



## Christian KEUSCHNIGG

# *Wie geht es mit der Eurozone weiter?*

Club20, Intercontinental, Salon Vier Jahreszeiten, Wien, 5. März 2019

Wirtschaftspolitisches Zentrum · Wien · St. Gallen

[www.wpz-fgn.com](http://www.wpz-fgn.com), [office@wpz-fgn.com](mailto:office@wpz-fgn.com)

## ▪ Währungsunion

- einheitliche **Geldpolitik**, fixer interner **Wechselkurs**
- wichtige **Anpassungsmechanismen** fallen weg
- nur **Fiskalpolitik** kann nationale Konjunktur stabilisieren
- **Staatsschulden** riskanter

## ▪ Euroraum: wirtschaftlich sehr heterogen

- große **strukturelle Unterschiede**, Pro-Kopf-Einkommen
- unterschiedliche **Konjunktur**, aber einheitliche Geldpolitik

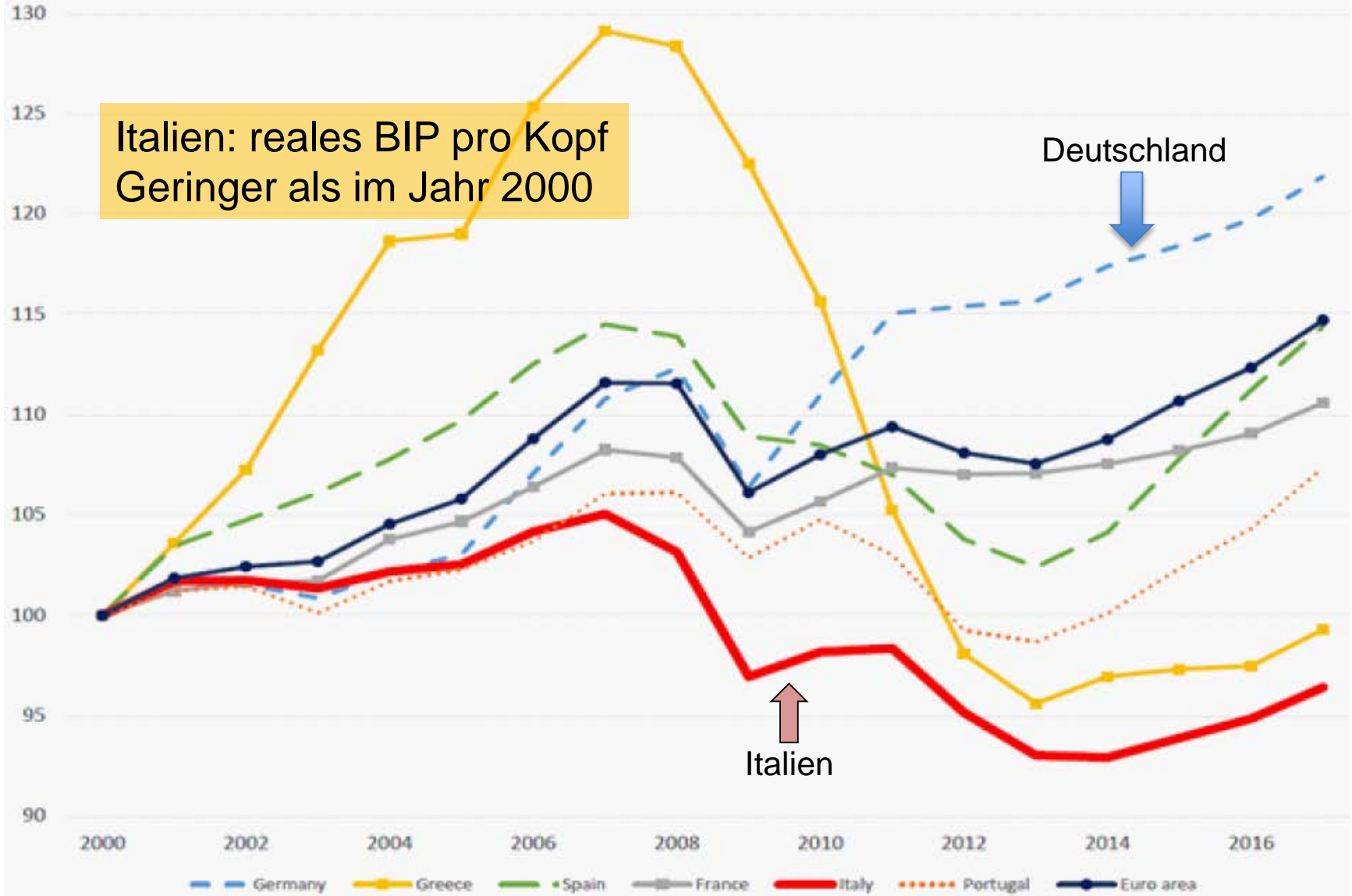
## ▪ Neue Ausgleichsmechanismen notwendig

- Voraussetzungen für optimale Währungsunion
  1. Lohn- und **Arbeitsmarktflexibilität** – gering
  2. **Mobilität** der Arbeit – gering
  3. **Kapitalmarktintegration** – verzerrt, Kapitalflucht
  4. **fiskalische Ausgleichsmechanismen** - gering

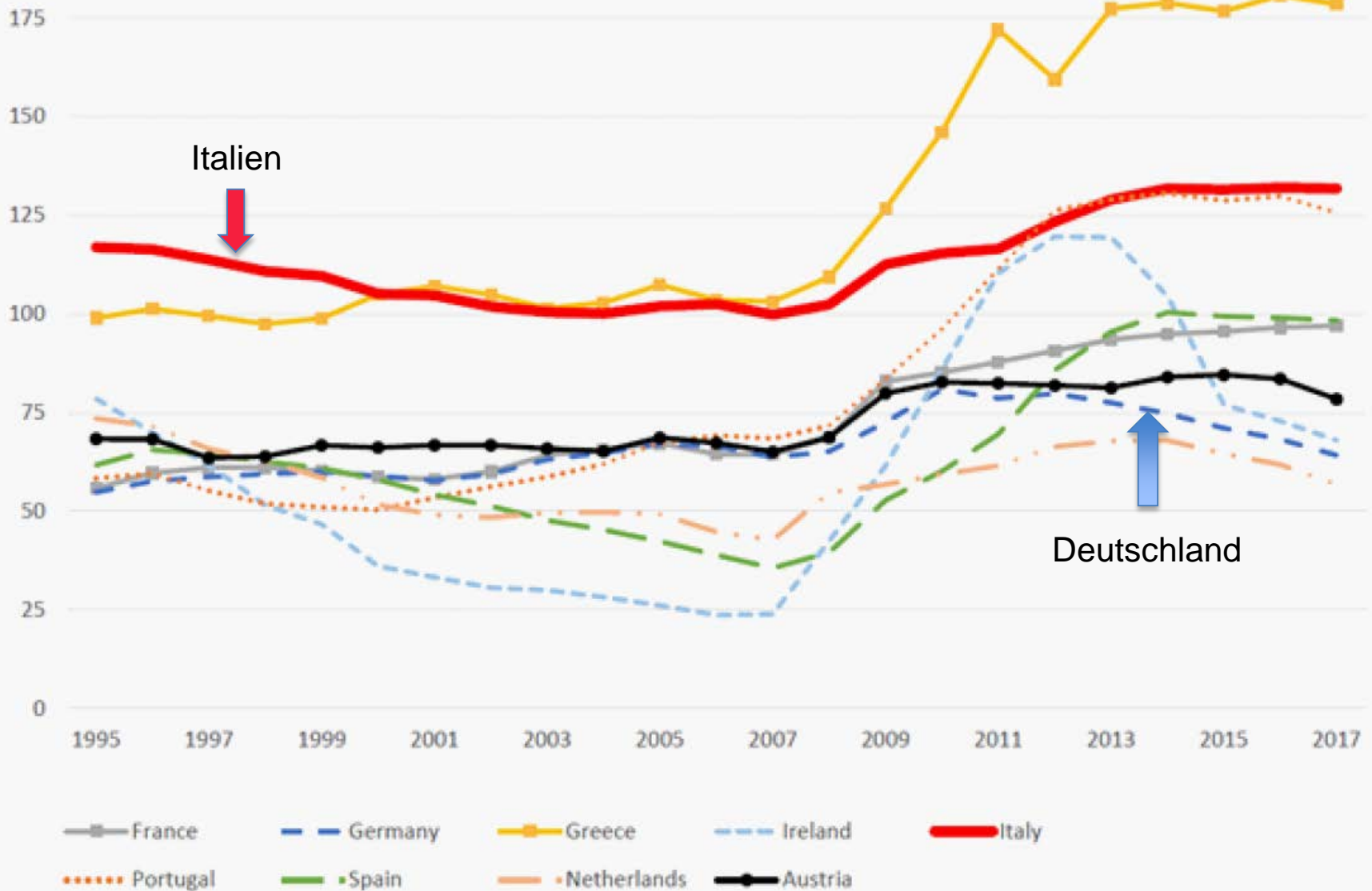
# Vier Krisen in der Eurozone

- **Wachstums- und Zahlungsbilanzkrise**
  - lahmendes **Wachstum**, divergierende **Wettbewerbsfähigkeit**
  - fehlende **Anpassungsmechanismen**: Wechselkurse, einheitliche statt differenzierte Geldpolitik (Zinsen)
- **Staatsschuldenkrise**
  - Zweifel an **Tragfähigkeit der Staatsschuld**
  - Vertrauensverlust und **Kapitalflucht**
  - Überschuldung verhindert fiskalische **Stabilisierung**
- **Bankenkrise**
  - geringes EK, schlechte Kreditqualität, **hohe Krisenanfälligkeit**
  - Kapitalmärkte unterentwickelt, **Bankenabhängigkeit**
- **Politische Krise**
  - **negative Folgekosten** nationaler Politik für andere Länder
  - schärfere Konflikte, **abnehmende Kooperation**

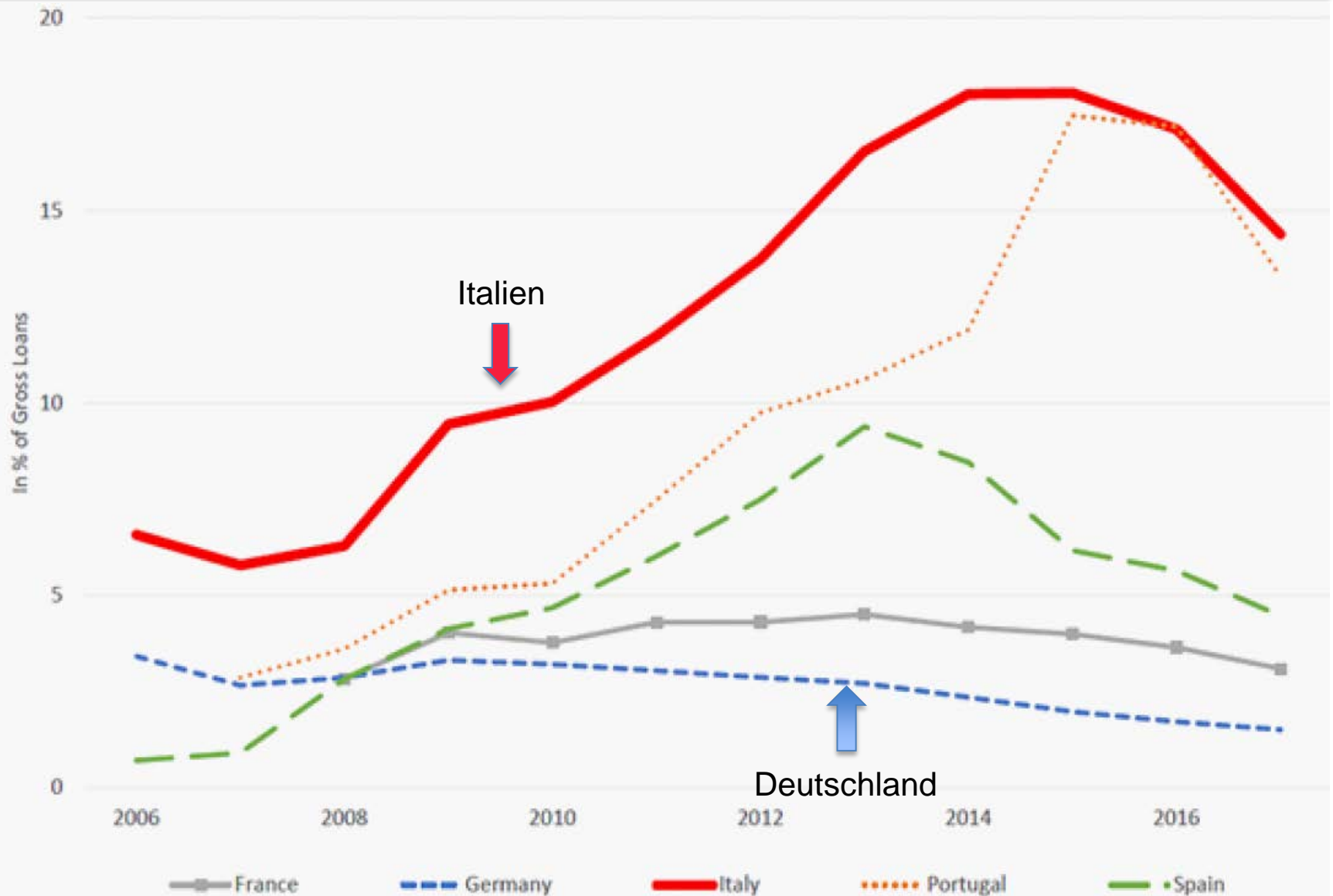
# Italien: Wachstum und mangelnde Wettbewerbsfähigkeit



# Italien: Staatsverschuldung, in % des BIP



# Italien: Anteil schlechter Kredite, verletzte Banken



# Italien: Welche Szenarien für die Zukunft?

- **Verwundbarkeit an allen Fronten**
  - **Staatsschuld** – automatische Stabilisatoren außer Kraft, Tragbarkeit ausgereizt
  - **Banken** – schlechte Kredite bremsen Kreditvergabe und erhöhen Risiko
  - **Wachstum/Wettbewerbsfähigkeit** – kein Ausweg durch Abwertung
- **Reform in der Eurozone – ein Programm für Jahrzehnte**
  - Abbau **Staatsverschuldung** – Budgetdisziplin über Jahrzehnte
  - interne **Abwertung** (schnell) oder Innovation... (langsam), Benya-Regel!
  - Restrukturierung **Banken** und/oder Abwicklung
- **Welche Chancen für nachhaltige Reform?**
  - politische **Glaubwürdigkeit/Durchhaltevermögen** über Jahrzehnte?
  - gibt es **politischen Unfall**? Brexit aus weit weniger zwingenden Gründen...
  - plötzlicher **Vertrauensverlust/spekulative Attacke** in einer Rezession?
- **Ist der Austritt eine Lösung?**
  - Abwertungen **machen arm**, Austritt löst kein Problem
  - auch ohne Euro kann man wirtschaftlich absteigen, oder Reformen!

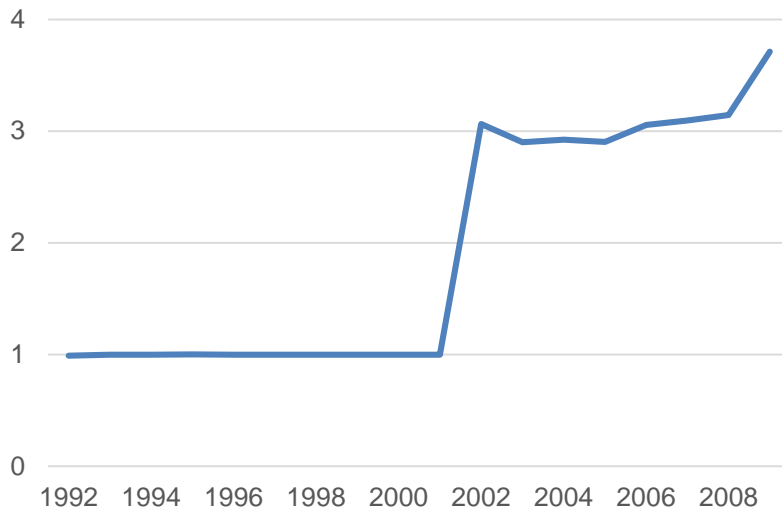
# Italien: Ein Austrittsszenario

- **In Erwartung einer starken Abwertung**
  - **Bankensturm**, Sparer wollen Euro halten
  - **Kapitalflucht**, Abverkauf italienischer Staatsanleihen
  - Zentralbank müsste Banken mit massiver **Liquidität** versorgen
  - erzeugt **Inflationsschock**, multipliziert Abwertung
  - Entschärfung: **Bankenschließungen** und **Kapitalverkehrskontrollen**
- **Beispiel Argentinien und Griechenland**
  - im Simulationsmodell nach ähnlichen Prinzipien
- **Abwertung und Inflationsschock**
  - **Entwertung** Staatsschuld in Lire
  - **Insolvenzen** bei Schulden in Euro oder Dollar
  - es **gewinnen** Italiener, die Assets in ausl. Währung (oder bare Euro) halten
  - es **verlieren** Italiener und Ausländer, die italische Assets in Lire halten
- **Nach Schocktherapie**
  - raschere **Erholung, WENN** Reformen passieren
  - IMF **Programm**: Schuldenschnitt, Überbrückungskredite, Reformauflagen

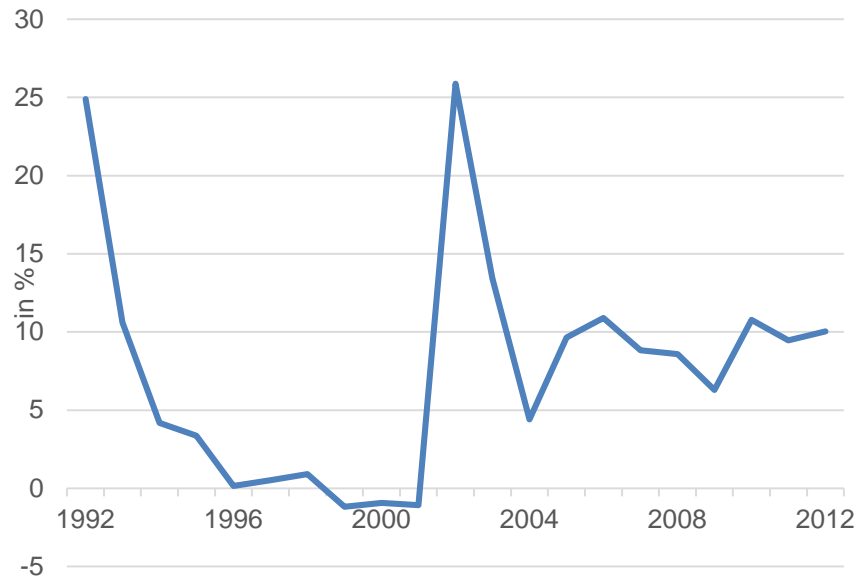


# Argentinien 2001-02: Abwertung, Inflationsschock

Argentina: Exchange Rate  
Peso/USD

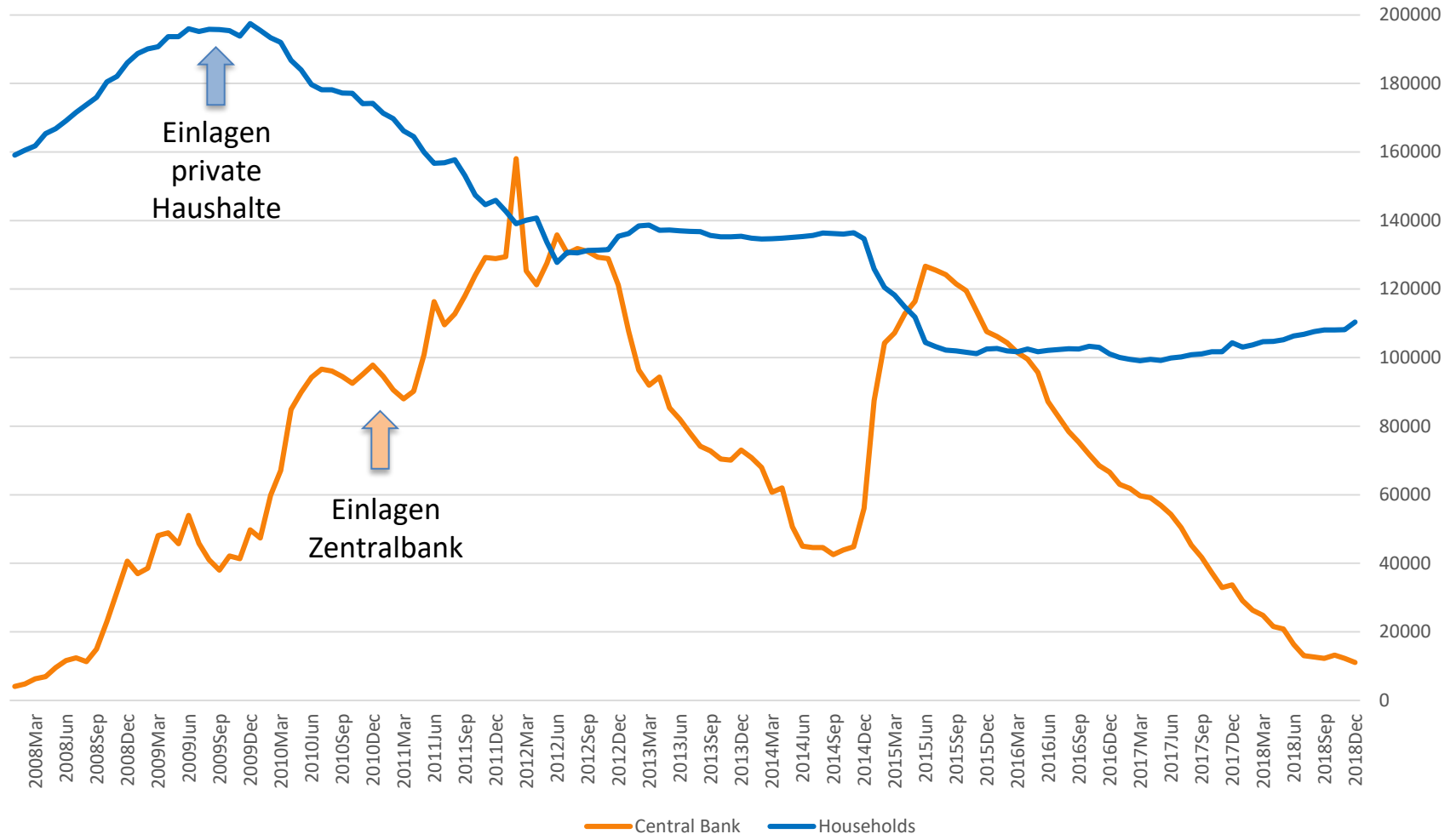


Argentina: Inflation



# Griechenland: Einlagen bei Banken

Einlagen bei griechischen Banken,  
(in EUR Mio.)



# Reformprogramm der Eurozone

- **EZB: Aufgabe als Kreditgeber letzter Instanz**
  - **Vertrauensverlust**/spekulative Attacken **verhindern**
- **ESM: Krisenfinanzierung**
  - **Kredite** Zug um Zug **gegen Reformen**
- **Fiskalpakt, Makroaufsicht, Koordination**
  - nationale Politik: **positive**, nicht negative Folgen **für andere**
- **Re-Kapitalisierung und Re-Strukturierung von Banken**
  - Abbau von Risiken, Eigenkapital und Liquidität für mehr **Krisenrobustheit**
- **Bankenunion**
  - gemeinsame Aufsicht, **Sanierung/Abwicklung**, Einlagensicherung
- **Kapitalmarktunion**
  - bessere **Mischung** Bankkredite und Kapitalmarktfinanzierung
- **Der Euro wird in den Mitgliedsländern gemacht**
  - nationale **Reformen**, aufgestauter **Anpassungsbedarf**
  - welche Konsequenzen bei mangelnder Anpassung?
- **Insolvenz-/Austrittsmechanismus**
  - **Glaubwürdigkeit** der Krisenpolitik

Danke für Ihre Aufmerksamkeit!

# WPZ

## Wirtschaftspolitisches Zentrum

Ein Kompetenzzentrum der FGN-HSG, Universität St. Gallen

*Forschung und Kommunikation auf Spitzenniveau für Politik, Wirtschaft und Gesellschaft*

Besuchen Sie uns auf [www.wpz-fgn.com](http://www.wpz-fgn.com)! Registrieren Sie sich für unseren kostenlosen Newsletter und bleiben Sie stets auf dem Laufenden über unsere wirtschaftspolitischen Beiträge und die neuesten Forschungsergebnisse. Wir freuen uns über Ihr Interesse und Ihre Kontaktaufnahme via [office@wpz-fgn.com](mailto:office@wpz-fgn.com).