



Bundesministerium
des Innern

Veranstaltungsunterlagen

Akademiegespräch:

„Der Einfluss der EZB zur Lösung der Finanz- und Wirtschaftskrise“

Seminar SO 100.01/14

30.01.2014

BPA Berlin



Professor Dr. Gerhard Illing



**Bundesakademie für öffentliche Verwaltung
Lehrgruppe 2**

Der Einfluss der EZB zur Lösung der Finanz- und Wirtschaftskrise

Prof. Dr. Gerhard Illing
Seminar für Makroökonomie, LMU

<http://www.sfm.vwl.uni-muenchen.de/index.html>

Akademiegespräch

Herausforderungen für die Geldpolitik der EZB

Bundesakademie für öffentliche Verwaltung

30. Januar 2014

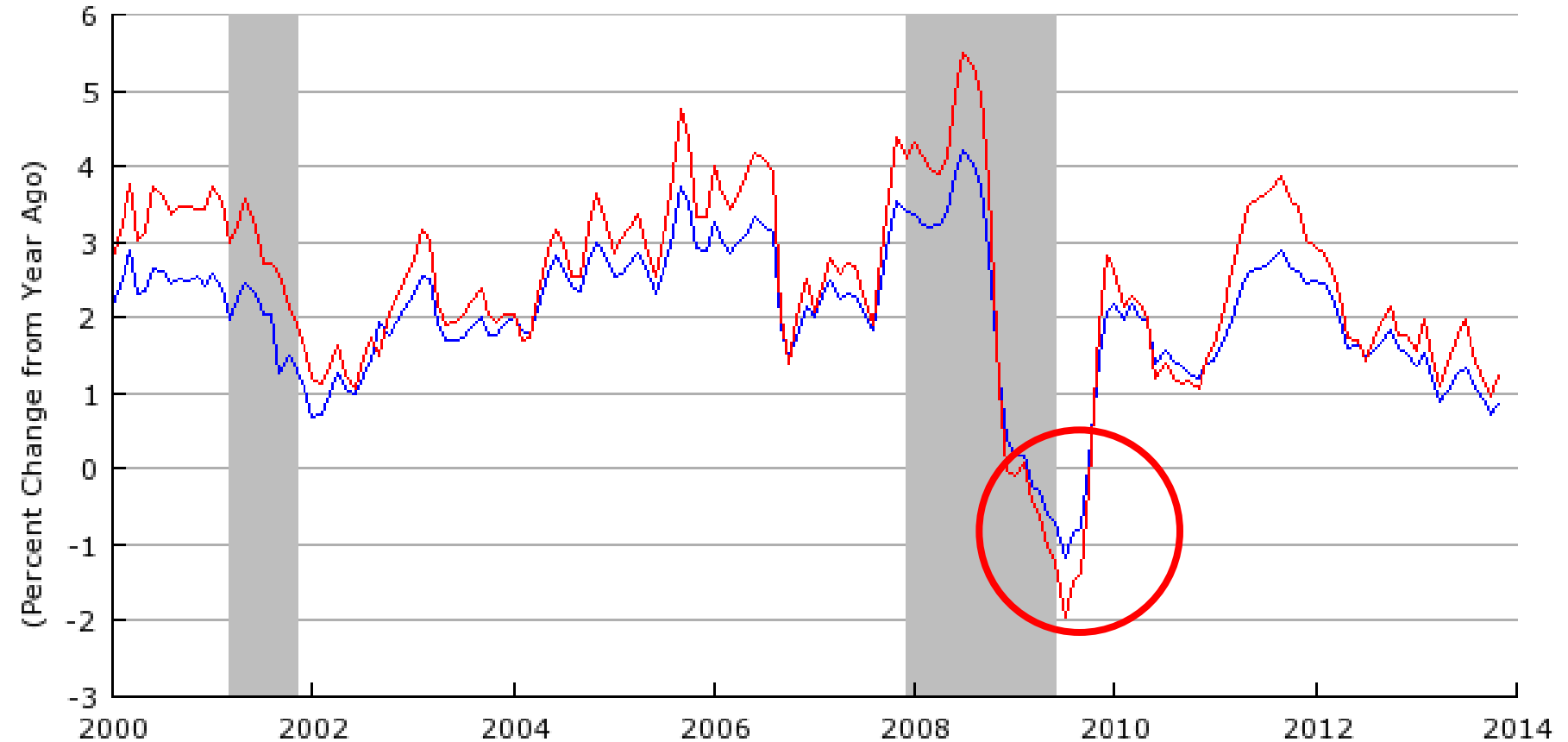
Heftige Kontroversen über Geldpolitik der EZB

- Gefahr deflationärer Spirale ↔ Gefahr von Inflation
- Weltweit außergewöhnlich niedrige Zinsen
Unkonventionelle Maßnahmen der Geldpolitik
- EZB OMT Programm: Potentiell unbegrenzter Ankauf der Staatsanleihen von Euro-Ländern, die sich zu Strukturreformen verpflichtet haben

Verstößt Anleiheprogramm der EZB gegen das Verbot monetärer Staatsfinanzierung?

Deflation oder Inflation? Beispiel USA

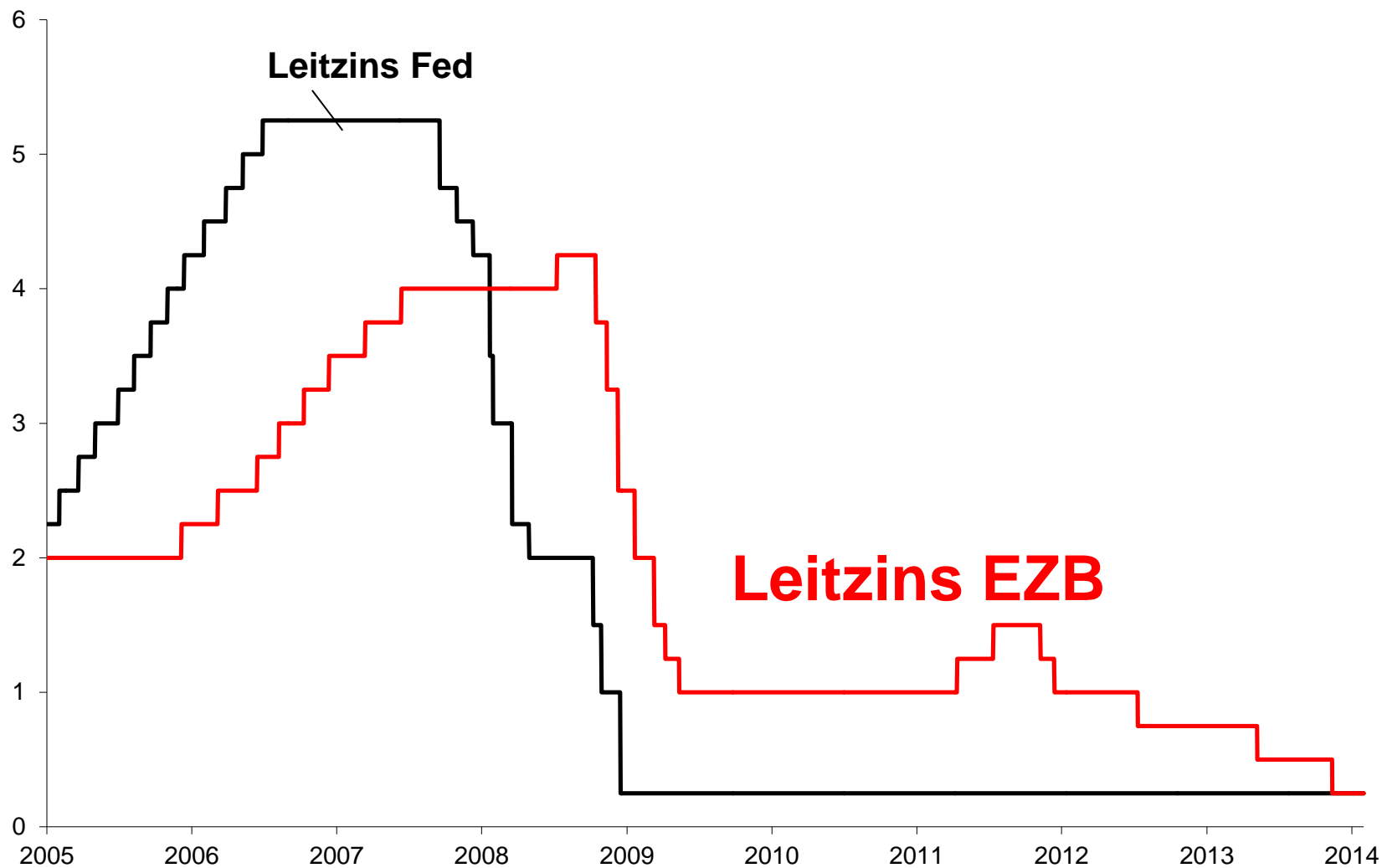
Personal Consumption Expenditures: Chain-type Price Index (PCEPI)
Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items (CPIAUCSL)



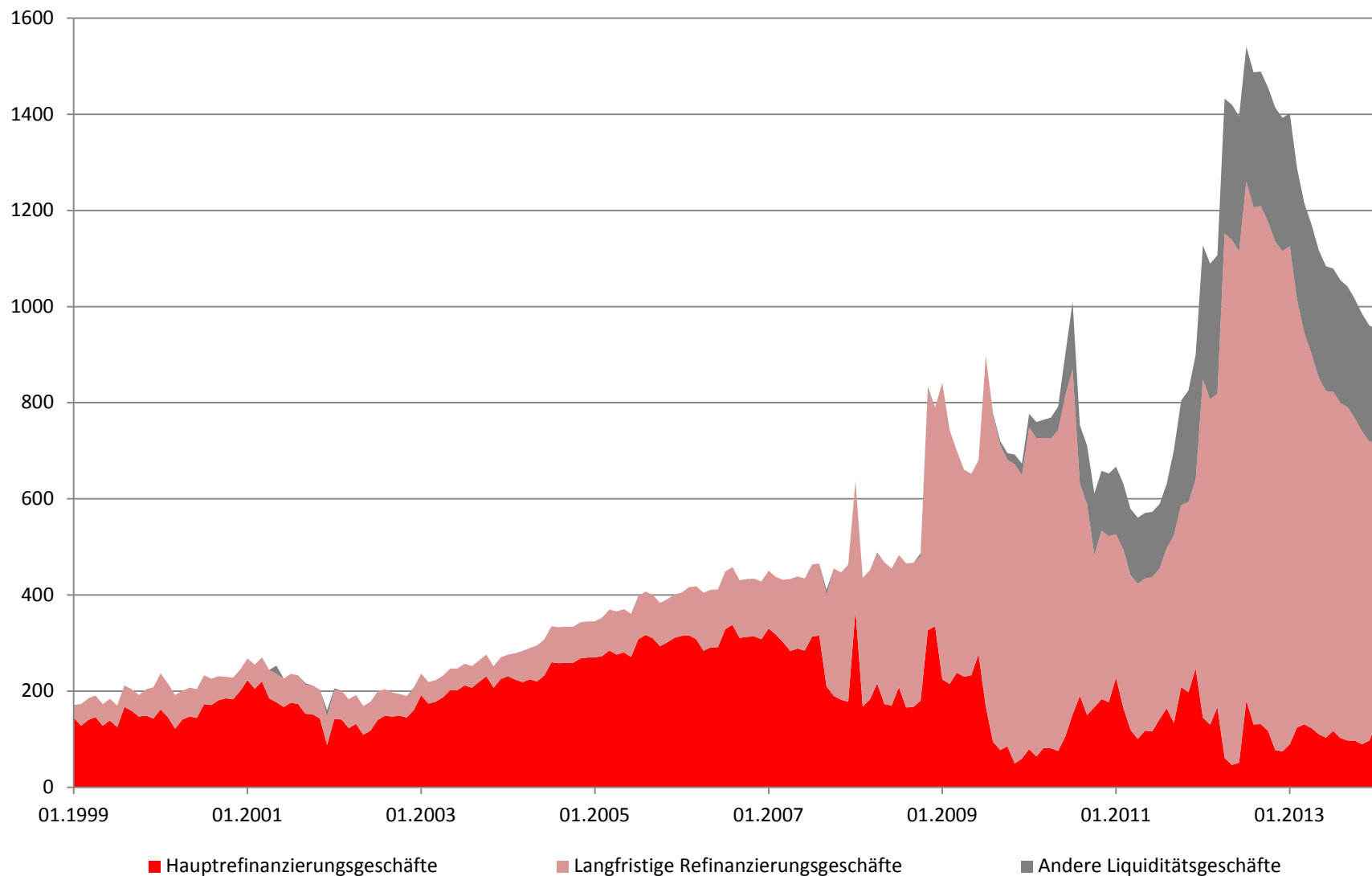
Shaded areas indicate US recessions.
2014 research.stlouisfed.org

— PCEPI
— CPIAUCSL

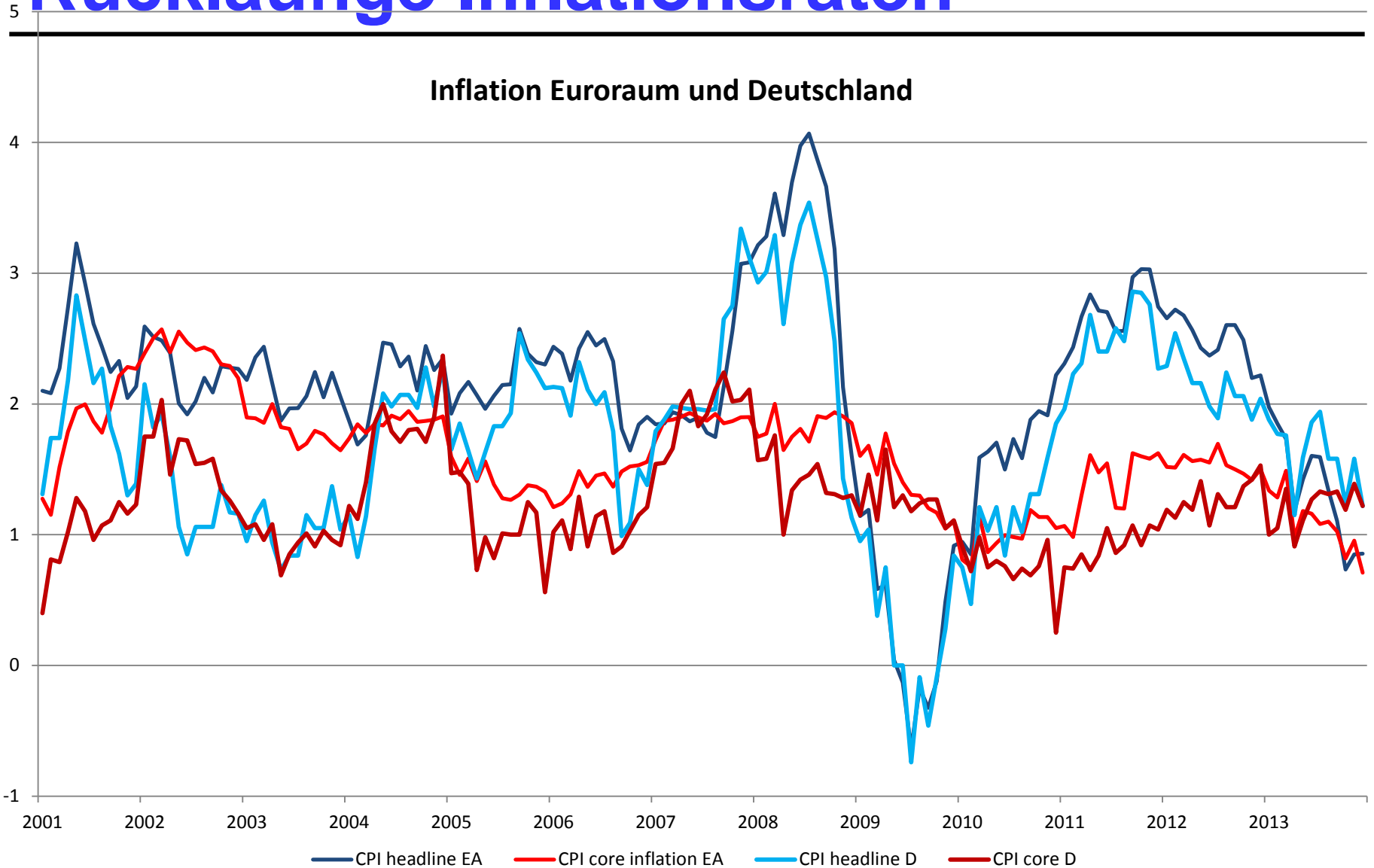
Drastische Zinssenkungen auf Null



EZB: Ausweitung der Liquidität



Rückläufige Inflationsraten



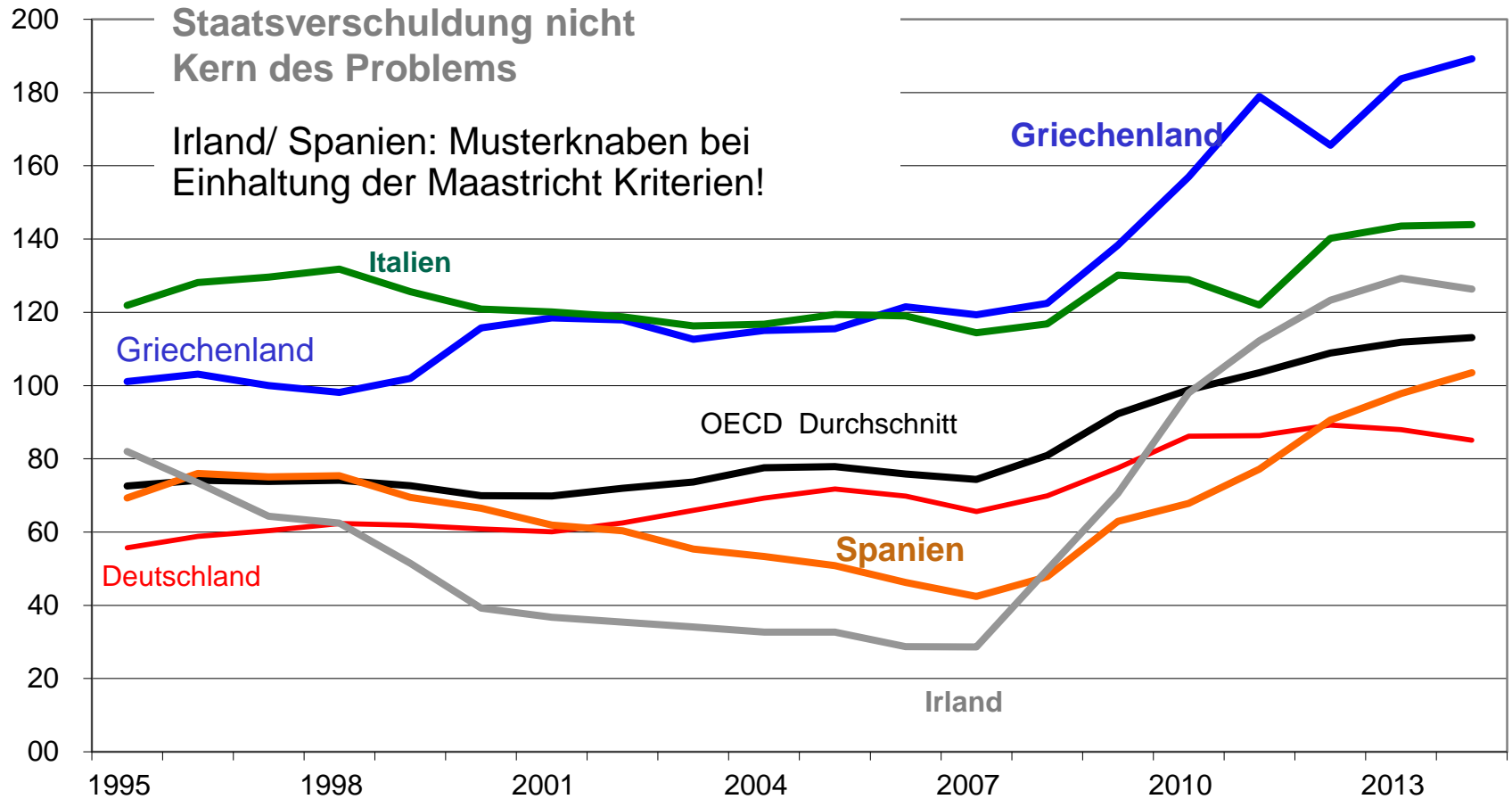
Mythen:

- Eurokrise eine Folge zu hoher Staatsverschuldung
- Striktes Befolgen der Maastricht Kriterien hätte Eurokrise verhindert
- Aktuelle EZB Politik ist eine verdeckte Staatsfinanzierung
- Massive Ausweitung der Geldbasis eine ernste Gefahr für die Preisstabilität (~ Anwerfen der Notenpresse)
- Niedrige Zinsen ~ Enteignung der Sparer
- Preisstabilität als einziges Ziel der Geldpolitik

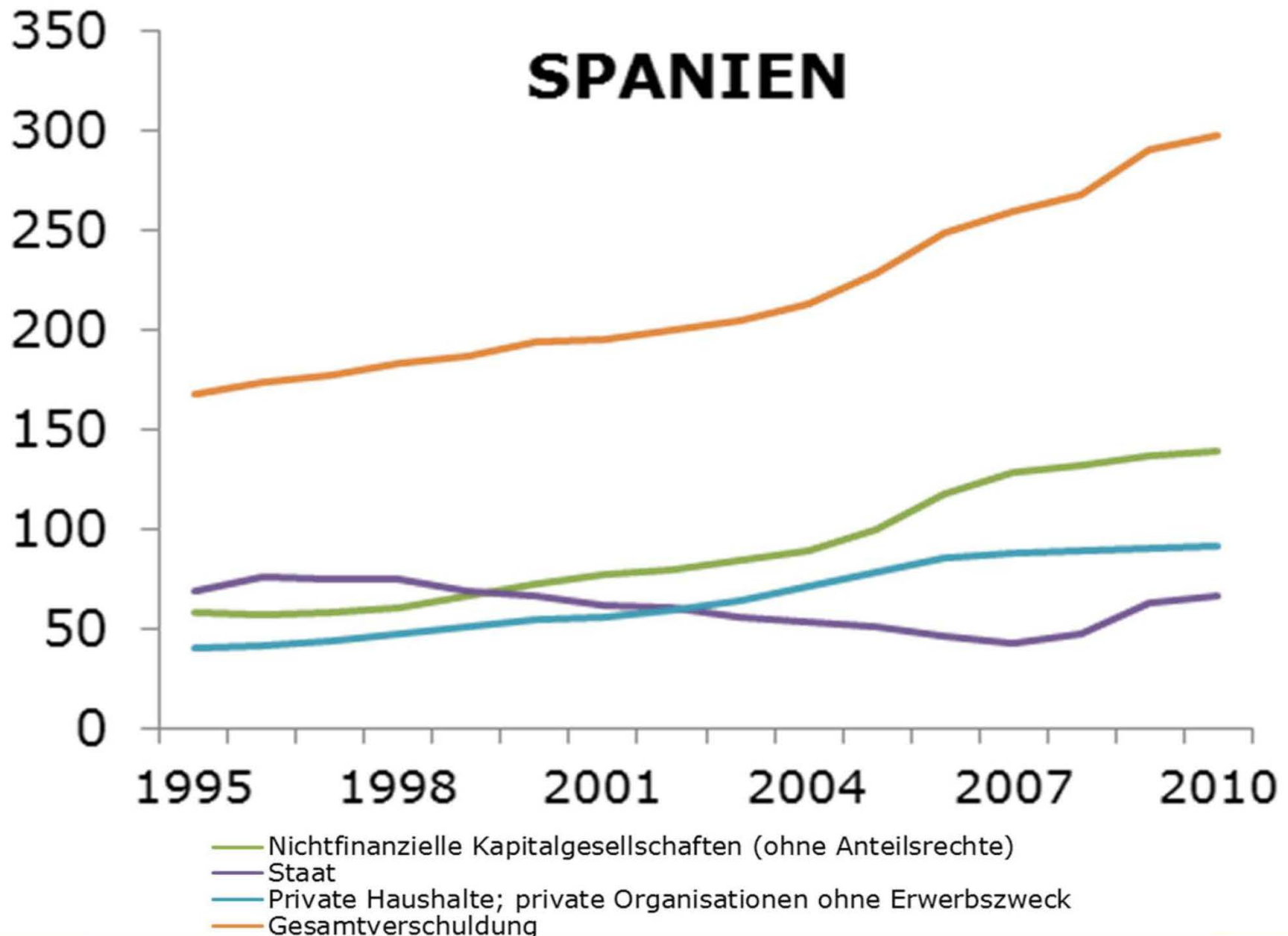
Fakten:

- Spanien und Irland: Musterknaben bei der Einhaltung der Maastricht Kriterien
- Eurokrise ist Folge eines starken Anstiegs der Verschuldung im privaten Sektor (abgesehen von Griechenland)
Massive Leistungsbilanzdefizite/ -überschüsse im Euroraum
- Leistungsbilanzdefizite → Sudden Stop → Teufelsspirale zwischen Staatschuld und Verschuldung des Bankensektors
- Kernproblem im Euroraum: **Verschärfung der Pro-Zyklizität**
Geldpolitik fällt als endogener Stabilisator aus
Alternative Stabilisatoren notwendig
Einheitliche Geldpolitik erfordert fiskalischen Gegenpart
Maastricht Design - Fehlkonstruktion

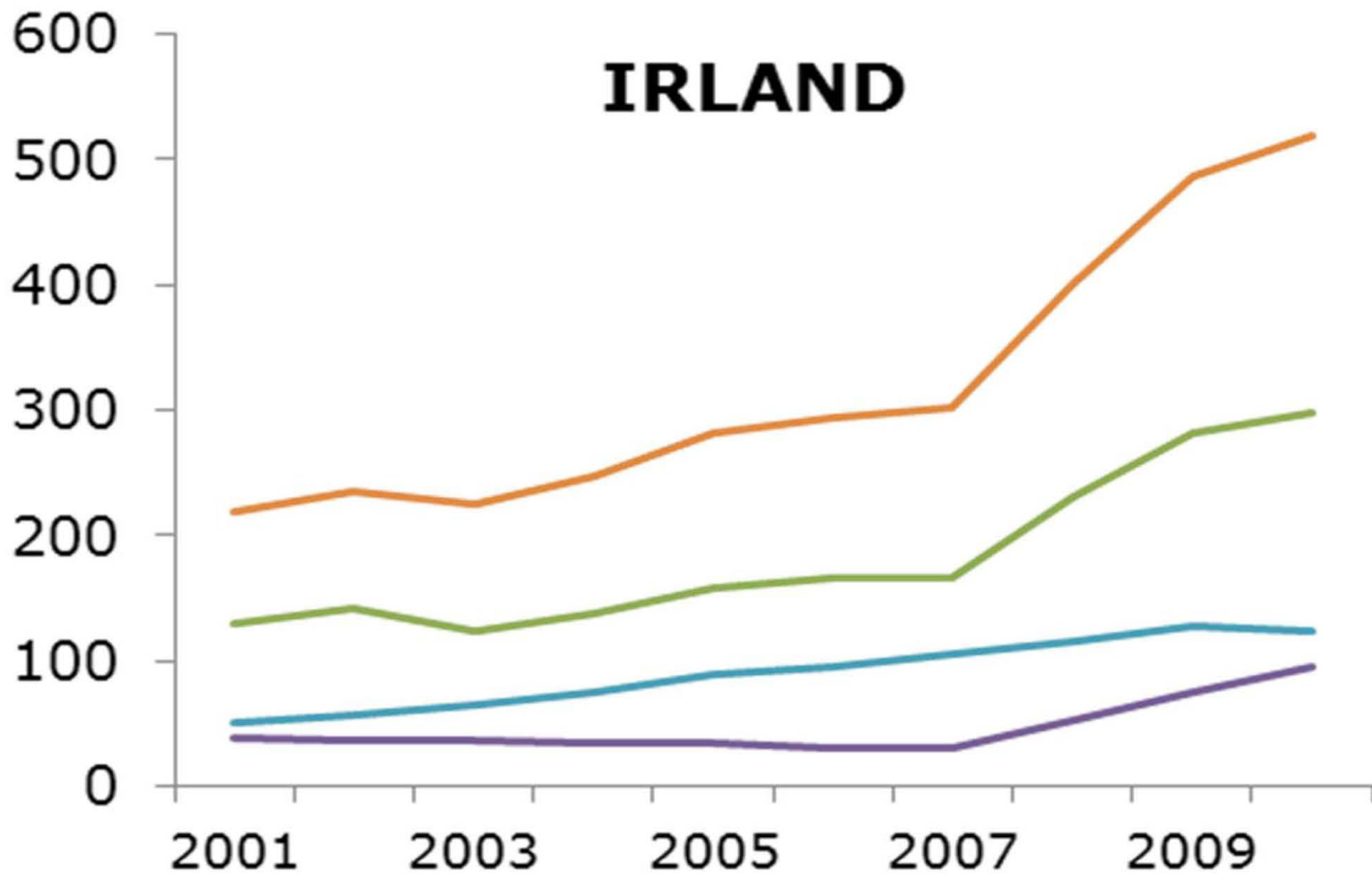
Schuldenquote (Brutto) als Anteil am BIP



Entwicklung der Verschuldung in Spanien 1995-2010 (in % des BIP)



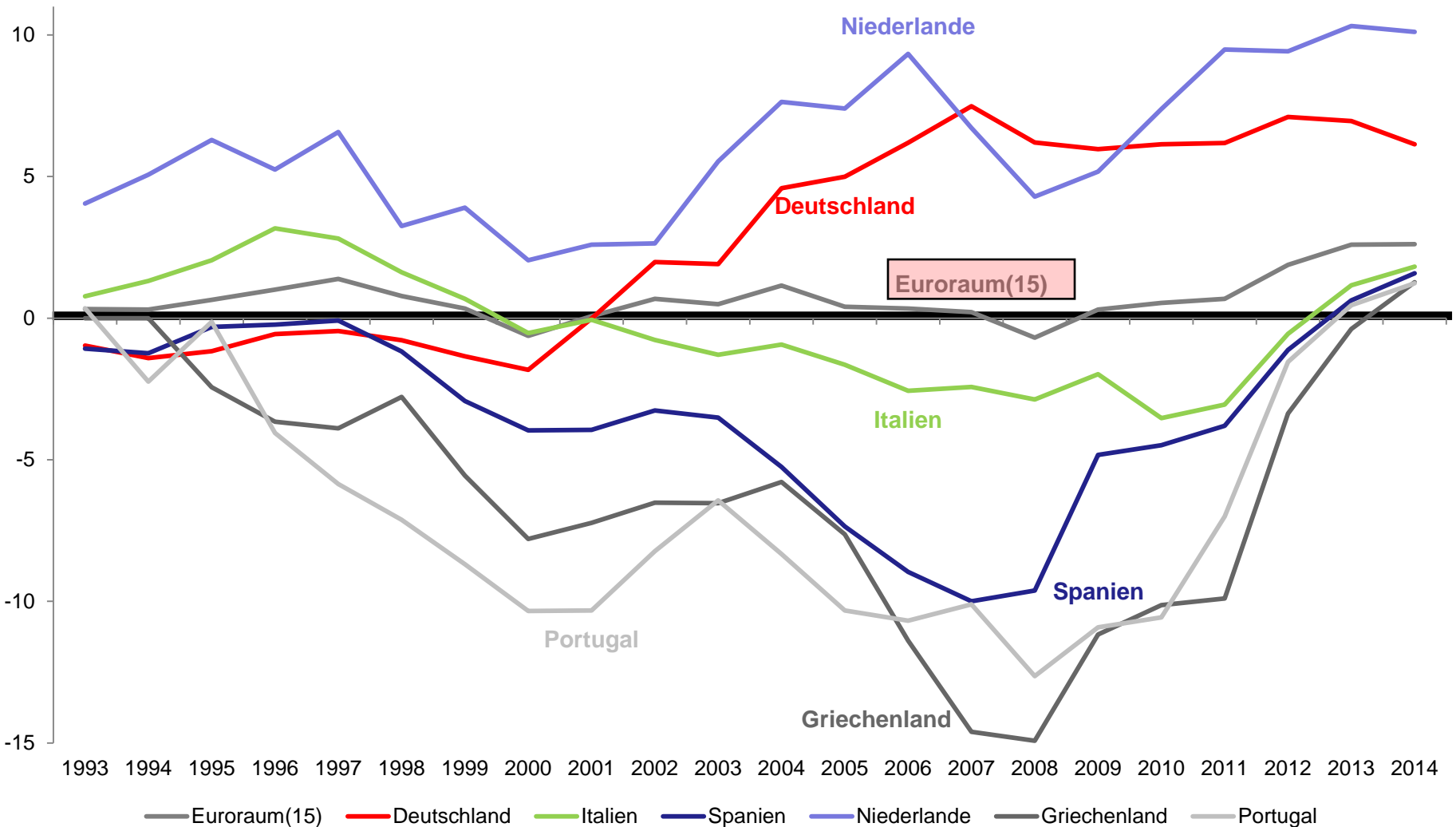
Entwicklung der Verschuldung in Irland 2001-2010 (in % des BIP)



- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (ohne Anteilsrechte)
- Staat
- Private Haushalte; private Organisationen ohne Erwerbszweck
- Gesamtverschuldung

Was lief schief? Integration der Kapitalströme

Leistungsbilanzüberschuss, 1993 - 2014



Folgerung

Mittelfristig gibt es zwei realistische Optionen:

- **Verstärkte Integration (Politische Union)**
Transfer von Finanzhoheit an demokratisch legitimierte Zentralregierung mit der Macht, Sanktionen durchzusetzen und Transfers zu regeln
- **Auseinanderbrechen des Euro / Europas**
Zuflucht zu nationalen Partikularinteressen

Illusionäre Optionen:

A) Zurück zur Struktur vor der Krise (Regelbindung – Maastricht 2.0)

Minimale fiskalische Koordination ohne Souveränitätsverzicht gescheitert
Striktere Einhaltung der Maastricht-Regeln hätte Krise nicht verhindert

B) „Durchwursteln“

Ausweitung der EZB Interventionen nur als Überbrückung sinnvoll,
um Zeit für politische Reformen zu nutzen

In Zukunft Gefahr noch schärferer Krisen ohne Reform der Governance

Der Euro: Ein politisches Projekt!

- **Otmar Issing: vor 1998 Skepsis gegenüber dem Euro**



- **„Die Europäische Währungsunion ist ohne historisches Beispiel. Der Normalfall lautet: ein Land, eine Währung.“**
- „Meine Präferenz war immer: politische Union und parallel dazu die Währungsunion als logische Ergänzung. Jetzt läuft das einheitliche Geld voraus. Ich bin sicher, dass die Währungsunion in vielerlei Hinsicht die Defizite im Bereich der politischen Integration deutlich aufdecken wird. Die Politik muss darauf reagieren.“

Fehler im Design des Euroraums

Illusion: Vertrauen auf minimale fiskalische Koordination durch Vertrag von Maastricht, Stabilitäts- und Wachstumspakt etc.

- Design-Fehler im Euroraum: Fehlen eines zentralen fiskalischen Gegenparts, der implizite fiskalische Risiken übernimmt (*Quantitative Easing, Lender of last resort*)
- CFS Conference in Frankfurt Juni 1999
Systemic Risk and Lender of Last Resort Facilities
 - ◆ Garry Schinasi (IMF): National central banks as lender of last resort cannot work if pan-European banks are in trouble
 - ◆ Padoa Schioppa (ECB): This will only be an issue for the future, since financial markets in Europe are up to now are still not highly integrated.
 - ◆ Charles Goodhart : *He who pays the piper calls the tune*
Letztlich muss der Steuerzahler die Risiken tragen

Naïve Sicht: Wenn keine feste Regeln für die Aufteilung fiskalischer Risiken definiert werden, entstehen solche Risiken erst gar nicht

Was lief schief?

Massive Kapitalflüsse in die Peripherieländer im Vertrauen auf Konvergenz dank stabiler europäischer Institutionen (ähnlich wie beim „Aufbau Osteuropa“)

Unregulierte Kapitalströme verleiten zu ineffizienten „Blasen“

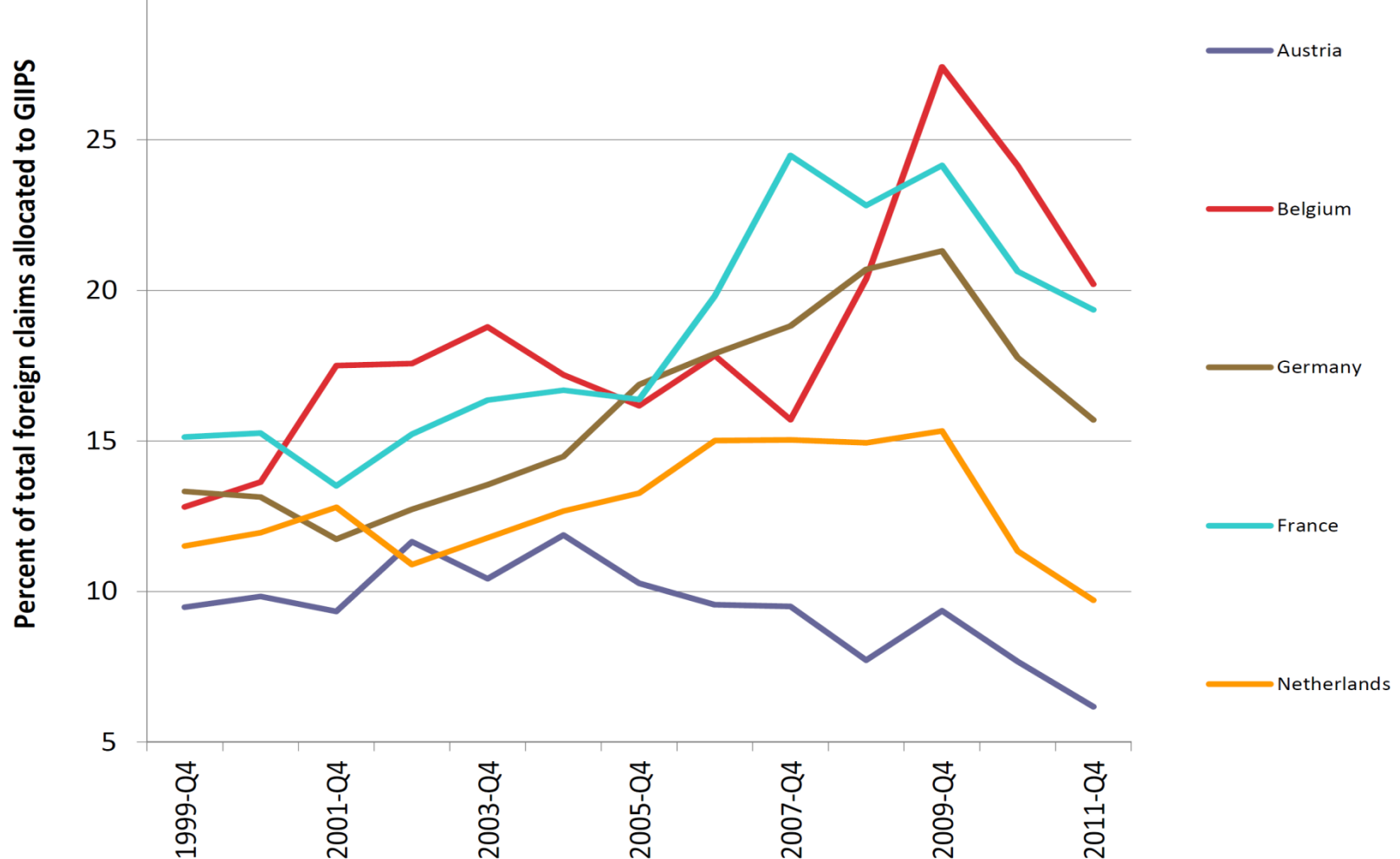
Kurzsichtigkeit der Kapitalmärkte ~ Marktversagen
Hohe Fragilität der Finanzmärkte führt zu multiplen Gleichgewichten

Historisch: Starker Kapitalzufluss nach Finanzmarktliberalisierung;
Dann plötzliche Umkehr der Kapitalströme (Sudden Stops)
Kurzfristige Sicht der Anleger → Blasenbildung; Verzerrungen

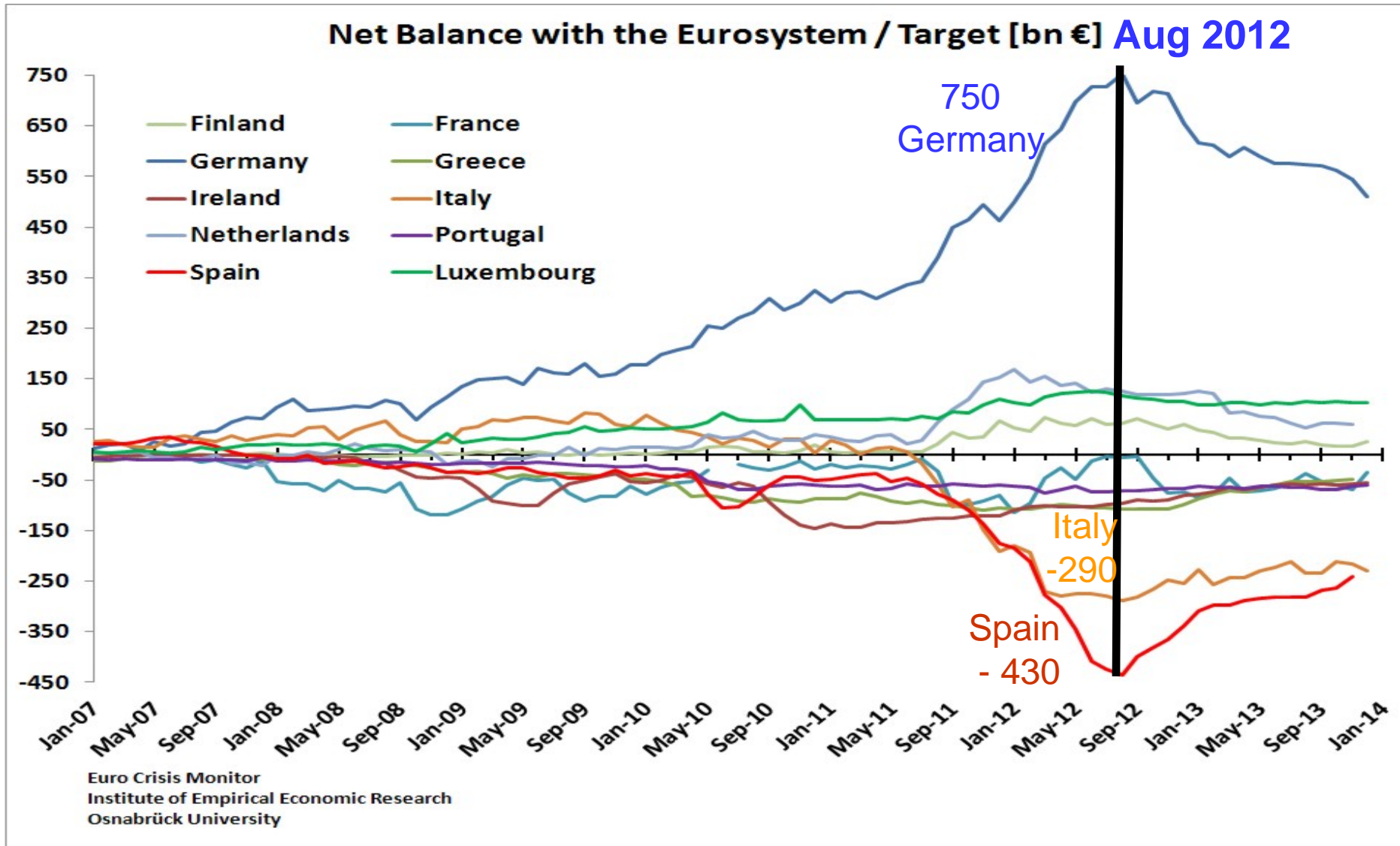
Multiple, sich selbst erfüllende Gleichgewichte
Re-Nationalisierung der Kapitalmärkte verschärft Krise:
Negative Spirale zwischen Staatsschulden und Bankschulden

Foreign claims of northern euro zone banks on periphery countries (% of total foreign claims)

Reversion of strong „integration“ of capital markets in the Euro area



Target Salden: Kapitalflucht aus der Peripherie



Stützungsmaßnahmen der EZB

Reaktion auf Gefahr des Auseinanderbrechens des Euroraums

Störung des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik

Ankündigung von Mario Draghi 26. Juli 2012:

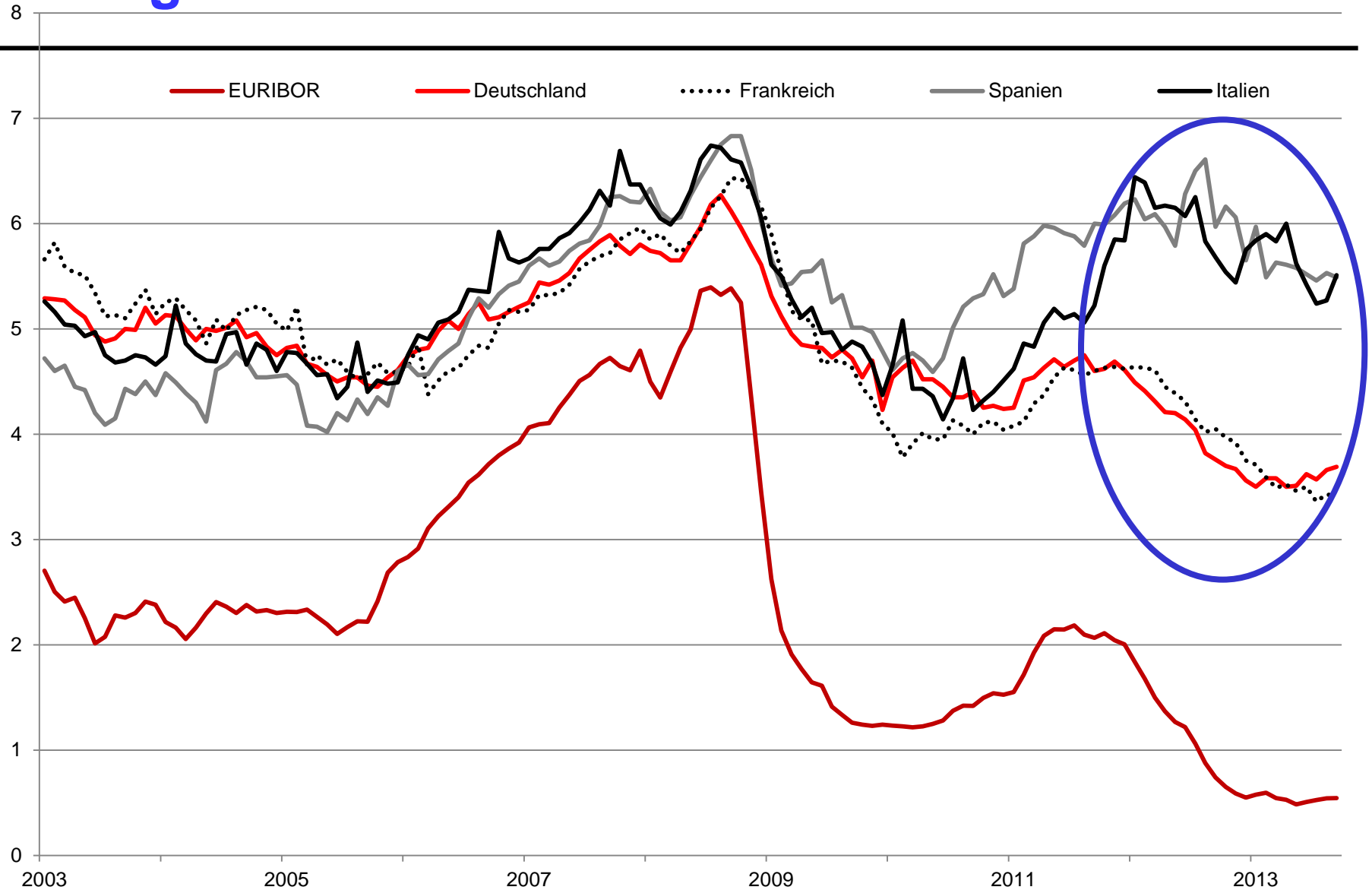
Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.

6. September 2012: OMT (Outright Monetary Transactions)

- Sinkende Spreads für Anleihen der Peripherie-Staaten
- Sozialisierung der Verluste?
Zinsen der Kernstaaten müssten entsprechend ansteigen

Ein solcher Anstieg war aber nicht zu beobachten:
Kares Indiz für das Vorliegen multipler Gleichgewichte:
Sich selbst erfüllende Erwartungen

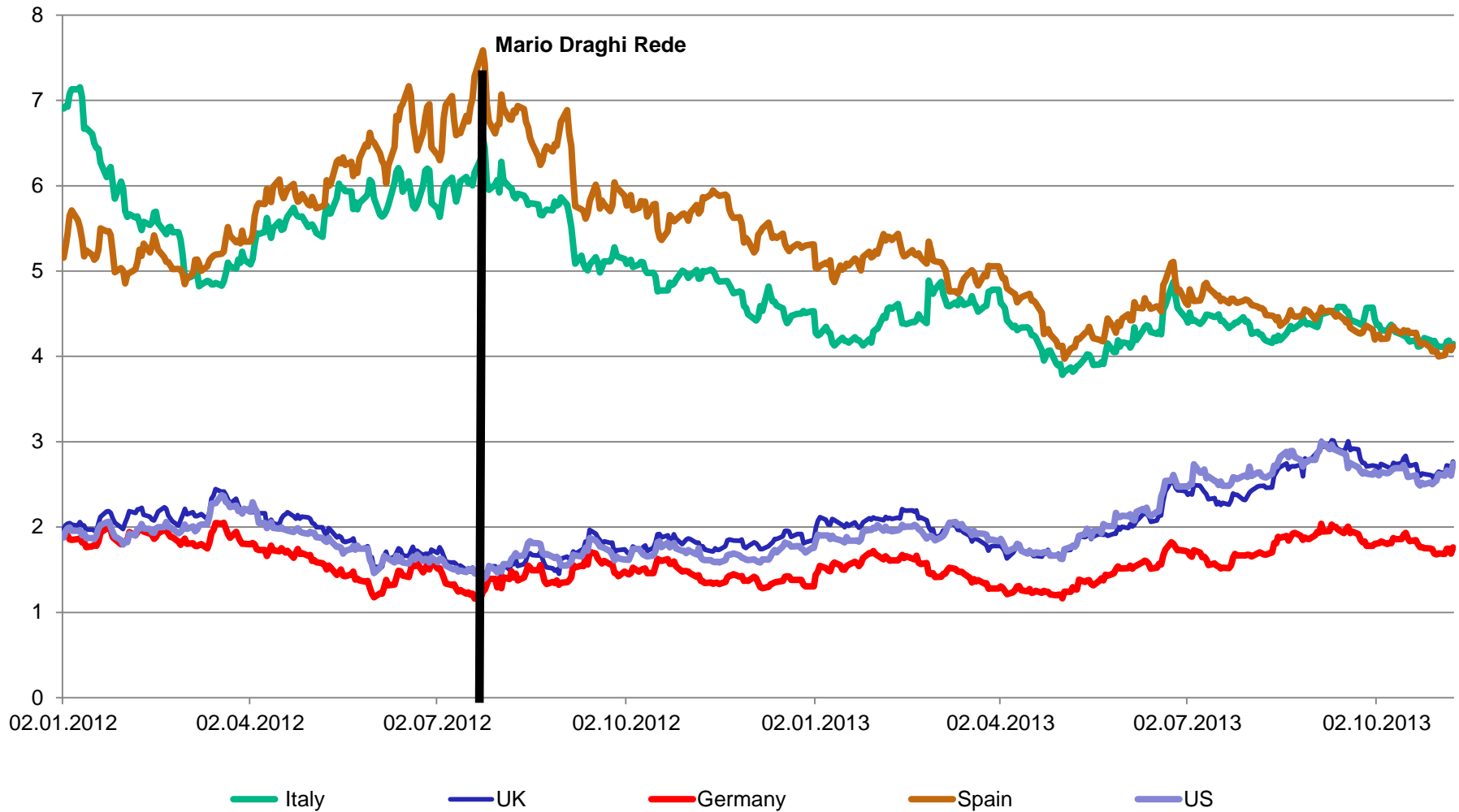
Divergenz der Kreditzinsen im Euroraum



Renditen zehnjähriger Staatsanleihen

10 year government bond yields

Source: Thomson Reuters



Legitimation der Stützungsmaßnahmen der EZB

Fehler im Design: Fehlen eines zentralen fiskalischen Gegenparts, der implizite fiskalische Risiken der Geldpolitik übernimmt
EZB handelt als Substitut für fehlende zentrale Fiskalbehörde
an der Grenze zwischen Liquiditätshilfen und Fiskalpolitik

Robustes Design bricht Teufelskreis zwischen Staats- und Bankschulden:
Sichere Assets eines europäischen Zentralstaates mit Fiskalunion
Finanzmarktregulierung und Bankenunion (robustes Bankensystem)

Stützung zur Anpassung abhängig von Reformschritten
Kontrolle ist nicht Aufgabe der Zentralbank,
sondern demokratisch gewählter Regierung

Strikt begrenzte Rettungsaktionen können kontraproduktiv wirken

Optionen: Entweder Regime Shift zur Schaffung von Vertrauen oder
Auseinanderbrechen des Euroraums

Ansetzen bei den Ursachen: Fehlendes Vertrauen in polit. Governance!

Moral Hazard auch auf Seiten der Kernländer – Perpetuieren instabiler Strukturen!

Stützungsmaßnahmen der EZB

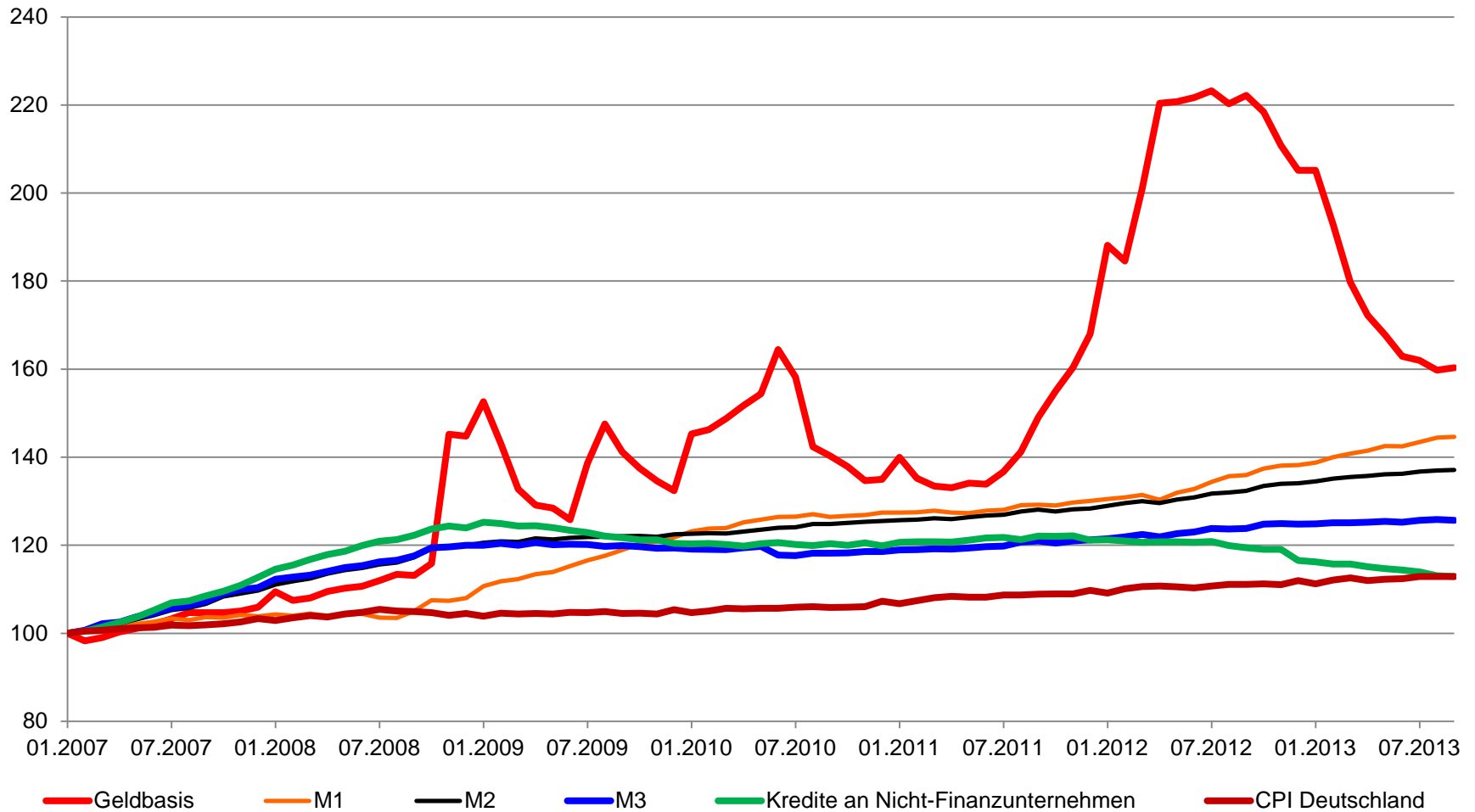
Bereitstellung von Liquidität nur eine kurzfristige Stützungsmaßnahme
Ohne Lösung der zugrunde liegenden Probleme nicht dauerhaft wirksam

Bereitstellung von Liquidität bislang wenig wirksam zur Sicherung der
Kreditvergabe im privaten Sektor in den Peripheriestaaten
Anhaltendes Misstrauen zwischen den Banken
~ Störung des Interbankmarkts

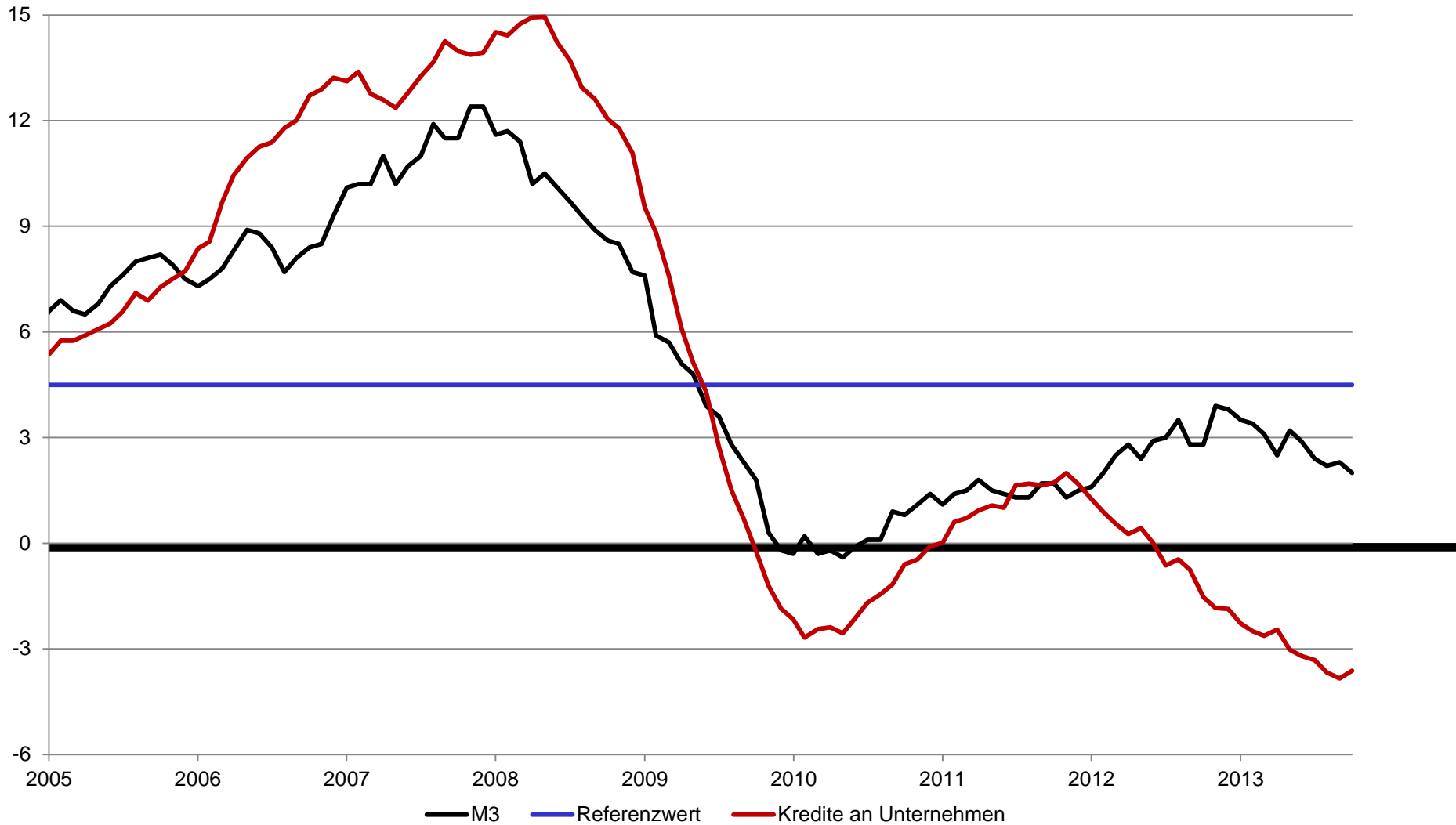
Starker Kontrast: Ausdehnung der Geldbasis (M0);
Stagnation der Geldmenge (M1, M2, M3) und Kreditvergabe in den
Peripheriestaaten

Rückgang der Kreditvergabe

Monetäre Entwicklung im Euroraum, alle Indizes 2007=100

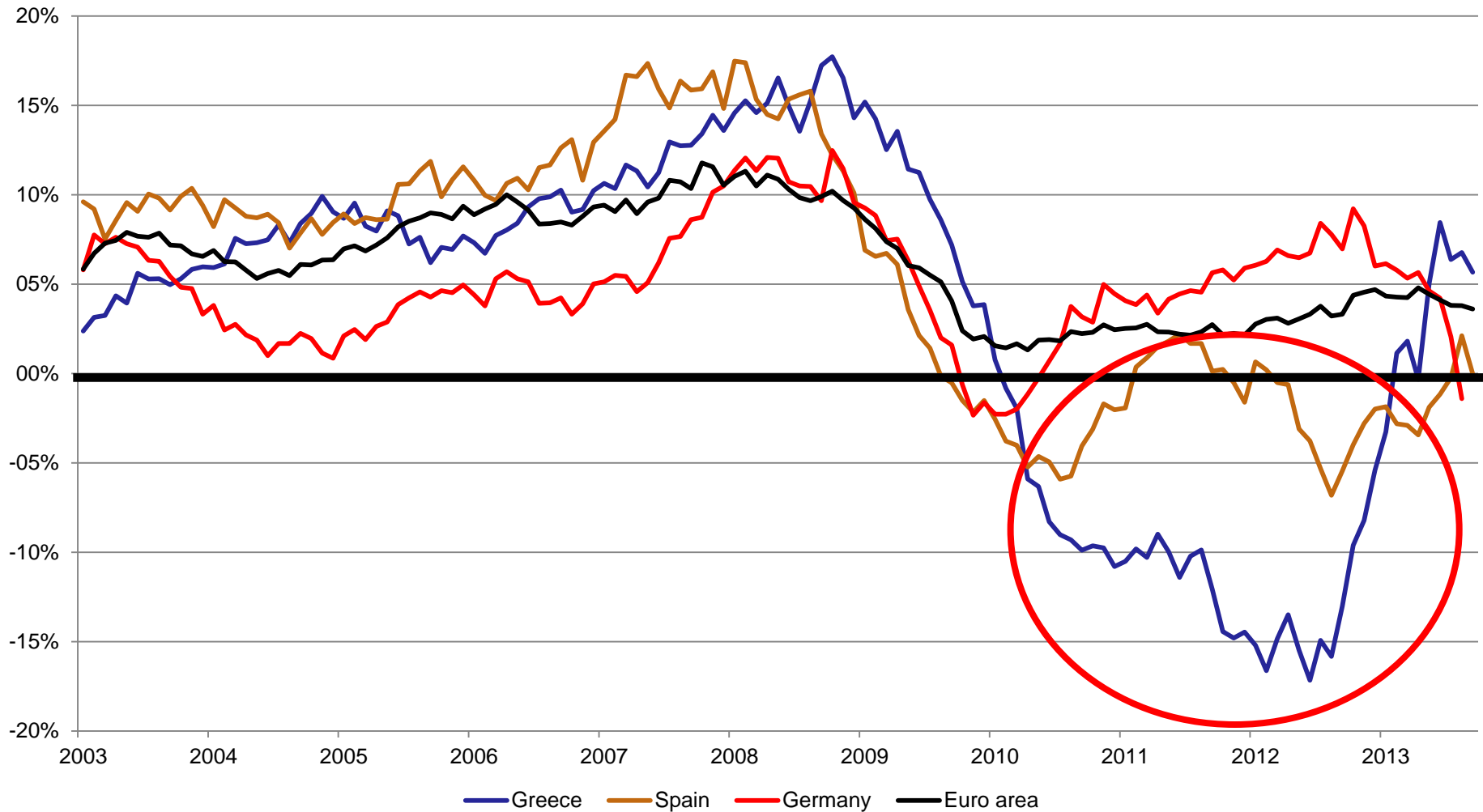


Schwaches Wachstum der Geldmenge im Euroraum



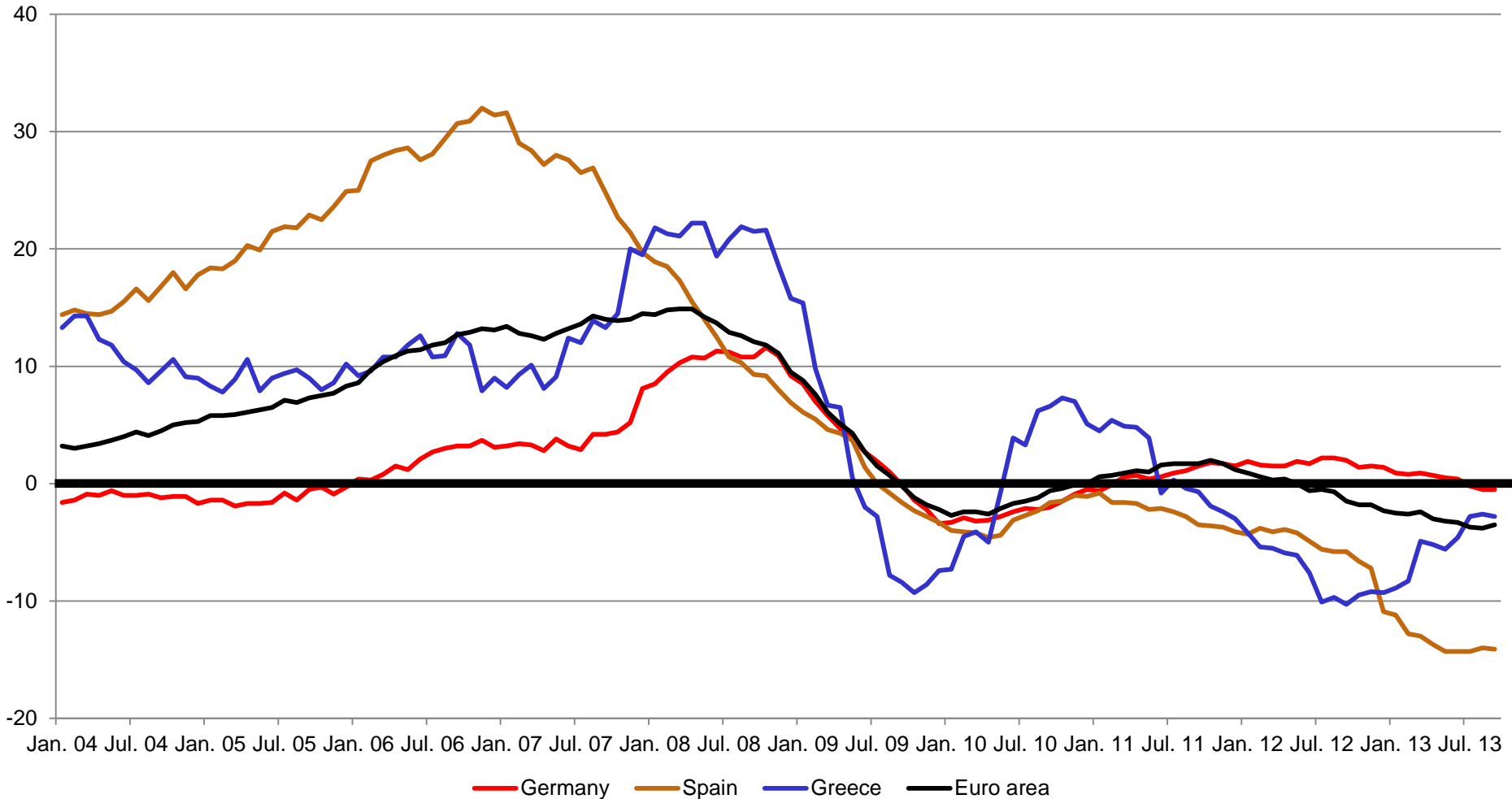
Griechenland/ Spanien: Rückgang der Geldmenge

National contributions to M3, annual growth rates



Kreditklemme in Peripheriestaaten

Loans to non-financials; MFIs excluding ESCB (Source: ECB)



Euroraum am Scheideweg

Risiko des Auseinanderbrechens des Euroraums –
Gefahr des Zusammenbruchs der Peripherie-Staaten

Verfügbare Optionen:

Strukturreformen (Angebotsseite, langfristige Wachstumsstrategie)
Erfordert Zeit und Geduld: Austerität auf kurze Sicht kontraproduktiv

Maßnahmen zur Krisenbekämpfung

Kurzfristige Anpassungsstrategien:

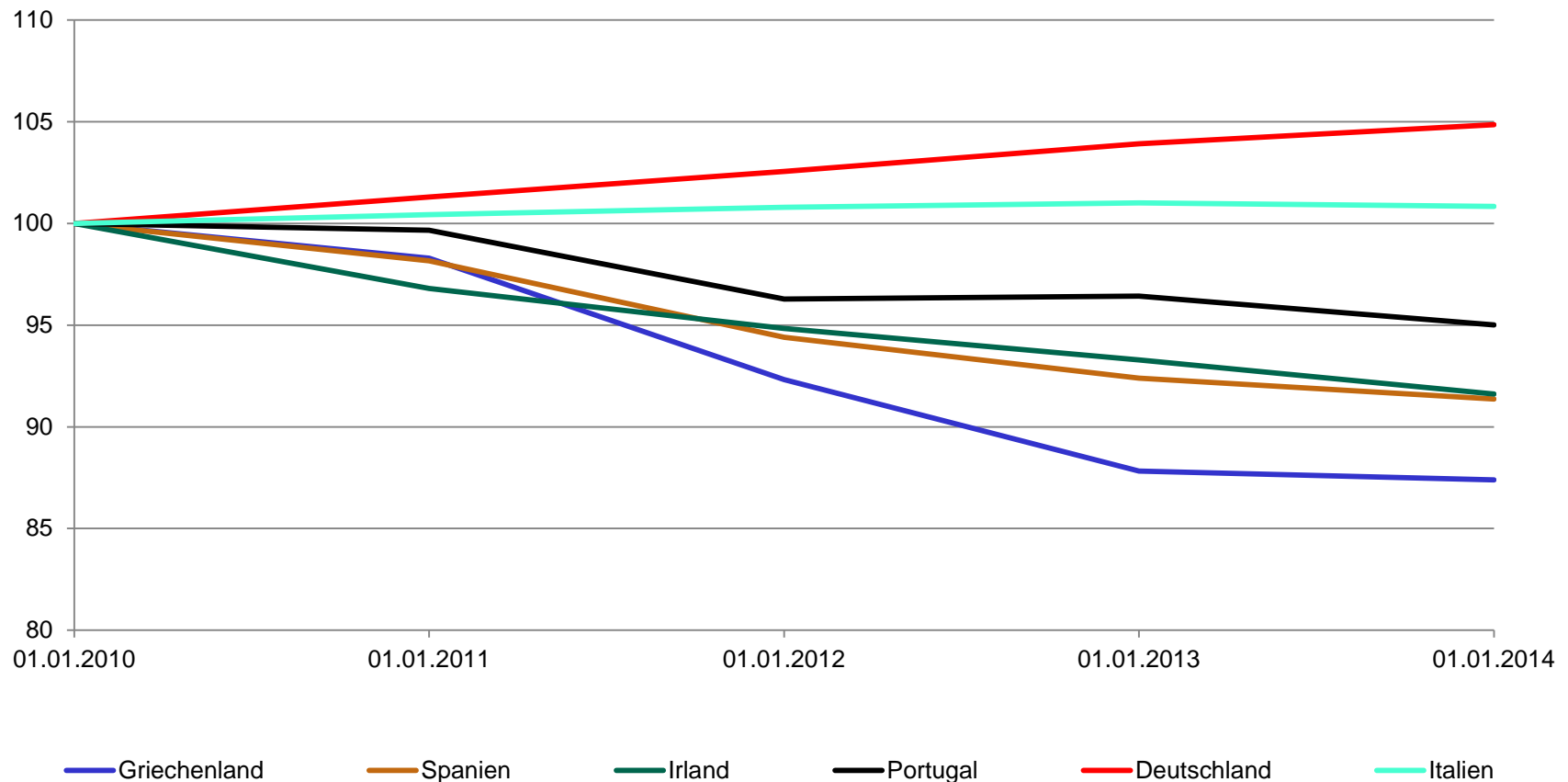
- A) Deflation in Peripheriestaaten – Interne Abwertung; verlorene Dekaden
- B) Höhere Inflation in den Kernstaaten
- C) Transfer von Fiskalressourcen zur Abfederung der Anpassung
- D) Stützung durch Geldpolitik zur Abfederung der Anpassung

Asymmetrischer Anpassungsprozess

Lohnstückkosten (2010 = 100)

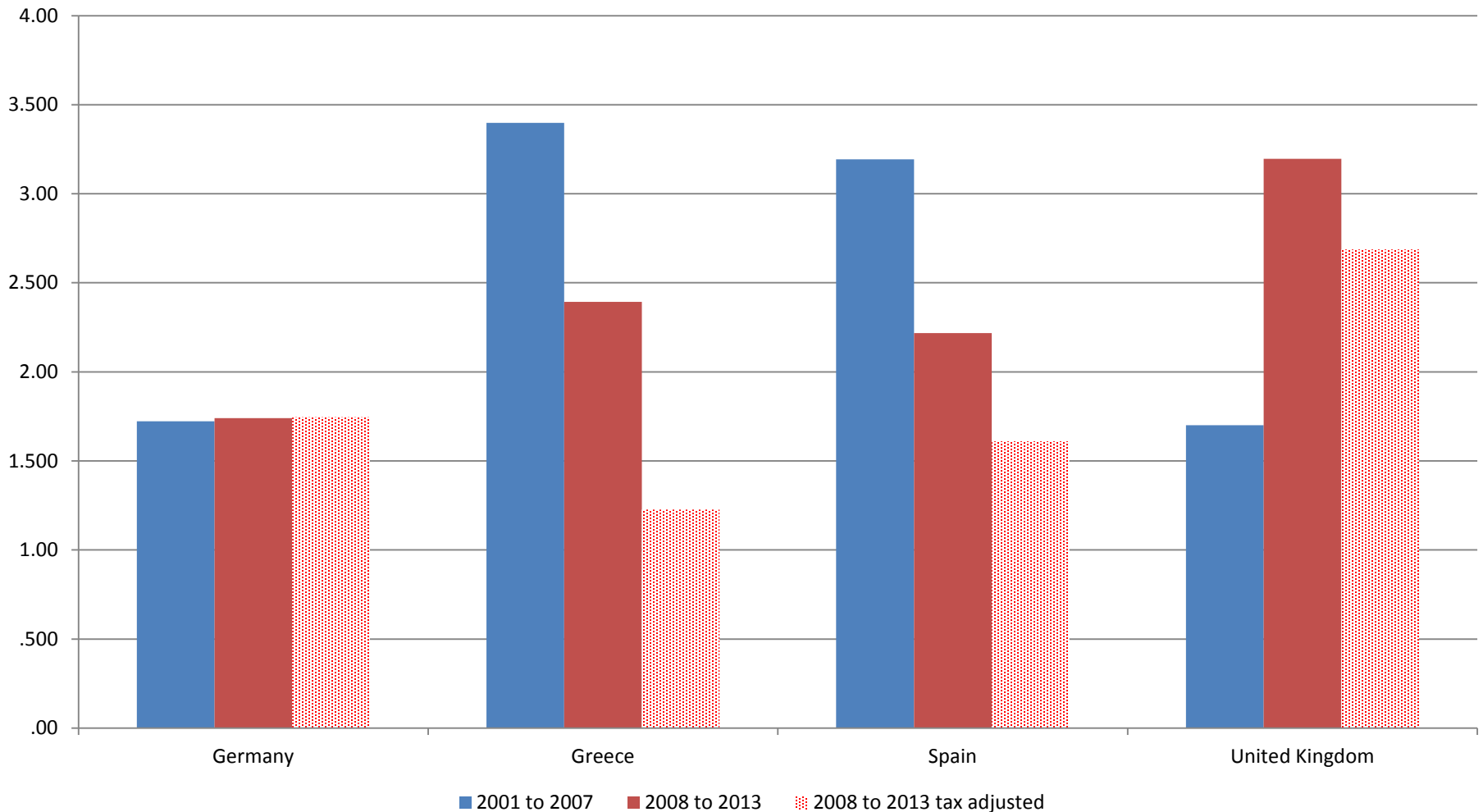
in Relation zu 35 anderen Ländern

Quelle: DG ECFIN AMECO



Asymmetrischer Anpassungsprozess

CPI inflation rates



Gefahr für die Preisstabilität?

- **Regime monetärer Dominanz**

Zentralbank gewährleistet Preisstabilität

Fiskalbehörde sorgt durch Anpassung von Steuereinnahmen und Staatsausgaben für ausreichend hohe Primärüberschüsse.

- **Regime fiskalischer Dominanz**

Bewusster Anstieg des Preisniveaus zur Senkung der realen Belastung aus Nominalverschuldung

- Entscheidend: Glaubwürdigkeit der Institutionen

Gratwanderung zwischen Deflation und Inflation

Historisch: Nach Perioden hohen Schuldenüberhangs für lange Zeit kein Anstieg der Inflation (Schularick/Taylor 2012)

- Gefahr in der Liquiditätsfalle: Deflationsspirale; Stagnation

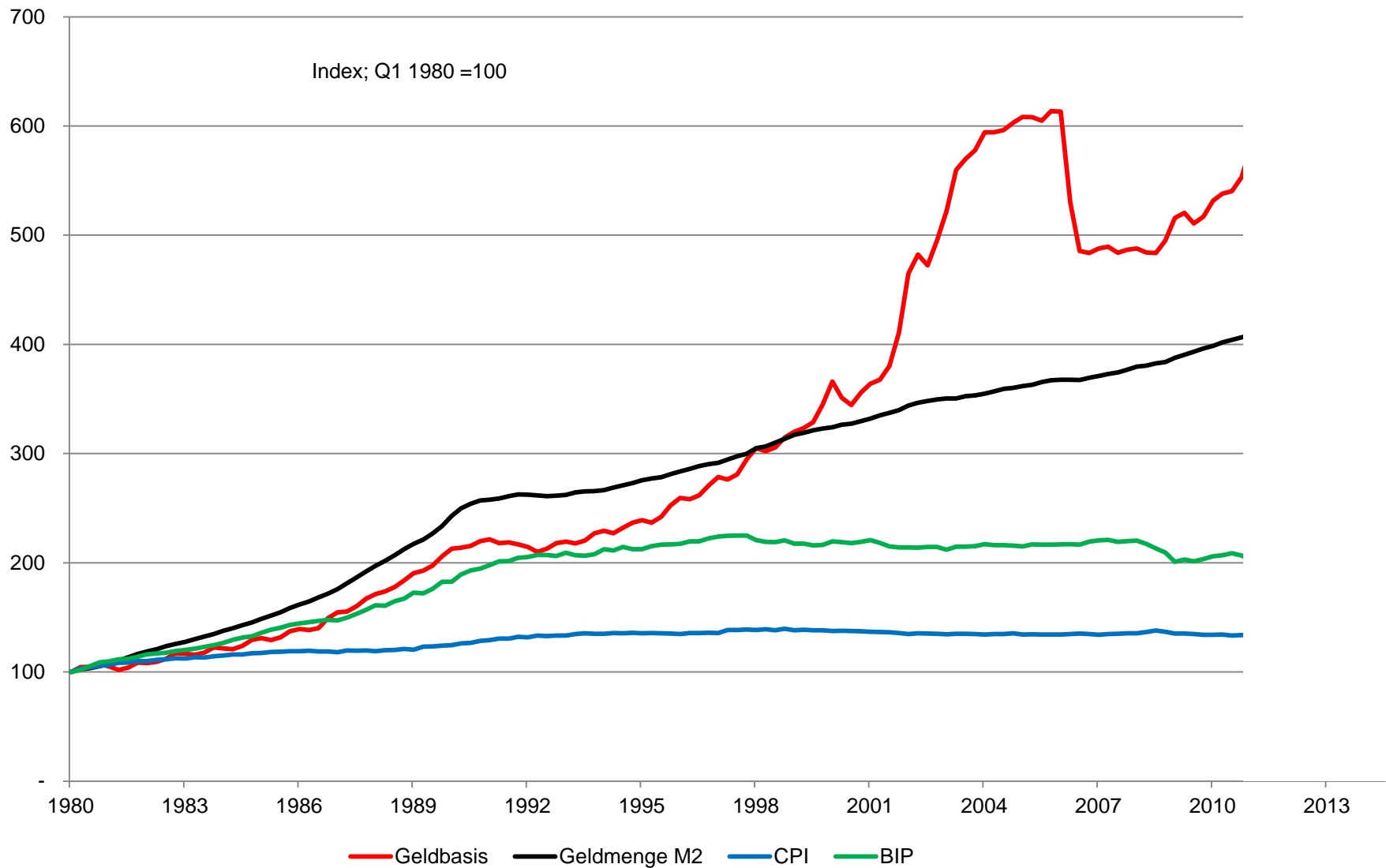
Paradox: Erwartung einer Umkehr der Ausweitung der Geldbasis verhindert Erholung und birgt Gefahr säkularer Stagnation

Grenzen konventioneller Geldpolitik

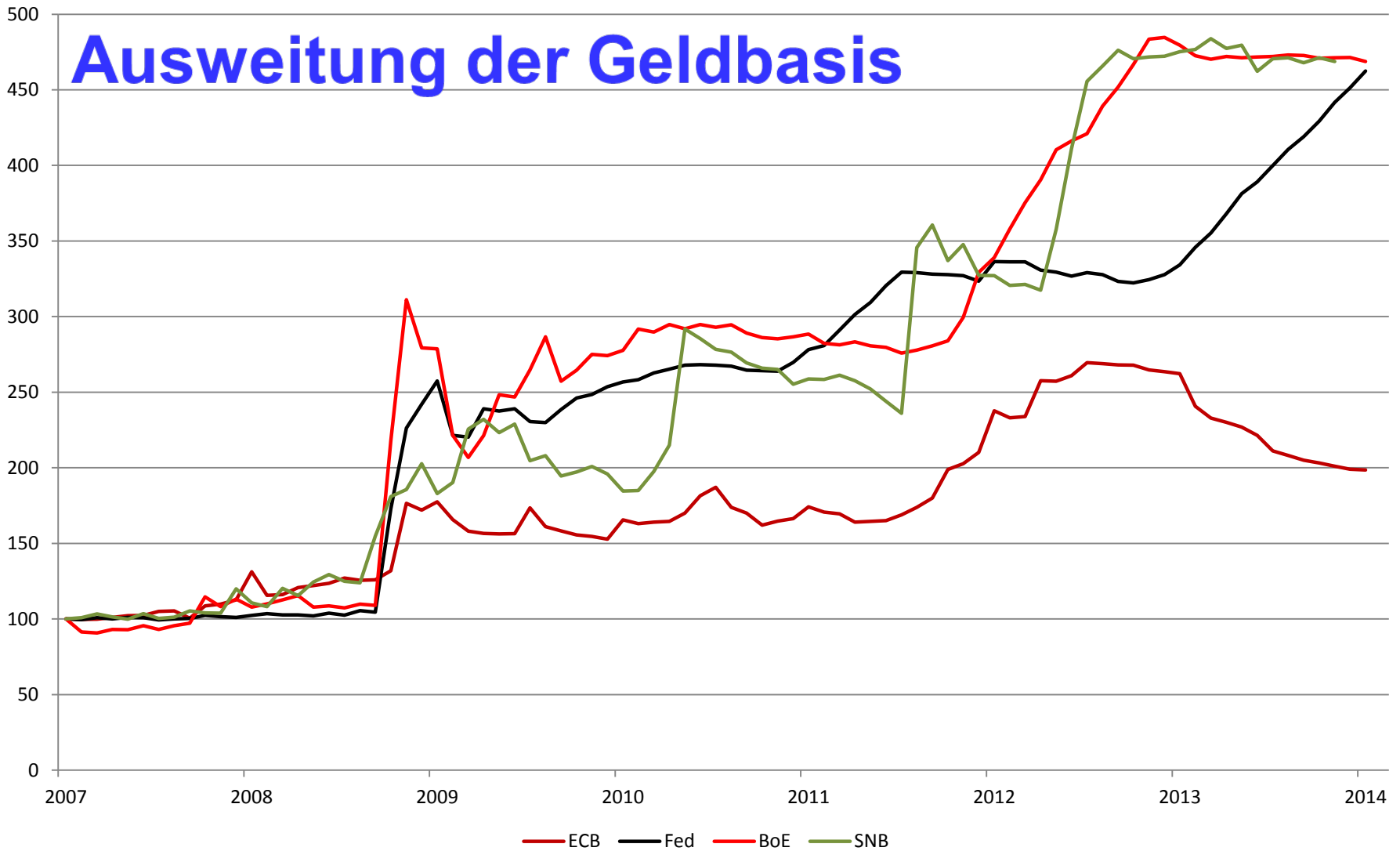
Erfahrungen in Japan

- **Milton Friedman:** Keynote address to the Bank of Canada 2000
- **Milton Friedman:** *Das Beispiel Japans zeigt, wie unzuverlässig Zinsen als Indikator für eine angemessene Geldpolitik sind. Die japanische Zentralbank betrieb eine Nullzinspolitik. Aber diese Nullzinspolitik ist Zeichen einer extrem restriktiven Geldpolitik. Japan steckte effektiv in einer Phase der Deflation. Der Realzins war positiv, nicht negativ. Was Japan brauchte war zusätzliche Liquidität...*
- *1989 geriet Japan in eine Rezession und verharrt seitdem darin. Das Wachstum der Geldmenge war zu niedrig. Das Argument der japanischen Zentralbank ist: „Nun, wir haben die Zinsen ja schon auf Null gesenkt – was sollen wir denn noch tun?“ Die Antwort ist ganz einfach: Sie können langfristige Staatsanleihen kaufen, und sie können dies so lange fortsetzen, bis die steigende Geldbasis die Wirtschaft wieder in Schwung bringt. Was Japan braucht ist eine expansivere Geldpolitik.“*

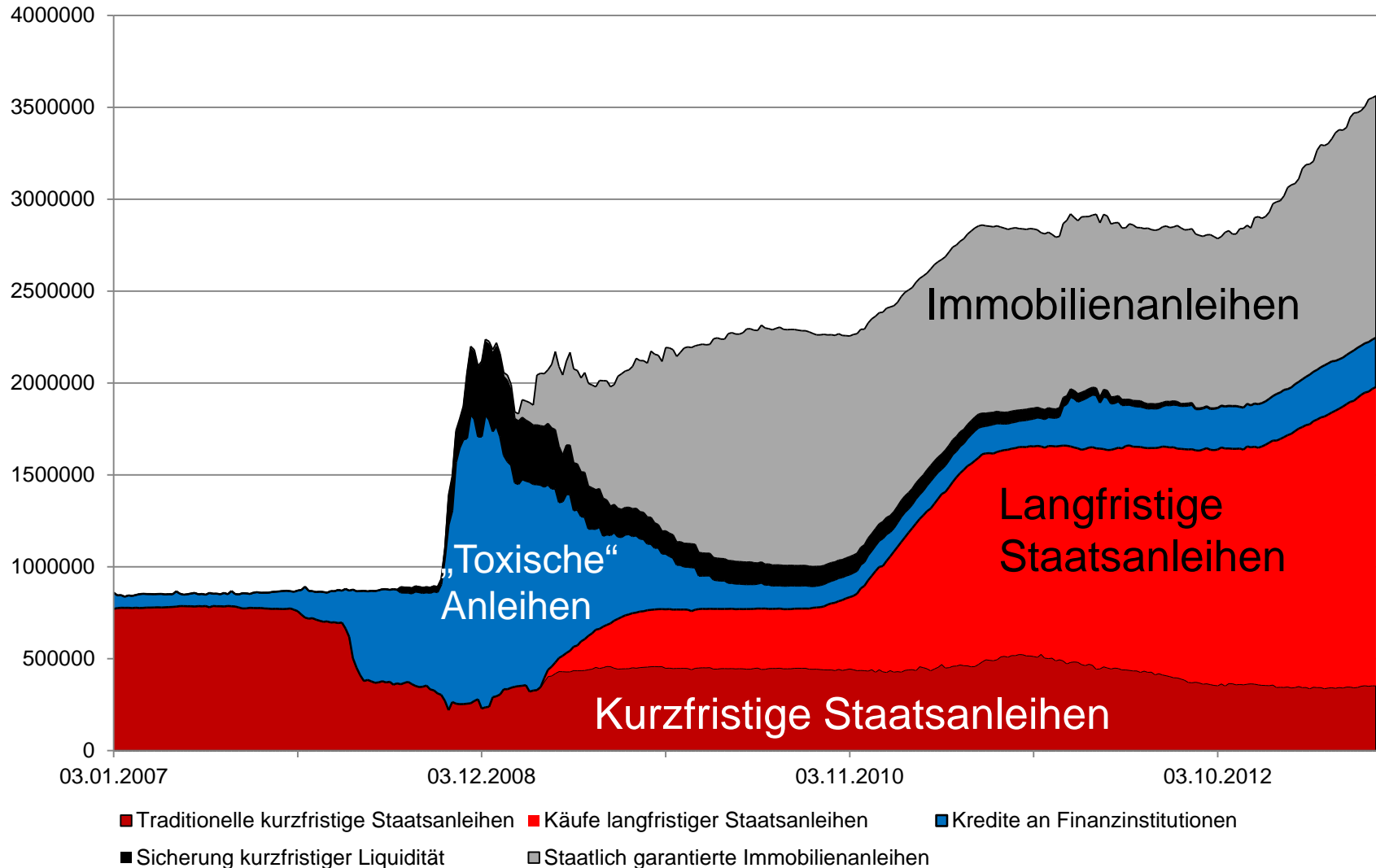
Die Liquiditätsfalle: Erfahrungen in Japan



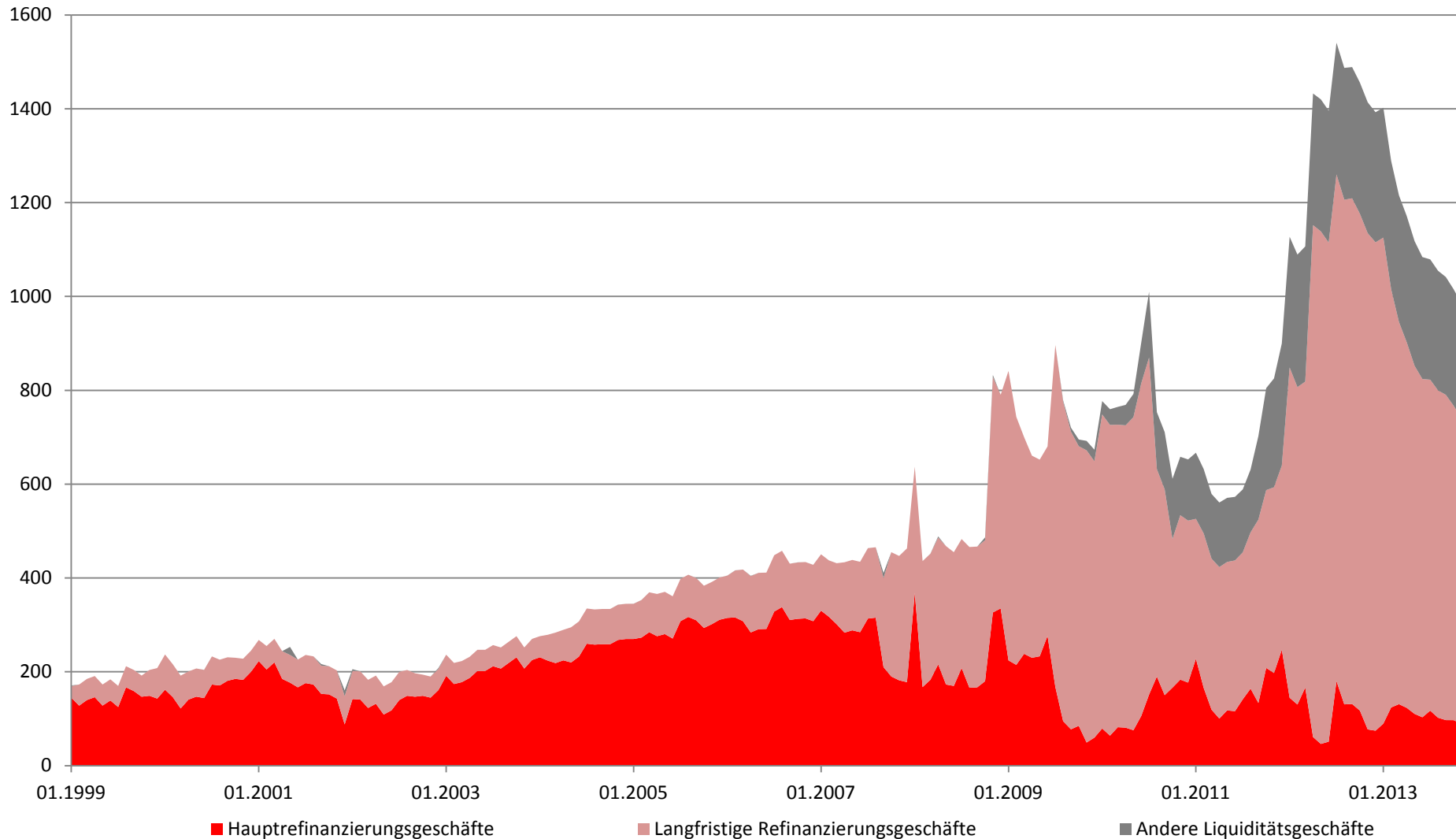
Weltweit: Unkonventionelle Geldpolitik



Bilanz der amerikanischen Zentralbank

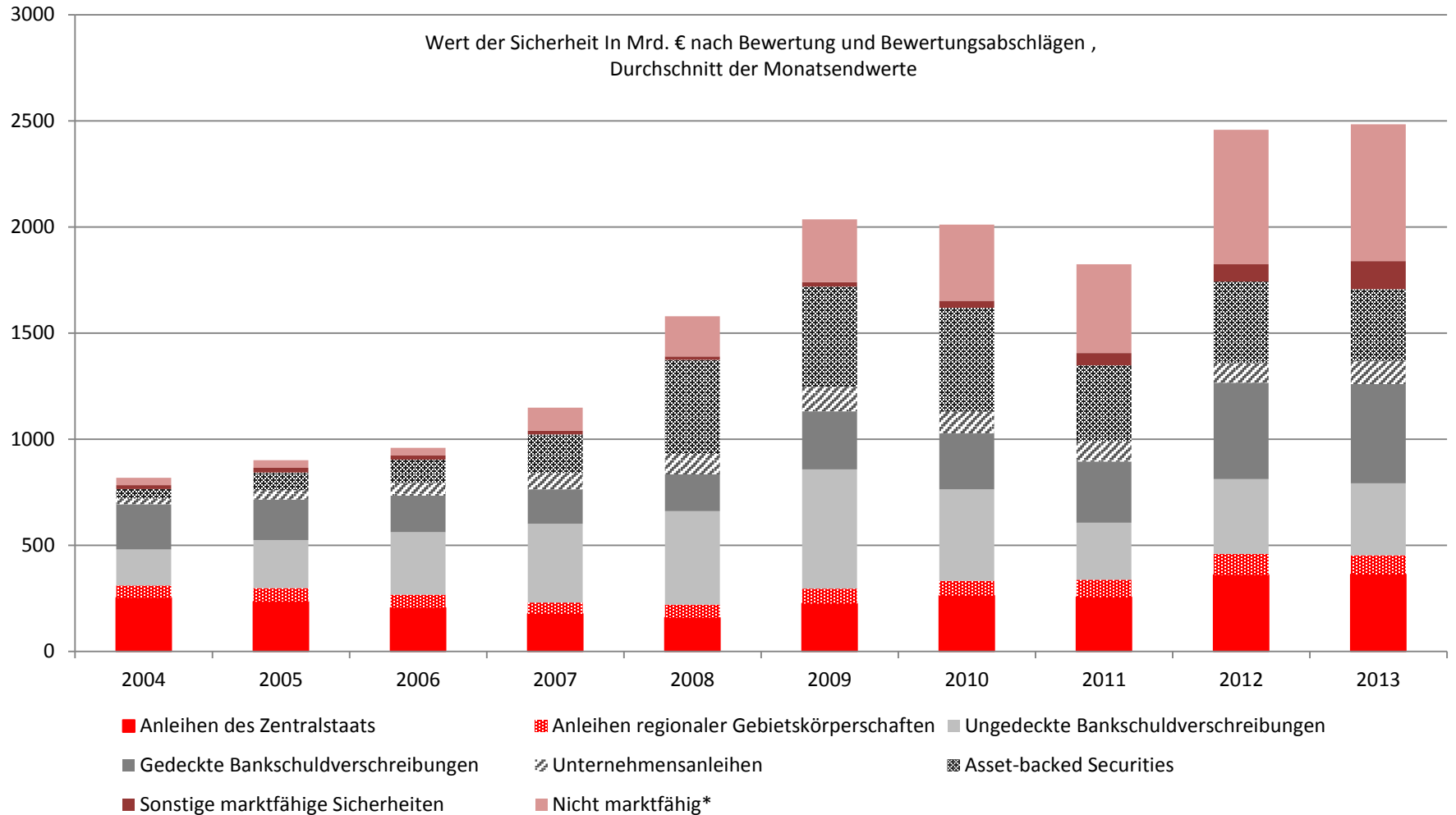


Liquiditätsbereitstellung der EZB



Qualitative Lockerung der EZB

Bei der EZB hinterlegte Sicherheiten



Maßnahmen zur Krisenbekämpfung

Mittelfristig:

- Starke europäische Zentralregierung mit Steuergewalt
- Europäisches „Finanzministerium“ zur Durchsetzung von Regeln und Sanktionierung von Verstößen;
Erfordert Revision des Lissabon Vertrags
- Finanzmarktintegration
 - ◆ Bankenunion
 - ◆ Europäische Einlagensicherung

Maßnahmen zur Krisenbekämpfung II

Kurzfristig: Stützung durch Geldpolitik

- Richtige Anreize setzen:
Dynamisch konsistente Mechanismen
- Unterstützung abhängig von strukturellen Reformen
 - A) Steuersystem, Arbeitsmarkt, Rentenreform, Staatssektor...
 - B) Stärkung europäischer Integration
 - ◆ Schaffung automatischer Stabilisatoren durch:
Bankenunion, Fiskalunion;
Europäische Arbeitslosenversicherung

Akzeptanz institutioneller Veränderungen

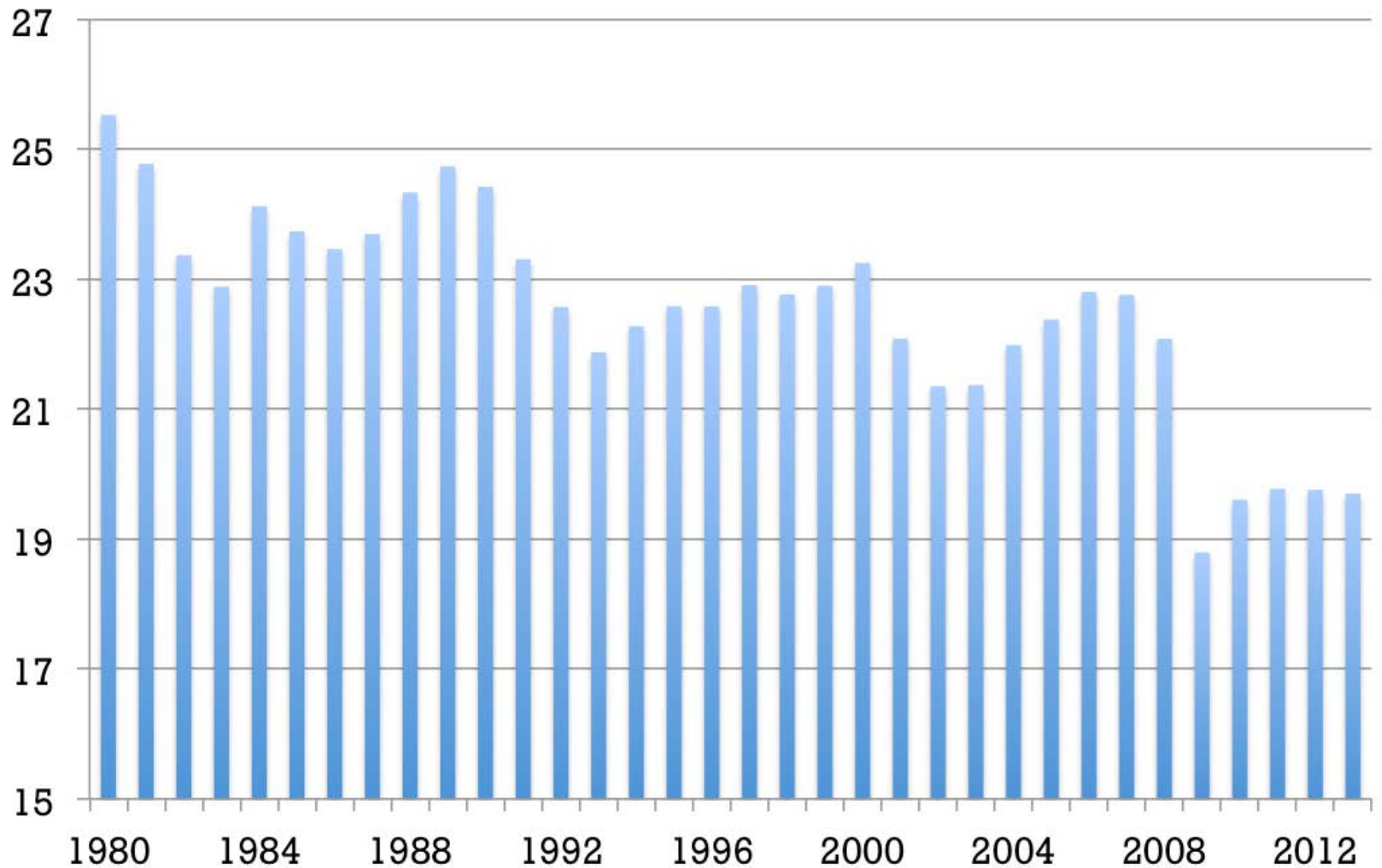
Zwischenschritte: Bankenunion;

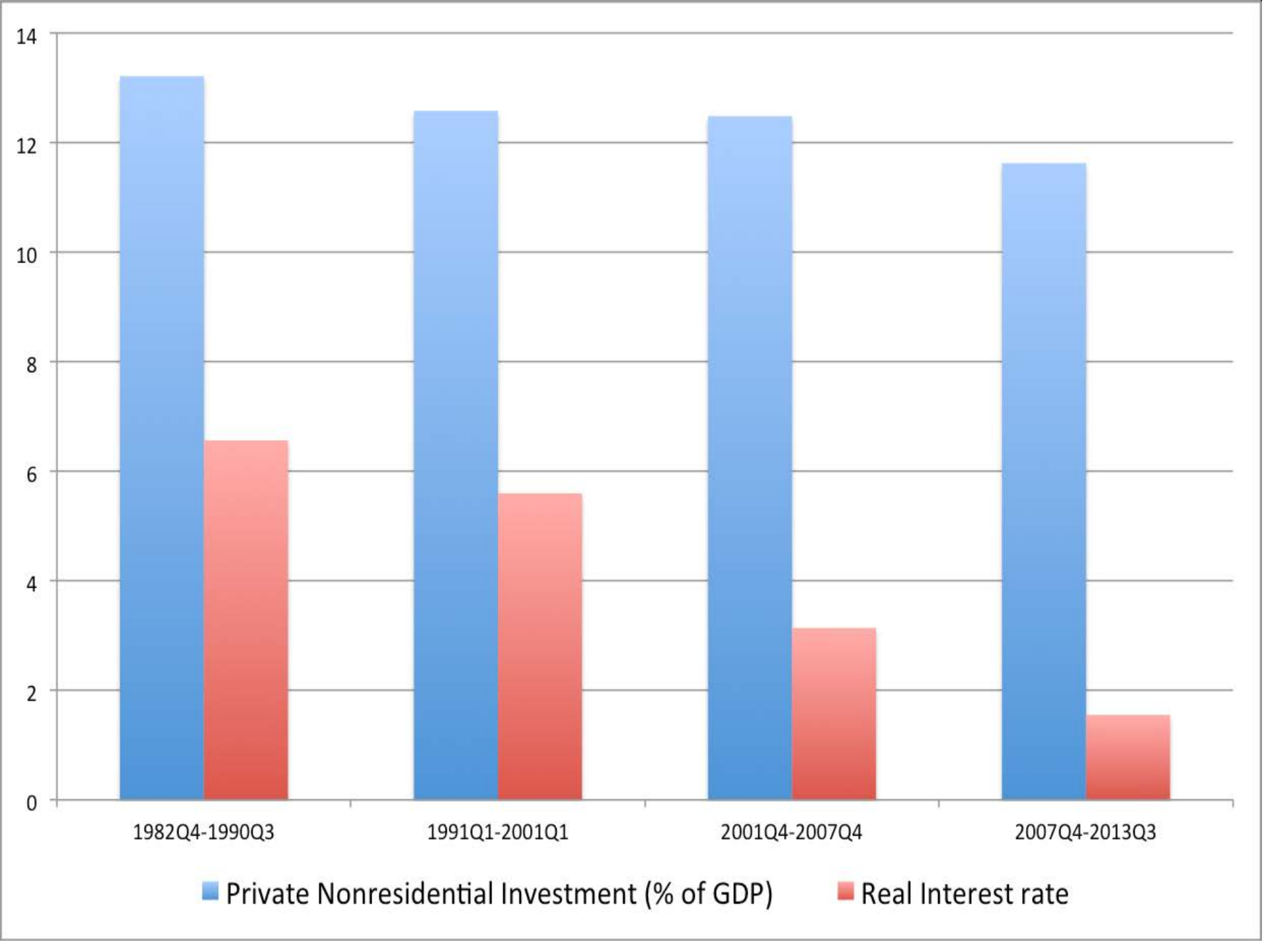
EZB akzeptiert als Sicherheit nur „synthetische“ Euroanleihen

Enteignung der Sparer?

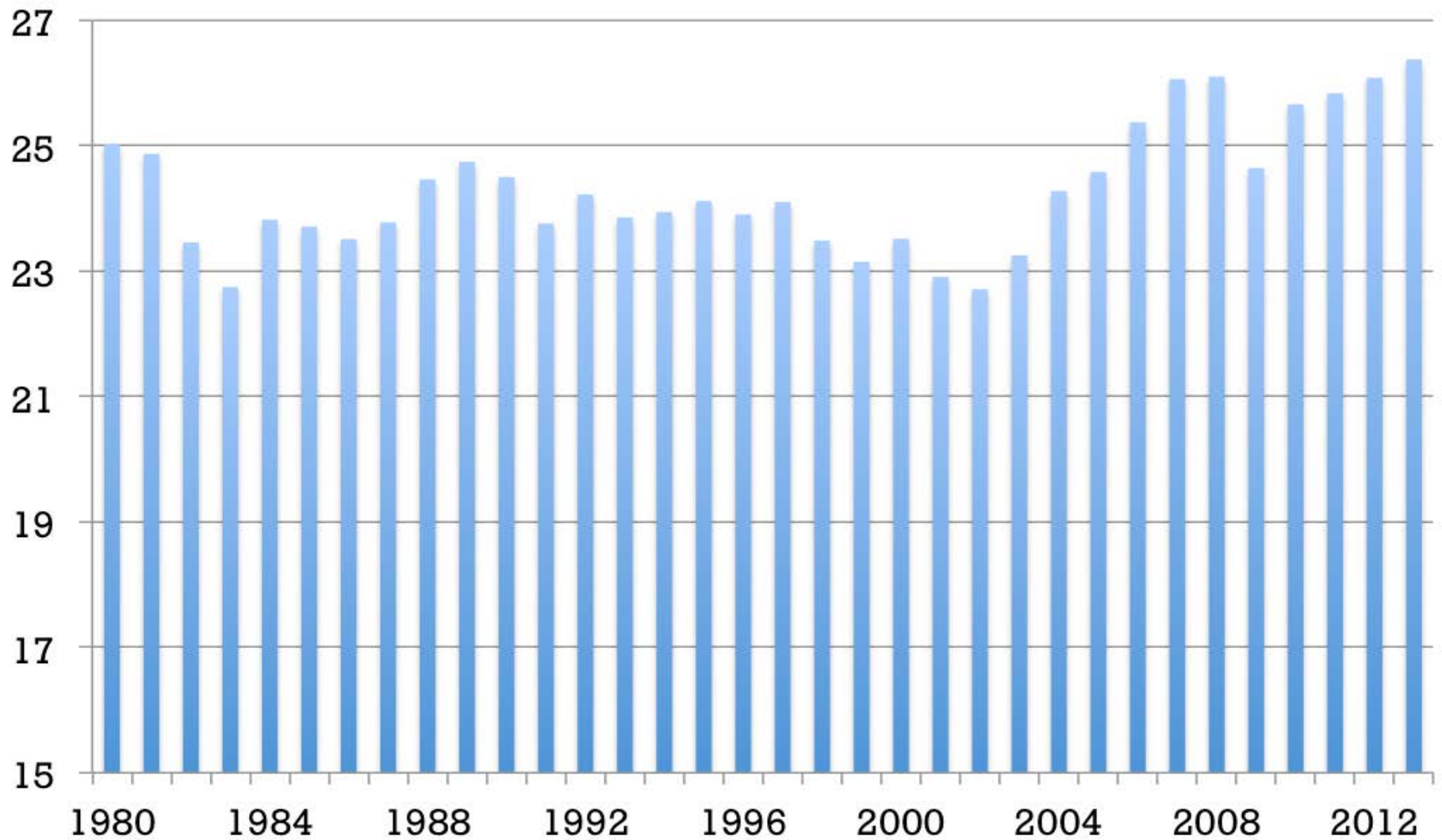
- Geldpolitik kann nur den kurzfristigen Realzins steuern.
- Langfristige Realzinsen bestimmt durch Bereitschaft von Ersparnis und Investition ~ Internationales Kapitalangebot und –nachfrage
- Langfristige Nominalzinsen werden bestimmt durch Realzins und Inflationserwartungen
- Derzeit: Natürlicher“ Realzins ist weltweit niedrig
- Globale „Savings Glut“ oder Investitionsschwäche in Industriestaaten?
- Niedrige Leitzinsen: Anreiz für verstärkte Investitionen?
- Herausforderung: Bereitschaft für produktive Realinvestitionen
Aufgabe makro-prudenzieller Regulierung:
Bekämpfung von Blasenbildung

Investment (% of GDP). Advanced Economies





Investment (% of GDP). World



Zusammenfassung

Mittelfristig gibt es zwei realistische Optionen:

- **Verstärkte Integration (Politische Union)**
Transfer von Finanzhoheit an demokratisch legitimierte Zentralregierung mit der Macht, Sanktionen durchzusetzen und Transfers zu regeln
- **Auseinanderbrechen des Euro / Europas**
Zuflucht zu nationalen Partikularinteressen

Illusionäre Optionen:

A) Zurück zur Struktur vor der Krise (Regelbindung – Maastricht 2.0)

Minimale fiskalische Koordination ohne Souveränitätsverzicht gescheitert
Striktere Einhaltung der Maastricht-Regeln hätte Krise nicht verhindert

B) „Durchwursteln“

Ausweitung der EZB Interventionen nur als Überbrückung sinnvoll,
um Zeit für politische Reformen zu nutzen
In Zukunft noch schärfere Krisen ohne Reform der Governance
Moral Hazard auf Seiten der Kernländer: Aufbau robuster Strukturen!