Optionen zur Überwindung der Krise im Euroraum

Prof. Dr. Gerhard Illing
Seminar für Makroökonomie, LMU

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

Jahrestagung der **Keynes-Gesellschaft**

Die Finanz- und Wirtschaftskrise und ihre Überwindung

Linz

20. 2. 2012

Eurodämmerung?

Chaos in Europa – Bricht der Euroraum auseinander?

Im Kern: Kein wirtschaftliches Problem,
sondern ein Problem angemessener politischer Governance-Strukturen

Euroraum: Region mit hohem Potential,
sofern der institutionelle Rahmen angemessen angepasst wird

Euro wurde geschaffen als “entpolitisierte Währung” –
Preisstabilität als klares Mandat übertragen an eine unabhängige Zentralbank

Fehler im Design:
Eine gemeinsame Währung kann ohne zentralen fiskalischen Gegenpart nicht funktionieren →
Transfer nationaler Souveränität auf europäische Ebene notwendig

Zwei realistische Optionen:

a) Rückkehr zu nationalen Währungen (Scheitern des europäischen Projekts)

b) Kühner Schritt zu verstärkter europäischer Integration mit einer Zentralregierung,
die Regeln durchsetzen und Verstöße sanktionieren kann
Aktuelle Krise: Chance, die richtigen Weichen zu stellen
“Vereinigte Staaten von Europa” ~ Europa der zwei Geschwindigkeiten

Kernthesen

Der Euro ist ein politisches Projekt

- Kein Ökonomisches, sondern ein politisches Problem:
- Angemessene Institutionen für eine Währungsunion?
  Glaubwürdiges Design (Spielregeln) zur Governance im Euroraum?
- Währungsunion erfordert politische Union:
  → Europäische Bankenaufsicht; europäische Fiskalpolitik!
  Demokratisch legitimierte Zentralregierung
  → Eurokrise als Chance zur Neugestaltung der Einheit Europas

  Aufgabe nationaler Souveränität
  Problem: Bislang kaum politischer Wille zur politischen Union
- Alternativen: Auseinanderbrechen des Euro/ Europas
  Durchwursteln keine Option mehr
  (Allenfalls: Ausweitung der EZB Interventionen)

Der Euro:
Ein politisches Projekt!

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

- **„Die Währungsunion ist für diese im Weltmaßstab kleinen Länder (*Europa*) letztlich der logische Endpunkt der wirtschaftlichen und politischen Integration. Ich habe lange Zeit Bedenken geäußert, mit der Währungsunion sozusagen vorgezogen zu beginnen, weil ich das für ein riskantes Unternehmen gehalten habe.“**

- **„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.“

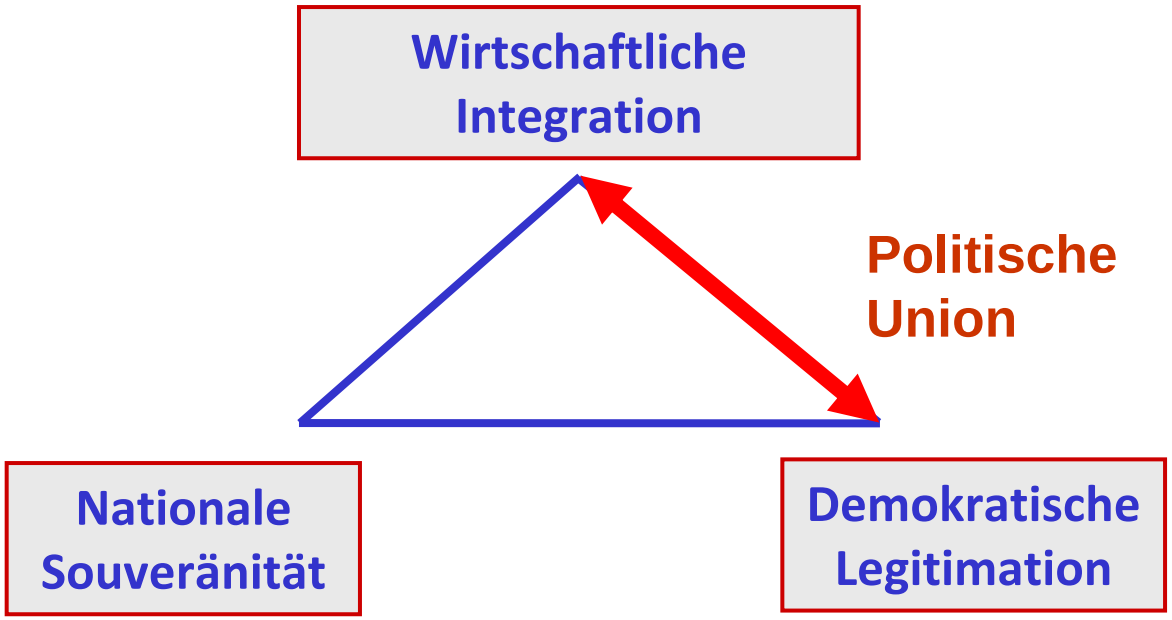
Spiegel Interview 21.09.1998

Eurokrise: Das Unmöglichkeitsdreieck

Dani Rodrik (Harvard):

Wirtschaftliche Integration (Globalisierung), Demokratie und nationale Souveränität sind nicht miteinander kompatibel

→ Integration erfordert Aufgabe nationaler Souveränität (Eurostaat)



Fehler im Design des Euroraums

Illusion: Vertrauen auf minimale fiskalische Koordination
durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt

Design Fehler der EZB: Fehlen eines zentralen fiskalischen Gegenparts, der die impliziten fiskalischen Risiken eines Lenders of last resort übernimmt

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

Der Euro: Eine politische, keine ökonomische Entscheidung!

Verflechtung der Kapitalmärkte; freier Kapitalverkehr →

Rauswurf aus dem Euro als explosive Option!

Drohung → Flucht der Anleger aus dem Bankensektor;

Zusammenbruch des Finanzsystems

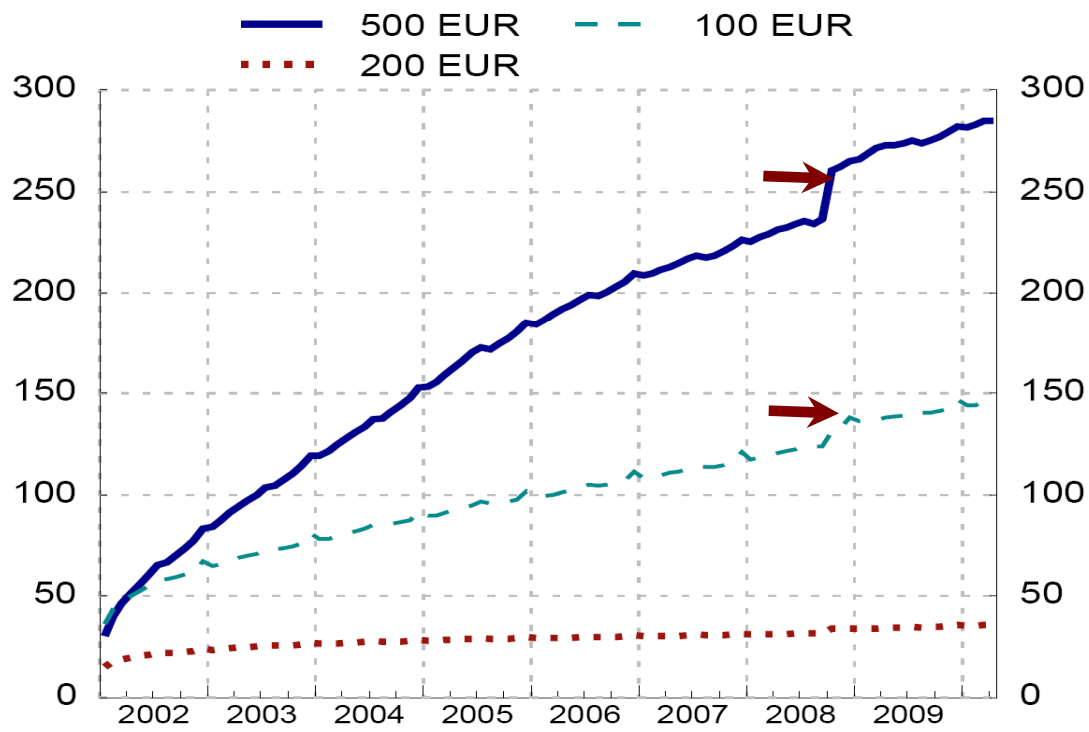
Gefahr von Ansteckungseffekten
→ Chaos und Instabilität im gesamten Euroraum

Panik im Euroraum nach der Lehman Pleite

Typischer Verlauf von Finanzkrisen:

- Panik im Banken-/Schattenbankensektor
- Flucht in sichere Anlagen; Gefahr von Ansteckungseffekten

Circulation of high denomination banknotes - Values
(outstanding amounts, EUR billions)



Bank-Runs: UK and USA

Mervyn King,
September 12 2007:

> *"The provision of large liquidity facilities penalises those financial institutions that sat out the dance, encourages herd behaviour and increases the intensity of future crises."*

BBC 15 September 2007

> The rush of customers taking money out of Northern Rock continued for a second day on Saturday,
> amid concerns over its emergency Bank of England loan.
> Banking sources suggest that on Friday alone clients pulled out £1bn - or 4-5% of retail deposits.

Dynamische Konsistenz

- 12. September 2008
- "I'm being called ***Mr. Bailout***.
  I can't do it again."

  Hank Paulson, US treasury secretary
- "There is no political will for a federal bailout"
  Mr. Geithner told 30 Wall Street executives assembled Friday afternoon. "Come back in the morning and be prepared to do something."

The day after Lehman went bust:

U.S.A takes over AIG - $85 Billion Bailout;

Fed guarantee for money market funds (Breaking the buck)

Paulson and Bernanke present $700 Billion Bailout Plan

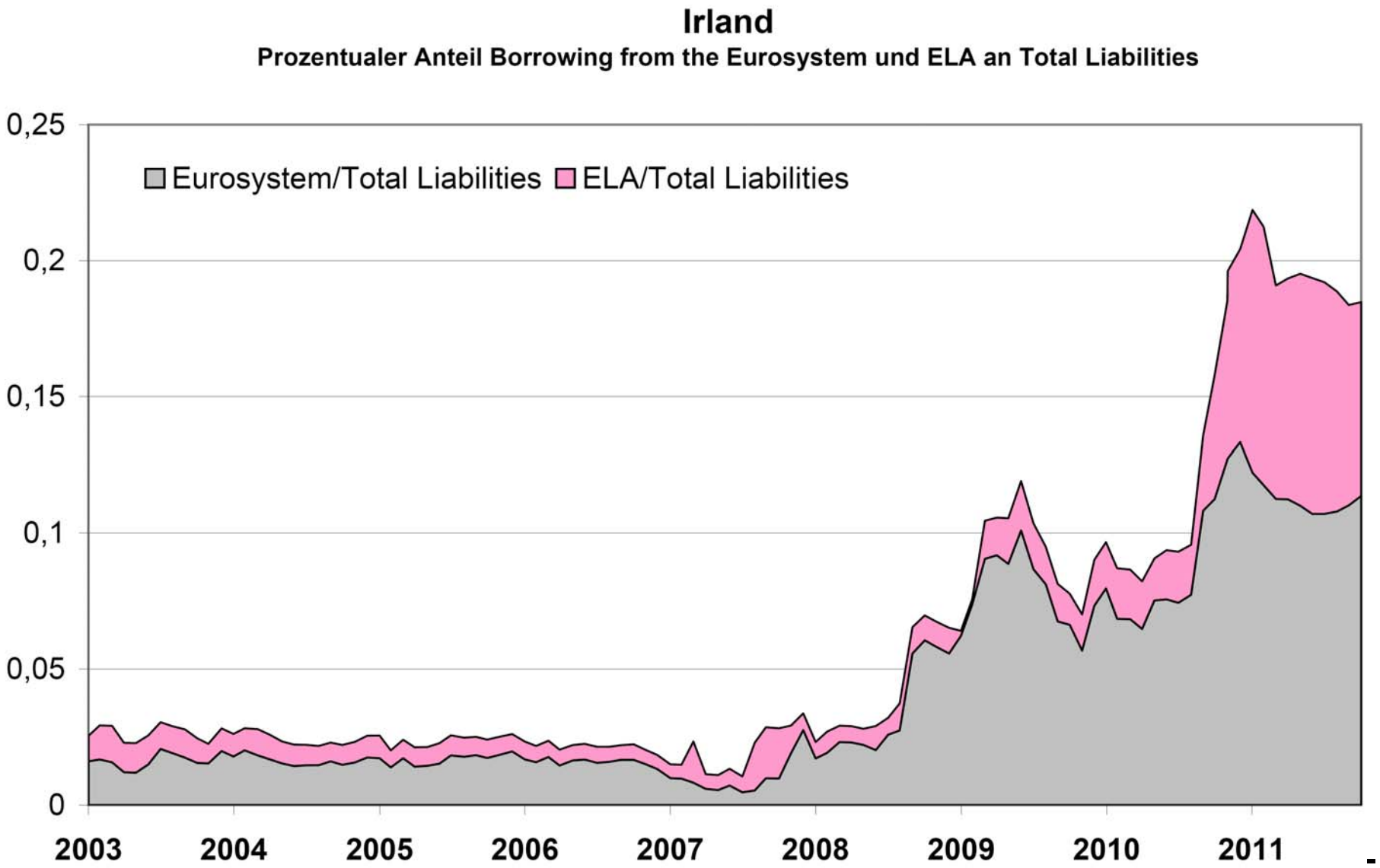
Bank-Runs in Euroland?

Illing, Juni 2010 Globale Finanzkrise als ethische Herausforderung“

- Was dann passiert, ist absehbar in einer Währungsunion. Wenn die deutschen Politiker drohen, kehrt zurück zu eurer Drachme, geht jeder vernünftige Anleger in Griechenland zu seiner Bank und versucht sein Geld zu retten, bevor es nur noch die Hälfte wert ist. In so einer Situation ist ein Bank-Run nahezu unvermeidlich und die Zentralbank kann nicht anders handeln, als sie handelte.

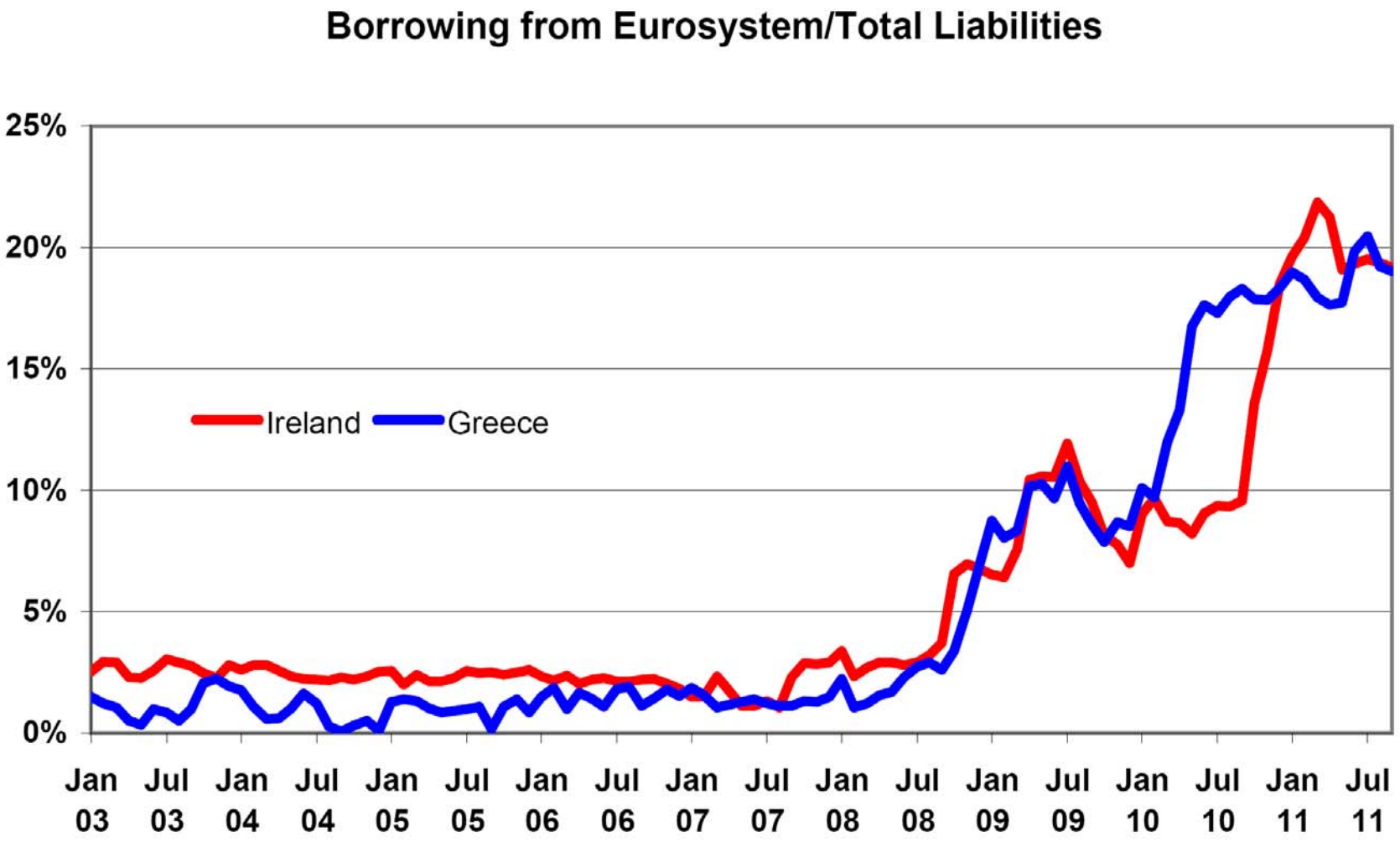
- Wenn man das weiß und voraussieht, muss man sich vorher überlegen, was man tut. Entweder lässt man Griechenland den Bach hinuntergehen, oder man sagt: am Ende kommen wir nicht darum herum zu zahlen, aber ich als Zahlmeister möchte dann zumindest die Spielregeln bestimmen. Ich zahle nur, wenn diese Transfers zu meinen Konditionen erfolgen. Das haben wir leider verpasst, das ist in meinen Augen Politikversagen.

Impliziter „Bank-Run“ in Irland



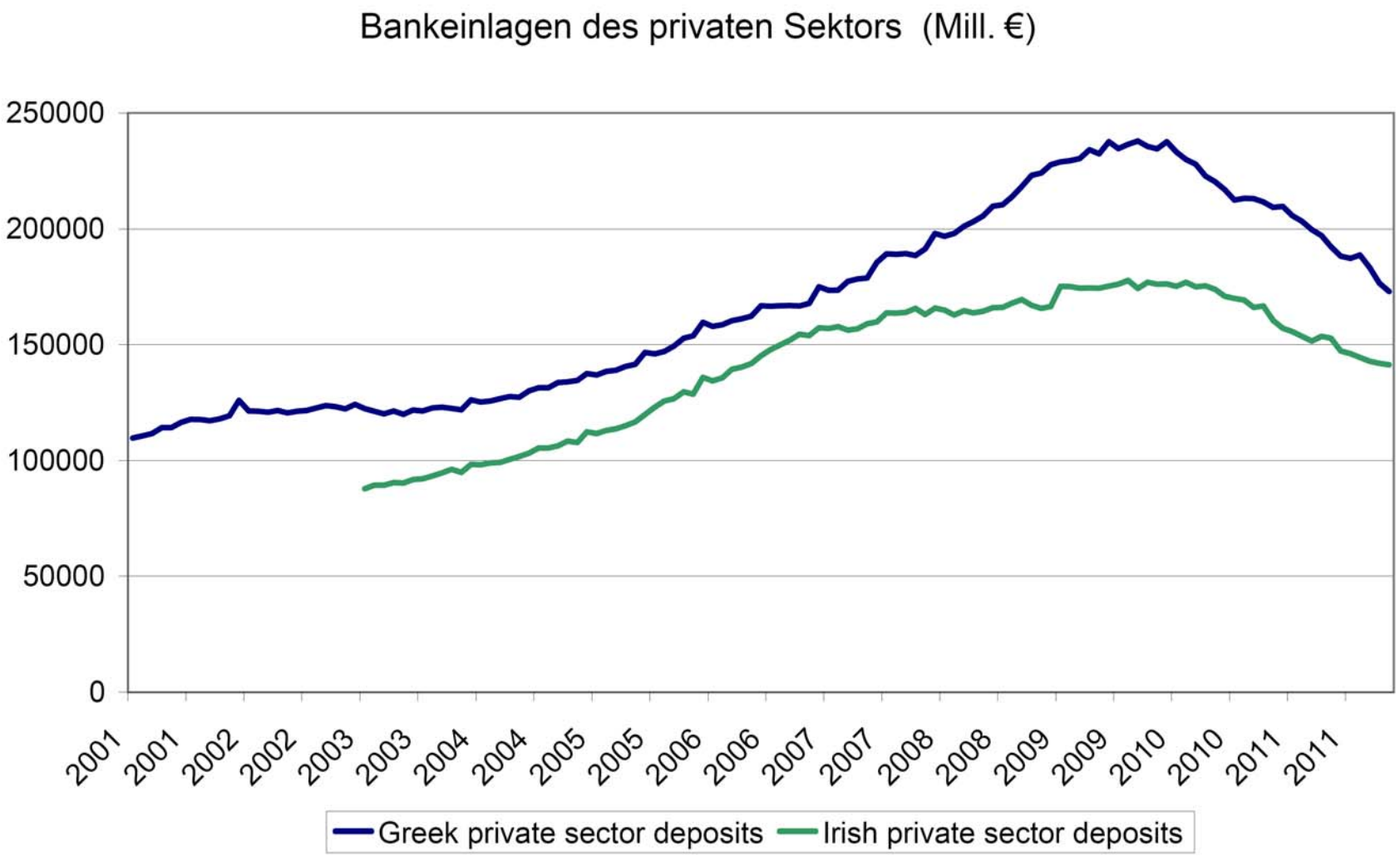
Source: Central Bank of Ireland

Impliziter „Bank-Run“ in Irland/ Griechenland

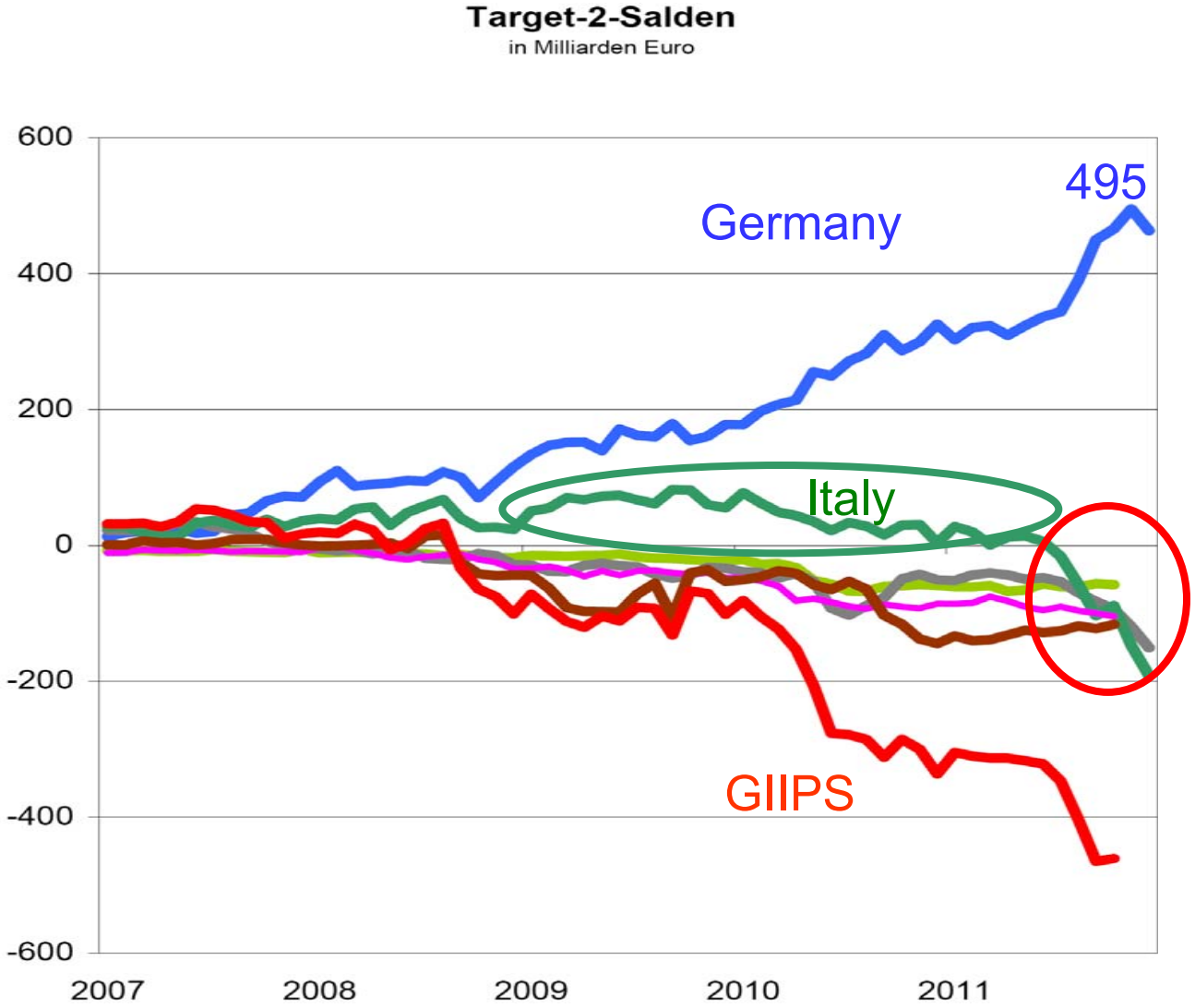


Quelle: Irische und Griechische Zentralbank

Impliziter „Bank-Run“ in Irland/ Griechenland



Target 2 Balances in Euro-Area



Indiz eines impliziten „Bank-Runs“ (Kapitalflucht)

Überschüsse in Italien

wandeln sich

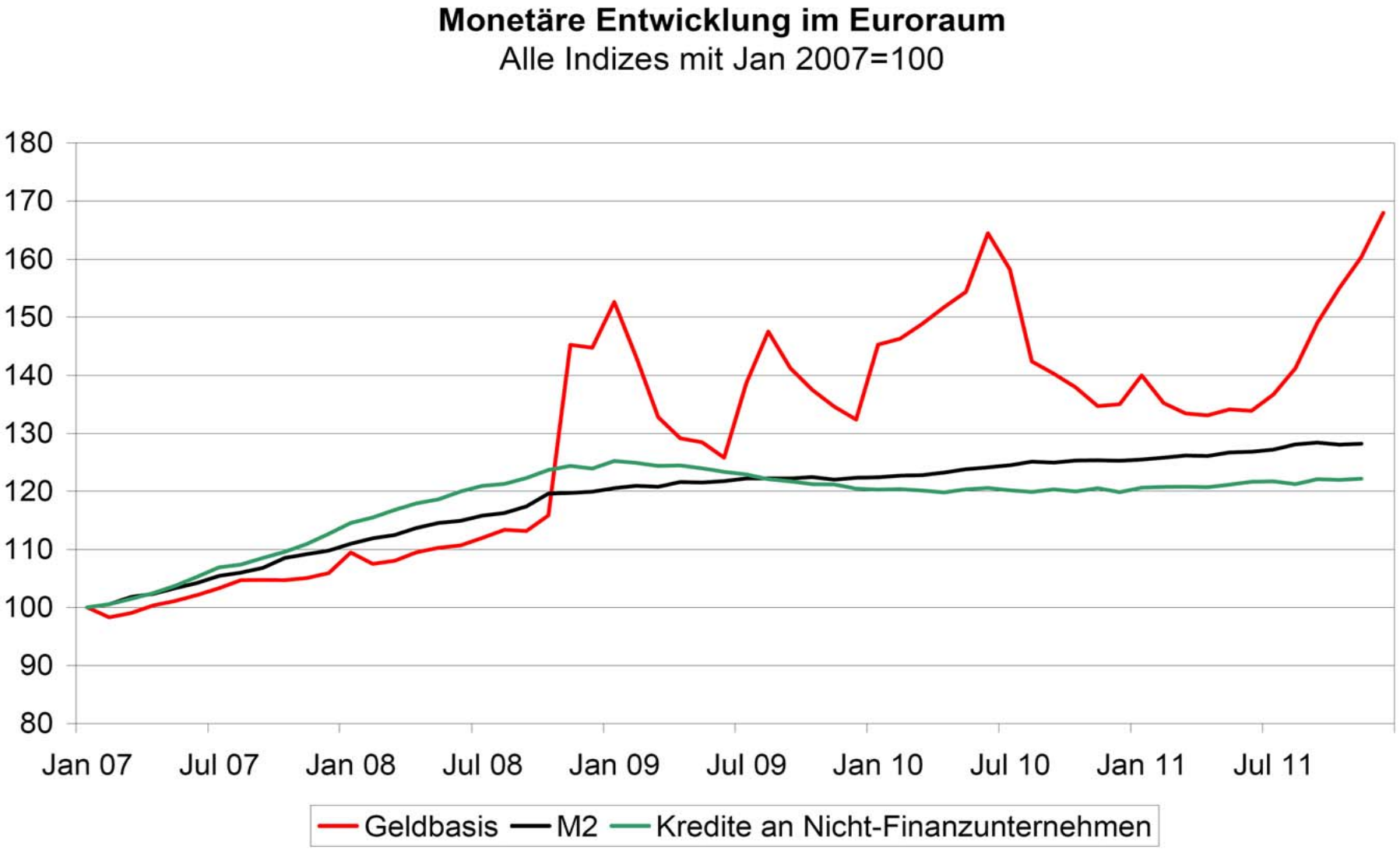
im Herbst 2011 in Kapitalflucht

-200 bn. €

Source: ifo

Deutschland | Portugal | Spanien | Italien | Griechenland | Irland | Summe PIIGS-Staaten

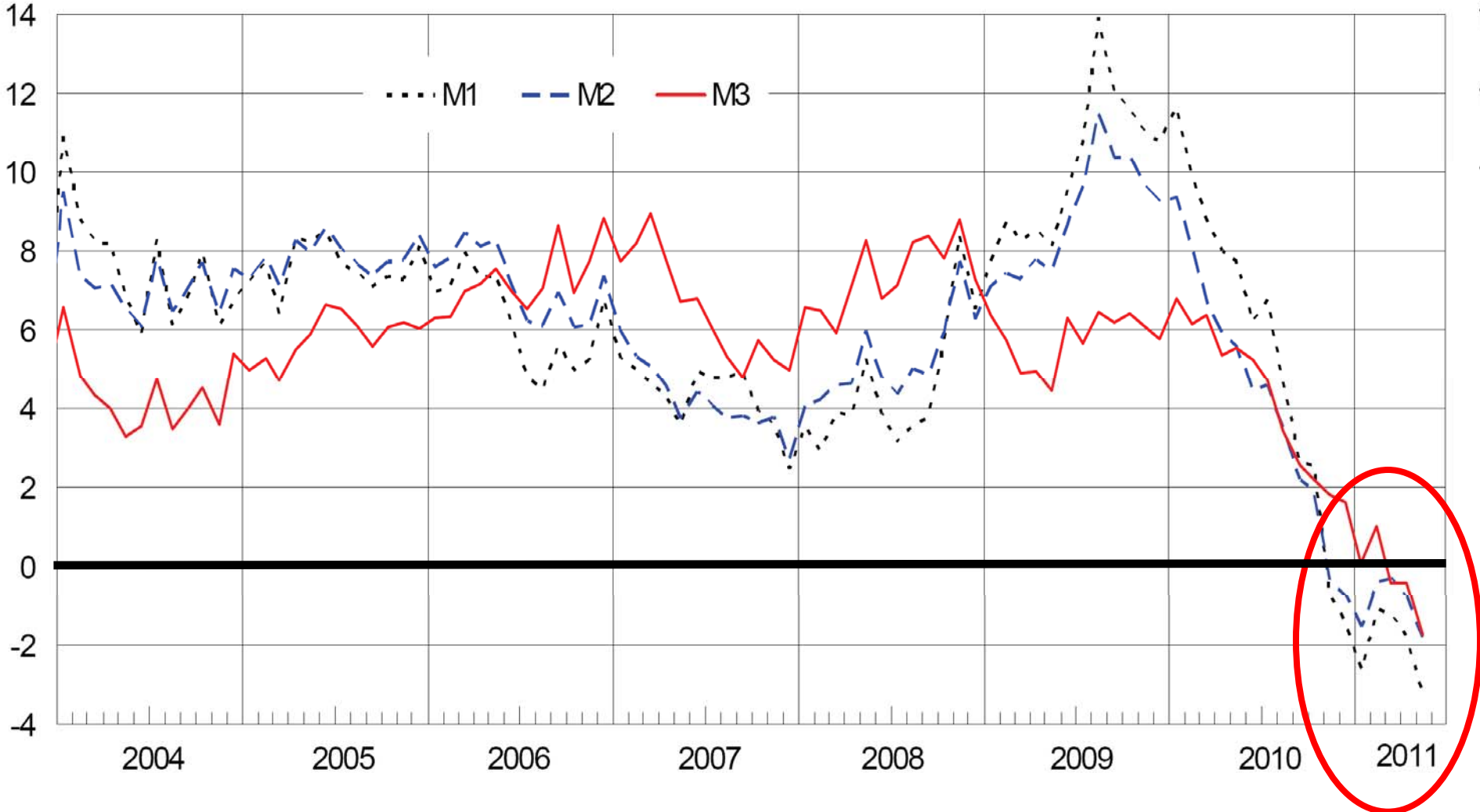
Teufelskreislauf



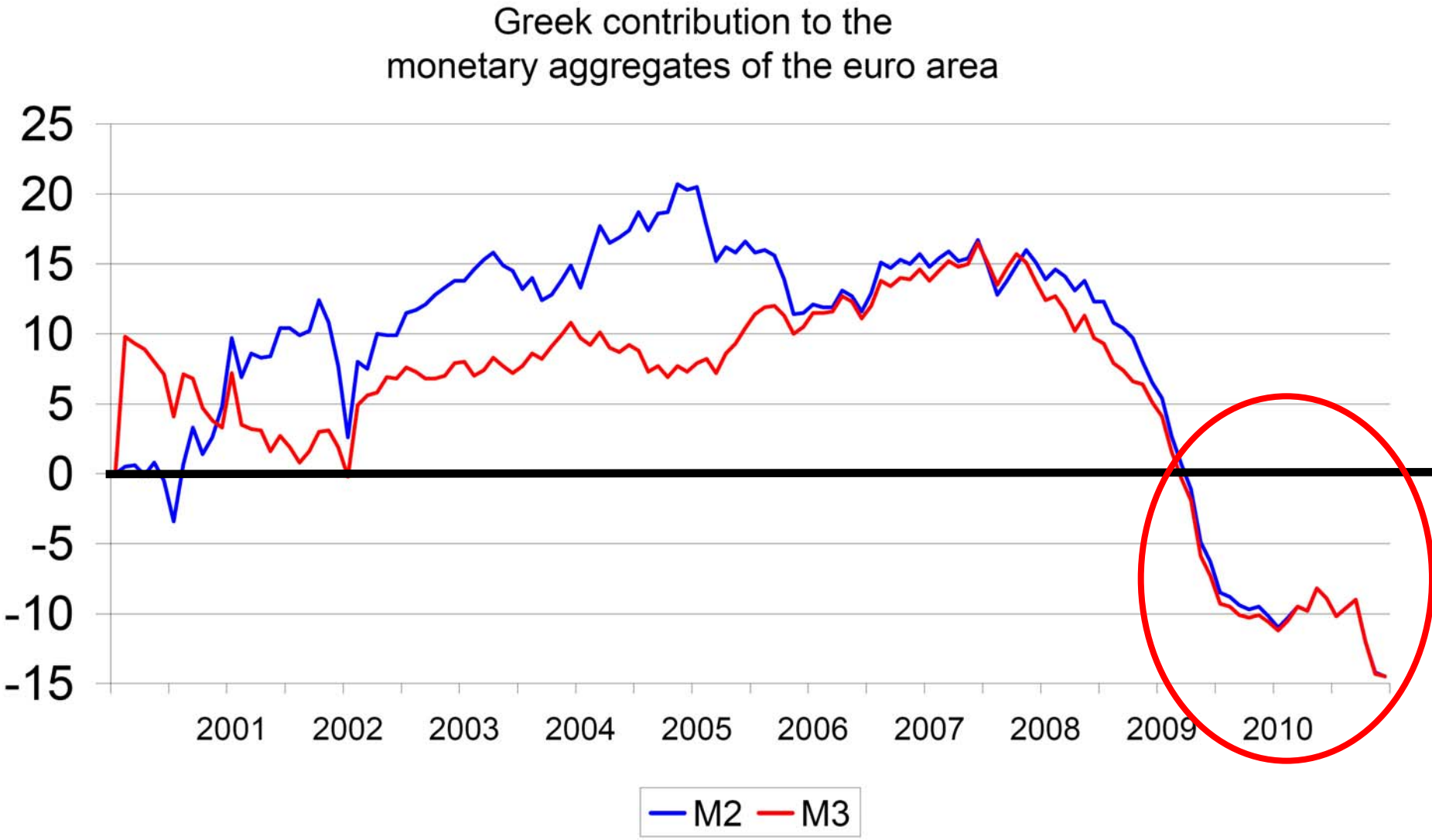
Quelle: Banca d'Italia

Figure

ITALIAN CONTRIBUTIONS OF EURO-AREA MONETARY AGGREGATES[1]
(12-month percentage changes)

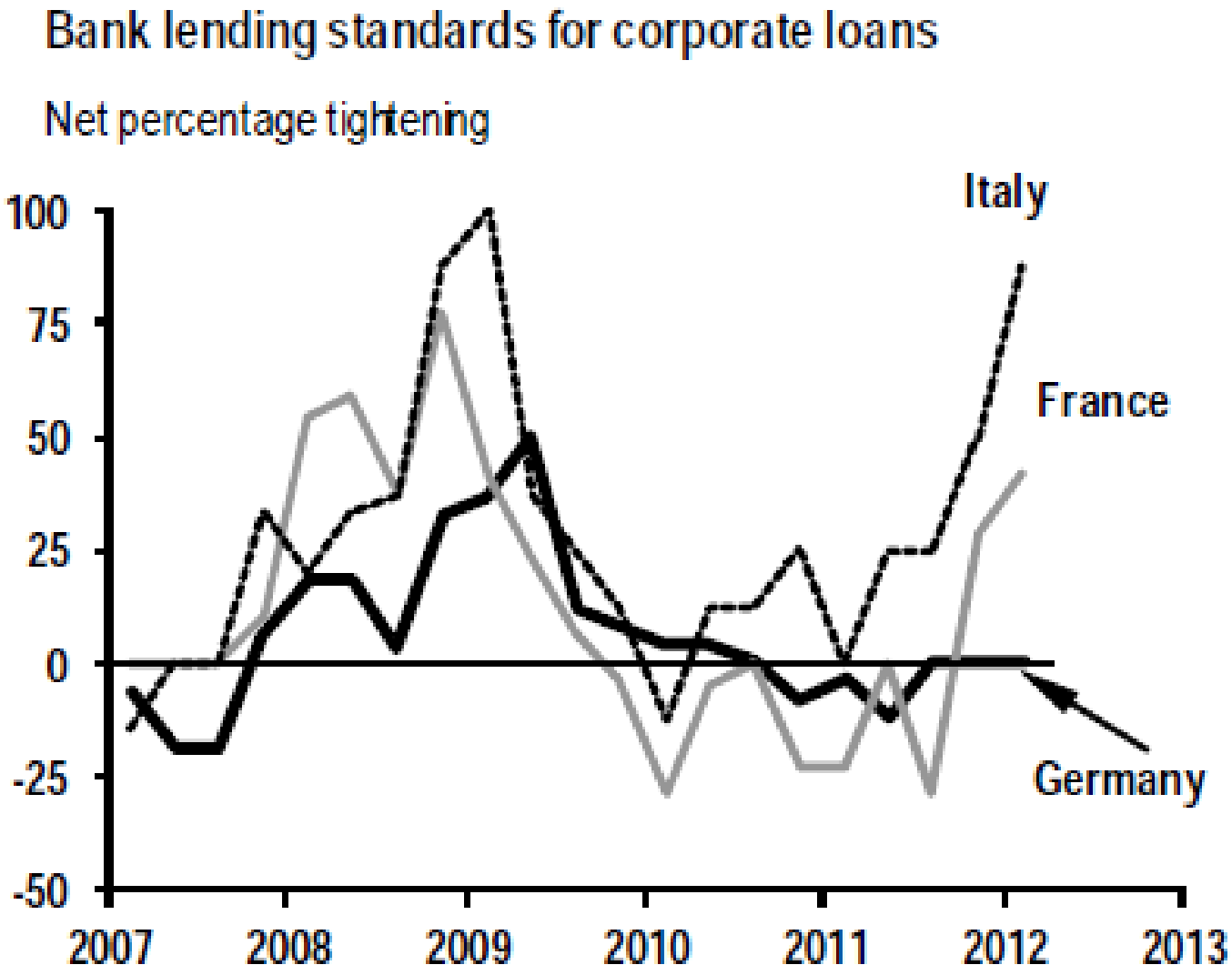


Beispiel Griechenland: Rückgang der Geldmenge



Quelle: Griechische Zentralbank

Tightening lending conditions: Asymmetry



Teufelskreislauf der Schuldenkrise im Euroraum

Fatale Verkettung von Staatsverschuldung und Überschuldung der Banken

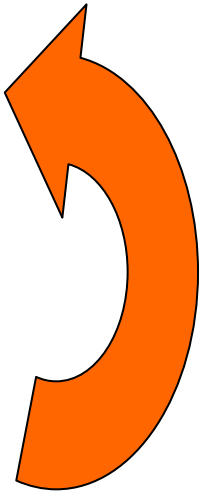
Banken halten Staatsanleihen der Euroländer als risikofreie Assets

Zweifel an der Zahlungsfähigkeit der Staaten →

Kapitalbasis der Banken schrumpft; deleveraging
→ Kreditklemme

Zweifel an der Solvenz der Banken → Bank Runs
Rekapitalisierung des Bankensystems →

Schwächt Zahlungsfähigkeit der Staaten



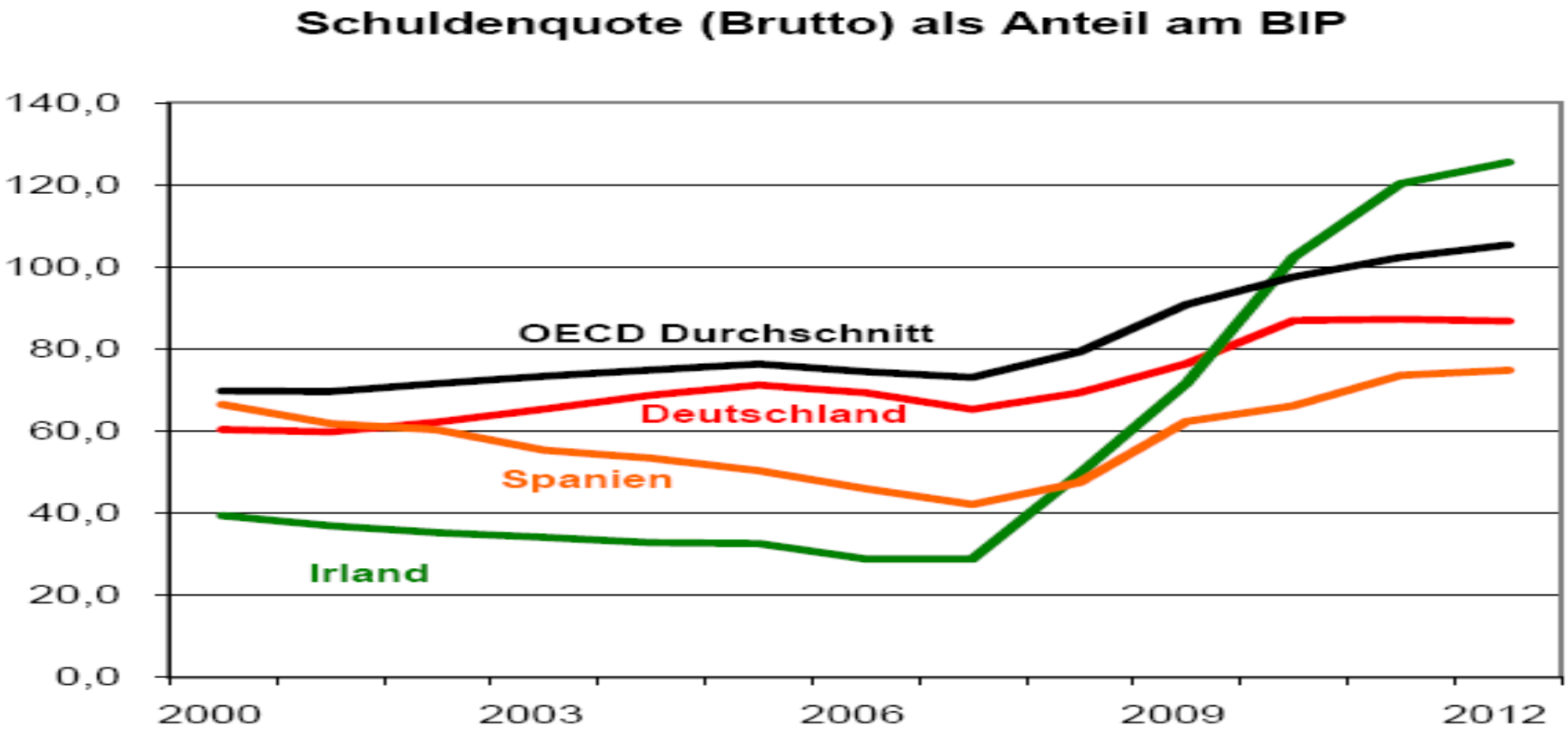
Zentrale Herausforderung: Teufelskreislauf durchbrechen,
gleichzeitig kurzfristige Stützung erforderlich

Risiken: kurzfristige Stützung bestärkt Teufelskreislauf
Ohne Stützung droht das Finanzsystem zu kollabieren

→ Drängender Bedarf zur Änderung der Governance Struktur

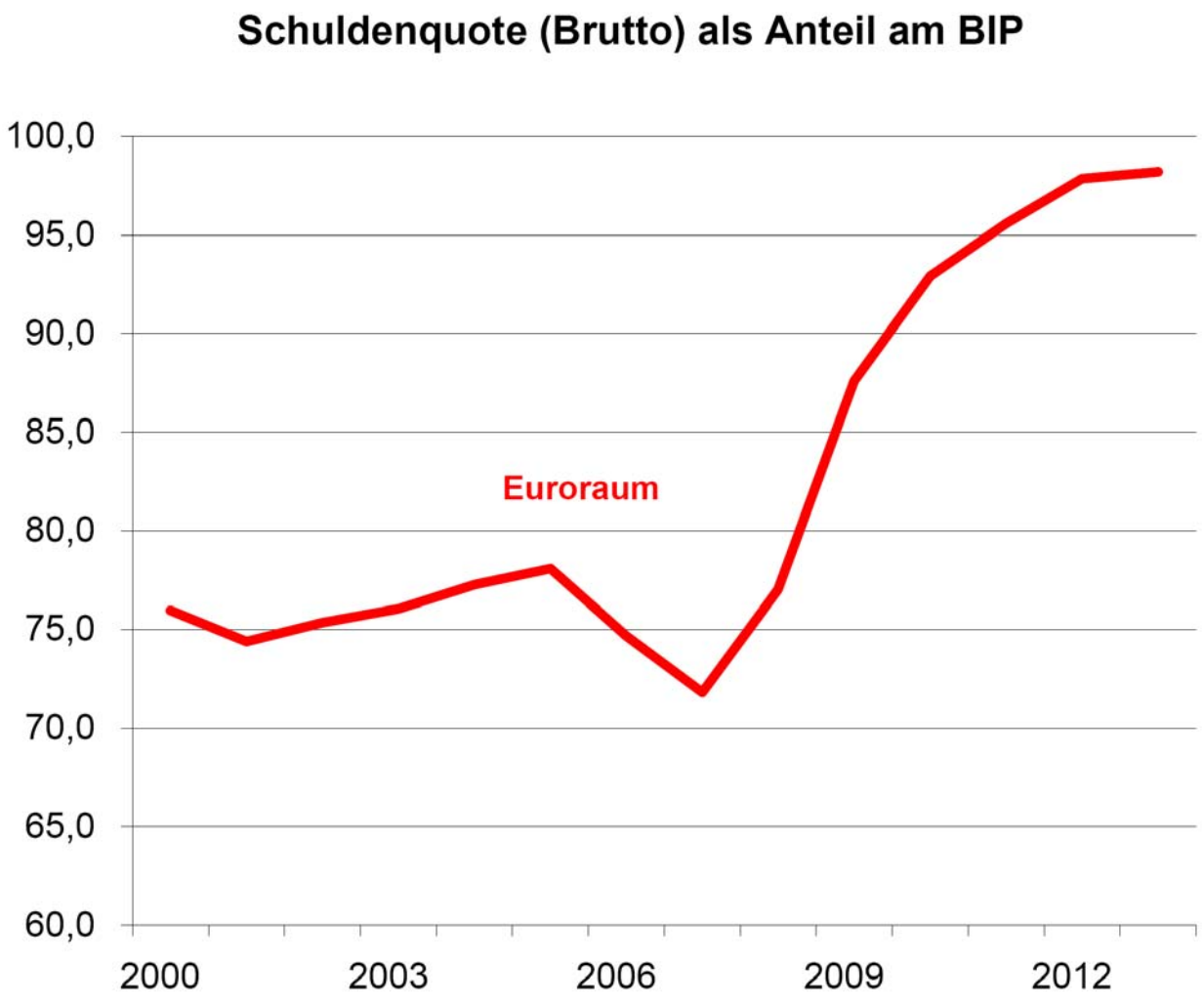
Reformansätze zur Sicherung des Euro

- **Kernproblem liegt nicht in exzessiver Staatsverschuldung sondern in Fehlfunktionen der Finanzmärkte!**
- Irland/ Spanien: Musterknaben bei Einhaltung der Maastricht Kriterien!

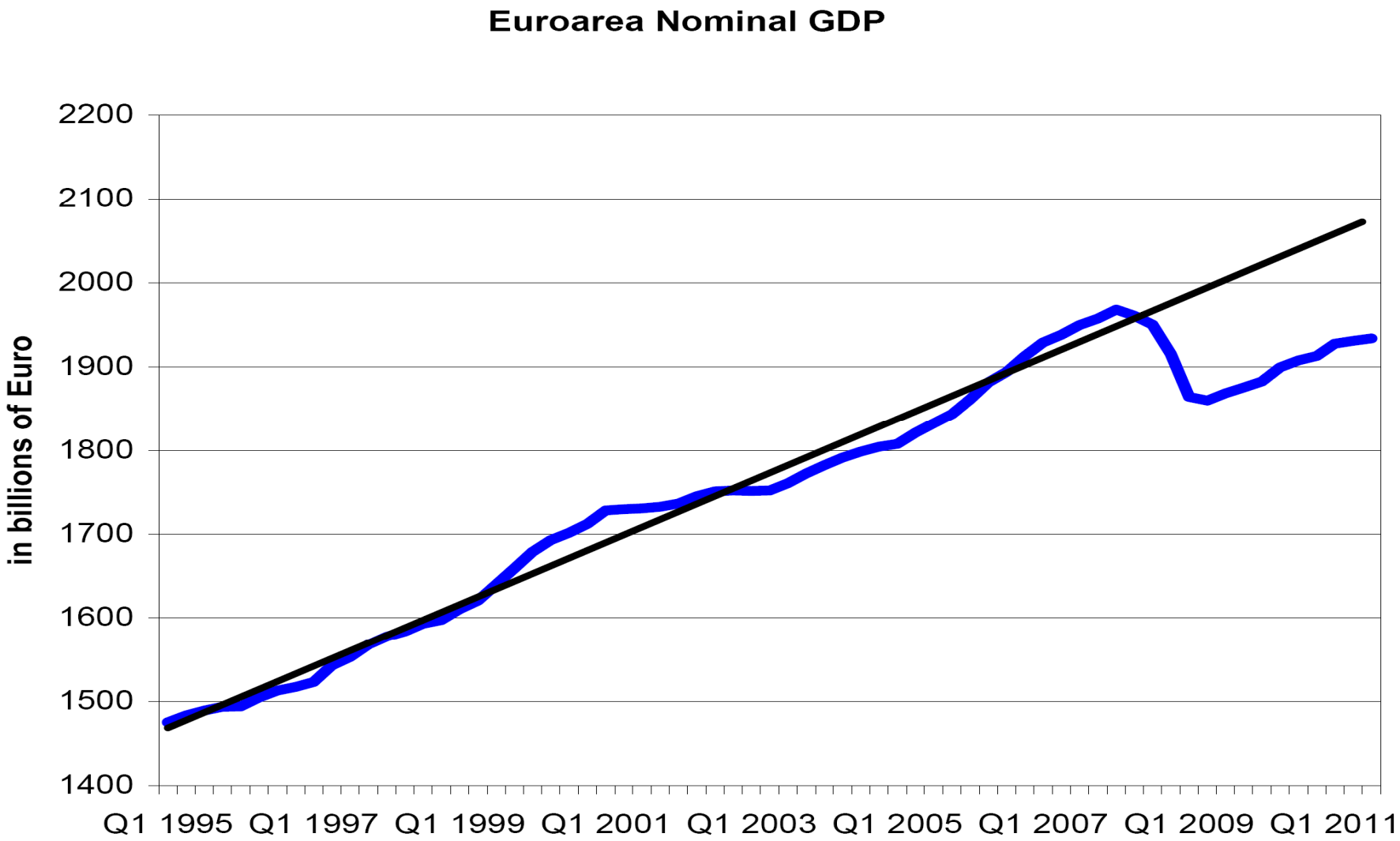


Quelle: OECD Economic Outlook June 2011

Schuldenquote im Euroraum: Finanzkrise



Finanzkrise: Einbruch der Produktion im Euroraum



Die deutsche Sicht (Issing, Stark, Weber)

Deutsche Sicht: Exzessiver Fokus auf Staatsverschuldung

- Verletzung der Maastricht Kriterien als Ursache allen Übels
  → Verschärfung der Regeln als Heilmittel → Glaube in Tugend der Sparsamkeit
- Rettungsmechanismen und EZB Interventionen ermuntern zu Moral Hazard
- "Heilige Kühe" in Deutschland:
  Zentralbanken sollten keine Staatspapiere kaufen; Keine Bailouts

  Geschichte der Hyperinflation
  Hohe Kosten der Vereinigung (Ostdeutschland)
  Harte Zeit der Stukturreformen in Deutschland

Öffentliche Diskussion in Deutschland ist irreführend

Strikte Einhaltung des Vertrags von Maastricht hätte Krise nicht verhindern können

Fehlerhaftes Design der Maastricht Kriterien: Nicht anreiz-kompatibel

Illusion: Vertrauen auf minimale fiskalische Koordination
durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt

Politikversagen in der Krise

- Gefahr: In Krisenzeiten sieht jeder einzelne seine eigenen Vorurteile bestätigt. Dadurch sieht man sich immer stärker in der Geisteshaltung bestärkt, die die Krise überhaupt ausgelöst hat.

- Unkonventionelle Lösungsansätze gefordert, die politisch schwer durchsetzbar sind, weil sie
  - Lehrbuchweisheiten widersprechen
  - mit Verteilungskonflikten belastet sind

Bemerkenswert: Enorme Diskrepanz zwischen der Sicht der Mehrheit der deutschen und der internationalen Ökonomen!

- Schlachten „heiliger Kühe“ in Deutschland:
  Aufkauf von Staatsanleihen natürliche Rettungsmaßnahme des Lender of Last Resort (Beispiel USA; UK); muss keineswegs inflationär wirken

- Furcht vor vermeintlicher Hyperinflation ignoriert Gefahren der Deflation
  Anstieg des Preisniveaus als Wachstumsmotor erwünscht

Wie geht es weiter?

Anpassungsmechanismen im Euroraum:

Strategien zur Sicherung nachhaltigen Wachstums?

a) Deflation in Peripheriestaaten (Reallohnsenkungen und Austerität)
→ kurzfristig: Nachfrageeinbruch
Bedeutet, Großteil der Schulden abzuschreiben
→ Gefahr deflationärer Spirale im gesamten Euroraum

b) Lohnsenkung in Peripheriestaaten + Höhere Inflation in den Kernländern
(lockere Geldpolitik der EZB; Ausweitung der Stützungsprogramme)

c) Fiskaltransfers der Kernländer an die Peripheriestaaten

d) Zusammenbruch des Euro; Sudden Stop; Insolvenz; Chaos

Internes Problem des Euroraums!

Stützung ist kein Null-Summenspiel:
Wachstumspotential nach Anpassung der institutionellen Rahmenbedingungen

Herausforderung: Konditionale Unterstützung

Chance: Festlegen geeigneter neuer Spielregeln

Wie geht es weiter?

Mittelfristig: Starke europäische Zentralregierung mit Steuergewalt
Europäisches Finanzministerium
zur Durchsetzung von Regeln und Sanktionierung von Verstößen
Erfordert Revision des Lissabon Vertrags– Kein Krisenmechanismus

Zentral: Richtige Anreize setzen–Dynamisch konsistente Mechanismen
Unterstützung abhängig von institutionellen Reformen (sticks and carrots)
(Schuldenbremse; Steuerreformen; Governance Struktur)

Kurzfristige Krisenszenarien:

- EZB erweitert Stützungsprogramm zur Beruhigung der Märkte (LTRO)
  - vereinbar mit Lissabon Vertrag
  - in Konflikt mit demokratischer Legitimität; fehlende Konditionilität
- Hebelung der Rettungsfonds EFSF /ESM (440 Mrd. €)
  Financial engineering – Illusion: Vertraue auf Märkte statt auf Reformen
- **Einführung von Euro-Bonds auf anreizkompatible Weise:**
  Teilnahme nur unter Bedingung institutioneller Reformen
  Strikte Konditionalität: *He who pays the piper calls the tune*

Wie geht es weiter?

Kurzfristige Optionen:

Kreditvergabe beenden ~ Auseinanderbrechen des Euroraums;
Verstärke EZB Stützung LTRO („Sarko“ trade)
Stabilisiere Europäisches Bankensystem via Euro-bonds/-bills
Europäischer IWF mit Banklizenz, bedingte Stützungsmaßnahmen
(abhängig vom Reformpfad)

- „Sarko“ trade: Recapitalisiere Banken über EZB Liquidität
  Indirekte Staatsfinanzierung via Subventionen an Banken
  Verfestigt fehlerhaftes Design:
  Teufelskreis von Banken- und Staatsschuld
  Kurzfristfinanzierung ohne Konditionalität

- Cleveres Design: Euro-bonds/-bills, um Teufelskreislauf zu brechen
  Breughel Vorschlag: Blaue vs. Rote Bonds: max 60% des GDP
  Hellwig/Phillipon: Liquide Euro bills (Einjahres Anleihen) 10% des GDP
  Euro Bills als EZB Kollateral

- Second best Design: Banklizenz für ESM