindert werden können.
- Weiteres Argument: Wirtschaftswachstum und die Arbeitslosigkeit in der Eurozone entwickeln sich positiv (siehe Einleitung).

#### Literatur

- BELKE, ANSGAR (2009-2014): Monetary Experts Panel, diverse Briefing Papers, European Parliament, Brussels.
- BELKE, ANSGAR (2013): Towards a Genuine Economic and Monetary Union – Comments on a Roadmap, in: Politics and Governance, Vol. 1(1), S. 48-65.
- BELKE, ANSGAR (2016): Die WWU als "Bargaining"-Prozess zwischen Deutschland und seinen Partnern, in: BÖTTGER, KATHRIN, JOPP, MATTHIAS (Hrsg.), Handbuch zur deutschen Europapolitik, Nomos, S. 261-280.
- BELKE, ANSGAR, REES, ANDREAS (2014): Globalisation and Monetary Policy – A FAVAR Analysis for the G7 and the Euro Area, in: North American Journal of Economics and Finance, Vol. 29, S. 306-321.

#### Literatur II

- BELKE, ANSGAR, VERHEYEN, FLORIAN (2014): The Low Interest Rate Environment, Global Liquidity Spillovers and Challenges for Monetary Policy Ahead, in: Comparative Economic Studies, Vol. 56/2, S. 313-334.
- BELKE, ANSGAR, GROS, DANIEL, SCHNABL, GUNTHER (2016):
   Das europäische Verfahren zur Vermeidung und Korrektur von Leistungsbilanzungleichgewichten, in: Wirtschaftsdienst, Vol. 96/8, S. 548-556.
- GROS, DANIEL (2016): QE Infinity: What Risks for the ECB?, Indepth analysis, IP/A/ECON/2016-01, February.
- GROS, DANIEL, BINI-SMAGHI, LORENZO (2000): Open Issues in European Central Banking, MacMillan Press.