

# Europäische Geldpolitik: Sehenden Auges in Japanische Verhältnisse?

Arash Molavi Vasséi

20.06.2014

# Content

Was sind japanische Verhältnisse?

Crony Capitalism vs. Creative Destruction

Eurozone: Gläubigerparadies und Steuerzahlerhölle?

# Was sind japanische Verhältnisse?

- ▶ Trigger: Platzen einer massiven (ex-post identifizierten) Immobilien- und Aktienpreisblase Ende der 1980er.
- ▶ Folge: Lost Decade(s), insbesondere plötzlicher Abbruch des Catching-up Prozesses (seit Ende WWII).
- ▶ Adam Smith: das angemessene Maß für den 'Wohlstand der Nationen' ist das Pro-Kopf-Einkommen/Arbeitsproduktivität.
- ▶ Fokus auf Stundenproduktivität, um von internationalen Unterschieden in Jahres- und Lebensarbeitszeit zu abstrahieren.
- ▶ Cette et al. (2009): Productivity Growth and Levels in France, Japan, United Kingdom and the United States in the Twentieth Century, *NBER*, No. 15577.

# Was sind japanische Verhältnisse?

Table 1: Productivity levels and average growth, 1890-2006 -(ppp 2000 dollar)

	Annual average growth rates, in %, 1890-2006				Levels, as a % of the United States level					
	France	Japan	United Kingdom	United States	1890			2006		
					France	Japan	United Kingdom	France	Japan	United Kingdom
Labor productivity per employee	2.1	2.8	1.4	1.8	64.7	22.2	129.3	91.0	72.6	86.4
Labor productivity per hour	2.7	3.2	1.9	2.2	59.4	23.2	123.3	100.9	69.7	88.6
Total factor productivity per hour	1.6	1.8	1.0	1.6	65.9	49.9	203.0	90.8	60.6	105.9

Source: Authors' estimation, see Box 1 for data sources and Box 2 for details on TFP calculations.

# Was sind japanische Verhältnisse?

**Table 2: Average annual labor productivity growth and contributions (% per year), in France, Japan, the United Kingdom and the United States**

## **B – Japan**

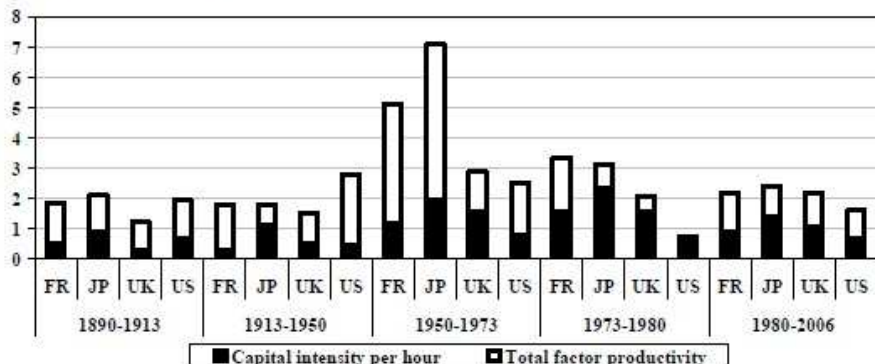
	<b>1890- 1913</b>	<b>1913-1950</b>	<b>1950-1973</b>	<b>1973-1980</b>	<b>1980-2006</b>
<b>GDP</b>	2.5	2.2	9.3	3.4	2.3
<b>Productivity per employee [a]</b>	1.8	1.3	7.5	2.6	1.8
<b>Productivity per hour [b]</b>	2.1	1.8	7.4	3.2	2.4
<b>Contributions to productivity per hour:</b>					
<b>Capital intensity, per hour [c]</b>	0.9	1.1	2.0	2.3	1.4
<b>Total factor productivity [d]</b>	1.2	0.7	5.4	0.9	1.0

## **D – United States**

	<b>1890- 1913</b>	<b>1913-1950</b>	<b>1950-1973</b>	<b>1973-1980</b>	<b>1980-2006</b>
<b>GDP</b>	4.1	3.2	4.0	2.5	3.1
<b>Productivity per employee [a]</b>	1.6	1.9	2.3	0.2	1.6
<b>Productivity per hour [b]</b>	2.0	2.8	2.5	0.7	1.6
<b>Contributions to productivity per hour:</b>					
<b>Capital intensity, per hour [c]</b>	0.7	0.5	0.8	0.6	0.7
<b>Total factor productivity [d]</b>	1.3	2.3	1.7	0.1	0.9

# Was sind japanische Verhältnisse?

**Graph 3: Average annual hourly labor productivity growth (in %) and contributions in France, Japan, the United Kingdom and the United States - 1890-2006 - In percentage points**  
Scope: Economy as a whole



Source: Authors' calculation, see Box 1 for data sources and Box 2 for details on TFP estimations..

# Was sind japanische Verhältnisse?

## D – United States

	1980-2006	1980-1990	1990-1995	1995-2000	2000-2006
<b>GDP</b>	3.1	3.3	2.5	4.1	2.4
<b>Productivity per employee [a]</b>	1.6	1.4	1.2	2.0	1.9
<b>Productivity per hour [b]</b>	1.6	1.4	1.0	2.0	2.2
<b>Capital intensity per hour [c]</b>	0.7	0.6	0.5	0.8	1.0
<i>Non-ICT capital intensity per hour</i>	0.3	0.3	0.2	0.1	0.6
<i>ICT capital intensity per hour</i>	0.4	0.3	0.3	0.7	0.4
<b>TFP [d]</b>	0.9	0.8	0.5	1.2	1.2

[d] = [b]-[c]. Source: Authors' estimation, see Box 1 for data sources and Box 2 for details on TFP calculations. Scope: Economy as a whole

Beachte: Das Solow-Residual (TFP) misst den Einfluss des Technologischen Fortschritts, des institutionellen und UN-organisatorischen Wandels sowie des Ausbildungsstands des Humankapitals. Zudem: IKT-Kapitalvertiefung und TFP stehen in Wechselwirkung (Increasing Returns, etc.).

# Was sind japanische Verhältnisse?

Table 3: Average annual labor productivity growth and contributions (% per year), in France, Japan, the United Kingdom and the United States

## B - Japan

	1980-2006	1980-1990	1990-1995	1995-2000	2000-2006
<b>GDP</b>	2.3	3.9	1.5	1.0	1.5
<b>Productivity per employee [a]</b>	1.8	2.7	0.9	1.0	1.6
<b>Productivity per hour [b]</b>	2.4	3.1	2.4	1.7	2.0
<b>Capital intensity per hour [c]</b>	1.4	1.6	1.9	1.5	0.8
<i>Non-ICT capital intensity per hour</i>	<i>1.0</i>	<i>0.3</i>	<i>1.5</i>	<i>0.9</i>	<i>0.5</i>
<i>ICT capital intensity per hour</i>	<i>0.4</i>	<i>0.3</i>	<i>0.4</i>	<i>0.6</i>	<i>0.3</i>
<b>TFP [d]</b>	1.0	1.5	0.5	0.2	1.2

Ausmaß der Restrukturierung und Modernisierung des japanischen Kapitalstocks im Zuge der IKT-Innovationen relativ zu USA gering. Folge: Lost Decade als Dekade gebremster Innovationskraft und schöpferischen Wandels.



# Was sind japanische Verhältnisse?

Appendix Table 2: Structure of employment, as a % of total employment

	France		Japan		United Kingdom		United States	
	1970	2004	1970	2004	1970	2004	1970	2004
<b>Agriculture and mining</b>	14.3	3.7	20.2	5.4	5.2	1.5	5.2	2.8
<b>Manufacturing, gas and water</b>	25.8	14.4	26.5	17.7	33.0	12.3	23.2	10.9
<b>Construction</b>	10.2	6.3	8.1	9.0	7.2	6.8	5.0	6.0
<b>Wholesale and retail trade, restaurants and hotels</b>	15.5	17.3	20.9	25.5	19.0	23.3	21.6	23.8
<b>Transport and storage and communication</b>	5.6	6.2	5.6	5.8	6.7	5.9	4.6	4.2
<b>Other services</b>	28.7	52.0	18.8	36.6	28.9	50.2	40.5	52.3
<b>Total</b>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source: Base EUKLEMS

# Crony Capitalism vs. Creative Destruction

- ▶ Ein entscheidender Aspekt zur Erklärung der trägen Kapitalstrukturanpassung und des relativ starken Productivity Slowdowns: **Verschleppung der Rekapitalisierung** durch Politik (inklusive Geldpolitik) und somit **Perpetuierung des Deleveraging-Prozesses** nach Platzen der Real-Estate-Blase.
- ▶ Während Abschreibungs- oder Unterkapitalisierungsphase hat der Bankensektor einen Anreiz, die Realisierung von Kapitalverlusten zu verschieben. Hinreichend gewichtige **‘Verlierer’ im Prozess der schöpferischen Zerstörung werden weiterfinanziert, um eigene Kapitalverluste zu vermeiden**; Perpetuierung des Ressourcenzugangs.
- ▶ **Mangelnde Bereitstellung von Risikokapital** (Venture Capital): unterkapitalisierte und insoweit höchst risikoaverse Banken reduzieren ihre Positionen gegenüber “neuartigen Faktokombinationen” (Entrepreneurship; Existenzgründungen; Pionierunternehmen; etc).

## Crony Capitalism vs. Creative Destruction

- ▶ In a nutshell: **Zombie-Banken finanzieren Zombie-Unternehmen sowie Staaten** (mit krediblen Primärüberschussversprechen oder als Ponzi-Spiel).
- ▶ Aus hayekianischer Sicht fatal, denn **Finanzmärkte sind entscheidende Neuronen (information processing structures) einer dezentralen, unpersönlichen Systemintelligenz** ('Der Markt').

*Finance is an essential ingredient in injecting competition into an economic system. Widespread access to it is crucial for drawing new entrepreneurs into the system and giving them the chance to prosper and grow. Finance is also a big equalizer: when the financial system works the way it's supposed to, ideas matter more than money, which means that talented people can compete head-to-head with anyone, regardless of individual wealth. [...] Finance can turn the American Dream into a reality. (Zingales 2012: 48)*

# Crony Capitalism vs. Creative Destruction

- ▶ Hume/Smith: Schottisches Ideal der 'Meritorious Society' (Open Society, Great Society, Commercial Society, Market Society, Western Society, ...): **Wettbewerb befreit den Einzelnen** von feudalen Machtstrukturen, d.h., von willkürlichen Beschränkungen der Wahlfreiheit und Ressourcenzuteilung auf Basis von Privilegien (Rent-seeking Society, Mercantilistic Society, Crony Society, Nepotismus)
- ▶ Böhm-Bawerk: **'Macht oder ökonomisches Gesetz?'** Heutiger Jargon: 'Primat der Politik' (Demokratie, Wille des Souveräns) oder 'Primat der Märkte' (anonyme Prozesse mit potentiell negativen Konsequenzen für den Einzelnen)?
- ▶ **Ein strukturell unterkapitalisierter Bankensektor hat ein Eigeninteresse am Primat der Politik:** Umgehung des fundamentalen Zusammenhangs zwischen Rendite und Risiko durch Rückgriff auf das internationale Gewaltoligopol.

# Crony Capitalism vs. Creative Destruction

- ▶ Steueroptimierung dominiert die Wahl der Organisationsform und des Geschäftsmodells; hoher Leverage als Steuersparmodell; kein Wettbewerb um die Gunst der 'Clients', sondern Wettbewerb um Nähe zur Politik.
- ▶ **Solvenzgarantie** ist eine 'Sozialisierung des Risikos': "Tail, I win; head, you lose." (Freiheit ohne Verantwortung):
  - ▶ Too Concentrated and Powerful To Fail
  - ▶ Too Big To Fail
  - ▶ Too Interconnected To Fail (Hayeks Komplementaritäten)
  - ▶ Too Big and Complex to Manage (Coase: Theory of the Firm)
- ▶ Folge: **Marktselektionsprozess auf Finanzmärkten als Konvergenzmechanismus zum Rationalen Erwartungsgleichgewicht wird ausgesetzt** ('dynamische Plankonsistenz' bei Unsicherheit); **Allokative Ineffizienz** bei schwacher Informationseffizienz.

# Crony Capitalism vs. Creative Destruction

- ▶ **Anonymer Selektionsprozess (System-Lernen/-Denken):** systematisch inferiore Entscheidungen begründen persistente Kapitalverluste und beschränken den Einfluss auf Gleichgewichtspreise; systematisch superiore Entscheidungsträger erhalten im Zuge von Kapitalgewinnen größeren Einfluss auf die Bepreisung von intertemporalen 'Terms of Trade' sowie von Risiken (heterogene Zeitpräferenzraten beeinflussen das Ergebnis).
- ▶ **The Survival of Losers:** Solvenzgarantien hebeln den Lernprozess der Systemintelligenz aus! Individuelle Rationalität übersetzt sich nicht in kollektive Rationalität (Verstoß gegen das 1. Wohlfahrtsgesetz).
- ▶ Bei Abwesenheit der Unsichtbaren Hand: Abseits des rationalen Erwartungsgleichgewichts dezentralisieren Gleichgewichtspreise ineffiziente Allokationen; Insbesondere **falsche Risikoprämien (Zinsspreads) verursachen Fehlallokation von Risiken und Ressourcenzugang.**

# Crony Capitalism vs. Creative Destruction

- ▶ **'Clusters of Error'** auch ohne Solvenzgarantien unvermeidbar (ex-post Blasenidentifikation): Stabilität des Finanzmarktes bei unrealistischen und nicht krediblen Resolutionsmechanismen nur durch Vorgabe **sehr hoher Eigenkapitalquoten** (Admati/Hellwig 2013).
- ▶ Wesentlicher Unterschied zwischen Kredit (nominale Assets) und Eigenkapital: **Resilienz des Finanzsystems**; s. US-Dotcom-Blase vs. Great Depression/Great Recession!
- ▶ **Makroprudentielle Dimension hoher Eigenkapitalanforderungen**: EK-Abschreibungen sind individuell 'unerwünscht' aber **plankonsistent** (keine Versprechen gebrochen)! 'Credit events' sind nicht plankonsistent (Versprechen werden gebrochen!).
- ▶ **Eigenkapital 'natürliche' Finanzierungsquelle'** in einer freien Marktwirtschaft, die auf **Trial&Error** angewiesen ist.

# Crony Capitalism vs. Creative Destruction

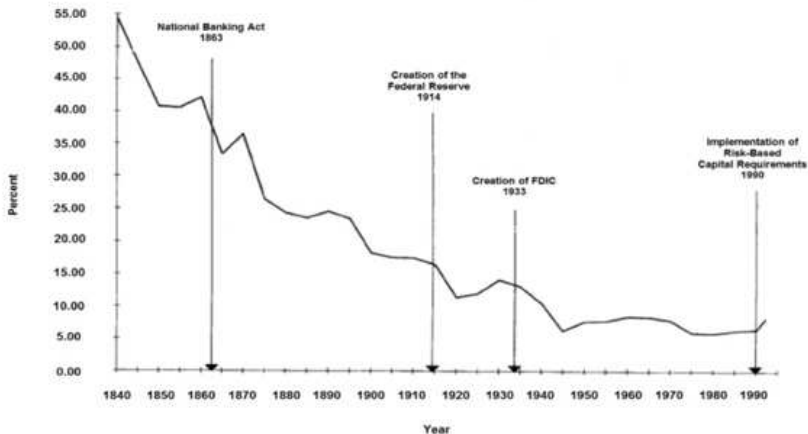
- ▶ Der Finanzmarkt ist insbesondere dann instabil, wenn zur Finanzierung und zur Absicherung von Marktrisiken (equity) **risikolose und liquide** Assets dienen (“information-insensitive assets” nach Gary Gorton).
- ▶ In diesem Fall ist der Finanzmarkt **multiplen Gleichgewichten** bzw. selbsterfüllende Prophezeiungen ausgesetzt (“**run-prone assets**” nach John Cochrane).
- ▶ Natur des Banking: Transformation riskanter, illiquider Assets in risikolose, liquide Assets! **Hoher Leverage des Bankensektors impliziert hohe soziale Kosten.**
- ▶ **Too much leverage! Too much commercial and shadow banking! Liquidity Glut! Persistent Deleveraging Threat! Crony Finance!**



# Crony Capitalism vs. Creative Destruction

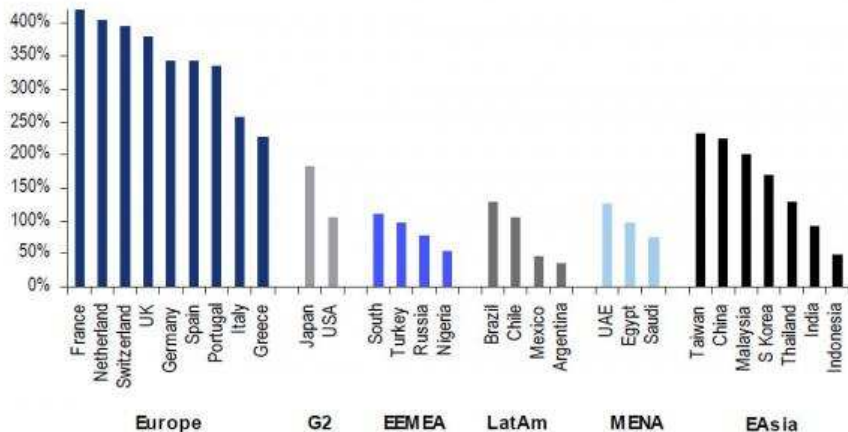
## Chart 5: Equity as a Percent of Assets for U.S. Commercial Banks from 1840 to 1993

Ratio of Aggregate Dollar Value of Bank Book Equity to Aggregate Dollar Value of Bank Book Assets



# Crony Capitalism vs. Creative Destruction

Chart 3: Total banking assets as % of GDP



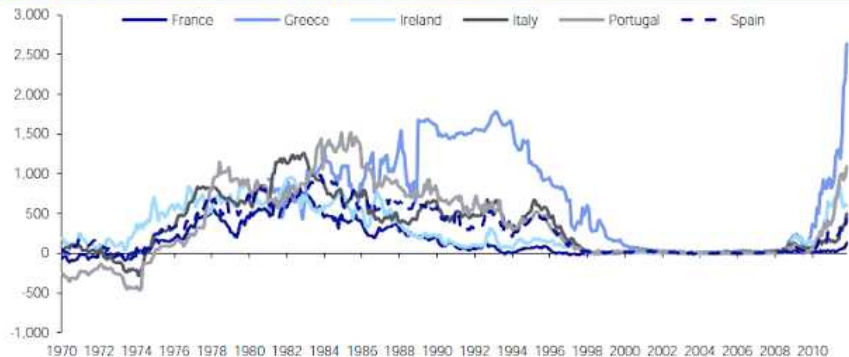
Source: BofA Merrill Lynch Global Research, Central Bank data, Haver

# Eurozone: Gläubigerparadies und Steuerzahlerhölle?

- ▶ **Entscheidende Frage der EZ-Krisenresolution:** Darf 'Der Markt' die intertemporale Budgetrestriktion von Marktteilnehmern durch Einpreisung von Markt- und Ausfallrisiken durchsetzen, oder muss die Finanzierung von staatlichen und anderen hinreichend systemrelevanten Institutionen vor irrationalem Marktverhalten geschützt werden?
- ▶ Aktuelle Relevanz von Böhm-Bawerk: Verschaffen wir dem ökonomischen Gesetz zur Geltung, indem wir **Risikoprämien** zulassen/forcieren (Primat der Märkte)? Oder brauchen wir 'Macht' bzw. das Gewaltmonopol, um schlechte Gleichgewichte gekennzeichnet durch rational nicht begründbare **Liquiditätsprämien** auszuschließen? (Sicherung der Effektivität von Finanzmärkten und der Bereitstellung öffentlicher Güter.)

# Eurozone: Gläubigerparadies und Steuerzahlerhöhle?

Figure 10: Selected Eurozone Members 10yr Yield Spreads vs. Germany



Source Deutsche Bank, GFD

# Eurozone: Gläubigerparadies und Steuerzahlerhölle?

- ▶ EZB: Als **Lender of Last Resort** und **Market-Maker of Last Resort** spielt die Zentralbank notwendigerweise eine entscheidende Rolle (ihre relativ neue Funktion im 'macro management' ist gesondert zu betrachten).
- ▶ Der Zentralbank kommt die essentiell wichtige Funktion zu, schlechte Gleichgewichten auszuschließen. Aber: **In der Krise sind Liquiditätsprobleme und Solvenzprobleme schwer unterscheidbar.**
- ▶ Rationaler Bias des **LOLR mit unbeschränktem Leverage**: Unterkapitalisierte Banken im Deleveraging-Modus werden durch Verschuldung der Zentralbank gestützt. Ein massiver **Liquidity-Put** der Zentralbank stützt den Geldmarkt sowie die Fristentransformation/Liquiditätsbereitstellung des Schattenbankensystems.

## Eurozone: Gläubigerparadies und Steuerzahlerhölle?

Cour-Thimann/Winkler (2013), 'The ECB's non-standard monetary policy measures - the role of institutional factors and financial structure'; *ECB Working Paper Series*, No. 1528

*When the sovereign debt crisis struck Italy and Spain in the summer of 2011 and their **government bond markets risked becoming dysfunctional** [...] the ECB decided to 'actively implement its Securities Markets Programme'. [...] In the autumn, however, the euro area banking system came increasingly under strain as the **adverse interaction between the sovereigns and the national banking systems, including via portfolio exposure to foreign sovereigns**, took hold. Depressed sovereign bond prices weakened bank balance sheets, markets questioned the viability of a number of banks across a range of euro area countries, and the strained sovereigns were seen as increasingly unable to provide credible backstops. (S. 17; eigene Hervorhebung)*

# Eurozone: Gläubigerparadies und Steuerzahlerhöhle?

**The Bazooka-Put:** Outright Monetary Transactions am 6. September 2012: “no ex ante quantitative limits”, instead “subject to strict and effective conditionality” (Primat der Politik)

*The aim is to preserve the **singleness of the ECB's monetary policy** and to ensure the **proper transmission of the monetary policy stance** to the real economy throughout the area. The measure is stated to enable the ECB to address **severe distortions in government bond markets which originate from, in particular, unfounded fears on the part of investors of the reversibility of the euro**. With this measure, the ECB has equipped itself with a backstop to avoid **destructive scenarios** with potentially severe challenges for price stability in the euro area, sending a **strong signal of the irreversibility** of the euro.(S. 18; eigene Hervorhebung)*

## Eurozone: Gläubigerparadies und Steuerzahlerhöhle?

*By signalling its readiness to intervene in government bond markets, the **ECB could help, in particular, to reduce the likelihood of adverse self-fulfilling equilibria**. It addressed **tail risk** that had started to exert upward **pressure on yields in sovereign bonds** but also in other assets and to **hinder market access of banks**. The OMT can thus, ultimately, contribute to **aligning financing conditions for households and firms better with policy interest rates** throughout the euro area.  
(*ibid.*; eigene Hervorhebung)*

**OMT als Akt der Selbstverteidigung in einem Atemzug mit der Diagnose multipler Gleichgewichte.** Sollte sich die EZB irren und die Spreads reflektieren Risikoprämien, dann ist **OMT der massive Bailout eines unterkapitalisierten Bankensektors** (70% der Euro-Kapitalmarkts). Eingriff in die Kapitalallokation.



# Eurozone: Gläubigerparadies und Steuerzahlerhölle?

- ▶ **Conflict of Interest:** EZB als Regulierer und als LOLR.
- ▶ Gefahr der Verschleppung des Deleveraging-Prozesses.  
**Japanische Verhältnisse!** Crony Finance! **Crony Capitalism!**
- ▶ In Verbindung mit Fiskalpakt, Bankenunion, ESM, KOM, EP, ECOFIN, Eurogruppe, EuGH, ... **Herrschaft des Kredits über das Risiko-/Eigenkapital!**
- ▶ **Pretense of Knowledge:** Illusion, fehlende Marktdisziplinierung (Zinssätze) durch das Gesetz 'heilen' zu können.
- ▶ Als liquide geltende Staatsanleihen sichern weltweit Portfoliorisiken ab sowie die Refinanzierung des EURO-Bankensystems. **Es geht bei OMT nicht primär um staatliche Schuldenreduktion. Liquide Staatsanleihen sind Mittel, den Bankensektor solvent/liquide zu halten.**