

# Wege aus der Eurokrise – brauchen wir mehr oder weniger Europa?

Harald Fadinger

Universität Mannheim

# Einleitung

- Hauptthesen:
  - Der Euro ist in erster Linie ein politisches Projekt auf dem Weg zu mehr Integration.
  - Die Mitgliedsstaaten haben die Krise schlecht gemanagt – mehr reagiert als agiert.
  - Eine Reform der Fiskal- und Lohnpolitik hin zu mehr Koordination ist notwendig, wenn der Euro erfolgreich bestehen soll.
- Aufbau des Vortrags:
  - Theorie optimaler Währungsräume
  - Überblick über die Eurokrise
  - Kurzfristige Lösungsansätze
  - Langfristige Reformen

# Vorteile und Kosten einer Währungsunion

- **Vorteile einer Währungsunion**

1. Eliminierung von Transaktionskosten und einfachere Vergleichbarkeit von Preisen:

- Mehr Handel zwischen Mitgliedsstaaten.
- Mehr Wettbewerb führt zu niedrigeren Preisen.
- Euro hat bilateralen Handel signifikant erhöht: 25-30%

2. Wechselkursrisiko fällt weg.

- mehr Planungssicherheit für Unternehmen.

3. Gemeinsame Zentralbank oft besser, unabhängiger (siehe z.B. Ungarn).

- **Kosten von Heterogenität der Mitgliedsstaaten:**

1. der nominelle Wechselkurs fällt als automatischer Stabilisator weg.

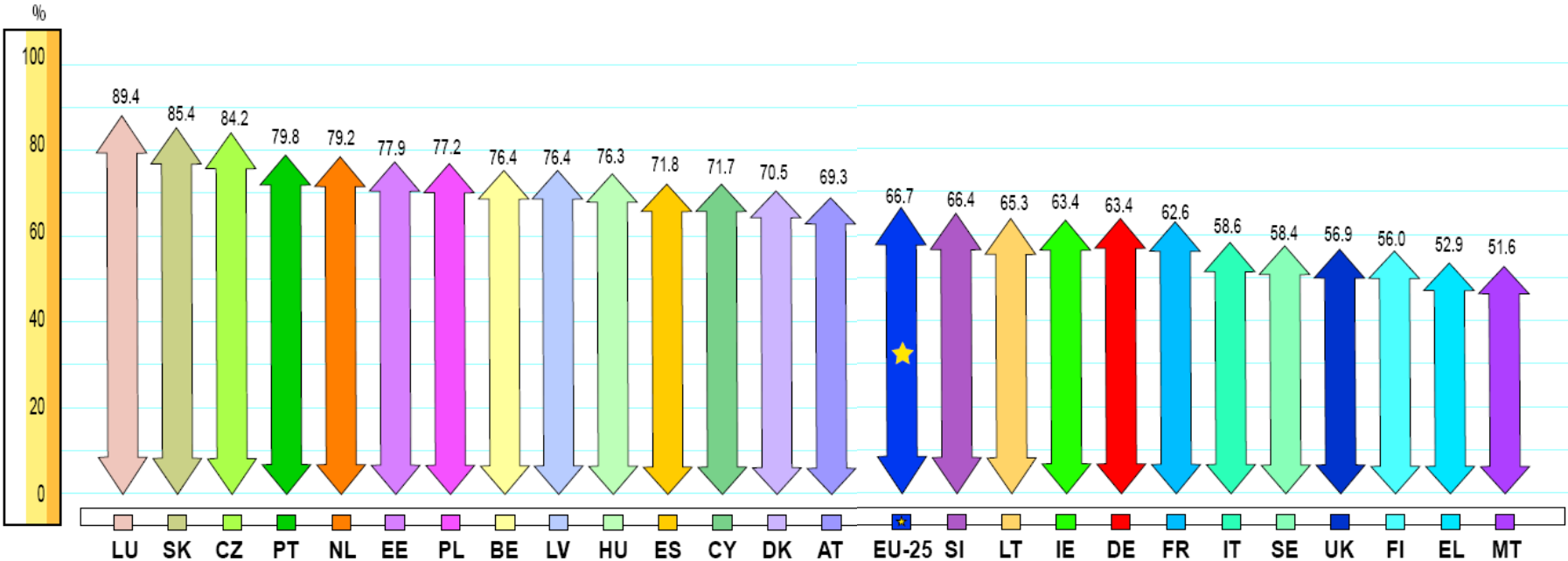
2. die Geldpolitik kann nicht auf lokale Konjunkturbedingungen eingehen.

# Intra-EU Handel nach Mitgliedsland

## A major trading power

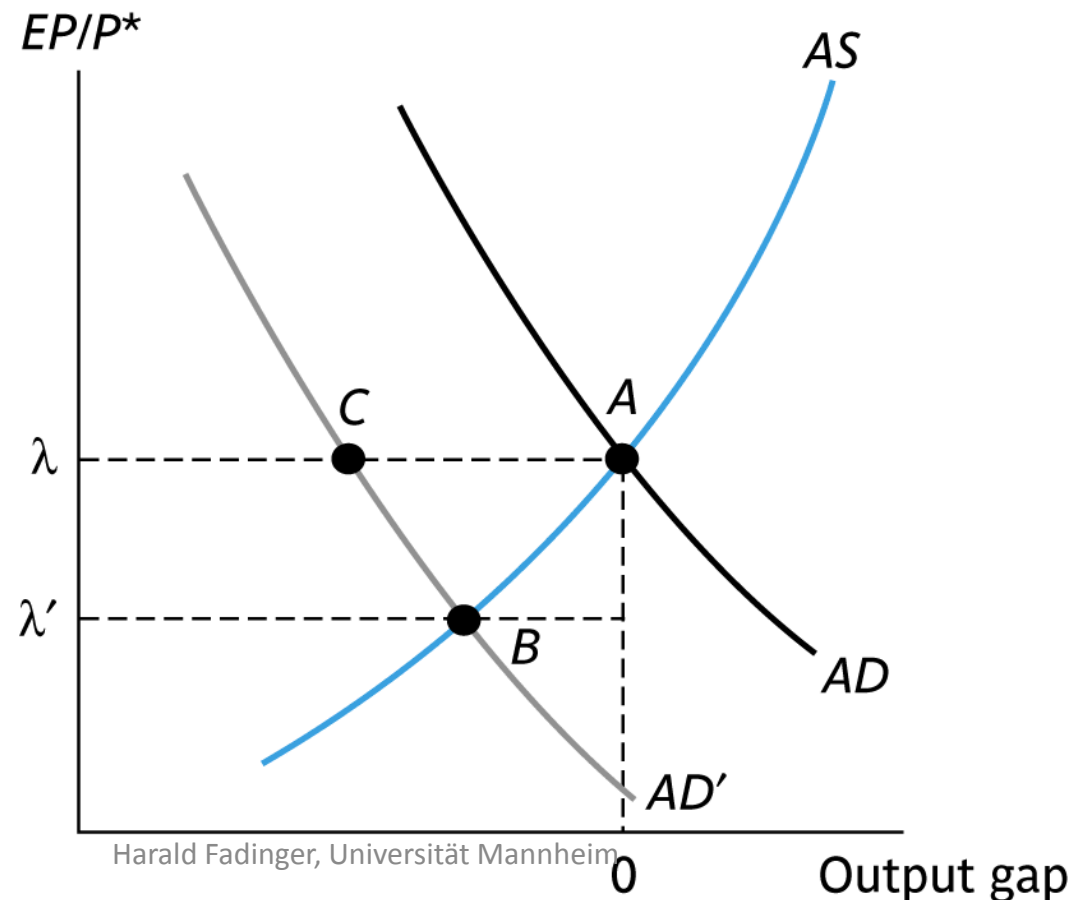
Although the EU makes up only 7% of the world's population, its trade with the rest of the world accounts for approximately a fifth of global exports and imports.

Exports to other EU members as a percentage of each country's total exports (2005)



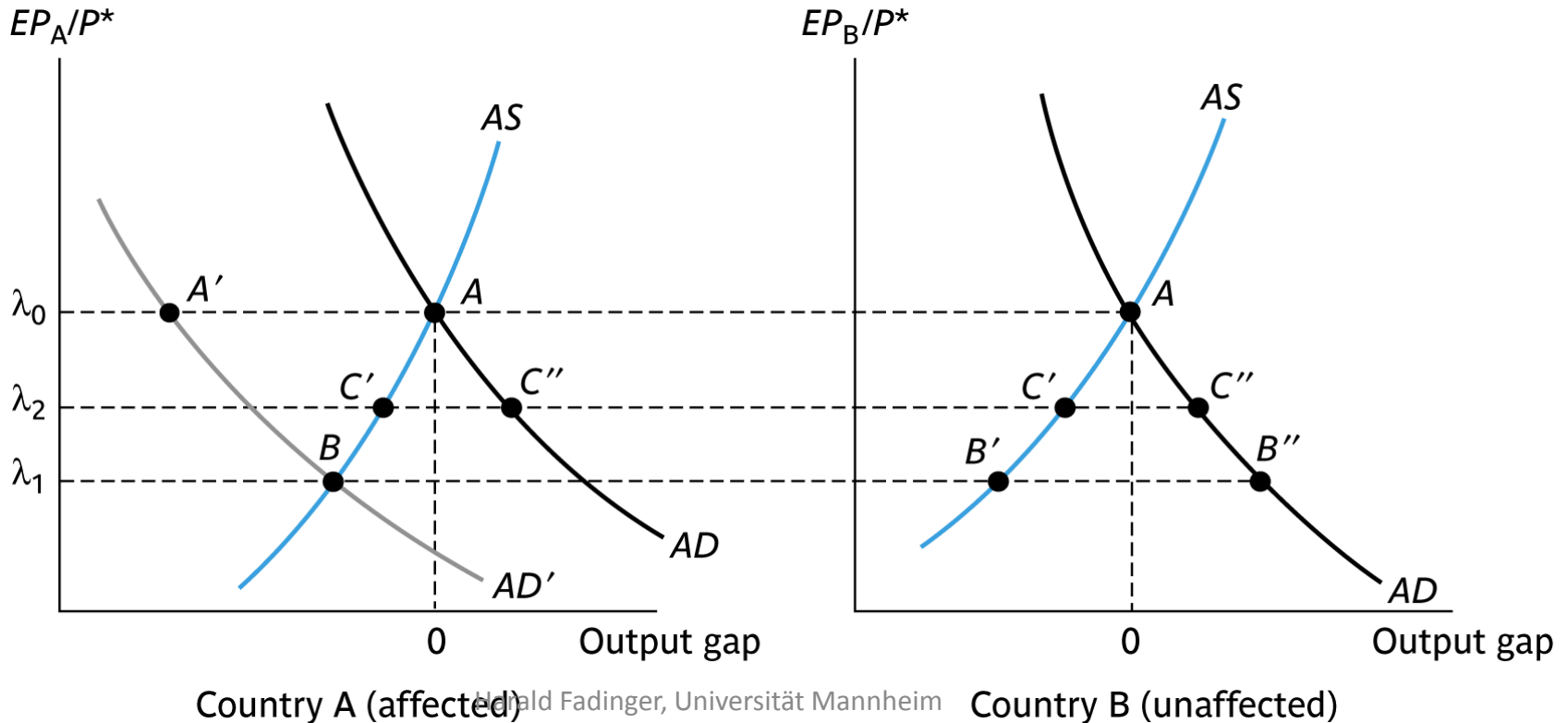
## Kosten: Asymmetrische Schocks und reale Wechselkurse

- Effekt eines adversen Nachfrageschocks:
  - Mit flexiblen Wechselkursen: realer Wechselkurs sinkt (B)
  - Mit starren Preisen und fixem Wechselkurs: Überschussangebot (C)



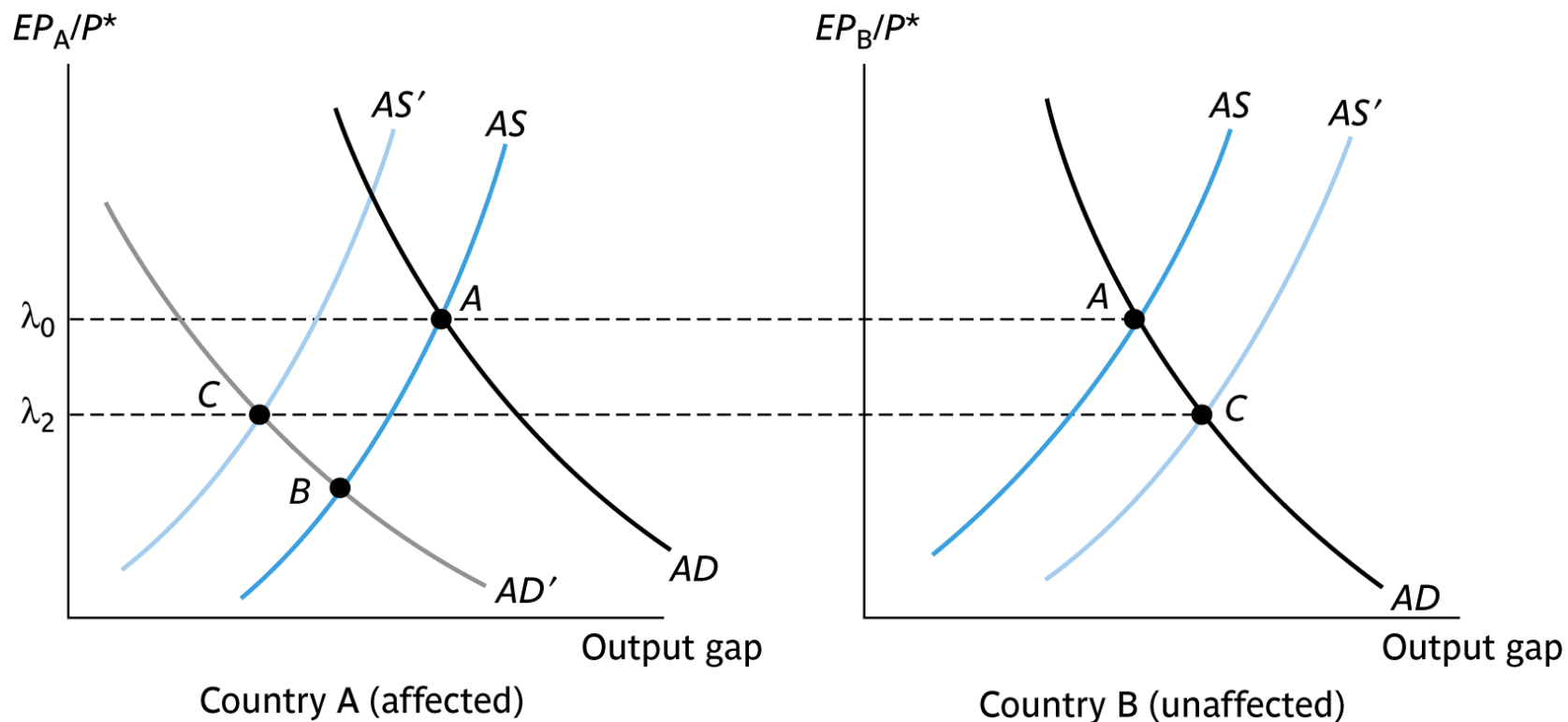
# Kosten: Asymmetrische Schocks und reale Wechselkurse

- Währungsunion mit 2 Ländern (A, B) A wird von negativem Nachfrageschock getroffen:
  - Der reale Wechselkurs sinkt auf  $\lambda_2$  ('korrekt' im Durchschnitt) =gemeinsamer Wechselkurs kann nicht für beide Länder passen;
  - langfristig passt sich Preisniveau an ( $P_A \downarrow$  &  $P_B \uparrow$ ).



# Kriterium 1 für optimalen Währungsraum (Mundell): Mobilität des Faktors Arbeit

- **Optimale Währungsräume weisen eine hohe Mobilität des Faktors Arbeit auf:**
  - Arbeitslosigkeit in A und Inflationsdruck in B kann gelöst werden, in dem Faktor Arbeit von A nach B wandert (Verschiebung der AS Kurve).



## Kriterium 2 für optimalen Währungsraum: Fiskaltransfers

- **Länder, die Transfers vereinbaren, um einander gegen negative Schocks zu versichern, stellen einen optimalen Währungsraum dar.**
  - Transfers dienen als Versicherung und schwächen die Effekte asymmetrischer Schocks ab (verschieben die AD Kurve);  
Transfers sind häufig zwischen Regionen innerhalb von Ländern; auf europäischer Ebene kaum vorhanden.
  - Die Schuldenkrise hat die Forderung nach und Kritik von Transferzahlungen verstärkt. (i.e., **moral hazard**: Peripherie-Länder werden beschuldigt, Politik zu machen, die das Eintreten von asymmetrischen Schocks und daher die Notwendigkeit von Transfers erhöht).



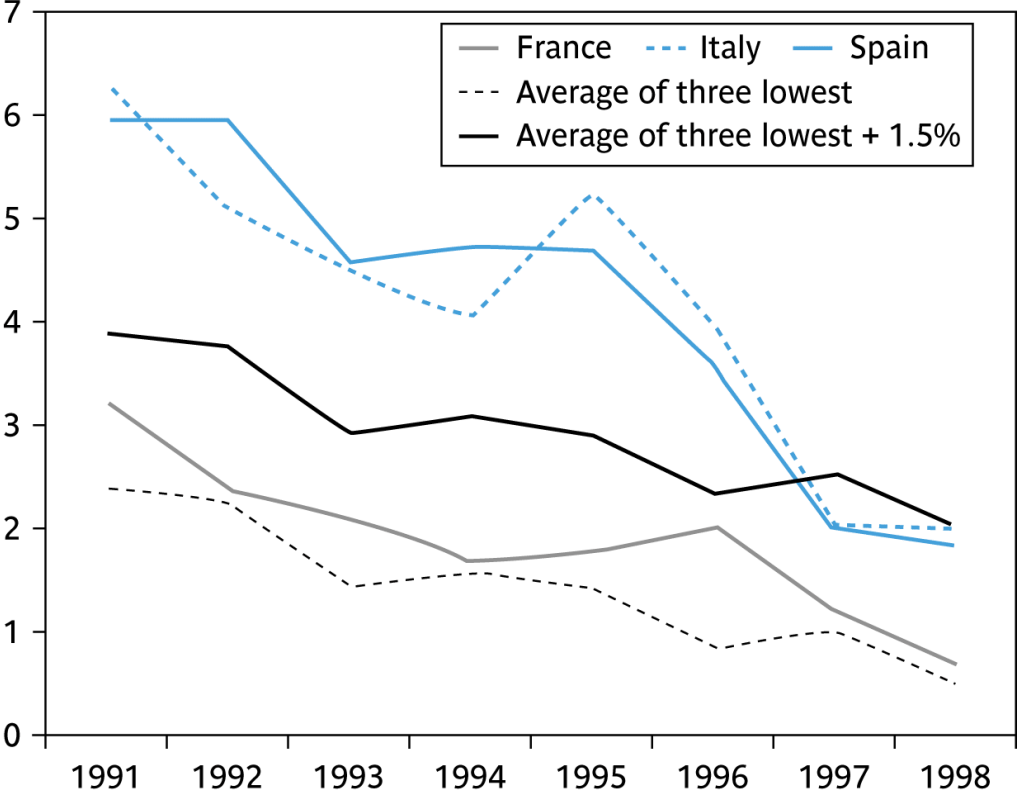
## Ursprüngliches Design der Eurozone

- Gemeinsame Geldpolitik für symmetrische Schocks
- Unkoordinierte Fiskalpolitik für asymmetrische Schocks (funktioniert nur bei kurzfristigen Schocks) : verschiebt die AD-Kurve
- Europäische Währungsunion (EMU): 1991 beschlossen (Maastrichter Verträge)
- 1999: Start der EMU mit 11 Mitgliedern.
- Alle EU-Mitgliedsstaaten außer Dänemark, Großbritannien zum Beitritt verpflichtet, sobald sie Konvergenzkriterien erfüllt haben.

## **Währungsunion: 5 Eintrittsbedingungen**

- Inflationsrate: Inflationsrate von weniger als 1.5 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der 3 EU Länder mit der niedrigsten Inflationsrate;
- Langfristiger nomineller Zinssatz: darf nicht über 2 Prozentpunkte über dem Durchschnittszinssatz der 3 Länder mit der niedrigsten Inflationsrate liegen (langfristige Zinssätze hängen in erster Linie von Inflationserwartungen ab);
- ERM Mitgliedschaft: mindestens zwei Jahre in ERM ohne Abwertung
- Budget Defizit: Weniger als 3% des BIP.
- Öffentlicher Schuldenstand: weniger als 60% des BIP (nicht strikt implementiert, viele Länder lagen darüber)

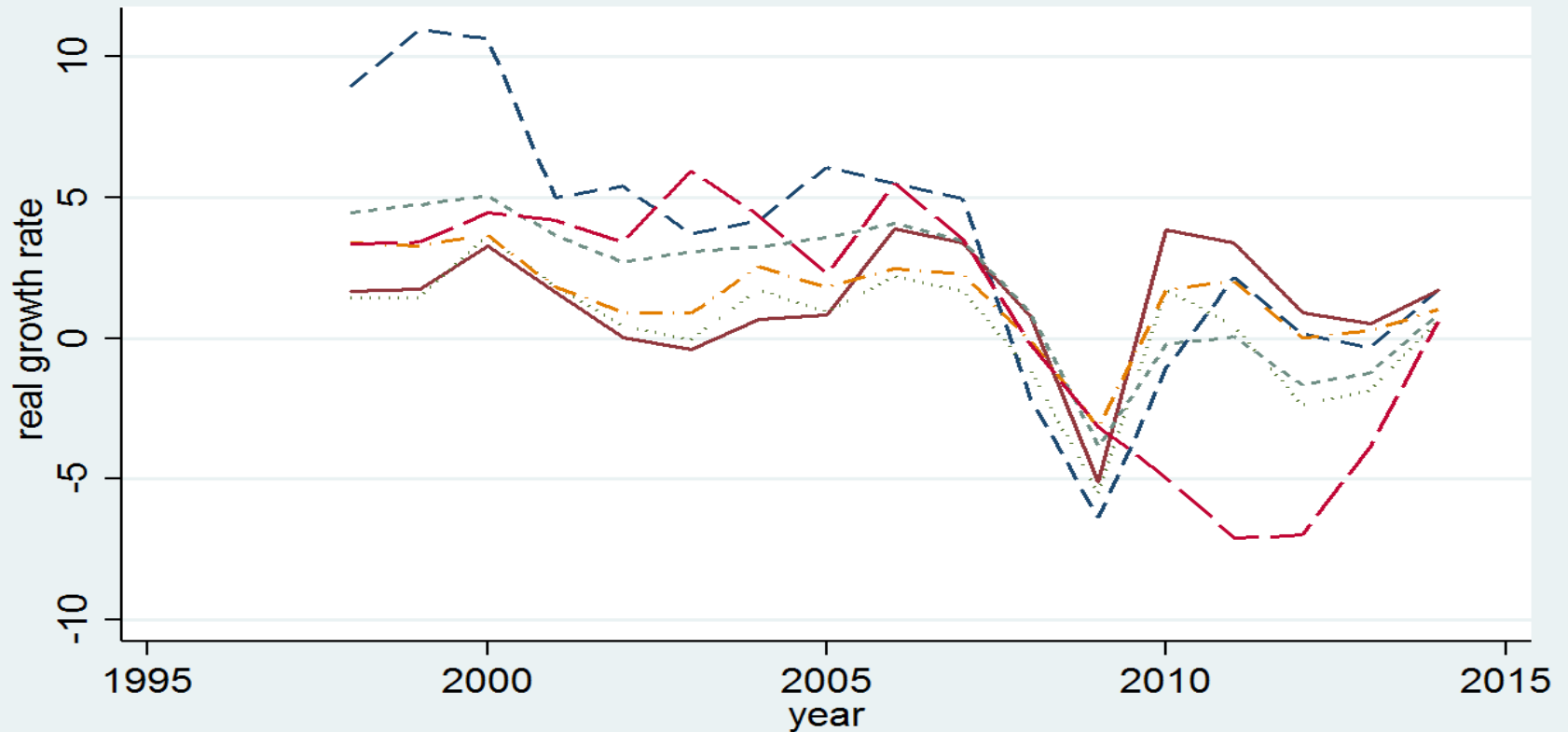
# Konvergenz der Inflationsraten



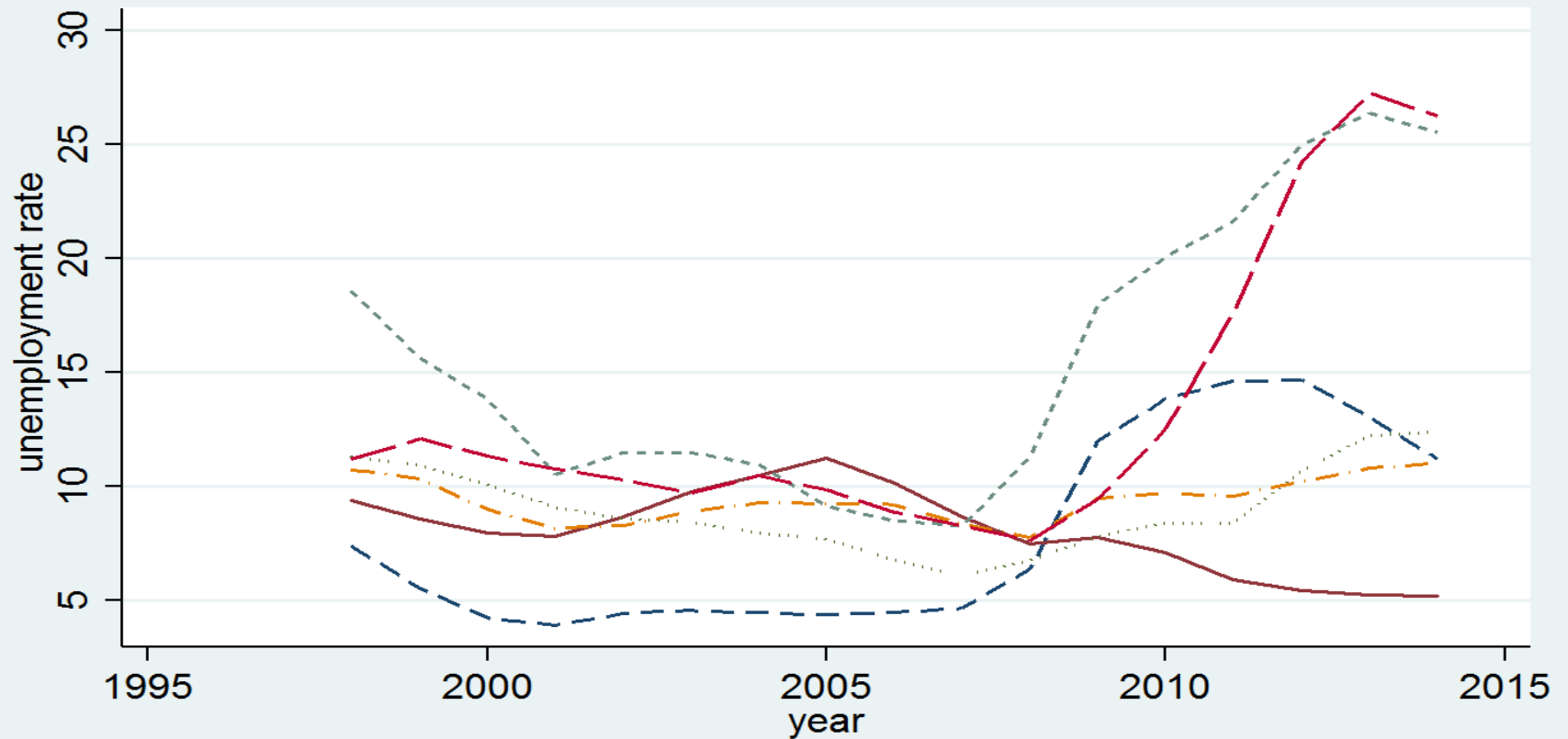
# Die Eurokrise – ein Rückblick

- Ursprünglicher Unterschied zwischen **EMU-Kernländern**
  - fixe Wechselkurse innerhalb ERM, niedrige nominelle Zinssätze, niedrige Inflationsraten
- und **Peripherieländern**
  - nicht in ERM oder regelmäßige Abwertungen, höhere nominelle Zinssätze (reflektierten höhere Inflationsraten, Abwertungsrisiko und potentiell höheres Risiko von Schuldenkrisen)
- 1999 **EMU**: Konvergenz der Zinsen, reduzierte Kreditkosten in Peripherie führten zu Kreditboom (Griechenland, Portugal, Spanien), hohen Zahlungsbilanzdefiziten und hoher Auslandsverschuldung. Kernländer bauten großen Zahlungsbilanzüberschuss auf (vor allem Deutschland).
- Kapitalzufluss in Peripherie führte zu schnellerem Lohnwachstum, höheren Inflationsraten, Aufwertung der realen Wechselkurse, dadurch Rückgang der Wettbewerbsfähigkeit.
- Krise 2009: Platzen der Blase am US-Immobilienmarkt, europäische Banken erlitten hohe Verluste u.a. durch collateralized debt obligations in ihren Bilanzen (Immobilienanleihen).
- 2009: Kapitalzufluss in Peripherie stoppte, hohe private und/oder öffentliche Verschuldung in der Peripherie

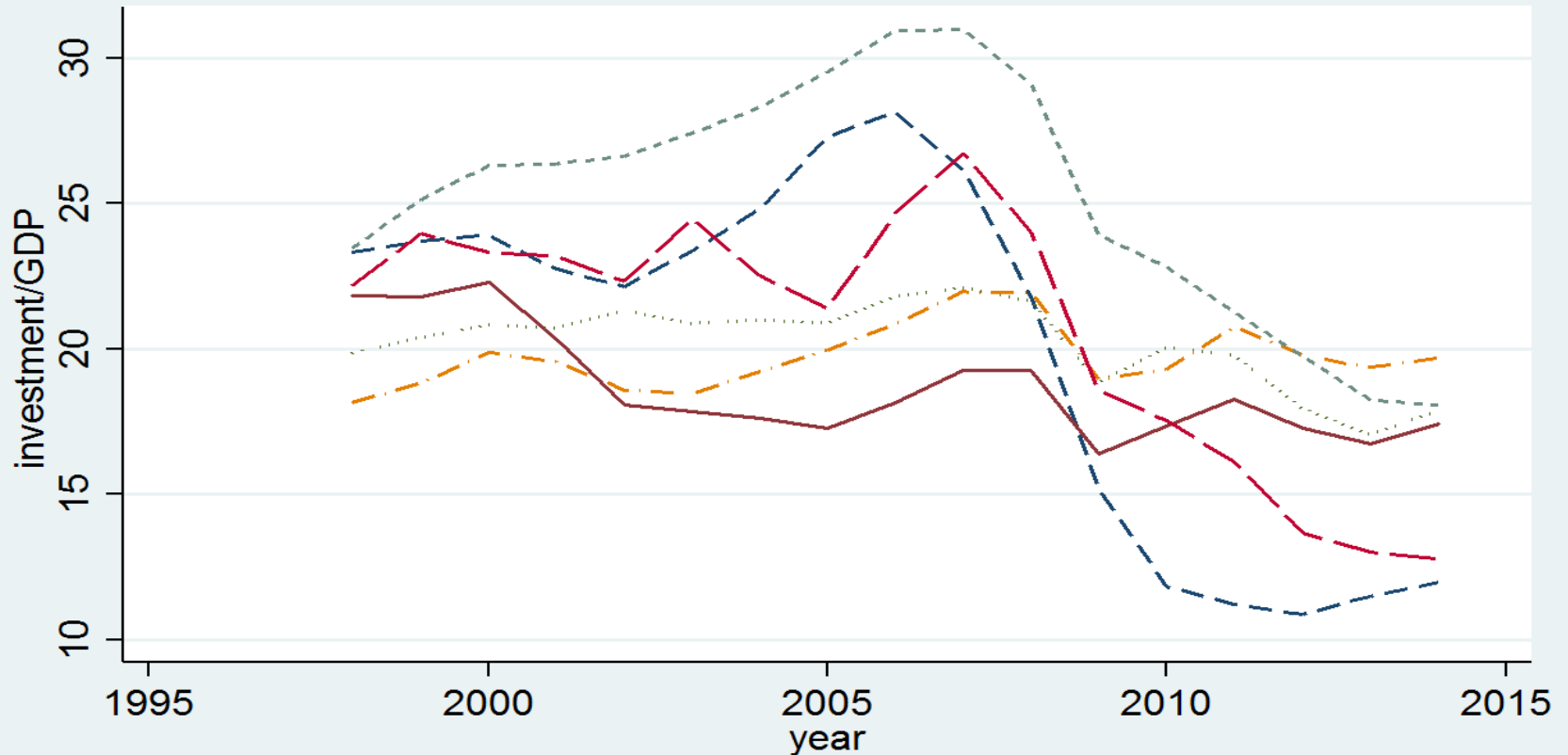
## BIP-Wachstum: ausgewählte Länder der Eurozone



## Arbeitslosenraten: ausgewählte Länder der Eurozone



## Investitionen: ausgewählte Länder der Eurozone



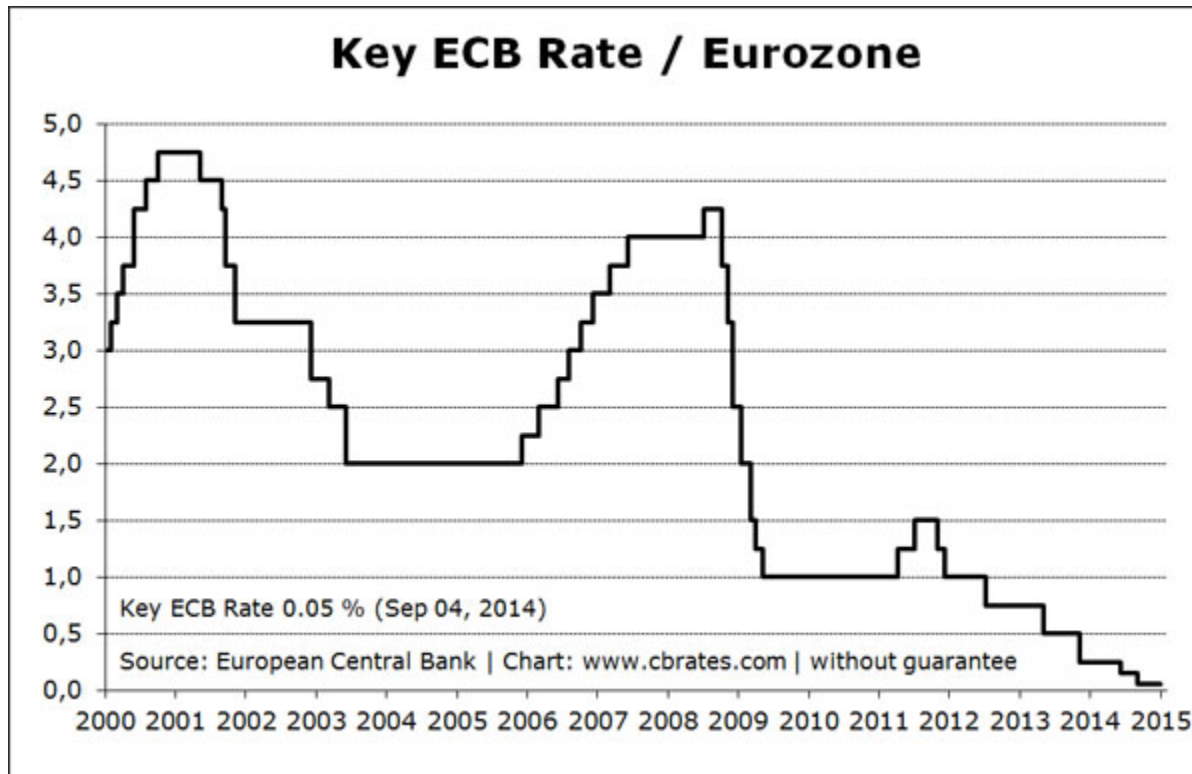
# Inflationsraten: ausgewählte Länder der Eurozone



Harald Fadinger, Universität Mannheim



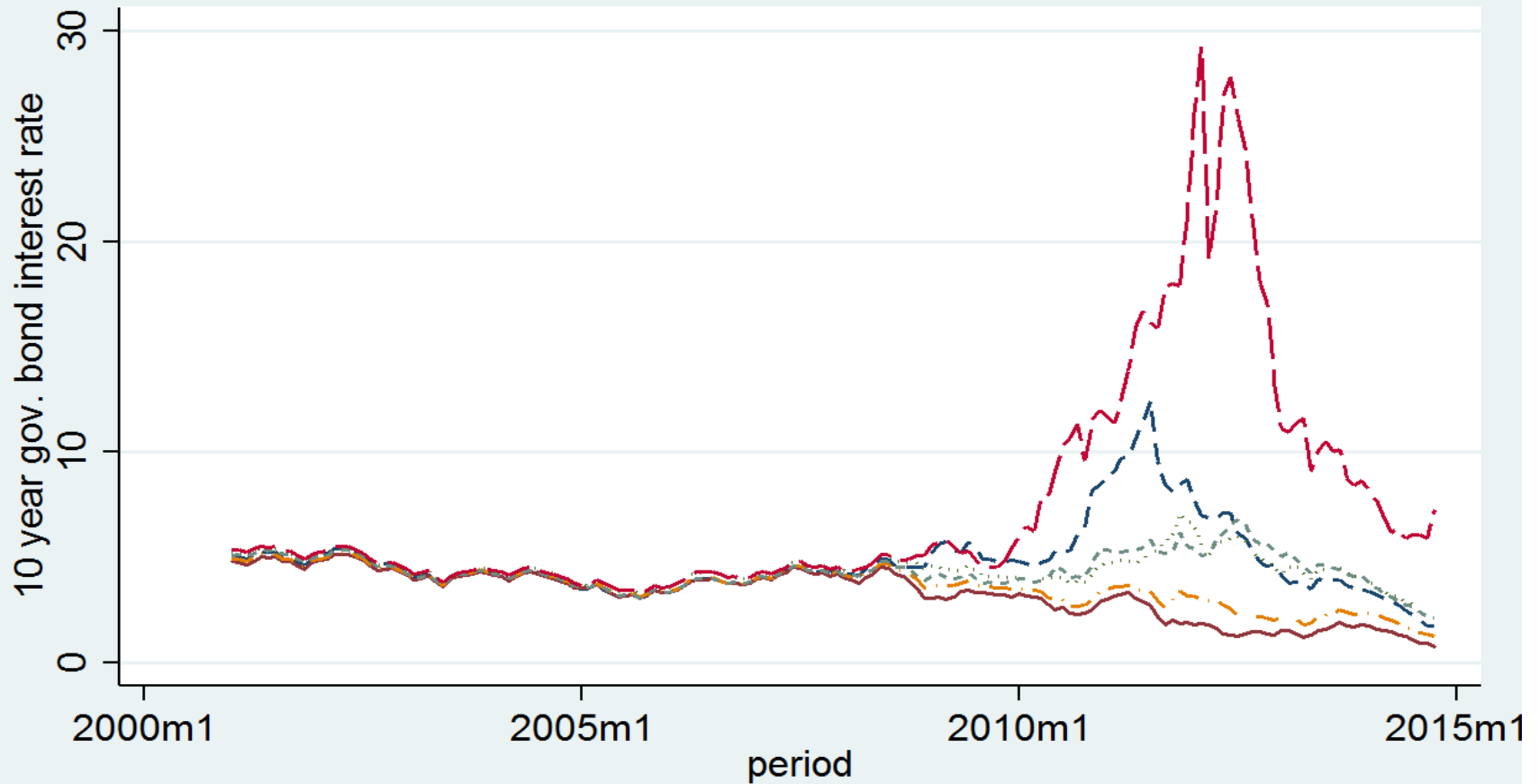
# EZB Leitzinssatz



## Die Eurokrise – ein Rückblick

- 2009: Immobilienblase in Spanien und Irland platzte:
  - starker Fall des aggregierten Konsums (Fall des privaten Vermögens, Einkommen im Bausektor),
  - Investitionen fielen stark (Nachfrage fiel: Bausektor, Angebot fiel: Bankenkrise wegen starker Bilanzverluste für Immobilienkredite),
  - starker Anstieg der öffentlichen Verschuldung und des Defizits (automatische Stabilisatoren, aktive Fiskalpolitik und bailout des Bankensektors).
- Griechenland
  - 2007: Schuldenstand 105% des BIP, Krise führte zu Stop des Kapitalzuflusses, Rezession und weiterem Anstieg der Schulden: 2009: Schuldenstand 127% des BIP;
  - Mai 2010: IWF–EU–EZB (Troika) Rettungsaktion und Gründung der European Financial Stability Facility (EFSF);
  - 2011: neues Paket der Troika, Schuldenschnitt auf griechische Staatsschulden.
- Bailout Griechenlands im Mai 2010 sollte Ansteckungseffekte auf andere Länder vermeiden, aber Ziel wurde nicht erreicht (too little, too late)
  - Irland schlüpfte im November 2010 unter Rettungsschirm; Portugal folgte im Mai 2011;
  - Spanien und Italien wackelten.

## Zins-Spreads auf Staatsschulden: ausgewählte Länder der Eurozone



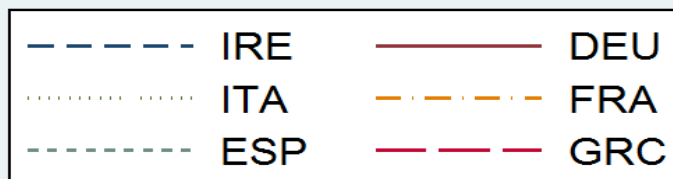
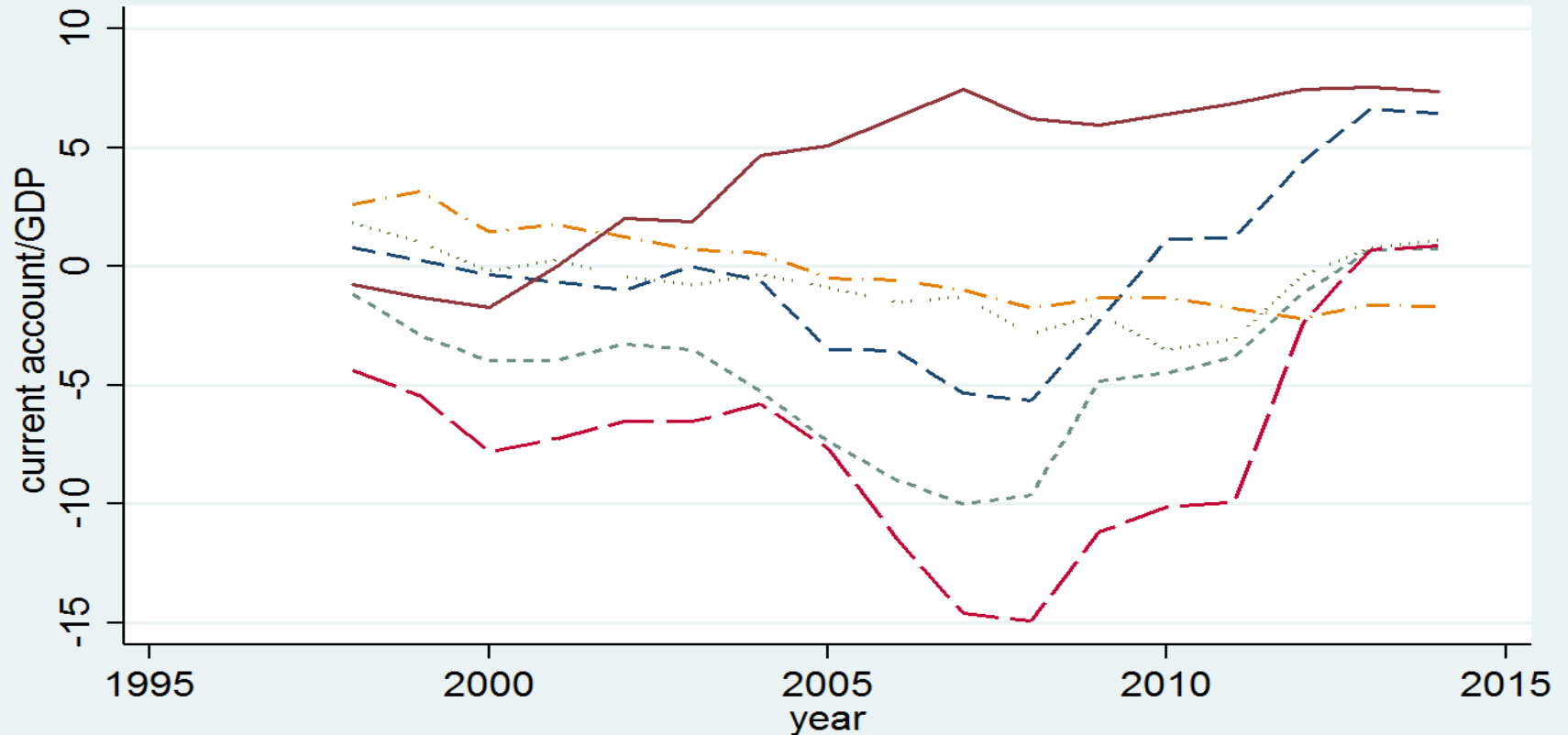
## Politikreaktionen auf die Krise

- 2009: Expansive Geldpolitik der EZB, EZB als lender of last resort, koordinierte expansive Fiskalpolitik.
- 2011: Schuldenkrise in Griechenland mit haircut auf öffentliche Schulden. Starke Erhöhung der Zinssätze auf Staatsschulden der Peripherie. Reaktion: schnellere Fiskalkonsolidierung; six pack & fiscal compact;
- **EZB reagierte langsam im Vergleich zu FED**, wollte kein Risiko in die Bilanz nehmen, falsche Zinserhöhungen.
  - Kauf von Staatsanleihen in Sekundärmärkten: Security Markets Programme (2010-2012), Outright Monetary Transactions (OMT) (2012).
- 2011-2014: **prozyklische und restriktive Fiskalpolitik**, starke Reduktion öffentlicher Investitionen und F&E Ausgaben.
- 2012: European Stability Mechanism (ESM) als permanenter Fonds eingerichtet.
- 2014: Banken-Union: um Vernetzung zwischen Schulden- und Bankenkrise zu lösen: Bankenkrise→bail out durch nationale Regierung→Schuldenkrise→Banken halten lokale Schulden→Bankenkrise.
- Bankbilanzen wurden nicht ordentlich repariert (Angst vor Konsequenzen auf Staatsverschuldung).
- Reale Wechselkurse wurden nicht korrigiert.
- Strukturprobleme in Produkt- und Gütermärkten wurden nur zögerlich angegangen (insb. Frankreich, Griechenland, Italien, Spanien, Portugal).

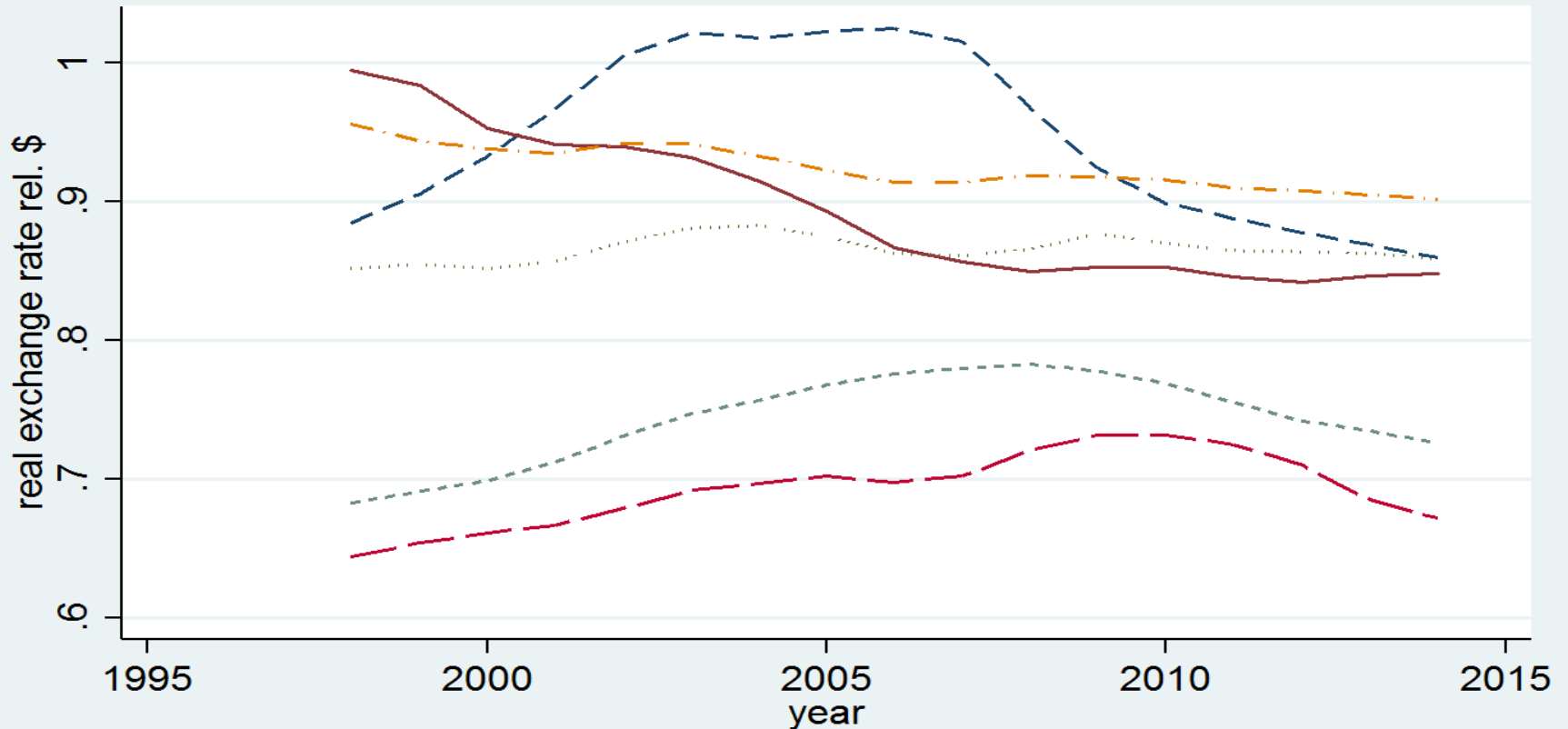
## Mängel der derzeitigen Institutionen

- EMU hat keinen Mechanismus um makroökonomische Ungleichgewichte zu korrigieren – Ausnahme: Budgetpolitik.
- Aber: vor der Krise wurde Einhaltung der Defizit- und Schuldenlimit-Regeln nicht adäquat überwacht und sanktioniert.
- Auslandsverschuldung und **unausgeglichene Zahlungsbilanzen** wurden nicht berücksichtigt.
- Langfristige und persistente **Divergenz in den realen Wechselkursen** wurde ignoriert.
  - In den USA gibt es kein Gremium, das die Wettbewerbsfähigkeit der Bundesstaaten überwacht, aber: hohe Arbeitsmobilität und zentrale Fiskalpolitik und -transfers.
- **Private Verschuldung** wurde außer Acht gelassen

## Zahlungsbilanzen: ausgewählte Länder der Eurozone



## Reale Wechselkurse: ausgewählte Länder der Eurozone



## Kurzfristige Lösungsansätze

- Leitzins der EZB ist bereits auf Null, kann nicht negativ werden, da sonst Bargeld gehortet wird.
- Realzins=Nominalzins-erwartete Inflation
- Verhinderung von Deflation durch extrem expansive Geldpolitik (quantitative easing) (seit März 2015): Erhöhung der erwarteten Inflationsrate.
- Stärkeres Lohnwachstum und expansivere Fiskalpolitik in Ländern mit unterbewertetem Wechselkurs und fiskalischem Spielraum (Kernländer der Eurozone).
- Bei Nullzinssatz ist Fiskalpolitik besonders effektiv:
  - Empirischer Fiskalmultiplikator  $\gg 1$ ,
  - erhöhte Nachfrage führt nicht zu steigenden Zinsen,
  - kein crowding out von privaten Investitionen,
  - kein erhöhter Inflationsdruck.



## Längerfristige Lösungsansätze:

### Koordinierung der Eurozonen-Lohnpolitik und der Wettbewerbsfähigkeit

- Die EU hat keine Institution, um **Wettbewerbsfähigkeit** und **Lohnwachstum** zu managen.
- Realer Wechselkurs:  $Q=(P/P^*)e=w/w^* - A/A^*$  , w: Lohn, A: Produktivität, e: nomineller Wechselkurs (=1)
- Wenn Lohnwachstum=Produktivitätswachstum, dann Q konstant.
- Erhöhung der Mobilität des Faktors Arbeit – Sozialversicherungssysteme müssen kompatibler werden.
- Aber integrierter Arbeitsmarkt à la USA mit sehr großen Migrationsströmen nicht realistisch (unterschiedliche Sprachen, entspricht nicht Präferenzen).
- Brauchen weitere Instrumente, um reale Wechselkurse anzupassen (Sapir & Wolf, 2015):
  1. Nationale Mechanismen, um Lohnwachstum und Wettbewerbsfähigkeit zu überwachen (z.B.: national competitiveness councils, bestehend aus Regierungs-Arbeitnehmer- und Arbeitgebervertretern).
  2. EU: macroeconomic imbalance procedure muss symmetrisch sein (zu schnelles, zu langsames Lohnwachstum)
  3. Einrichtung eines EU competitiveness council: muss schnelleres oder langsames Lohnwachstum implementieren können, wenn es starke langfristige Abweichungen vom Eurozonen-Durchschnitt gibt.

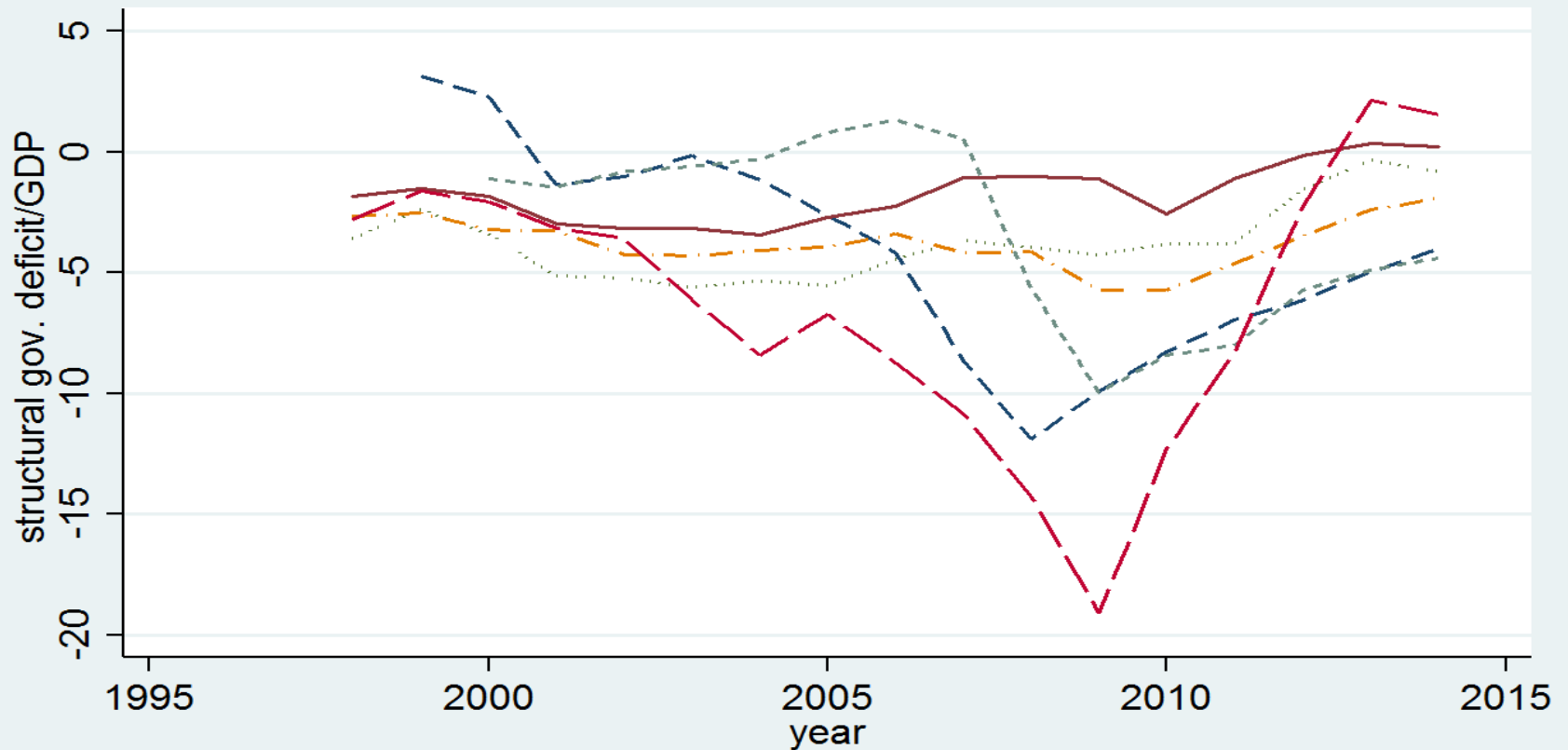
# Fiskalpolitik - Ausgangslage: Der Stabilitäts- und Wachstumspakt

- 1997: Stabilitäts- und Wachstumspakt (SGP) sollte exzessive Staatsverschuldung verhindern. Implementiert durch ECOFIN.
- 2003: Deutschland, Frankreich verhinderten Sanktionen
- 4 Elemente des SGP:
  1. Definition eines „exzessiven Defizits“: 3% des BIP, mittelfristig Null-Defizit oder Überschuss. Ausnahmen für „außergewöhnliche Umstände“.
  2. Präventive Maßnahmen, um exzessive Defizite zu vermeiden.
  3. Korrektive Maßnahmen, die Regierungen Verhalten vorschreiben, wenn sie Defizitlimit überschreiten.
  4. Sanktionen: wenn Land keine korrektiven Maßnahmen ergreift (0.2% des BIP bis zu 1% des BIP).
- (3+4 gilt nur für EMU Länder)
- SGP belässt Budgetautonomie bei Mitgliedsstaaten
- SGP wurde vor der Krise 2008 nur sehr unvollständig implementiert.

## Fiskalpolitik - Ausgangslage: Six-pack & fiscal compact

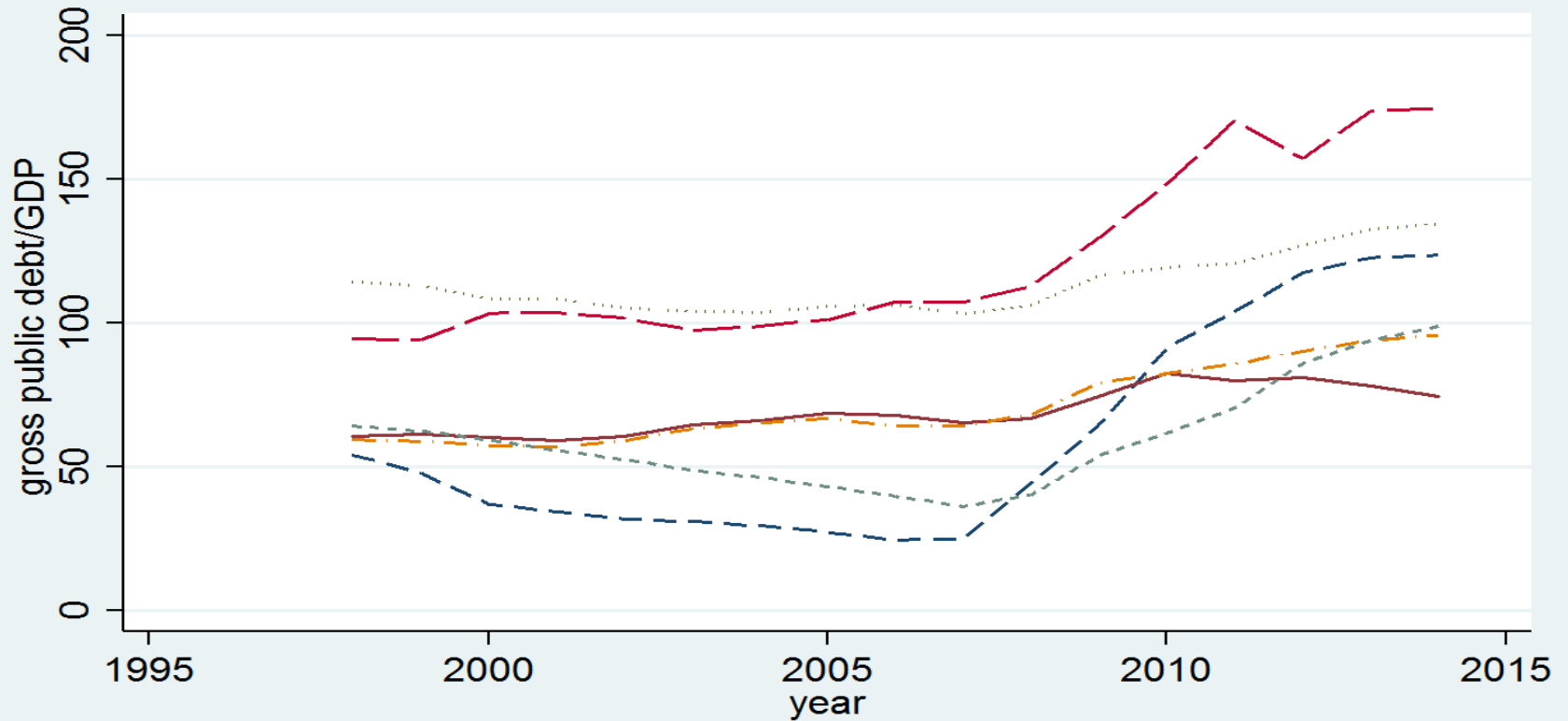
- 2011: six-pack und fiscal compact
- Six-pack verstärkt den SGP.
  1. Defizit muss gegen mittelfristiges Ziel konvergieren; Defizit < 3% des BIP, Schuldenlimit von 60% des BIP (oder Konvergenz dorthin); definiert klar, was eine "signifikante Abweichung" von mittelfristigem Ziel ist.
  2. Sanktionen können auch eingeleitet werden, wenn Schulden > 60% des BIP und nicht zum Limit konvergieren.
  3. Umgekehrte qualifizierte Mehrheitsentscheidungen: Vorschlag der Kommission wird angenommen, wenn nicht qualifizierte Mehrheit der Mitgliedsstaaten dagegen.
- Fiscal compact: zusätzliche Verpflichtungen für EMU-Länder.
  1. Konvergenz zu mittelfristigem Ziel: Obergrenze von 0.5 % für strukturelles Defizit (konjunkturbereinigtes Defizit) 1% für Länder mit Schuldenstand < 60% des BIP
  2. Automatische Sanktionen bei Verstoß
    - Problematisch: strukturelles Defizit ist nicht objektiv berechenbar und lässt zu wenig Spielraum für aktive Fiskalpolitik
    - Zwang zu prozyklischer, restriktiver Fiskalpolitik

# Öffentliches strukturelles Defizit: ausgewählte Länder der Eurozone



Harald Fadinger, Universität Mannheim

# Öffentliche Bruttoverschuldung: ausgewählte Länder der Eurozone



## Längerfristige Lösungsansätze: Koordinierung der Fiskalpolitik

- Völlig unkoordinierte Fiskalpolitik und Festlegung auf „no bailout“ ist nicht realistisch und nicht glaubwürdig:
  - Externalitätenproblem: (expansive oder restriktive) Fiskalpolitik auf Kosten anderer Mitgliedsstaaten.
  - Finanzmärkte sind wichtiger Verstärkungsmechanismus und Ansteckungsfaktor:
    - Z.B.: Staatsschuldenkrise führt zu Bankenkrise (Banken halten Staatsschulden in Bilanzen);
    - Ansteckungsgefahr über die Finanzmärkte.
- Eurozonen-Fiskalpolitik muss:
  1. Aggregierte Fiskalpolitik der Eurozone bestimmen können („aggregate fiscal stance“).
  2. Ausreichende Fiskalkapazität haben, um Staatsschulden- und Bankenkrisen in der Eurozone zu managen.
  3. Eine bessere Regulierung der nationalen Budgetpolitik beinhalten (derzeit große Probleme mit der Berechnung struktureller Defizite).
- Da Punkt 2 ein gewisses Versicherungssystem für Staaten beinhaltet, müssen Fiskalregeln „moral hazard“ verhindern.

## Institutionen einer gemeinsamen Fiskalpolitik (Sapir & Wolf, 2015):

- **Fiskalischer Föderalismus mit Ausnahmen:** je näher ein Land an die Schuldengrenze kommt, je mehr würde es die Fähigkeit, sich zu verschulden, verlieren.
- **Aggregierte Fiskalpolitik der Eurozone:** in Ausnahmesituationen sollten Länder, die eine zu expansive oder zu restriktive Fiskalpolitik machen, gezwungen werden können, diese anzupassen.
- **Eurosystem of fiscal policy** (Sapir und Wolf): Vorsitz durch einen Finanzminister der Eurozone oder den Finanzkommissar. Mitglieder: Direktoren des ESM und alle Eurozonen-Finanzminister; **qualifizierte Mehrheitsentscheidungen.**
  1. Kontrolle über ESM-Mittel: Hilfe an Regierungen, Bankenkrisen.
  2. Derzeit:
    - ESM-Hilfe nur einstimmig möglich, Zustimmung der Parlamente in manchen Mitgliedsstaaten notwendig (z.B.: Deutschland, Finnland).
    - ESM verwendet nationales Steuergeld.
    - Probleme: Interessenskonflikte, Erpressung durch Vetomacht, Unsicherheit.
  3. Stattdessen:
    - Zustimmung durch europäisches Parlament.
    - Beschränkte EU-Steuerkapazität, um ESM-Fonds zu füllen.
    - Benötigt Änderung des EU-Vertrags oder zwischenstaatliches Abkommen, Verfassungsänderung in manchen Mitgliedsstaaten.
- Vorteil: viel weniger moral hazard als mit Euro-Bonds (nur auf ESM-Mittel beschränkte gemeinsame Haftung), aber löst Versicherungsproblem.

# Überwachung der privaten Verschuldung und Bankenregulierung

- Spekulative Blasen und private Verschuldung: Finanzmarktregulierung , „macro- & micro-prudential policy“ : **EZB**
- Seit 2014 hat EZB Bankenaufsicht über wichtigste Banken der Eurozone.
- Sollte nationalen Aufsichtsbehörden Bedingungen für (Immobilien-)kreditvergabe vorschreiben können, wenn Gefahr einer Blase besteht und diese nicht tätig werden.
- Striktere Kapitalvorschriften für Bankensektor wären wünschenswert.



## Konklusion

- Der Euro kann nur erfolgreich bestehen bleiben, wenn **institutionelle Schwachpunkte der Währungsunion beseitigt** werden.
- Eine **proaktive** statt bloß reaktive **Politik** der Eurozonen-Kernländer würde Europa gut tun.
- Eine **Verlagerung der Initiative** weg von den Mitgliedsstaaten (insb. Deutschland) und **hin zu den europäischen Institutionen** wäre meiner Ansicht nach wünschenswert.
- Dies verlangt mehr Kooperation der Mitgliedsstaaten.