

# Central Bank Policy in the European Sovereign Debt Crisis

## An Analysis of Martingale Gambling Strategies and Self-Fulfilling Prophecies

Florian Madison

### ZUSAMMENFASSUNG

Nach dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 sahen sich etliche Mitgliedsstaaten der Europäischen Union mit einer schwerwiegenden und anhaltenden Rezession konfrontiert. Niedrige Produktivität, Nachteile in der Wettbewerbsfähigkeit, sowie limitierte geldpolitische Handlungsmöglichkeiten zwangen die bereits stark verschuldeten Regierungen zur erneuten Aufnahme von Fremdkapital, um die entstandenen Defizite decken zu können. Diese Reaktion erhöhte die Abhängigkeit der betroffenen Staaten gegenüber den internationalen Finanzmärkten in hohem Masse, da die Verhinderung eines anstehenden Bankrottes fortan noch deutlicher in den Händen der externen Geldgeber lag. Die Unsicherheit stieg und die anfänglich nationalen Probleme begannen sich auf den europäischen Bankensektor auszuweiten. Die Gefahr einer unkoordinierten angstgetriebenen Investorenflucht, bezeichnet als Selbsterfüllende Krise („Self-Fulfilling Crisis“), wurde real.

Um die drohende Zahlungsunfähigkeit eines der Mitgliedsstaaten vermeiden zu können, waren die Europäische Zentralbank, sowie andere internationale Institutionen, dazu gezwungen einzugreifen. Mit dem Ziel die Verschuldung, und somit das Misstrauen der Akteure an den Finanzmärkten, zu senken, wurden verschiedene ausserordentliche Massnahmen erarbeitet und implementiert. Die jüngsten Geschehnisse zeigten jedoch, dass ein Grossteil dieser Massnahmen ihr Ziel verfehlten und die Verschuldungsraten der gefährdeten GIIPS (Griechenland, Italien, Irland, Portugal und Spanien) Staaten weiterhin in die Höhe schossen. Ziel meiner Arbeit war es, dieses, auf den ersten Blick, irrationale Verhalten der Regierungen mit Hilfe eines dynamischen stochastischen Gleichgewichtsmodells zu untersuchen. Dabei galt es herauszufinden, ob die ausserordentlichen Massnahmen der oben genannten Drittparteien falsche Anreize bezüglich Schuldenpolitik schufen.

Die ersten Resultate haben gezeigt, dass in der Theorie zentralbankpolitische Massnahmen, welche die Kosten eines bevorstehenden Staatsbankrotts senken, Anreize schaffen, die Verschuldung kontinuierlich zu erhöhen. Diese risikoreiche Verhaltensweise wird als „Gambling for Redemption“ bezeichnet. Dabei spekuliert die Regierung des betroffenen Staates auf ein baldiges Ende der Rezession, was eine Rückzahlung der angehäuften Schulden zu deutlich besseren Konditionen ermöglicht. Führen jedoch die zentralbankpolitischen Massnahmen zu einer Erhöhung der Kosten eines Bankrotts, so beinhaltet die optimale Strategie eine Verringerung der zukünftigen Schuldenquote. Diese restriktive Politik hätte eine positive Signalwirkung gegenüber den internationalen Finanzmärkten zur Folge, was die drohende Gefahr einer Self-Fulfilling Crisis deutlich verringern würde.

Wendet man diese Resultate nun auf die aktuelle Situation in der Europäischen Währungsunion an, so können folgende Rückschlüsse gezogen werden. Durch die Massnahmen der Europäischen Zentralbank, welche als Hauptziel die Senkung der Zinsen auf Fremdkapital verfolgen, verminderte sich der Anreiz der bereits angeschlagenen Mitgliedsstaaten, ihre Verschuldungsrate zu senken. Die Aussicht auf ein Rettungspaket im Falle einer anstehenden Zahlungsunfähigkeit verstärkte diesen Effekt noch zusätzlich. Somit stellt sich das zu Beginn irrationale Verhalten der betroffenen Länder als optimale Reaktion auf die Konzeptionierung der Rettungsmassnahmen heraus. Diese Eindeutigkeit der Resultate gilt jedoch nur für den Durchschnitt aller GIIPS Staaten, kann aber nicht für jedes Land individuell pauschalisiert werden. Denn welchen Einfluss politische Aspekte hatten, und ob diese Strategie ausschliesslich moralischem Fehlverhalten zuzuschreiben ist, gilt es im Rahmen zukünftiger Forschung zu untersuchen.