

Stiftung der deutschen Wirtschaft | Hasenwinkel, 11. April 2016

Akademie "Wirtschaft 2020 – Herausforderungen und Chancen der nächsten Jahre"

Die zentralen ökonomischen Herausforderungen der nächsten Jahre

Prof. Dr. Stefan Kooths
Prognosezentrum

Institut für Weltwirtschaft (IfW Kiel)



Agenda

- Weltwirtschaft:
Ultra-expansive Geldpolitik, Krise der Makrosteuerung
- Europäische Union: „Economic Governance“
- Deutschland I: Drohende Überhitzung
- Deutschland II: Demografisches Zwischenhoch

Agenda

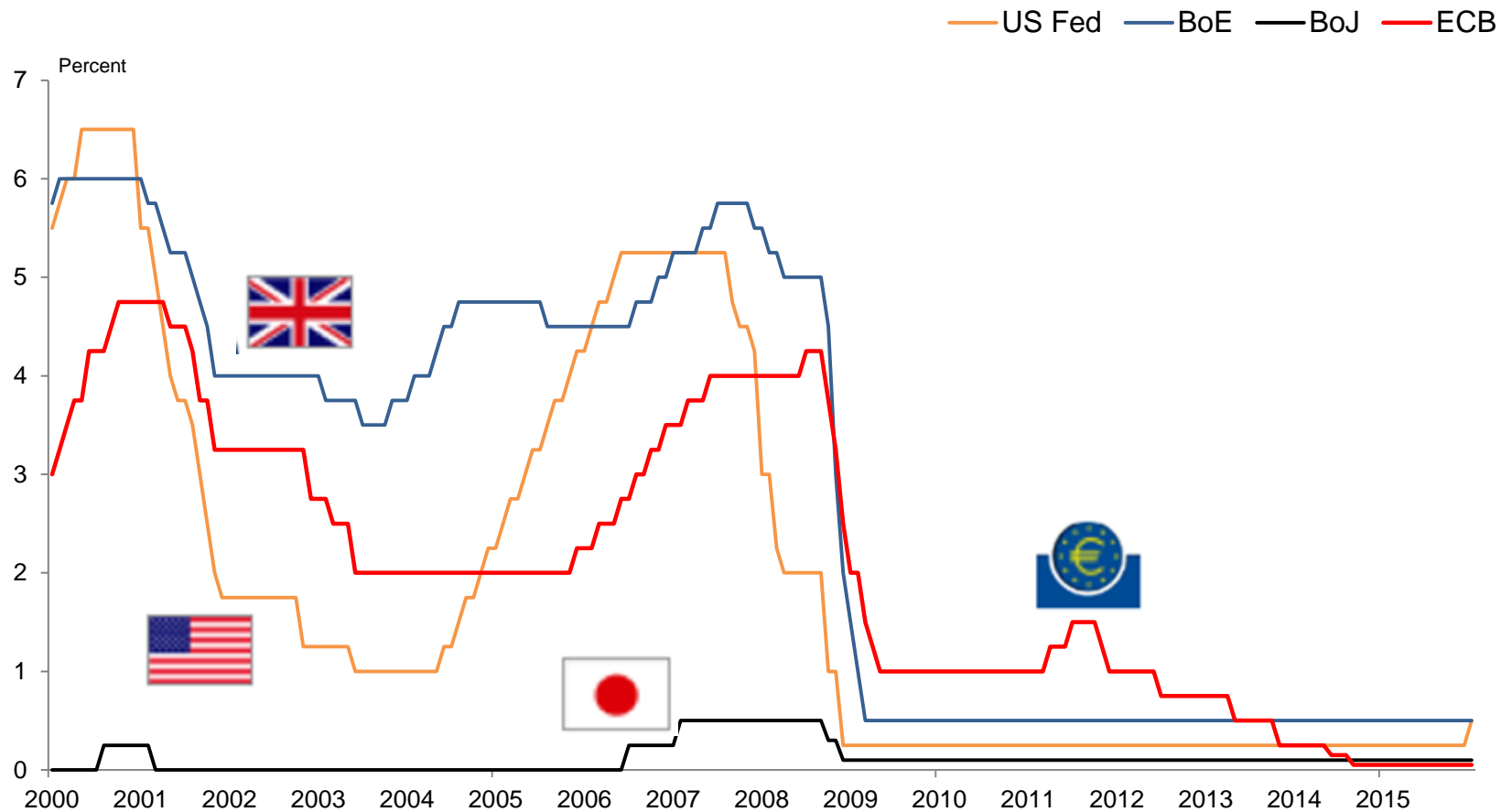
- **Weltwirtschaft:**
Ultra-expansive Geldpolitik, Krise der Makrosteuerung
- Europäische Union: „Economic Governance“
- Deutschland I: Drohende Überhitzung
- Deutschland II: Demografisches Zwischenhoch

Aktuelle Geldpolitik in der westlichen Welt:

Größtes monetäres Experiment
der Menschheitsgeschichte

Leitzinsen in großen Währungsräumen

Monetary policy rates



Zinsen ...

- ... Instrument der Geld- und Konjunkturpolitik?
- ... oder zentraler Preis im Kapitalismus?
 - » Preis der Zeit („Zeitpräferenzrate“, Kapitalgüter)
 - » Koordination von Ersparnis- und Investitionsentscheidungen im marktwirtschaftlichen Gefüge
 - » Einfluss auf die Kapitalstock-/Produktionsstruktur
 - » Bestandteil aller Güter- und Faktorpreise

⇒ **„Capital gives money time to cause trouble.“ (Garrison)**

Geldsystem und Finanzkrisen

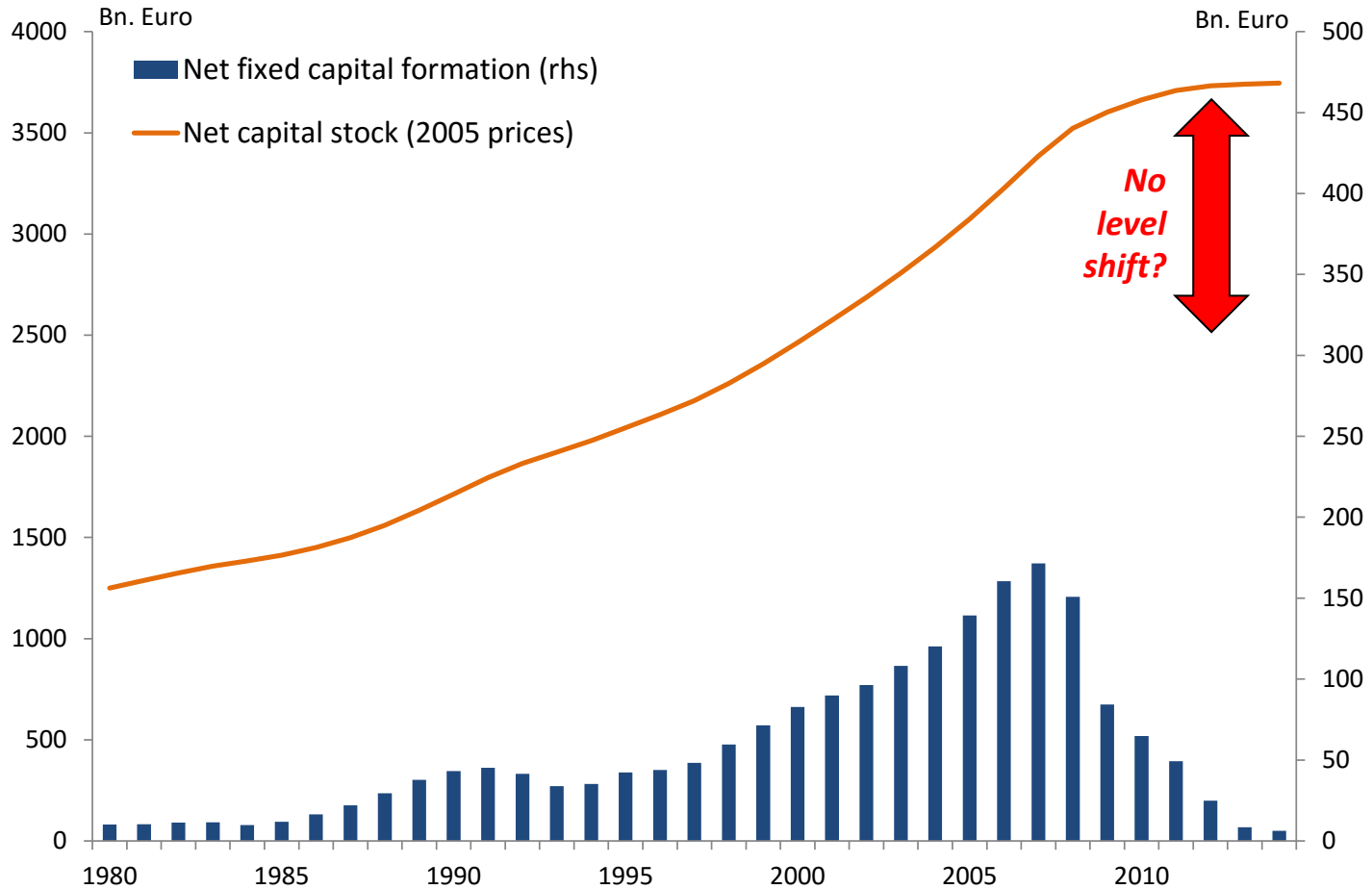
- Finanzkrise \Leftrightarrow realwirtschaftliche Kapitalstockkrise (Verzerrung der Produktionsstrukturen)
 - » Aufbau obsoleter (= nicht-marktfähiger) Kapazitäten
 - » Finanziert mit zukünftigen Zahlungsverprechen (Krediten), die sich realwirtschaftlich nicht verdienen lassen

⇒ **Überschuldungspositionen**

- Fragilität des (heutigen) Bankensystems
 - » Banken als Finanzintermediäre (Kreditvermittlung)
 - » Banken als Geldproduzenten (Kreditschöpfung)

⇒ **Überschuldung bedroht Geldsystem**

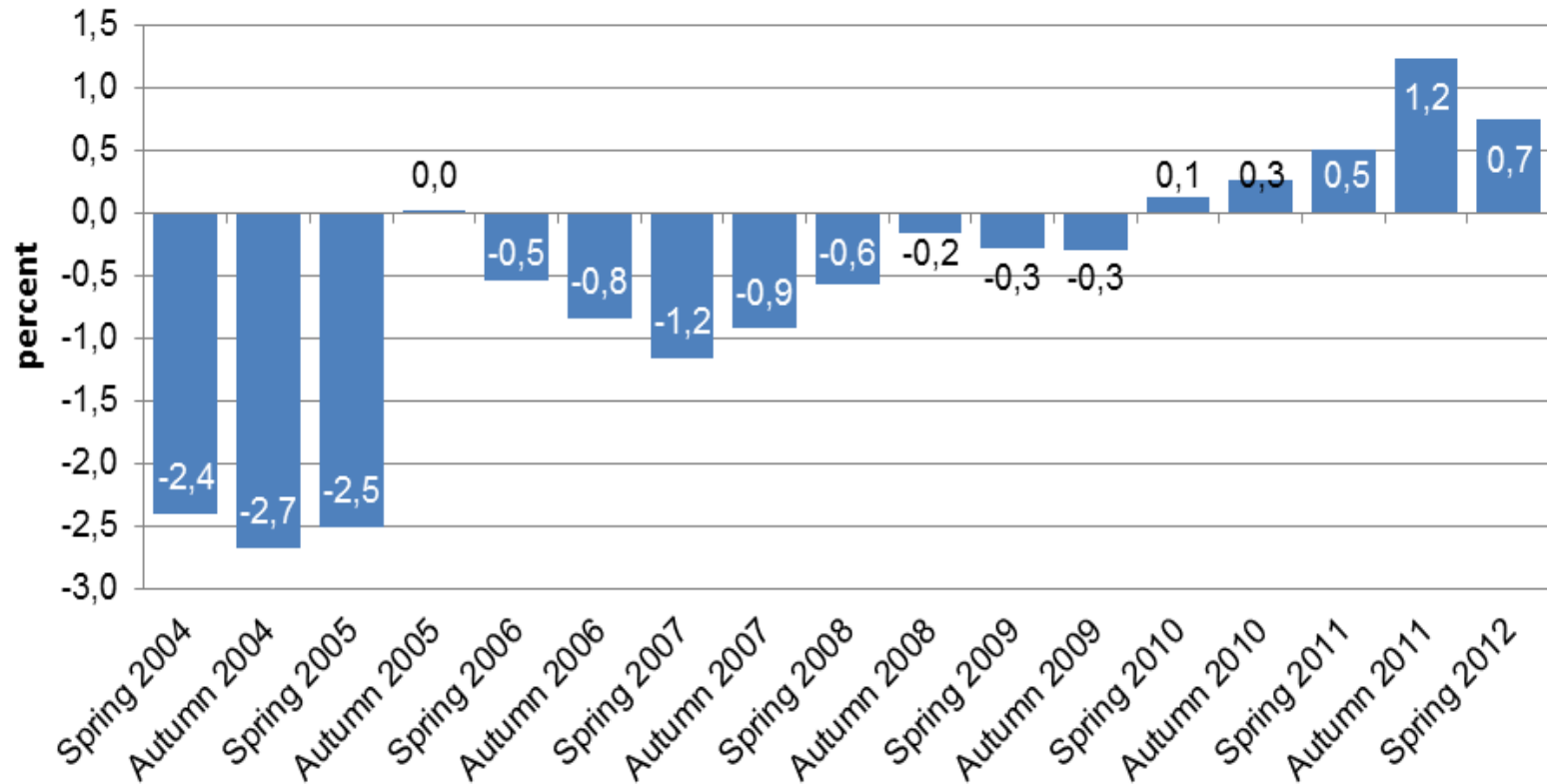
Case study Spain: Value of the capital stock?



Source: AMECO Database.

Case study Spain: The output gap in 2005 (revisions)

Estimations of the European Commission



Three options of coping with debt-crises

■ Public bail-outs

- » Shifts private debt to public sector
- » Private debt crisis \Rightarrow sovereign debt crisis
- » No solution for fiscally distressed countries

■ Inflating the debt away

- » Takes a long time, promotes zombification
- » Puts the currency at risk
- » Not targeted towards non-performing loans

■ Liquidation

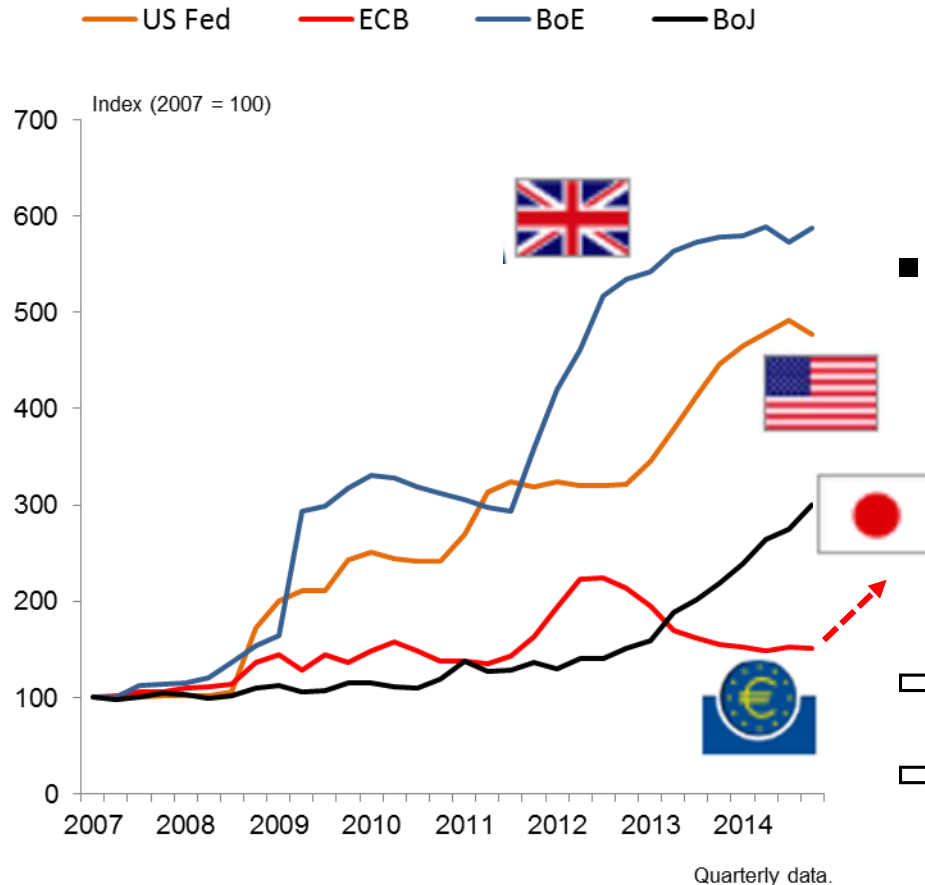
- » Tough (cold turkey) in the short-run ...
- » ... but targeted (and root cause oriented)
- » Puts capital at second (now first) best use

Anti-capitalist approach
(harms principle of accountability, creates moral hazard risks)

Capitalist approach
(in line with free market principles)

Politik der „Quantitativen Lockerung“

Monetary base



- Typ 1: Liquiditätsversorgung bei akutem Finanzmarktstress (wirksam)
- Typ 2: Konjunkturstimulierung an der Nullzinsgrenze (unwirksam)

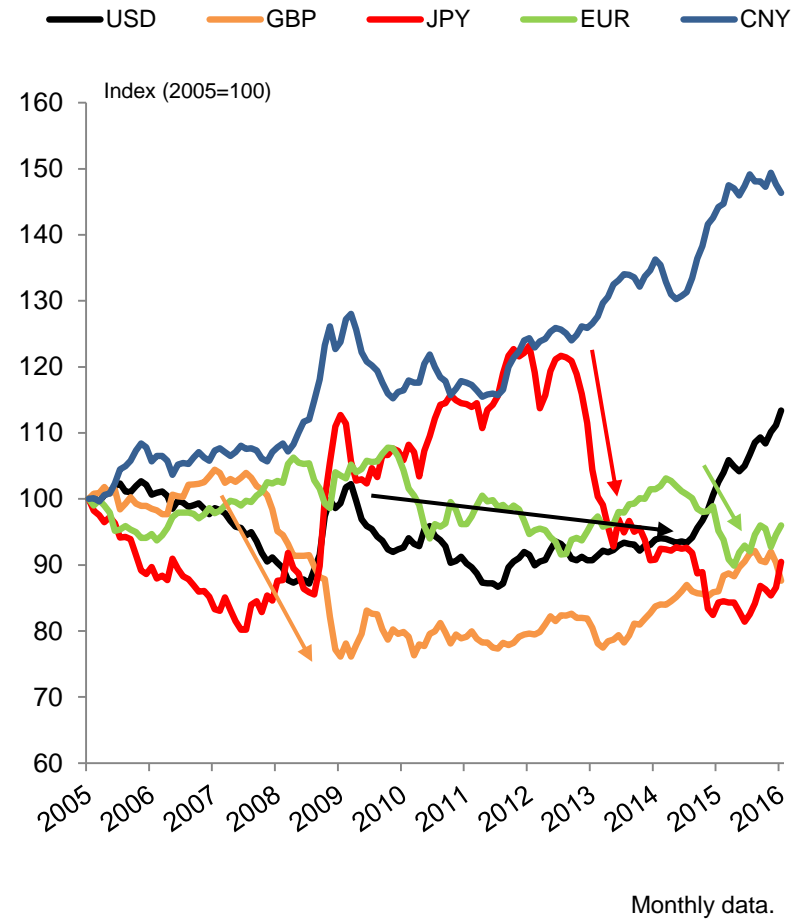
⇒ Exit-Strategie?

⇒ EZB: Ausweitung nur bei Kriterienanpassung

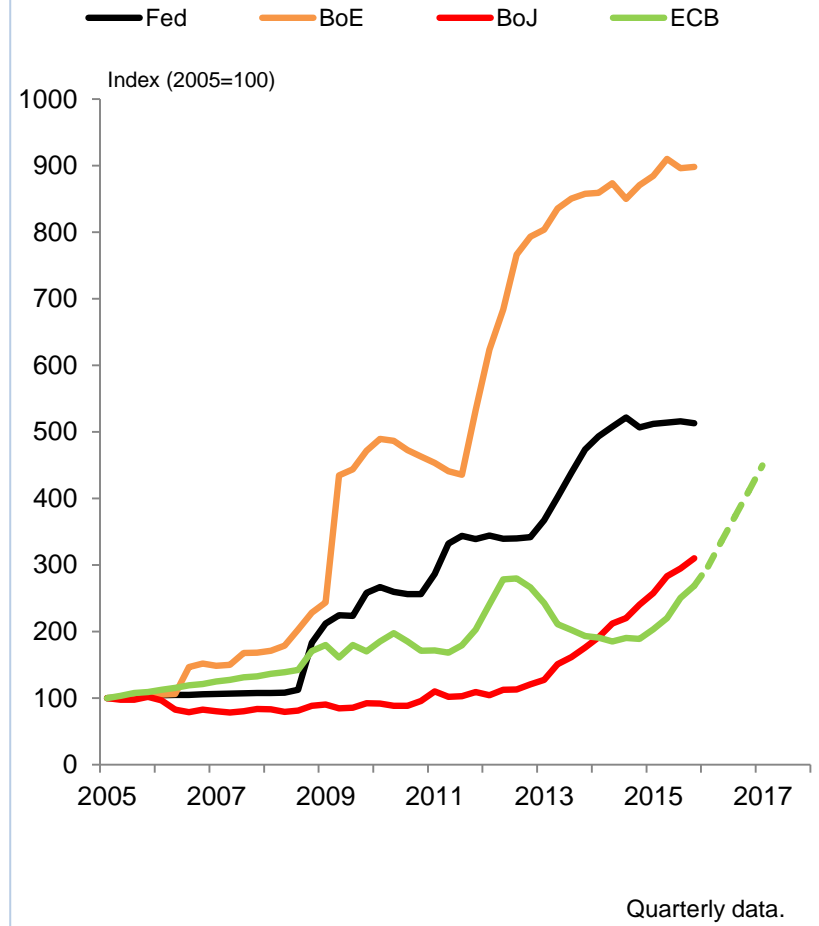
Global QE

Data source: Thomson Reuters Datastream, IfW calculations

Nominal effective exchange rates



Monetary Base



Money matters

More money cannot cure what too much money created.
(Patrick Barron)

We are destined to spend decades
paying for the easy money orgy of a few years.
(Ludwig von Mises)

Allzweckinstrument Notenpresse?

- Hauptaufgabe: Bereitstellung eines verlässlichen Tauschmittels
- Zusatzaufgaben
 - » Staatsfinanzierung
 - » Monetisierung von Schulden
 - » Beschäftigungsförderung
 - » Konjunkturglättung
 - » Finanzsystemstabilität

} Tinbergen?
- Konflikte
 - » Raum für exzessives Lobbying
 - » Selbstreferentielle Stabilisierung der Sicherheiten im Eurosystem
 - ⇒ **Risiko, das Hauptziel den Zusatzzielen zu opfern**
 - ⇒ **Systemrisiko: Exzessive Kreditexpansion als Ursache von Finanzkrisen**

Überlastet



Quelle: FAZ, 26. Oktober 2011, S. 11

The role of central banks

- „Buying time“
 - » If interest is the price of time, why does buying more time go along with decreasing interest rates?
 - » Buying time = delaying adjustments (by increasing debt)
- „Heroes of the financial crisis“ (C. Lagarde)
 - » No link between pre-crisis credit expansion and the financial crisis?
 - » Addressing crisis symptoms with instruments that provoked distortions of the capital stocks in the first place (fighting debt with debt)
- „Central banks always manipulate interest rates“
 - » Not necessarily so (policy rates may follow market rates)
 - » Doses matter

Risikofaktor Geldpolitik

- Verzerrung der Kapitalstock- und Produktionsstruktur
 - Verzögerung der Konsolidierungs- und Reformpolitik
 - Verwässerung des strukturellen Budgetsaldos
 - Überschuldungskrise nicht gelöst, sondern vertagt
 - Monetäres Niemandsland schürt Unsicherheit
 - Anstieg der Inflationsrate offenbarte Dilemma für die EZB
 - Gefahr globaler Abwertungswettläufe
- ⇒ **Monetäres Umfeld für D auf Jahre hinaus zu expansiv**
- ⇒ (Monetäre Strategie des „Inflation Targeting“ überdenken)

Some thoughts on the cashless society: Chicago 2.0

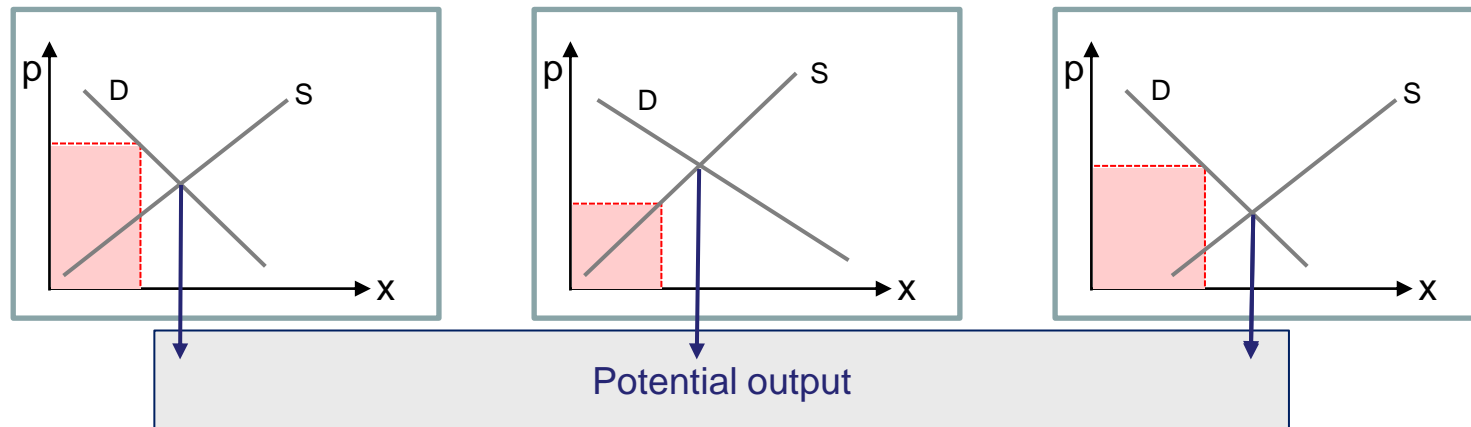
- Focus
 - » Supervision of transactions (crime control)
 - » Room for negative interest rate policies (secular stagnation thesis)
- So far: Cash (banknotes) as exclusive legal tender
- Ersatz
 - » Declaring commercial bank money as legal tender
 - Ultimate privilege, totally at odds with a market economy
 - » Central banks offers electronic high powered money to anyone
 - Dramatic pull effect, transition to 100-percent-money
 - Chicago plan 2.0 (one-off anti-market socialization of risks)
 - Eliminating elastic credit creation
 - Last way out of current monetary systemic dead-end?
 - (private money emission to safeguard monetary discipline)

Stimulus policies: Riding a dead horse?

- Fiscal policy ⇒ record high public debt levels
 - Monetary policy ⇒ zero interest rates
 - » Private sector over-indebtedness, but: more money = more debt
 - » Rational uncertainty
 - Negative interest rates, central bank money explosion
 - CBs fight for inflation (and weaker currencies?)
 - Debate on helicopter money, ban on cash, ...
 - ⇒ **Investors realize that they are not operating in normal times**
 - Capital stock crisis
 - » Severe distortion of price and production structures
 - » The problem is in the composition, not in the levels of aggregates
- ⇒ **Crisis of interventionism/short-termism**

Say's law revisited

- Purchasing power
 - » Originates from marketable production only
- No micro/macro dichotomy
 - » Structural discrepancies mistaken for general over-production as short side of the market prevails
- „Every supply creates its own demand“
 - » Nonsensical Mickey Mouse version

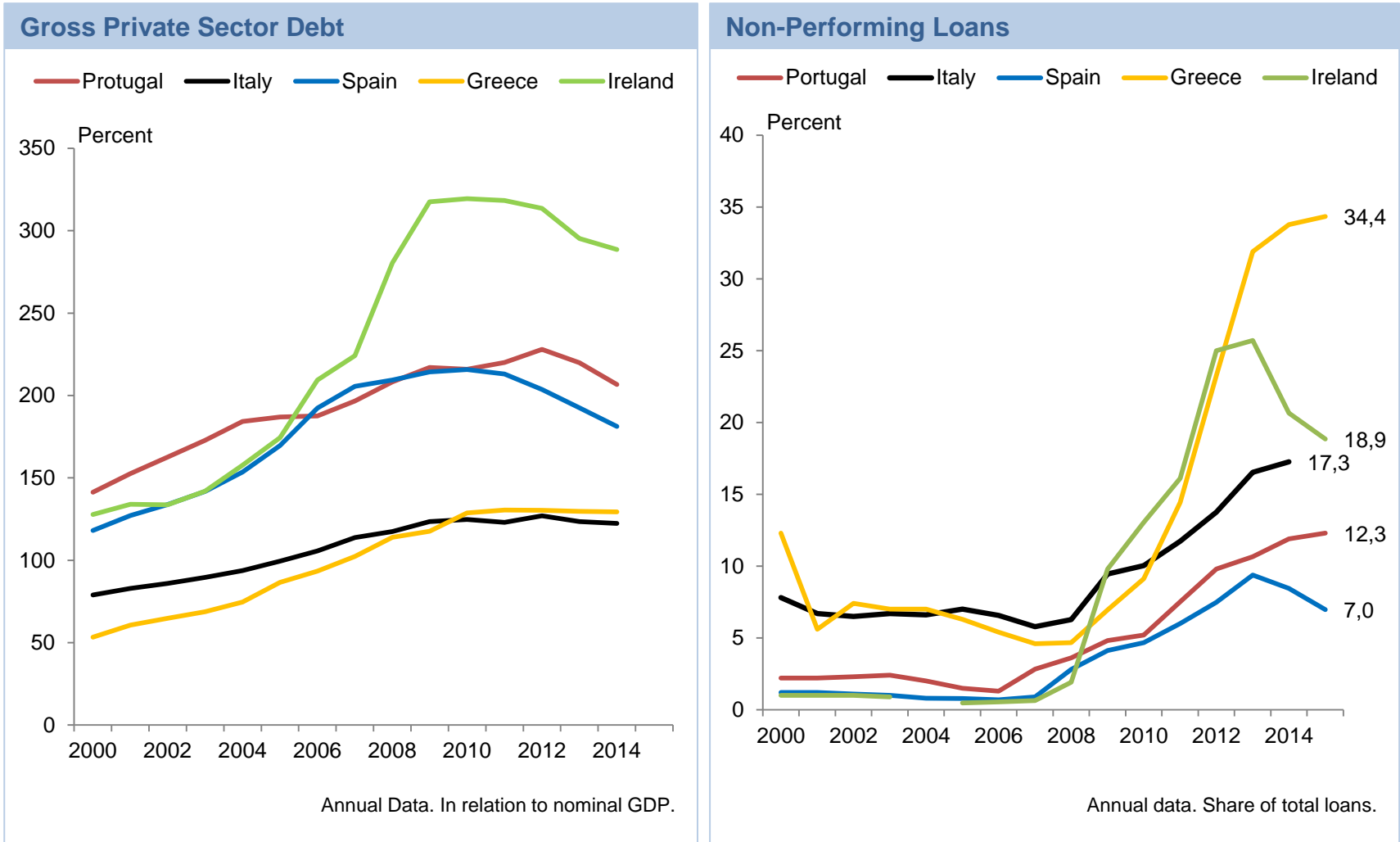


Agenda

- Weltwirtschaft:
Ultra-expansive Geldpolitik, Krise der Makrosteuerung
- **Europäische Union: „Economic Governance“**
- Deutschland I: Drohende Überhitzung
- Deutschland II: Demografisches Zwischenhoch

Euro area: Debt overhang hampering credit channel

Data source: Bank for International Settlements, World Bank

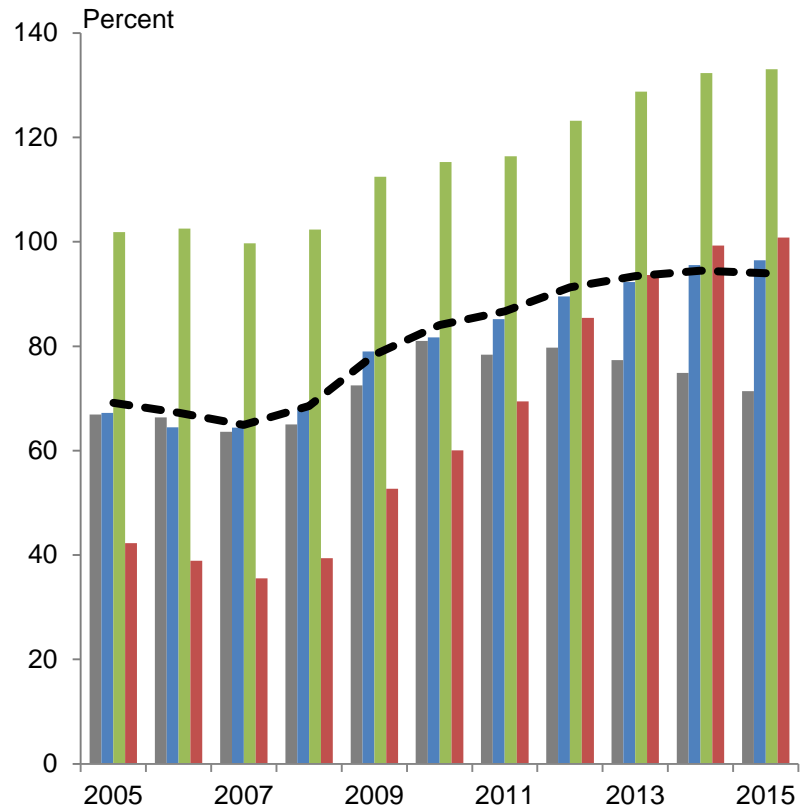


Euro area: Monetary financing of governments

Data source: Eurostat, European Commission

Gross Government Debt

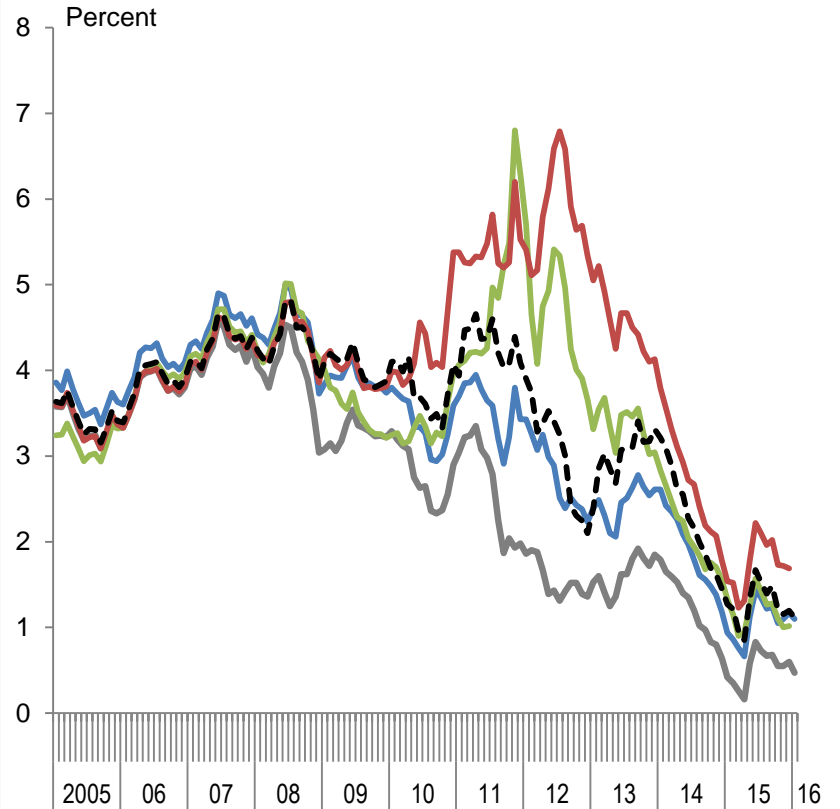
Germany France Italy Spain EMU



Annual Data. In relation to nominal GDP; EMU: Average.

Government Bond Yields (10-year)

Germany France Italy Spain EMU

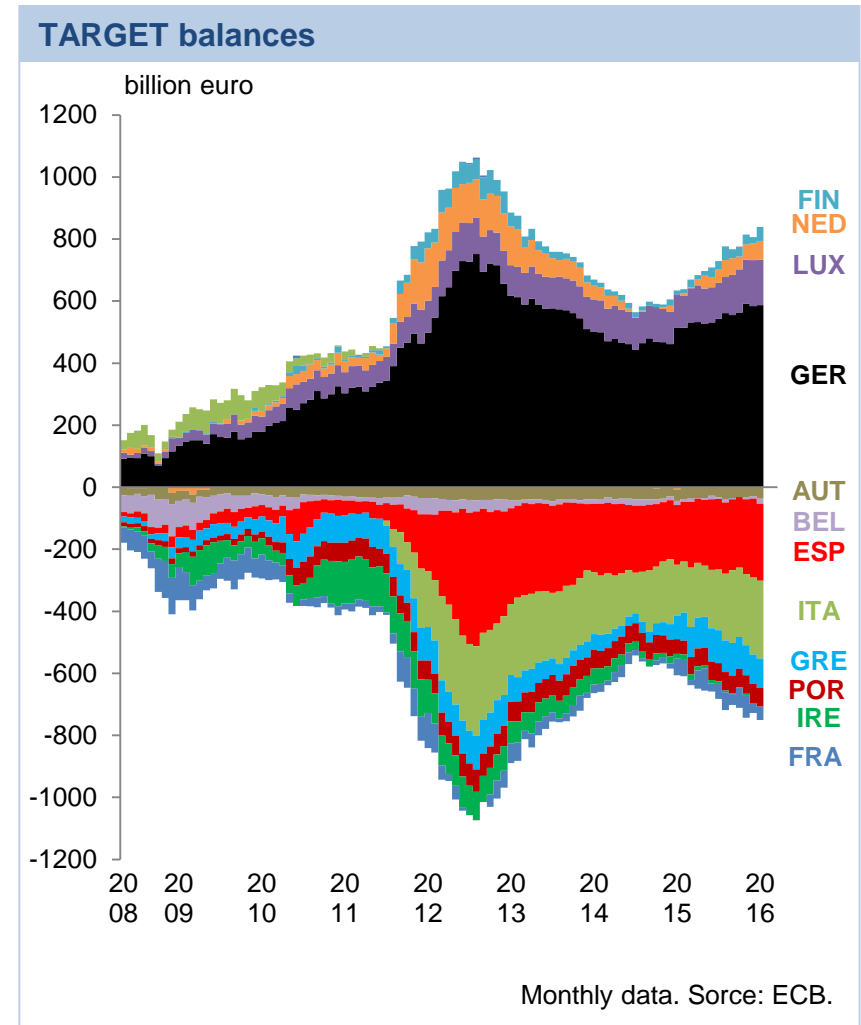


Monthly data. EMU: Average.

Target-2 imbalances:

Intra-euro area liquidity and capital flight are back

- Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD)
 - » Passed in March 2014
 - » Bail-in elements
 - ⇒ **Liquidity flight**
- Greek crisis 2015
 - » Capital flow and cash controls
 - » ELA
 - ⇒ **Liquidity and capital flight**
- QE-programs
 - » Starting in March 2015
 - » 60 (now 80) bn Euro/month
 - ⇒ **Capital flight**



Forms of policy coordination

■ Categories

» **Type 1: Information sharing**

Communication, peer reviewing, and best-practice exchange

» **Type 2: Contingent policy making**

Decision in country A made dependent ex ante on decisions abroad

» **Type 3: Harmonization**

Similar policies in all Member States

» **Type 4: Centralization**

Shifting competences from the national level to EMU institutions

■ Enforcement

» **Soft:** Non-binding nature, based on insight and consensus finding

» **Strict:** Rule-based mechanisms with automatic legal sanctions

⇒ **Key success factor: Ownership**

Krise als Beschleuniger der europäischen Integration?

- Maastricht-Vertrag (Februar 1992)
- Stabilitäts- und Wachstumspakt (Juli 1997), Reform (März 2005)
- Wachstumsstrategie „Europa 2020“ (Juni 2010)
- EFSF (Juni 2010)
- Europäisches Semester (September 2010)
- Euro-Plus-Pakt (März 2011)
- **Six-Pack (Dezember 2011) ⇒ MIP**
- Fiskalpakt (März 2012)
- ESM (Oktober 2012)
- Two-Pack (Mai 2013)

Makroökonomisches Ungleichgewichtsverfahren (MIP)

- Fokussierung
 - » Krisenprävention (vs. Europa 2020)
 - » Gemeinschaftsinteressen (vs. „gute“ Wirtschaftspolitik)
- Spannungsfelder
 - » Koordinierung vs. Subsidiarität
 - » Strukturprobleme vs. Makroindikatoren
- Konzeptionelle Unschärfe (eklektischer Ansatz)
 - » Makroökonomischer Ungleichgewichtsbegriff
 - » Wettbewerbsfähigkeit von Wirtschaftsräumen
- Ökonomische Systeme als soziokybernetische Regelkreise
 - » Binnenmarkt: Pekuniäre „externe“ Effekte als Normalfall
 - » Instrumenteneinsatz: Primat der Primärwirkung über Nebeneffekte

Krisenerklärung und -interpretation

- MIP: Reaktion auf europäische Schuldenkrise
- Finanzkrisen ↔ Kapitalstockverzerrung
 - » Monetäre Konjunktur- und Krisentheorie
 - » Zinsniveau, Fristentransformation und Produktionsstruktur (realwirtschaftliche Verwurzelung einer Finanzkrise)
 - » Krise als Korrektur nicht-nachhaltiger Forderungspositionen (Liquidationskrise zur Bereinigung von „Zombie-Strukturen“)
 - » Neubewertung des marktfähigen Kapitalstocks
- Krisendiagnose in EUV 1176/2011
 - » Unzureichende wirtschaftspolitische Koordination
 - » Mangelnde ökonomische Konvergenz (Leistungsfähigkeit)

Ordnungsökonomisches Spannungsfeld

- Subsidiaritätsprinzip gemäß EU-Vertrag
(Wettbewerb und wirtschaftspolitische Selbstverantwortung)

 - Abwehr von Fehlentwicklungen in einzelnen Mitgliedsländern,
die das Gemeinschaftsinteresse berühren
(Koordinierung und wirtschaftspolitische Überwachung)
- ⇒ Hohe Hürden für die Legitimation von Eingriffen
- » Nachweis systemischer externer Effekte erforderlich
 - » Recht auf „falsche“ nationale Wirtschaftspolitik liegt im
Gemeinschaftsinteresse (Raum für institutionelle Experimente)

Makroökonomische Koordinationsdefekte



Inkongruenzen zwischen einzelwirtschaftlichen Plänen

- ⇒ Dynamische Koordinationseffizienz
(Abbau von Angebots- und Nachfrageüberhängen)

Pervasive Koordinationsdefekte

- ⇒ Verfügungsrechte (Ordnungsrahmen)
- ⇒ Geld (allgemeines Tauschmittel)
- ⇒ Kapital/Zins (intertemporale Koordination)
- ⇒ Arbeit/Lohn (quasi-universeller Produktionsfaktor)

Grenzüberschreitende Koordinationsdefekte

- ⇒ Geld- und Kreditwesen, Schuldentragfähigkeit

≠ Konjunkturglättung (Globalsteuerung)

≠ Pekuniäre Wettbewerbseffekte im Binnenmarkt

Dysfunktionale Koordinationsmechanismen ⇒ Symptomatische Makroentwicklung

Systemische externe Effekte und Stabilitätskultur

- Finanzsystem: Geld- und Kreditwesen
 - » Kreditdeckung des Geldes
(simultane Geld- und Kreditschöpfung aus dem Nichts)
 - » Implizite Gesamthaftung für Kollateral des Eurosystems
 - » Regulierungsarbitrage

 - Hartwährungsverbund erfordert Stabilitätskultur
 - » Variante 1:
Haftungsprinzip, Anreiz zur Vorsicht („No-bail-out“)
 - » Variante 2:
Überwachung, Hilfen unter Auflagen („No-bank-left-behind“)
- ⇒ Funktionsfähigkeit von Institutionen beruht auf Einsicht und gemeinsamem Regelverständnis (Ownership)

„Nationale Wettbewerbsfähigkeit“

- WF kein makroökonomisch bedeutungsvolles Konzept
 - » Anpassung der Faktorpreise
 - » Internationaler Handel kein Nullsummenspiel
 - » Konsummöglichkeiten sind relevant (Volkswirtschaft \neq Exportsektor)
- Leistungsfähigkeit = Produktivität
 - » Produktivität entscheidet über Einkommen/Terms-of-Trade, nicht über Vorteilhaftigkeit des Außenhandels
 - » Funktionsfähiger Binnenmarkt setzt weder hohe, noch konvergierende Produktivität voraus (sondern hat sie zur Folge)
 - » Produktivitätsschwäche: Kein Problem der Außenbeziehungen
- Politikkoordinierung?
 - » Best-practice und peer-review
 - » Keine Interessenkonflikte, Recht auf „schlechte“ Wirtschaftspolitik

Primat des Subsidiaritätsprinzips

- Subsidiaritätsprinzip
 - » Anreizkonstellation
 - » Informationsstand
 - » Instrumentenzugriff
 - » Demokratische Legitimierung

 - Vertikaler Aufgabenzuschnitt
 - » Theorie des Fiskalföderalismus (Exkludierbarkeit, Rivalität)
 - » Genuine europäische Gemeinschaftsgüter statt „politische Projekte“
- ⇒ Subsidiarität macht Europa stark, nicht schwach

Reformüberwachung und Goodhart's Law

- Any observed statistical regularity will tend to collapse once pressure is placed upon it for control purposes.

(Charles Goodhart)

- When a measure becomes a target, it ceases to be a good measure.

(Marilyn Strathern)

Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung vs. Finanzstatistik

- VGR
 - » Nicht ausgelegt für Instrumente des Haushaltsrechts (Analogie: Handels- vs. Steuerbilanz)
 - » Notlösung mangels international einheitlicher Budgetierungsregeln
- Beispiel: Investitionsbegriff und Zulässigkeit übermäßiger Defizite
- Exkurs:
Problem für die Weiterentwicklung der VGR

Messung struktureller Defizite

- Bestimmung des Produktionspotenzials
 - » Produktionsfunktion
 - » Faktorbestände, technischer Fortschritt
 - ⇒ Glättung über ex-post Beobachtungen
- Schätzprobleme am aktuellen Rand
(Parametersetzung kaum justiziabel)
- Revisionsanfälligkeit der Vergangenheit
- Konzeptionelle Untauglichkeit bei Strukturkrisen

Haushaltsüberwachung und Nicht-Beistandsklausel

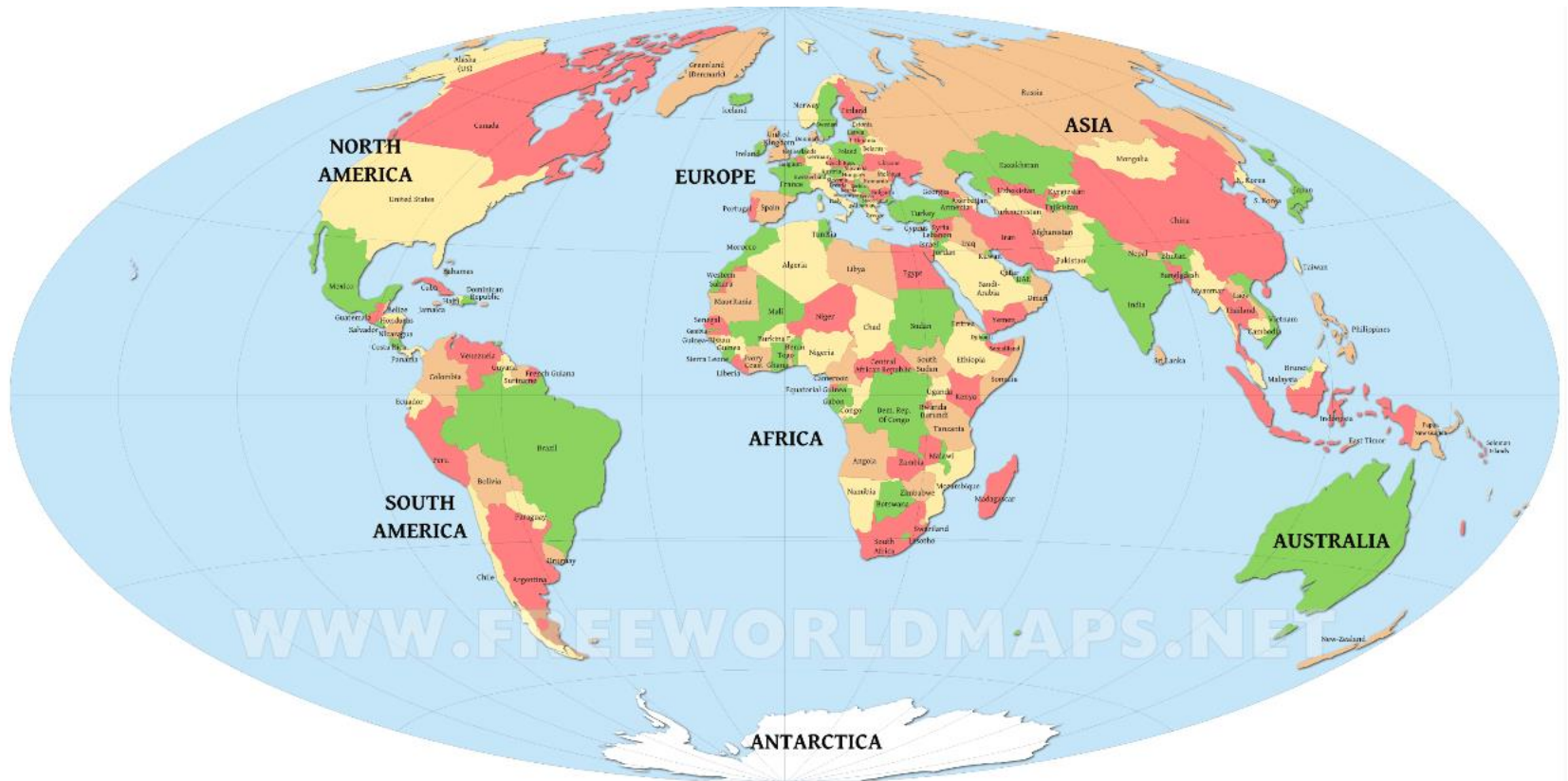
- Wirtschaftspolitische Glaubwürdigkeit
 - » Fiskalische Selbstverantwortung
(SWP schwächt Maastrichter Nicht-Beistandsklausel)
 - » Finanzwirtschaftliche Übertragungskanäle
(implizite „No bank left behind“-Politik)
- Positivbeispiel: US-Staaten
 - » Kein Zugang zum Notenbankkredit
 - » Klare No-Bailout-Politik des Zentralstaates
 - ⇒ Fiskalregeln zur Selbstbindung in 49 Staaten,
kein Staatsbankrott seit 1840
- Negativbeispiel: Bundesländer
 - » 1992 Bundes-Sonderergänzungszuweisungen (HB,SL)
 - » 2011 Drohende Haushaltsnotlagen (HB,SL,B,SH)

Ökonomische Integration

- Variante 1:
Abbau von Handlungshemmnissen/Grenzüberwindung
⇒ **Entstaatlichung**

- Variante 2:
Zentralisierung/Harmonisierung
⇒ **Vergemeinschaftung**

Außenwirtschaft vs. Weltwirtschaft



Außenwirtschaft vs. Weltwirtschaft

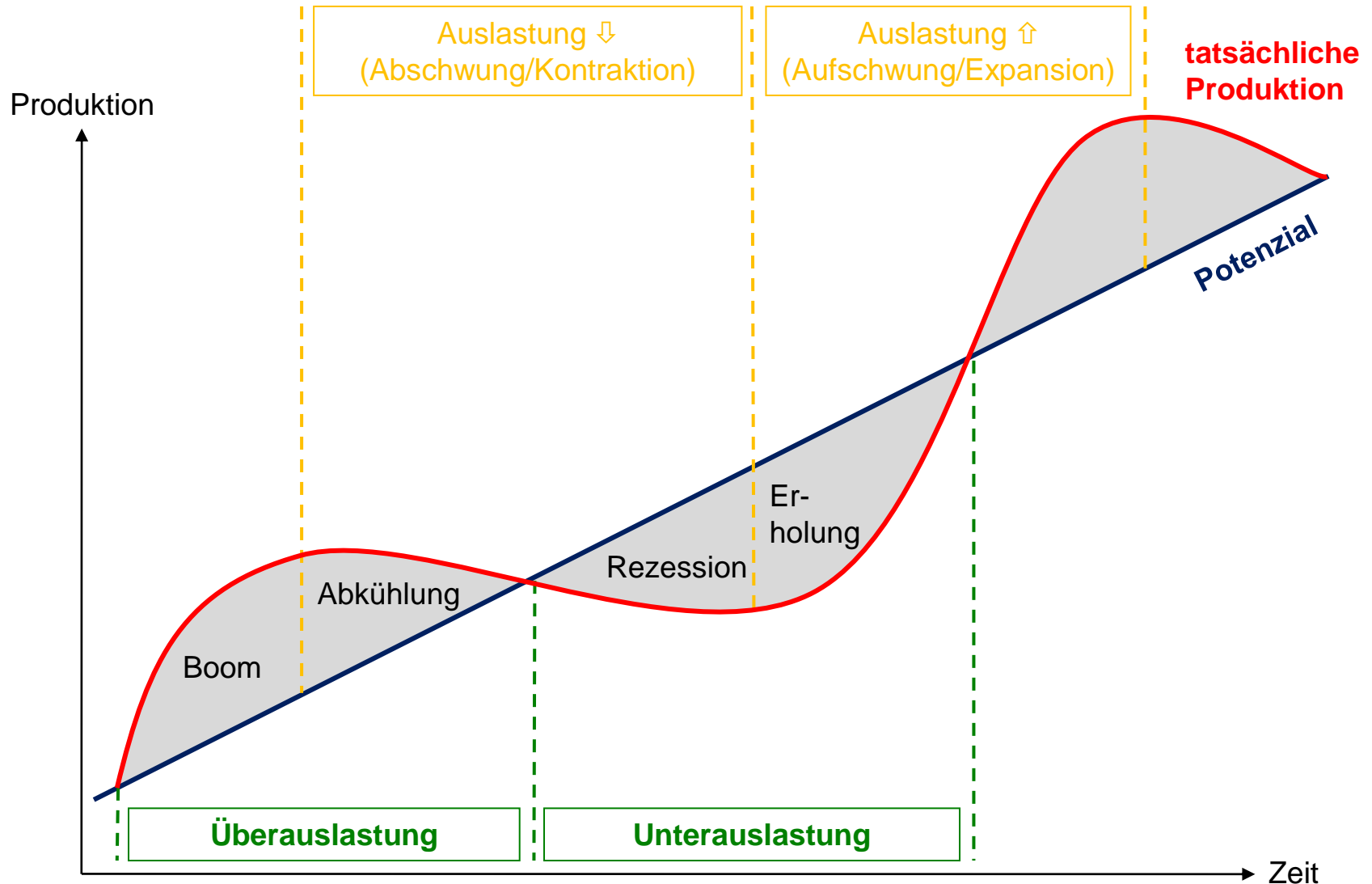


Agenda

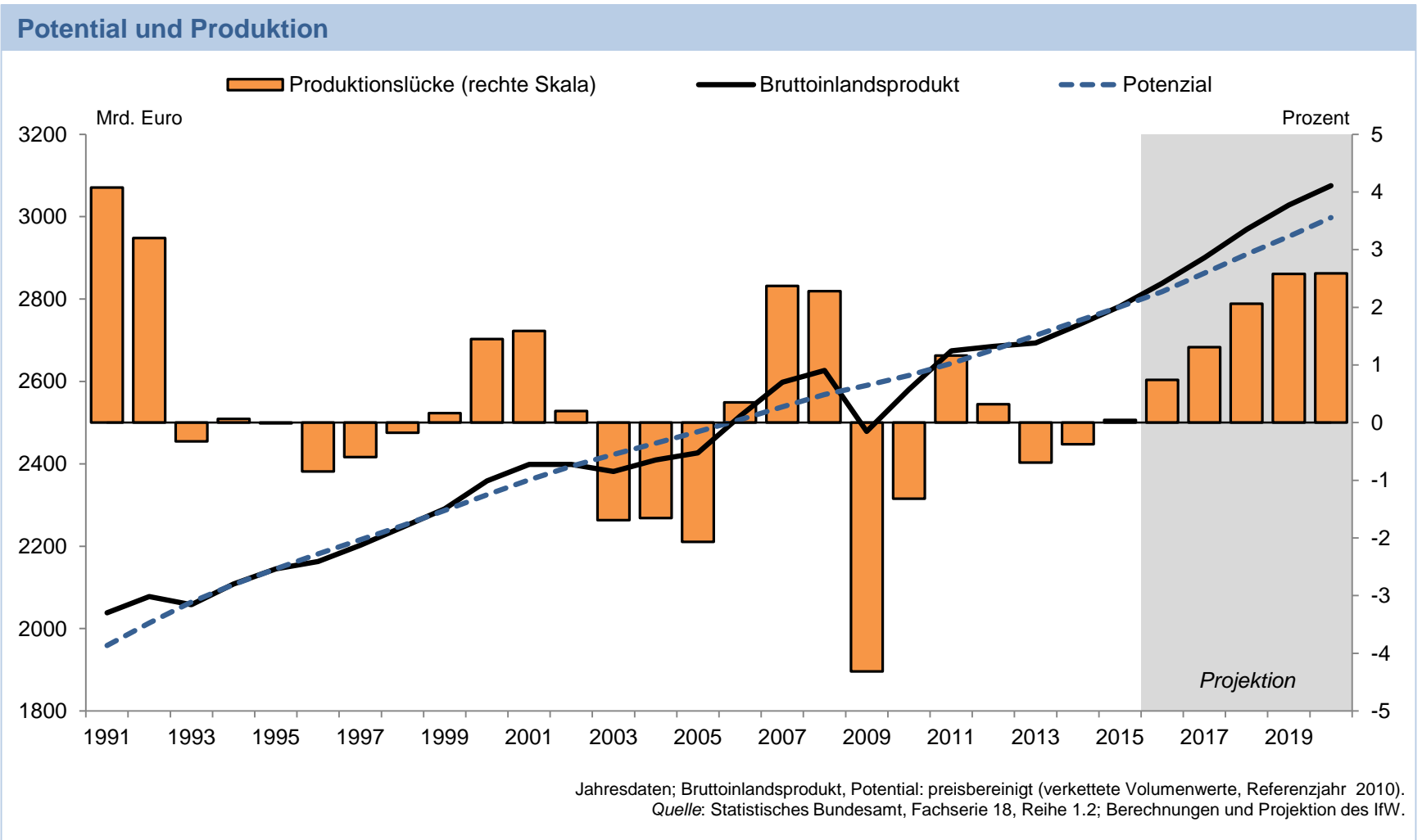
- Weltwirtschaft:
Ultra-expansive Geldpolitik, Krise der Makrosteuerung
- Europäische Union: „Economic Governance“
- **Deutschland I: Drohende Überhitzung**
- Deutschland II: Demografisches Zwischenhoch

Wachstum und Konjunktur:

Potenzial vs. Auslastung (lang- und kurzfristige Analyse)

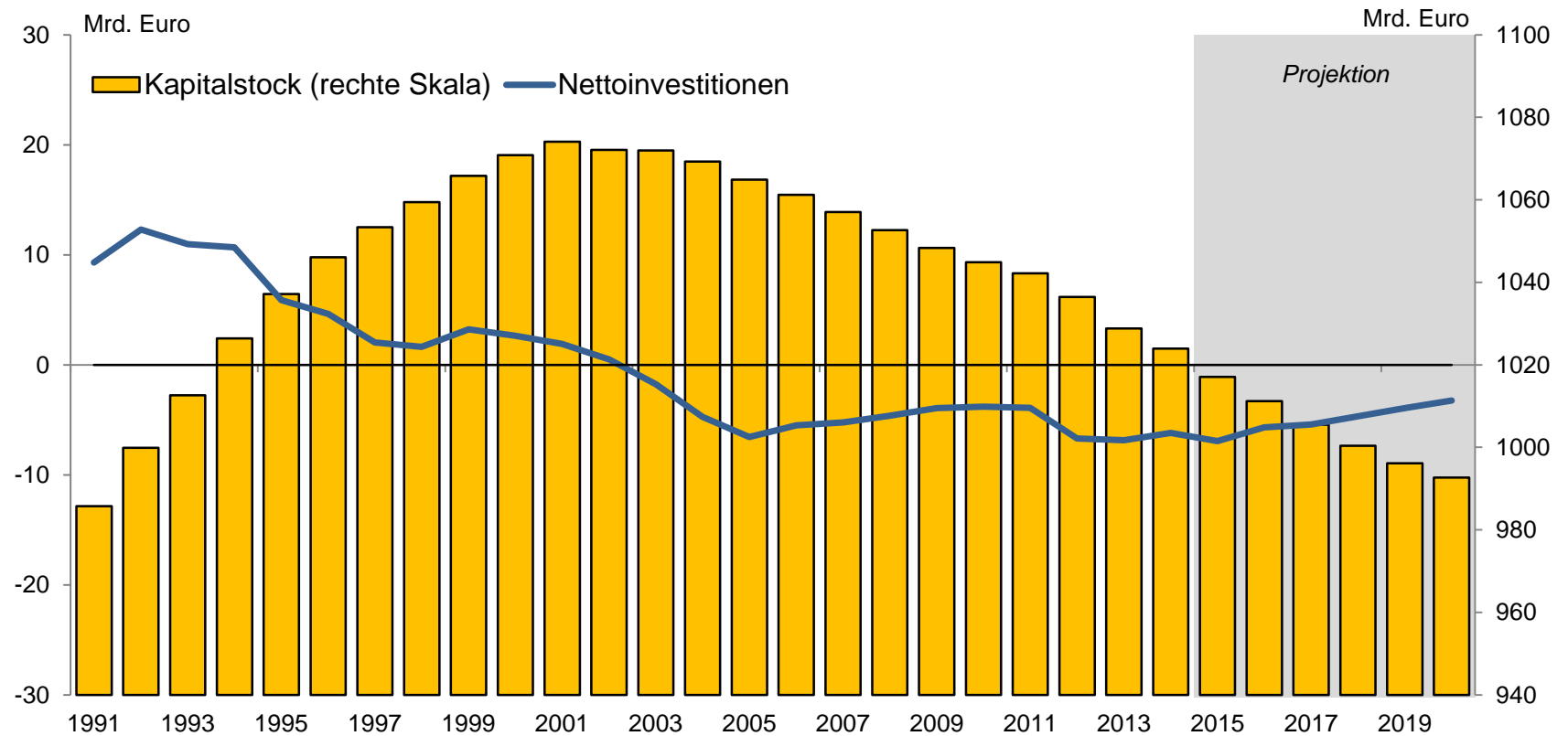


Mittelfristprojektion für Deutschland



Öffentliche Infrastruktur

Öffentliche Nichtwohnbauten



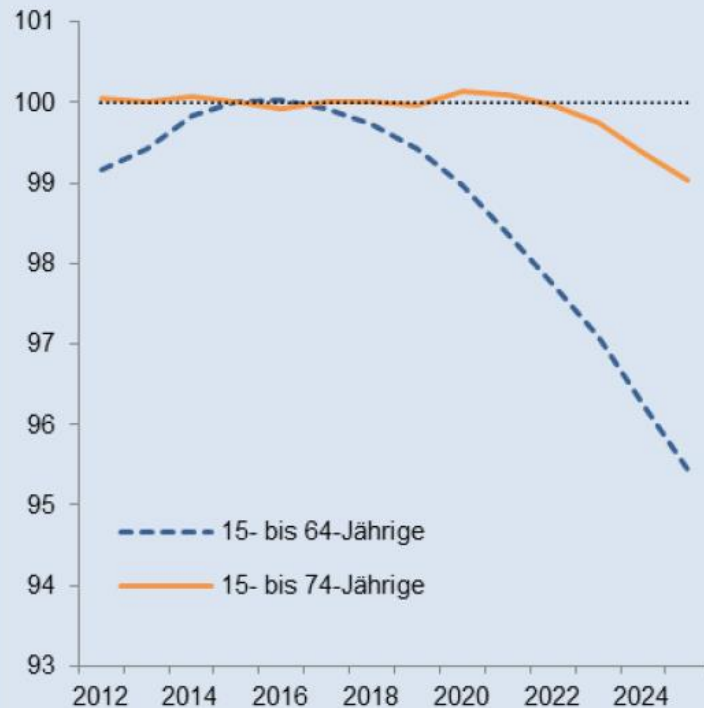
Jahresdaten.
 Kapitalstock: Nettoanlagevermögen des Staates, preisbereinigt (Referenzjahr 2010); Nettoinvestitionen: in jeweiligen Preisen.
 Quelle: Statistisches Bundesamt, Fachserie 18, Reihe 1.4 und Anlagevermögen nach Sektoren (Arbeitsunterlage); Berechnungen und Projektion des IfW.

Agenda

- Weltwirtschaft:
Ultra-expansive Geldpolitik, Krise der Makrosteuerung
- Europäische Union: „Economic Governance“
- Deutschland I: Drohende Überhitzung
- **Deutschland II: Demografisches Zwischenhoch**

Demografisches Zwischenhoch bis 2020

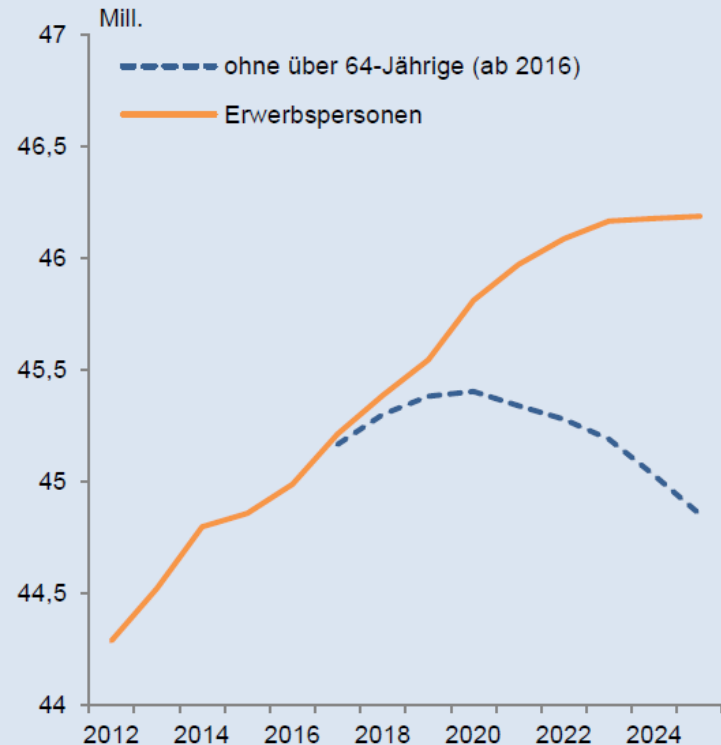
Entwicklung der Erwerbsbevölkerung 2012–2025



Jahresdaten.

Quelle: Statistisches Bundesamt, 13. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung, Kontinuität bei stärkerer Zuwanderung (G1-L1-W2); Fachserie 18 Reihe 1.3 (Stand Oktober 2015); eigene Berechnungen.

Erwerbspersonen 2012–2025



Jahresdaten.

Quelle: Statistisches Bundesamt, 13. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung, Kontinuität bei stärkerer Zuwanderung (G1-L1-W2); Fachserie 18 Reihe 1.3 (Stand Oktober 2015); eigene Berechnungen.

Institut
für Weltwirtschaft



Institute
for the World Economy

