

Niedrigzinsen und Anleihekäufe noch angemessen?

Volker Wieland

Internationale Fachtagung für Volkswirtschaftslehre

Worms, 19. Mai 2017

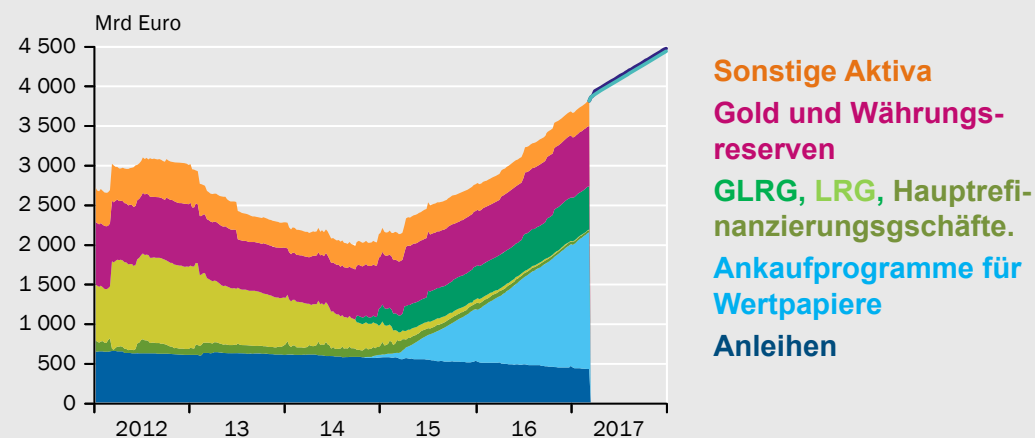
**WIRTSCHAFTSUNIVERSITÄT
WIEN VIENNA
UNIVERSITY OF
ECONOMICS AND BUSINESS**

Agenda

1. Massive quantitative Lockerung seit 2014
2. EZB sollte die Staatsanleihekäufe beenden
3. Die „R-Star Debatte“ oder „Warum sind die Zinsen niedrig“

1. Massive quantitative Lockerung seit 2014 und ihre Konsequenzen

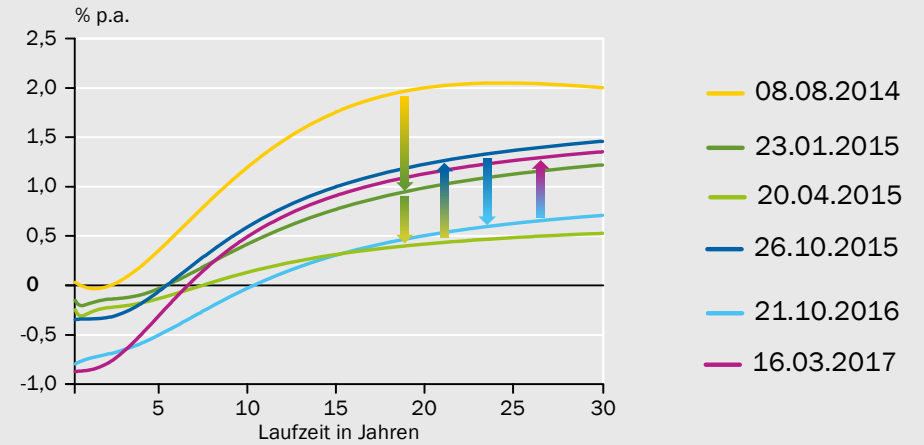
EZB Negativer Einlagezins und Bilanzausweitung



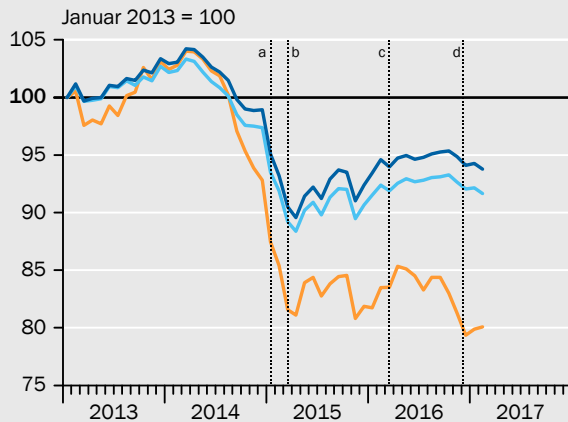
Starke Auswirkungen

- Langfristzinsen auf Staatsanleihen negativ
- Währungsabwertung, Euro handlungsgewichtet immer noch deutlich niedriger als 2013/14
- Vermögenspreise aufgepumpt

Negativzinsen auf langlaufende Staatsanleihen



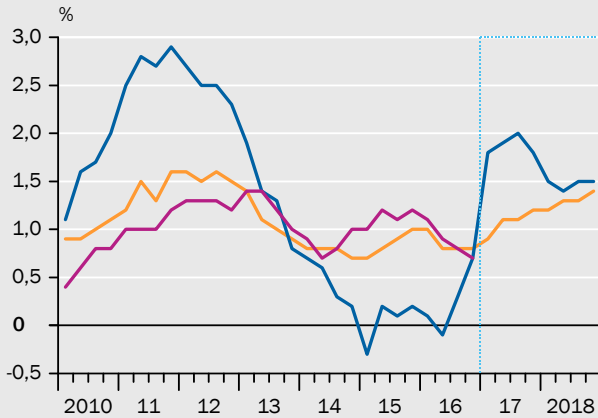
€: Abwertung stärkt temporär Wettbewerbsfähigkeit



Nominaler effektiver Wechselkurs
Realer effektiver Wechselkurs
Euro zu Dollar

2. Einordnung: EZB sollte die Staatsanleihekäufe beenden

Ölpreis treibt Verbraucherpreise im €-Raum



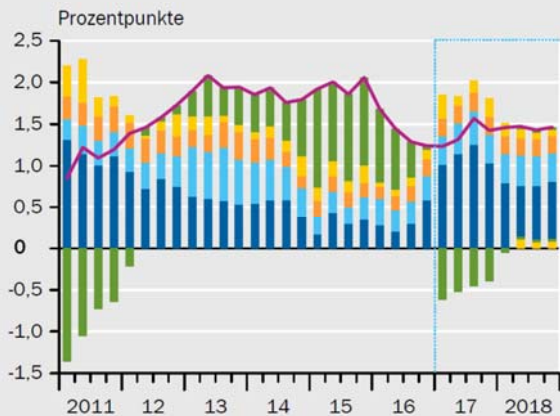
Verbraucherpreise (HVPI)
Verbraucherpreise ohne Energie & Nahrungsmittel (Kern-HVPI)
Preise der im €-Raum produzierten Güter und Dienstleistungen (BIP-Deflator)

Verbraucherpreis-Inflation in Deutschland

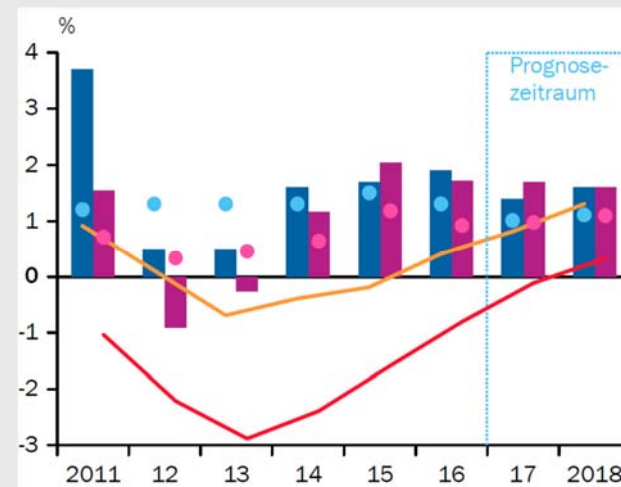


Verbraucherpreisindex (VPI)
Energie & Nahrungsmittel
Verbraucherpreise ohne Energie & Nahrungsmittel (Kern-VPI)

Inflation: In Deutschland produzierte Güter und Dienstleistungen



BIP Deflator
Bauinvestitionen
Sonstige Investitionen
Privater Konsumausgaben
Staatsausgaben
Export – Import Preise (Terms of Trade)

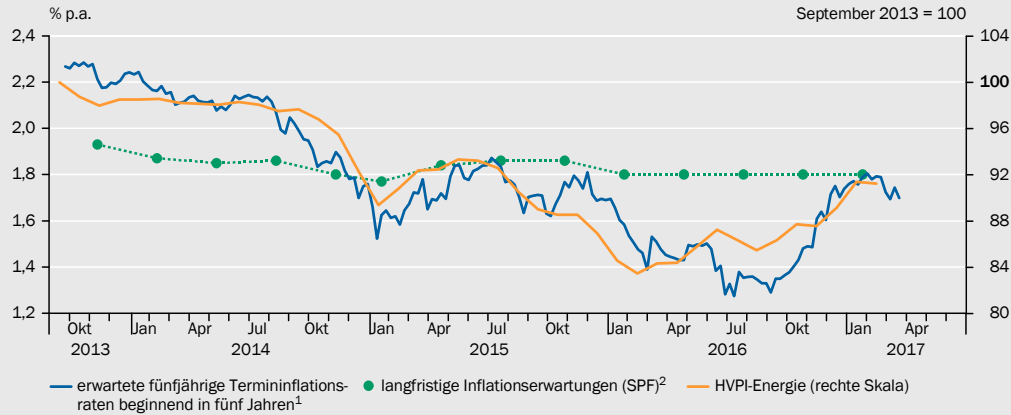


BIP Wachstum über Potenzial in €-Zone und Deutschland. Positive BIP-Lücke in Deutschland.

Deutschland: BIP Wachstum, Potenzialwachstum, BIP-Lücke

€-zone: BIP Wachstum, Potenzialwachstum, Lücke

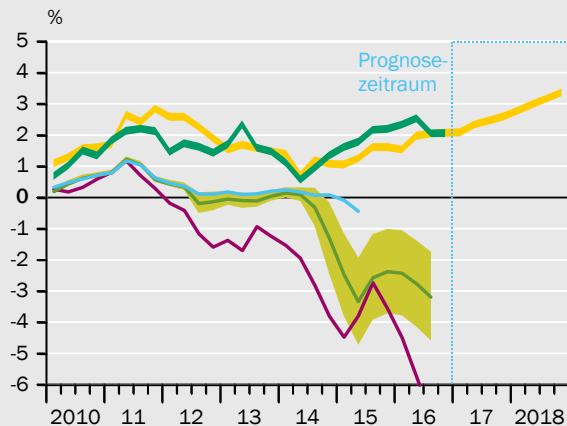
Derivate-basierte Inflationserwartungen hängen am Ölpreis: Keine sinnvolle Diagnose für Entankerung



Referenzgröße: Taylor Zins

$$\text{Taylor Zins} = \text{realer Gleichgewichtszins} + \text{Inflationsziel} + 1\frac{1}{2} (\text{Inflation} - \text{Inflationsziel}) + \frac{1}{2} (\text{Outputlücke})$$

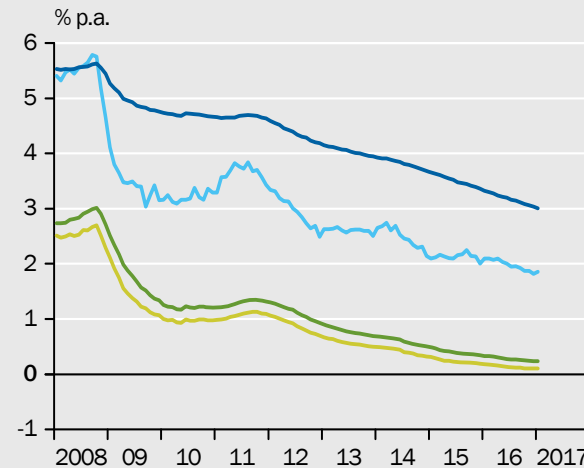
Niedrigzinsen für Euro-Raum nicht angemessen.



Taylor Regeln mit

- Kerninflation,
- BIP-Deflator
- Schattenzins
- mit 95% Konfidenzintervall

Banken: Massive Zinsänderungsrisiken bauen sich auf.



Deutsche Banken

Kreditzinsen:

- Bestand,
- Neu-Kredite

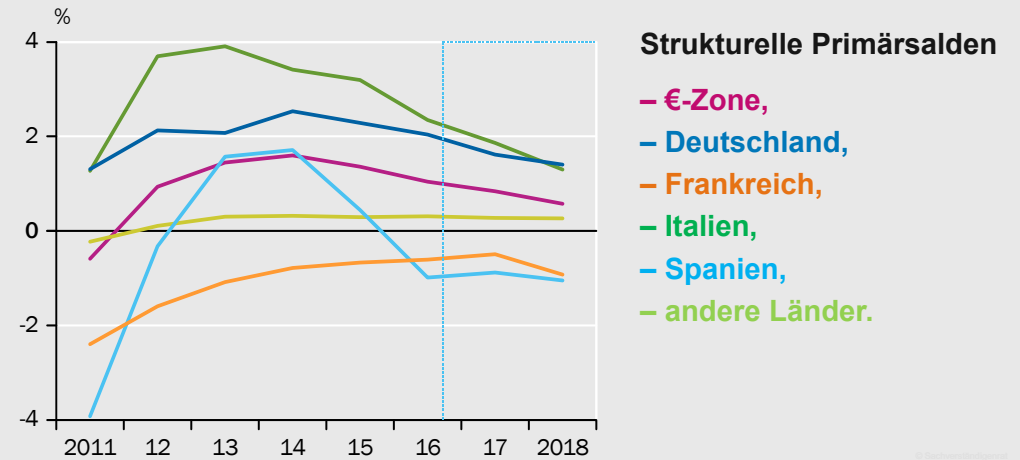
Einlagenzinsen:

- Bestand,
- neue Einlagen

Schlüsselzinssätze deutscher Lebensversicherer

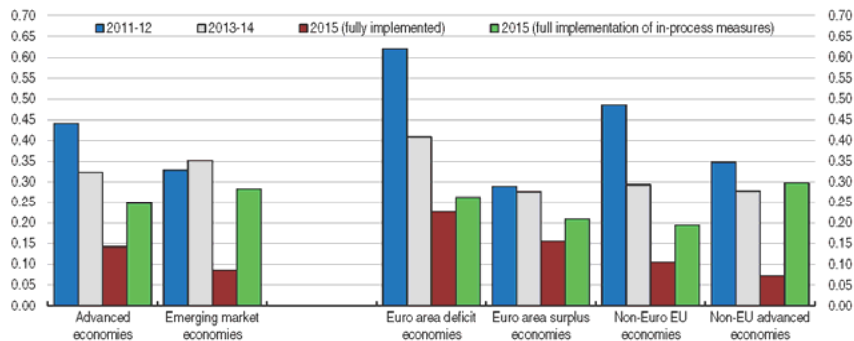


Staaten: Konsolidierungsbemühungen beendet



Staaten: Reformen aufgeschoben

Figure 1.4. **The pace of reform has decelerated in 2015**
The share of implemented *Going for Growth* recommendations¹



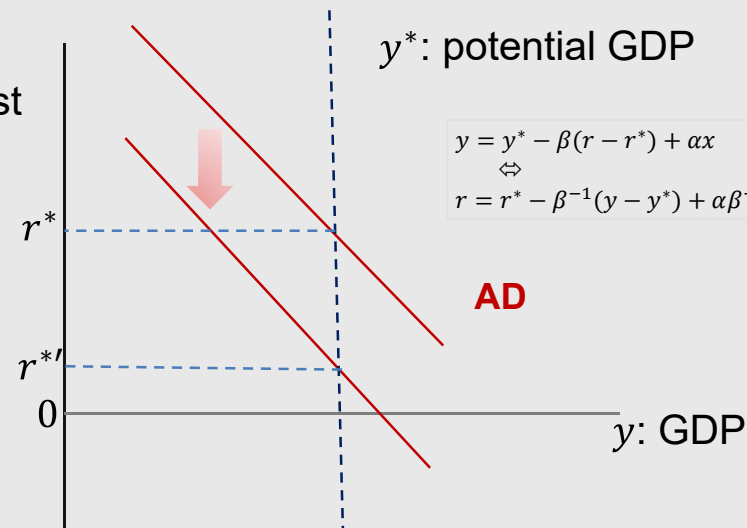
1. The chart illustrates the pace of reform in previous periods captured by the indicator of reform responsiveness (RR) and the estimated level of responsiveness in 2015 based on two different scenarios to ensure comparability with previous two-year periods. See the *Going for Growth* 2010 issue for an explanation on RR, and the main text on how the hypothetical RR is computed. Following Ollivaud and Schwellnus (2013), the euro area surplus economies are defined as the euro area members for which the current account surplus was on average larger than 1% of GDP over the period 2000-05 (Austria, Belgium, Germany, Finland, Luxembourg and the Netherlands). The euro area deficit economies include the remaining members of the OECD euro area (France, Estonia, Greece, Ireland, Italy, Portugal,

Fazit – zu 1 und 2

- Massive geldpolitische Lockerung bei stabiler Inflationsraten synchron mit Energiepreiserückgängen
- Inflations- und Wachstumsentwicklung bietet Raum das Ausmass der expansiven Politik zu reduzieren
- Risiken durch Anreizwirkung auf Staaten, Banken und Finanzmärkte – fiskalische und finanzielle Dominanz
- Höchste Zeit eine glaubhafte Exit-Strategie zu kommunizieren

3. „R-Star Wars“: Warum sind die Zinsen niedrig?

r : real interest rate



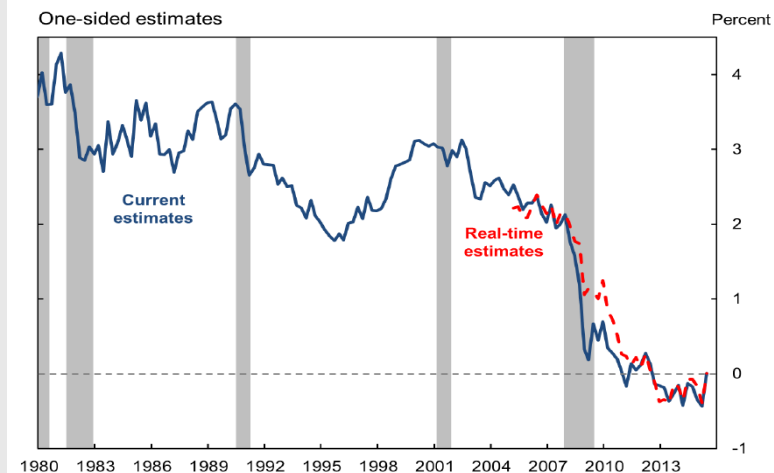
y^* : potential GDP

$$y = y^* - \beta(r - r^*) + \alpha x$$

$$\Leftrightarrow r = r^* - \beta^{-1}(y - y^*) + \alpha\beta^{-1}x$$

AD

Figure 5: Laubach-Williams model estimates of the natural rate of interest



Source: Laubach and Williams (2015)

Huge policy impact

L. Summers: 2014, BE, „The LW methodology demonstrates a very substantial and continuing decline in the (equilibrium) real rate of interest.“

P. Krugman: 2015, NYT, „the low natural rate is as solid a result as anything in real time can be“ referring to LW.

J. Yellen, 2015, „Under assumptions that I consider more realistic under present circumstances, the Taylor rule calls for the federal funds rate to be close to zero.“

R-star in the Taylor rule

$$r = p + .5y + .5(p - 2) + 2 \quad (1)$$

where

r is the federal funds rate,
 p is the rate of inflation over the previous four quarters
 y is the percent deviation of real GDP from a target.

The 2-percent "equilibrium" real rate is close to the assumed steady-state growth rate of 2.2 percent.

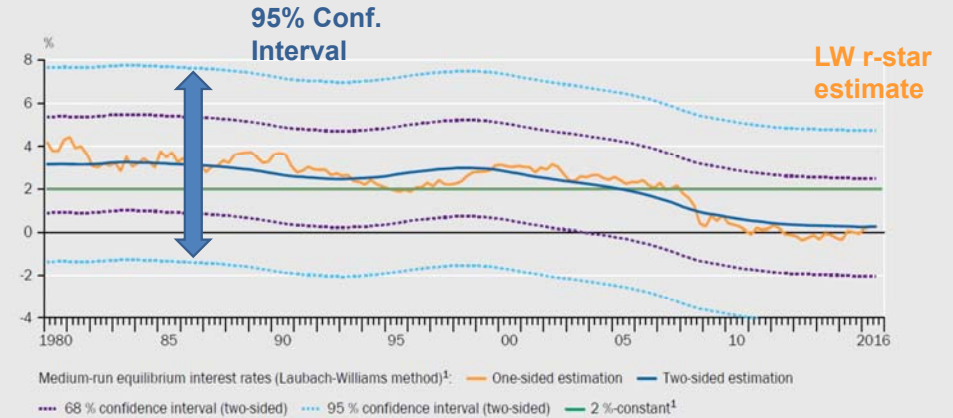
Also, the average real federal funds rate was about 2%.
 Now the average 1965.1-2015.12 real funds rate is 2% (5.5-3.5)

24

24

© 2017 International Monetary Fund

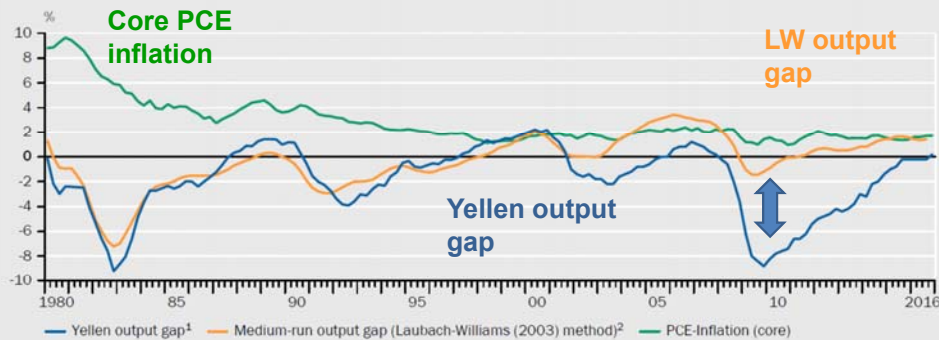
But, huge degree of imprecision & sensitivity



Source: Beyer and Wieland (2017)

© 2017 International Monetary Fund

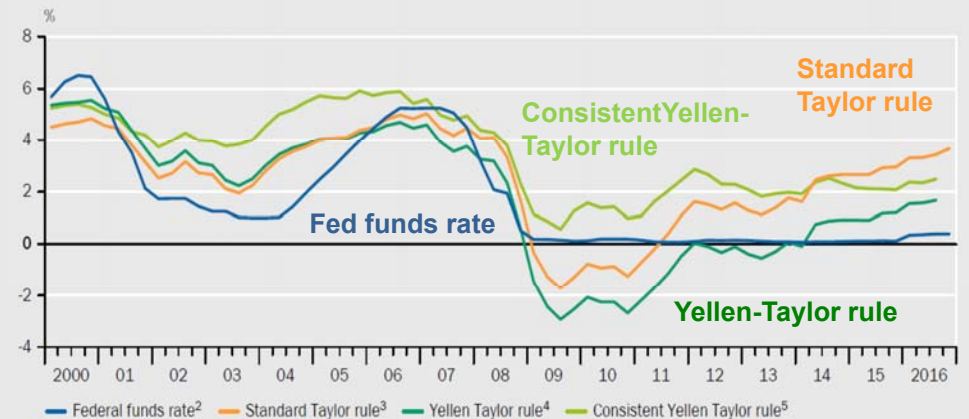
Used with inconsistent output gap



1 - Based on the unemployment rate using Okun's law: $Y_t = -2(U_t - U^*)$, where U is the unemployment rate and U^* the natural rate of unemployment. 2 - Based on the two-sided estimation method.

© 2017 International Monetary Fund

Consistent use → Higher rate prescription



© 2017 International Monetary Fund

Long-run r-star estimate

	r* in p.p	(95%)	(mean)
Orig. 66-04:	3.03	(2.14 4.02)	(2.65)
66-79:	2.43	(1.07 4.25)	(0.90)
66-16:	2.20	(1.34 3.33)	(1.91)
84-16:	2.18	(1.07 3.60)	(1.76)

medium-scale structural macro-model (Christiano-Eichenbaum-Evans 05 – Smets-Wouters 07)

SW: 20-year real-time rolling window r-star estimates

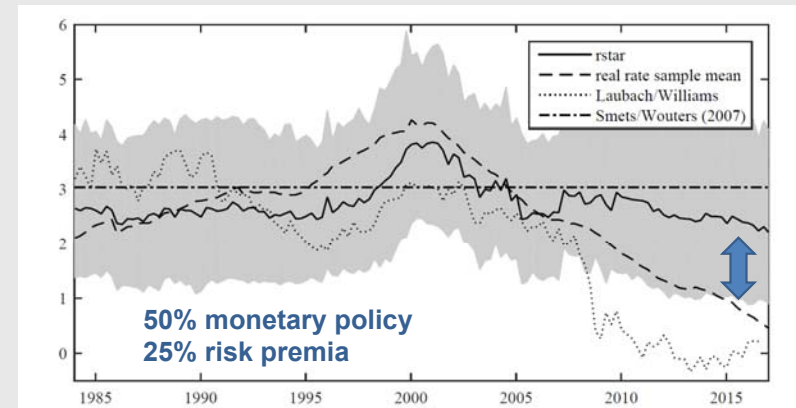


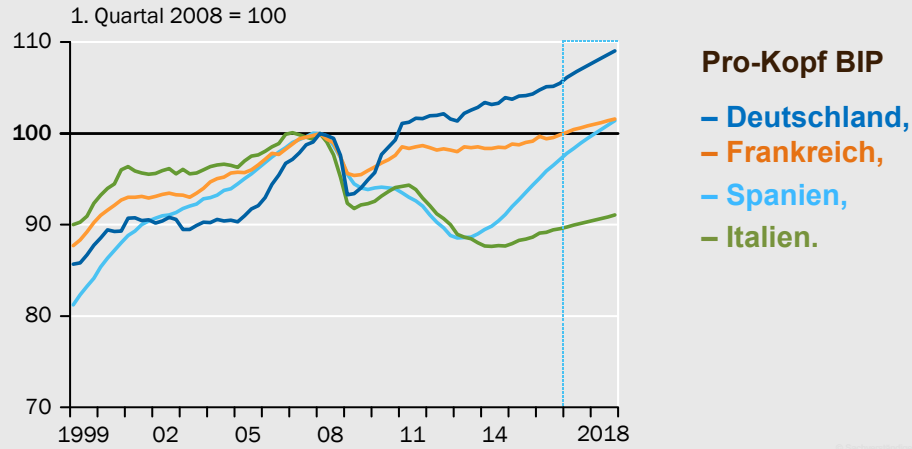
Figure 1: Realtime estimates of rstar with the Smets and Wouters model. Shaded areas show 95% probability bands. The dashed line shows the sample mean of the real interest rate.

Conclusions: Policy and R-Star

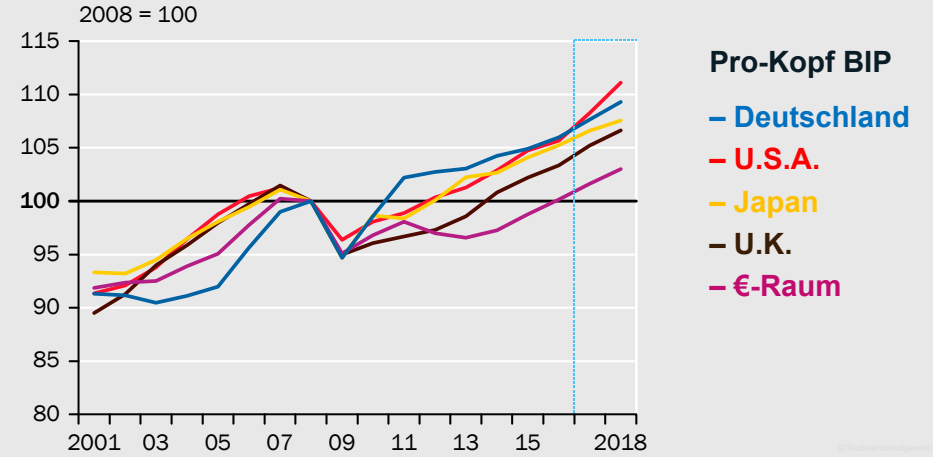
- Treat with great caution
- Avoid model- and shock-dependent (average) natural rate targeting.
- Take into account uncertainty in designing policies.
- Better use simple rules that need no equilibrium rate or only need long-run equilibrium rate as reference point.

EXTRA FOLIEN

Staaten: Strukturreformen entscheidend



Wirtschaftsleistung pro Person: Internationaler Vergleich



Der „Worst-Case“, ...

ist nicht anhaltende Deflation wie in Japan,
sondern Reformstau wie in Italien.