

## **6. Bundesbank-IAW Lecture on European Economic Integration, 19. Juni 2019**

### **„The Euro crisis: Why did it happen and can it happen again?“**

**Karolina Ekholm, Stockholm University**

---

Nachdem die letztjährige Bundesbank-IAW Vorlesung dem Thema Brexit gewidmet war, rückte heuer die Eurokrise wieder ins Zentrum der Betrachtungen. Mit Karolina Ekholm konnten wir eine Rednerin gewinnen, die als Forscherin international sehr angesehen ist und zugleich über praktische Politikerfahrung verfügt: Sie war über fünf Jahre Vizegouverneurin der Schwedischen Zentralbank und über weitere fünf Jahre Staatssekretärin im Schwedischen Finanzministerium, ehe sie mit Beginn des Jahres 2019 wieder als Professorin an die Stockholm University zurückkehrte. Sie ließ am Abend der Vorlesung zunächst ein Stück Hoffnung aufkommen, denn der Titel ihrer Vorlesung schien anzudeuten, dass die Eurokrise mittlerweile vielleicht doch der Vergangenheit angehört und dass die Zukunft nicht zwingend eine Wiederholung der Krise beinhalten muss.

Der Abend wurde eröffnet durch ein kurzes Statement von Claudia Buch, Vizepräsidentin der Deutschen Bundesbank und langjährige Professorin an der Universität Tübingen. Sie stellte die Frage, ob die Eurozone nicht schon deshalb zum Scheitern verurteilt ist, weil sie Länder mit sehr unterschiedlicher Produktivität und deshalb auch mit sehr unterschiedlichem Prokopfeinkommen umfasst – und ihre Antwort war Nein. Worauf es vielmehr ankommt, ist, dass die Länder sowohl in ihrer privaten als auch in ihrer öffentlichen Verschuldung den durch ihre jeweiligen Fundamentaldaten bestimmten Rahmen des Tragbaren nicht verlassen. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SGP) hatte von Anfang an genau dies zum Ziel, aber er greift dabei zu kurz, weil er sich auf den öffentlichen Sektor beschränkt. Zudem beinhaltet er keine Vorkehrungen für Krisen, die bei untragbarer Verschuldung entstehen können.

Im Zuge der 2010 einsetzenden Verschuldungskrise wurde der SGP reformiert und es wurden neue Mechanismen und Institutionen installiert, um Krisen für die Zukunft möglichst vermeiden und im Ernstfall besser bewältigen zu können. Besondere Bedeutung, so Buch, kommt dabei der sogenannten „makroprudenziellen“ Politik zu. Damit sind all jene Politiken gemeint, die auf eine Eindämmung systemischer Risiken für den Finanzsektor einer Ökonomie abzielen. Systemische Risiken entstehen aufgrund externer Effekte, sie können also durch Regulierung des einzelnen Finanzintermediärs („mikroprudenzielle“ Regulierung) nur unvollständig erfasst werden.

Makroprudenzielle Politik ist in jedem Land vonnöten. Die besondere Herausforderung der Eurozone besteht laut Buch darin, dass ein großer Teil der makroprudenziellen Politiken – historisch wie auch funktional betrachtet – nationale Politiken sind, dass aber aufgrund der hohen Integration des Finanzsektors innerhalb der Eurozone zugleich ein hohes Maß an grenzüberschreitenden Externalitäten vorliegt. Das verlangt sowohl eine Balance zwischennationaler und zentraler Zuständigkeit für makroprudenzielle Politik, wie auch ein hohes Maß an Koordination nationaler Politiken. Dies muss das Ziel des „Single Supervisory Mechanism“ (SSM) sein. Der Erfolg der makroprudenziellen Politik für die Eurozone wird, so Buch, entscheidend davon abhängen, dass die nationalen Entscheidungsträger in einen konstruktiven Dialog über die jeweils gemachten Erfahrungen und über mögliche Anpassungen des mit dem SSM eingeschlagenen Weges eintreten.

Karolina Ekholm näherte sich den beiden im Titel gestellten Fragen über eine einfache historische Betrachtung. Das erste Jahrzehnt der Währungsunion war geprägt durch eine nahezu vollständige Konvergenz der langfristigen Zinssätze für Staatsschuldverschreibungen („government bond yields“), und

dies auf einem für viele Länder historisch niedrigem Niveau. Für etliche Länder lag der Zinssatz für längere Zeit unter der Wachstumsrate. In dieser Phase verortete Ekholm den Aufbau von Verschuldungspositionen, die später, d.h. nach Wiederauftauchen von Risikoprämien für die „Problemländer“, zu der im Titel genannten Eurokrise führen sollten.

War die Krise eine zwingende Konsequenz der Zinskonvergenz? Ekholm betonte, dass die Krisenursachen tiefer lagen, und sie resümierte die akademische bzw. politische Debatte zu dieser Frage, indem sie zwei rivalisierende Narrative anbot. Ein Narrativ sieht die Eurokrise als zwingende Konsequenz schlechter Fundamentaldaten in den „Problemländern“, das andere betont die Rolle von selbsterfüllenden Erwartungen, die auch bei guten Fundamentaldaten zu einer Krise führen können. An die beiden Narrative knüpfen sich, so Ekholm weiter, völlig unterschiedliche Reformnotwendigkeiten. Im ersteren Falle ergeben sich als Erfordernisse eine Stärkung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes und vor allem strukturelle Reformen, welche die Fundamentaldaten der Ökonomie verbessern. Im letzteren Falle sind Auffangmechanismen erforderlich, welche die Erwartungsbildung dergestalt beeinflussen, dass rein erwartungsgetriebene „schlechte Gleichgewichte“ mit nicht mehr finanzierbaren Risikoprämien erst gar nicht entstehen. Am Ende steht hier mitunter sogar die Schaffung von neuen Finanzierungsinstrumenten wie Eurobonds.

Was bestimmt, ob eine Land in diesem Sinne Spielball von Erwartungen wird? Können Regierungen etwas dazu beitragen, dass dies nicht geschieht? Dies ist eine Kernfrage der modernen Makroökonomie. Ekholm versuchte dem Auditorium wichtige Erkenntnisse aus der Literatur anhand eines einfachen Schemas näherzubringen. Das Grundproblem besteht in der mangelnden Durchsetzbarkeit von Forderungen gegenüber dem Souverän, d.h. gegenüber der Regierung eines Landes. Das macht es der Regierung schwer, gegenüber den Investoren/Gläubigern als glaubwürdiger Schuldner aufzutreten. Das Resultat sind dann mitunter hohe Risikoprämien für die Refinanzierung der existierenden Staatsschuld bzw. für die Finanzierung laufender Haushaltsdefizite, d.h. für die Aufnahme neuer Staatsschuld. Erwartungsänderungen können auf diese Weise ein Finanzierungsproblem des Staates generieren und im Extremfall sogar zu einem Zahlungsausfall führen. Das wird umso eher der Fall sein, je höher die bereits existierende Staatsschuld ist. Entscheidend sind aber auch die Fundamentaldaten der Ökonomie (Produktivität, Wachstumspotential). Gute Fundamentaldaten bedeuten ein hohes Einnahmepotenzial für den öffentlichen Haushalt, sodass die Regierung selbst bei hoher öffentlicher Verschuldung als glaubwürdiger Schuldner erscheinen mag.

Länder mit hinreichend geringer Verschuldung und hinreichend guten Fundamentaldaten sind gegenüber rein erwartungsgetriebenen Finanzierungsproblemen immun, Ekholm sprach von einer „safe zone“. Dasselbe gilt für Länder mit hinreichend hoher Verschuldung und hinreichend schlechten Fundamentaldaten. Diese Länder sind in jedem Fall Kandidaten für einen Zahlungsausfall, Ekholm sprach von einer „default-only zone“. Dazwischen aber liegen Länder, bei denen zwei „Gleichgewichte“ denkbar sind, eines mit Zahlungsausfall und eines ohne. Und welches dieser Gleichgewichte entstehen wird, hängt von der Erwartungsbildung ab. Bei gegebenen Fundamentaldaten sind pessimistische Erwartungen ggf. im strengen Sinn des Wortes *verursachend* für Zahlungsausfall. Ekholm sprach hier von der „risk zone“. Eine Reduktion der Staatsverschuldung kann für sich genommen ein Land aus der Risikozone in die sichere Zone führen. Wenn aber zugleich eine Verschlechterung der Fundamentaldaten stattfindet, dann kann das Land wieder in die Risikozone zurückrutschen.

Wie kommt nun hier der Euro ins Spiel? An dieser Stelle erinnerte Ekholm daran, dass Regierungen von Ländern, die einer Währungsunion angehören, die Konsequenzen der Überschuldung systematisch unterschätzen, weil sie nur auf die Auswirkungen im eigenen Land achten und die Auswirkungen auf andere Länder ignorieren. Solche „externen Effekte“ entstehen innerhalb einer Währungsunion aus mehreren Gründen – unter anderem, weil die Geldpolitik für die Union als Ganzes auf den Gesamtschuldenstand Bedacht nimmt. Sie sind die eigentliche Begründung für Schuldenobergrenzen wie im SGP.

Sie erinnerte auch daran, dass die Glaubwürdigkeit der Zentralbank bezüglich des Inflationsziels bei hoher Gesamtverschuldung in der Union in Gefahr kommen kann. Unter Verweis auf einzelne Episoden der Eurokrise betonte Ekholm auch die Bedeutung der Beteiligung privater Investoren im Falle von Zahlungsausfällen.

Mit Blick auf die Zukunft stellt sich die Frage nach nötigen Reformen. Die Existenz von Risikozonen als solches wird durch institutionelle und strukturelle Reformen kaum zu vermeiden sein. Institutionelle Reformen der Eurozone können aber bewirken, dass die Wahrscheinlichkeit von rein erwartungsgetriebenen Zahlungsausfällen steigt, wenn Länder in die Risikozone geraten. Ekholm präsentierte zunächst einen umfassenden Überblick über die vielfältigen Reformbestrebungen und betonte dann die besondere Bedeutung jener Instrumente zur Krisenbewältigung, die schon im Vorfeld die Erwartungsbildung beeinflussen, und damit das Entstehen der Krisen vermeiden können. Sie erwähnte hier vor allem den 2012 errichteten Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und die „Outright Market Transactions“ (OMT) Politik der EZB.

In weiterer Folge konzentrierte sich die Vorlesung auf die Rolle der Banken in der Eurokrise und die Bedeutung der Bankenregulierung für die Titelfrage, ob denn eine Eurokrise 2.0 vermieden werden kann. Ein Kernpunkt hier ist was in letzter Zeit unter der Bezeichnung „doom loop“ (auch „diabolic loop“) bekannt geworden ist. Damit ist gemeint, dass die Gefahr eines „schlechten Gleichgewichts“ erhöht wird, wenn die heimischen Banken in ihren Bilanzen hohe Anteile von Staatsschuldpapieren ausweisen. Gerät die Qualität dieser Papiere in Zweifel, dann erhöht sich die Risikoposition der Banken, was sich negativ auf deren Finanzierungsbereitschaft für den privaten Sektor auswirken und auf diesem Wege die Steuereinnahmen des Staates schmälern und das Zahlungsausfallrisiko für die Staatsschuld noch erhöhen kann.

Dieser „doom loop“ hat Implikationen für die Bankenregulierung. Insbesondere sollten, so Ekholm, die Anreize der Banken zum Halten von heimischen Staatspapieren reduziert werden, z.B. durch klare Regeln für die Beteiligung der Banken an der Umschuldung bei nicht mehr tragbarer Staatsverschuldung („bail-in rules“). Institutionell betrachtet sind hier im Rahmen der EU-Bankenunion vor allem der „Single Supervisory Mechanism“ (SSM) und die Anwendung der „Bank Recovery and Resolution Directive“ (BRRD) durch den „Single Resolution Board“ gefordert.

Aber auch in den fiskalischen Auffangmechanismen des ESM und der OMT sieht Ekholm wichtige Elemente der Bewältigung künftiger Verschuldungskrisen. Prophylaktisch könnten auch neue, gemeinsame fiskalische Instrumente auf Unionsebene hilfreich sein, wenngleich die Diskussion über deren Ausgestaltung (Ausmaß und Finanzierung) bei weitem noch nicht abgeschlossen ist und sehr schwierig sein wird.

Wie aber lautet nun die Antwort, auf die Titelfrage? Kann die Eurokrise sich wiederholen? Man beachte die Formulierung: Es geht nicht um irgendeine Krise, sondern um eine Wiederholung der Krise von 2009-2012. Ekholms Antwort: Nein, vorausgesetzt man ergreift die richtigen Reformmaßnahmen, aber die bisher ergriffenen Maßnahmen zeigen noch Defizite. Das „doom loop“-Problem ist im Rahmen der Bankenunion noch nicht hinreichend im Griff. Auch brauchen wir nach Ekholm noch mehr Risikoteilung und im Gegenzug eine entsprechende Regulierung der Banken bei deren Übernahme von souveränen Risiken. Dringend notwendig scheinen positive Gewichtungsfaktoren für Staatspapiere bei den Eigenkapitalvorschriften und eine Beschränkung der Konzentration auf Papiere einzelner Länder innerhalb der einzelnen Bankbilanz.

Ein großes Problem sieht Ekholm in den Gegensätzen zwischen den Nord- und Südländern der EU, wenn es um die beiden eingangs erwähnten Narrative geht. Klar scheint aus ihrer Sicht jedenfalls, dass Italien sich gegenwärtig in der Risikozone befindet. Die Zahlen sind weitgehend bekannt. Für das Jahr

2019 wird eine öffentliche Verschuldungsquote von 133,7 Prozent des italienischen BIP erwartet, worauf der italienische Staat gegenüber der öffentlichen Schuld Deutschlands gegenwärtig eine Risikoprämie von 220 Basispunkten bezahlt. Im Dezember 2008 wurde die italienische Staatsschuld zu ca. 40 Prozent von ausländischen Investoren gehalten, im Dezember 2019 ist dieser Anteil auf ca. 30 Prozent gesunken. Die kritische Einschätzung der ausländischen Investoren bemisst sich also nicht allein durch die erhöhte Risikoprämie, sondern am Rückgang der im Ausland gehaltenen Staatsschuld trotz höherer Rendite. Das Produktionspotenzial ist in der Eurozone insgesamt von 2017 auf 2018 um ca. 1,4 Prozent gestiegen, in Deutschland um 1,6 Prozent und in Italien um 0,4 Prozent.

Italien würde in seiner gegenwärtigen Verfassung im Ernstfall große Schwierigkeiten haben, die Kriterien für die Inanspruchnahme von ESM-Mitteln zu erfüllen. Das aber bedeutet, dass Italien auch den Schutz des OMT-Mechanismus nicht erfahren kann, weil die Aktivierung dieser Transaktionen wiederum an die Erfüllung der EMS-Kriterien geknüpft ist. Damit ist Italien dem Risiko eines erwartungsgetriebenen „schlechten Gleichgewichts“ in besonders hohem Maße ausgesetzt. Die zweite Titelfrage konnte Ekholm somit leider nicht mit einem klaren Nein beantworten.

Wilhelm Kohler, Tübingen, 3. Juli 2019

---

Die Bundesbank-IAW Lecture on European Economic Integration wurde 2014 über eine gemeinsame Initiative des Instituts für Angewandte Wirtschaftsforschung (IAW) an der Universität Tübingen und der Hauptverwaltung der Deutschen Bundesbank in Baden-Württemberg ins Leben gerufen. Die jährliche Vorlesungsreihe wird dankenswerterweise durch die Hauptverwaltung der Deutschen Bundesbank in Baden-Württemberg finanziert und findet im Sommersemester in der Alten Aula der Universität Tübingen statt.

Die bisherigen Vortragenden:

2014: *Paul de Grauwe* (LSE), "The Future of the Eurozone"

2015: *Harold James* (Princeton University), "What Monetary Union Means for Europe"

2016: *Francesco Giavazzi* (Bocconi University), "The Macroeconomic Effects of Fiscal Adjustment Plans: Disaggregating Taxes and Spending"

2017: *Markus Brunnermeier* (Princeton University), "The Euro and the Battle of Ideas"

2018: *Peter Neary* (University of Oxford), "Brexit and the Future of the European Project"

2019: *Karolina Ekholm* (Stockholm University), "The Euro crisis: Why did it happen and can it happen again?"