

Inflation und Staatshaushalt.

Wird die Geldpolitik von der Fiskalpolitik dominiert?



Prof. Klaus Adam, Ph.D.
Universität Mannheim

Grundidee Europäischer Vertragsgestaltung

Eurozone als Stabilitätsunion

mit eindeutigen Verantwortungsbereichen:

⇒ **Fiskalpolitik:** stabile Staatsfinanzen

max. 60% Schuldenquote, max. 3% jährliches Defizit

⇒ **Geldpolitik:** Geldwertstabilität & Finanzstabilität

25 Jahre Euro - 3 große Krisen

Finanzkrise 2007-08

Europäische Staatsschuldenkrise 2010-12

Covid & Russlandkrise 2020-22

- **Krisen + mangelnde Konsolidierung zwischen Krisen**

➡ **höhere Staatsschulden**

60% Grenze für einige europäische Länder in weiter Ferne

➡ **Geldpolitisch motivierte Zinsanhebungen zur Eindämmung der Inflation entfalten größere fiskalische Budgetwirkung**

Gretchenfrage zur fiskalischen Dominanz der Geldpolitik:

Kann die Geldpolitik in einer Situation erhöhter Staatsschulden weiterhin die ihr zugewiesenen Stabilitätsziele verfolgen?



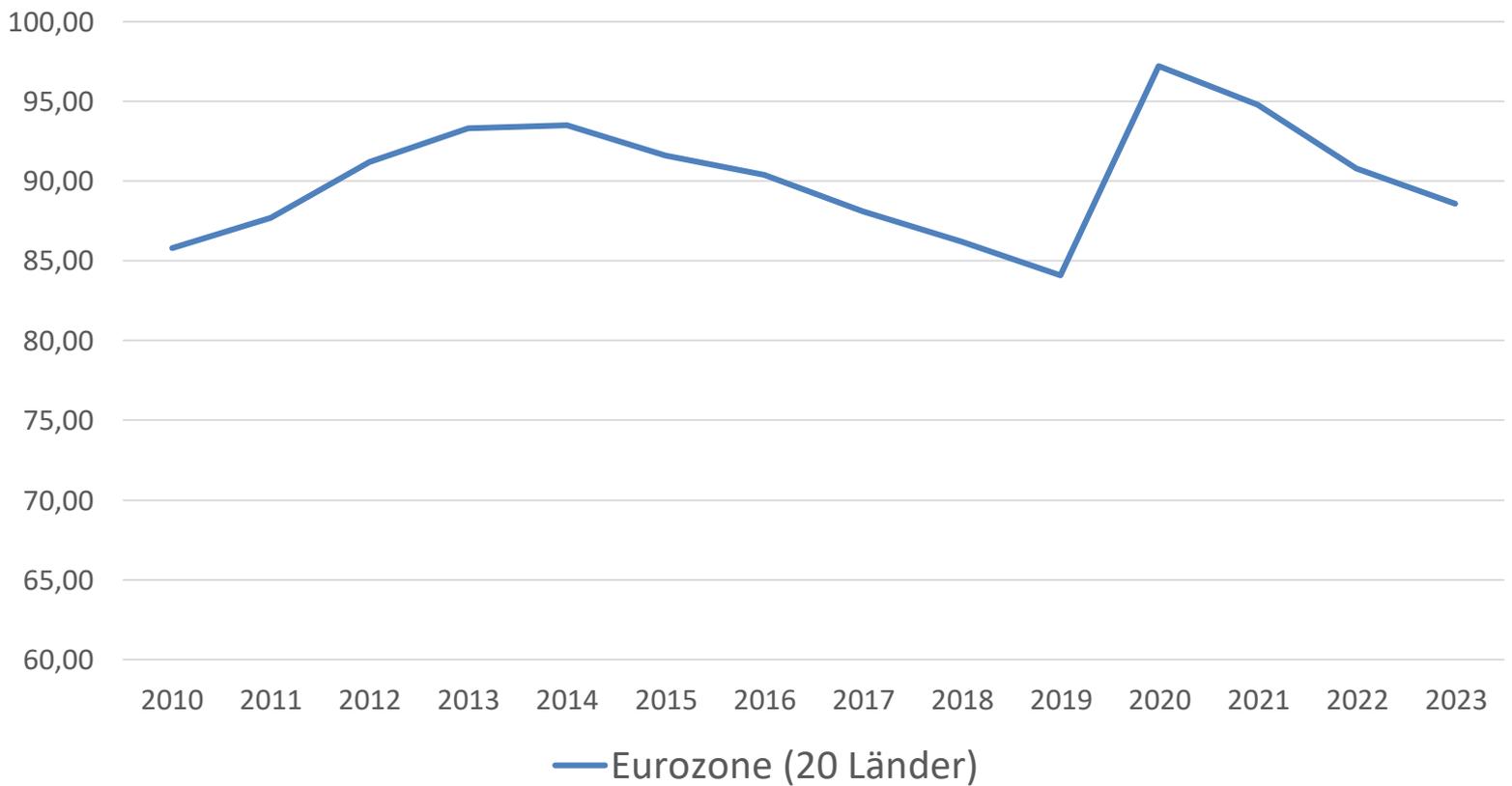
Grund zum Optimismus:

- Zinsen wurden angehoben & Inflation geht zurück
- Schulden in der Eurozone insgesamt stabil

Stabile Situation auf Eurozonen-Ebene

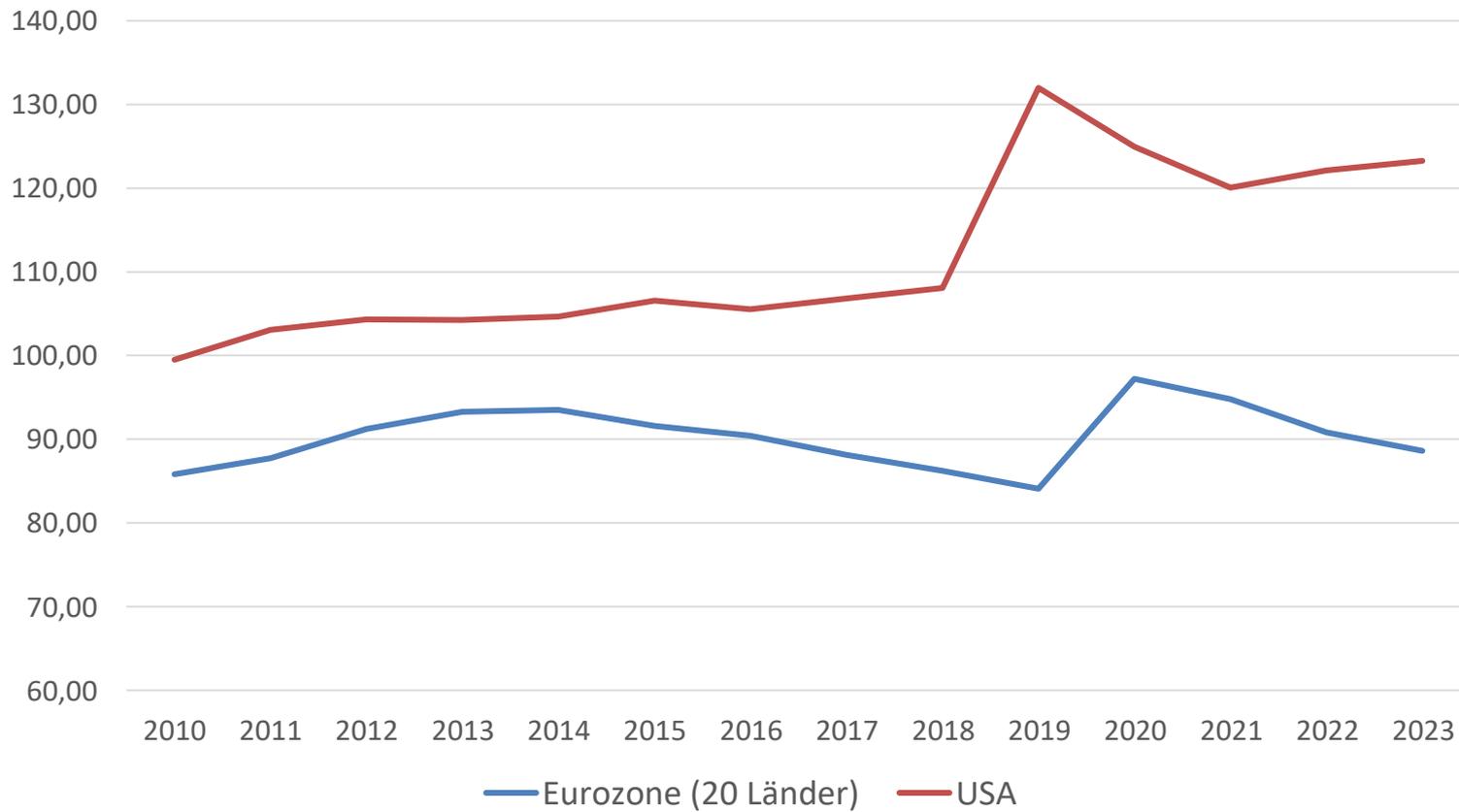


Staatsschuldenquote in % (Schulden/BIP)



Bessere Lage als in den USA....

Staatsschuldenquote in % (Schulden/BIP)



Gretchenfrage zur fiskalischen Dominanz der Geldpolitik:

Kann die Geldpolitik in einer Situation erhöhter Staatsschulden weiterhin die ihr zugewiesenen Stabilitätsziele verfolgen?

➡ Grund zum Optimismus

➡ **Potenzielle Verwerfungslinien**

Potenzielle Verwerfungslinien

Sehr unterschiedliche Staatsschuldenstände in der Eurozone:

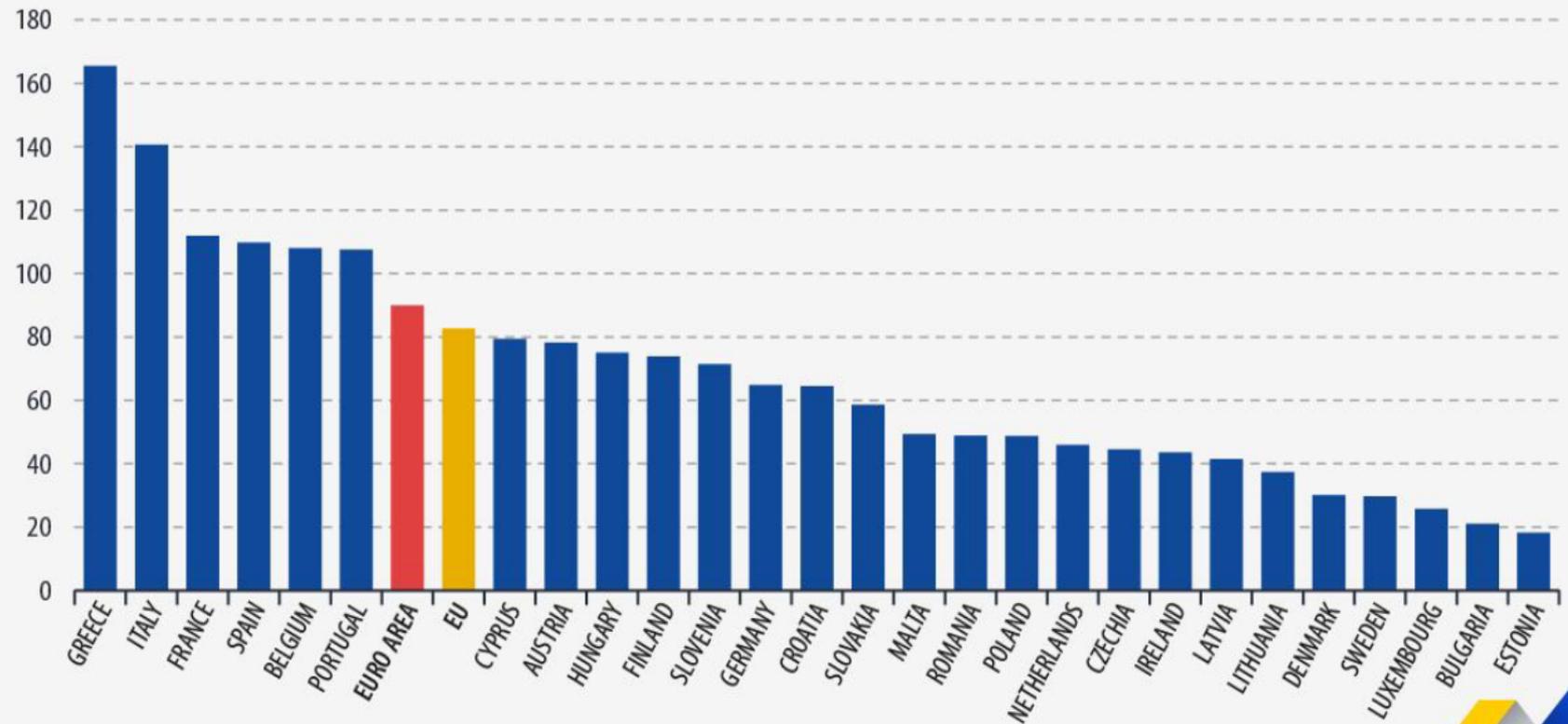
=> Unterschiedlich betroffen von einem EZB-Zinsanstieg

=> Potenziell Instabilität in nationalen Staatsanleihenmärkten

Potenzielle Verwerfungslinien

Government debt to GDP ratio, 2023Q3

In percentage



eurostat 

Adam

07.06.2024

Hauptthese: Unterschiede beim Schuldenstand kein Zufall

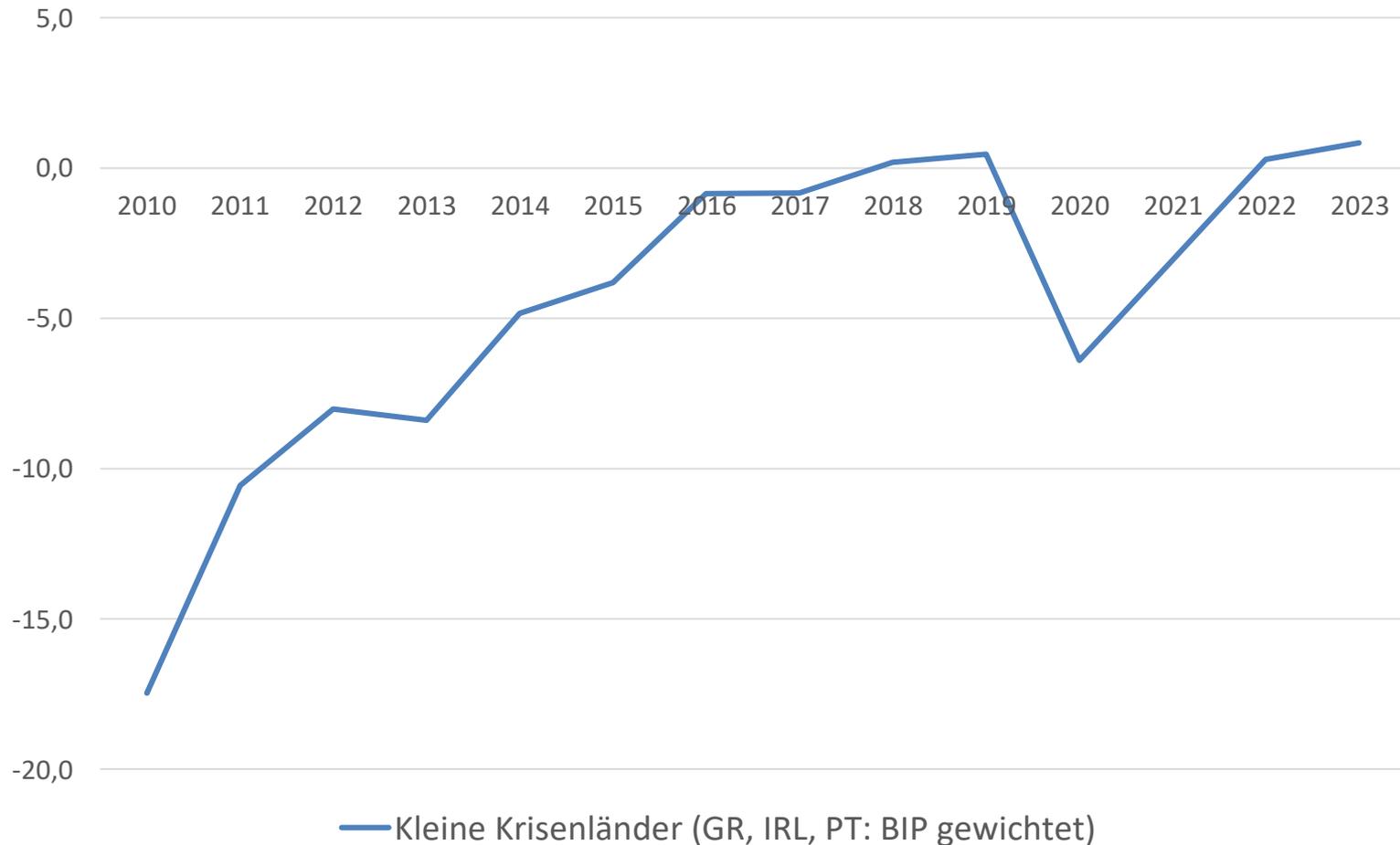
Schuldenstände der Länder reflektieren

- institutionelle Rahmenbedingungen in der Eurozone und
- individuelle Erfahrungen in der europäischen Schuldenkrise der Jahre 2010-2012

Europäische Schuldenkrise 2010-12: Zweiklassengesellschaft

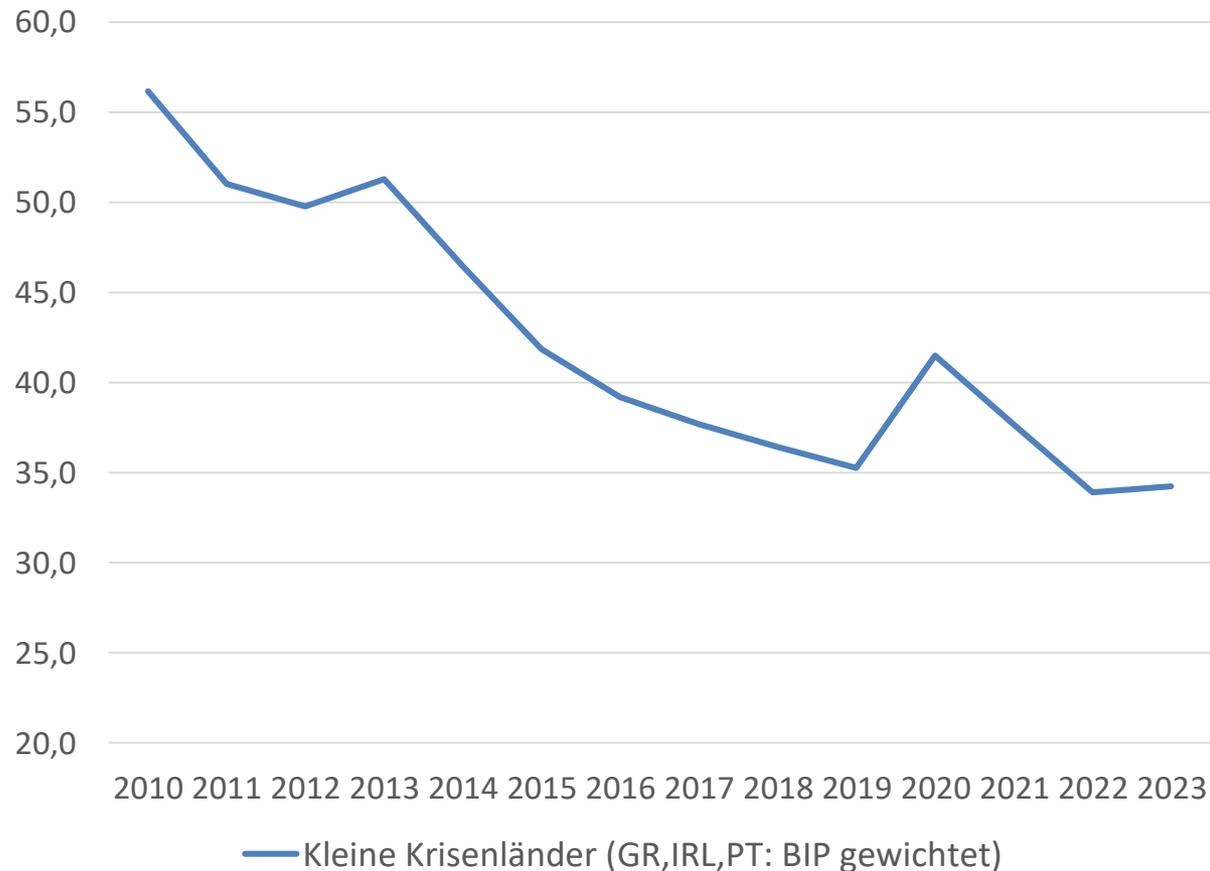
- **Kleine Krisenländer (GR, PT, IRL, ZYP):**
Schmerzhaftes Anpassungsprogramme
+ teilweise Schuldenschnitt (GR + ZYP)

Haushaltsdefizite (in % des BIP): Kleine 2010-12 Krisenländer



Staatsausgaben (in % des BIP):

Kleine 2010-12 Krisenländer



Europäische Schuldenkrise 2010-12: Zweiklassengesellschaft

- **Kleine Krisenländer (GR, PT, IRL, ZYP):**
Schmerzhaftes Anpassungsprogramme
+ teilweise Schuldenschnitt (GR + ZYP)
- **Große Krisenländer:**
Begrenzte Anpassungsprogramme (ES)
+ Rettung mit geldpolitischen Mitteln („Whatever it takes“)

=> Grund: EFSF/ESM zu klein für große Länder

Folgen für die Schuldendynamik

Europäische Schuldenkrise 2010-12:



- **Zweierlei Reaktionen der großen Eurozonen Länder:**

Deutschland: Schuldenbremse (trat 2011 in Kraft)

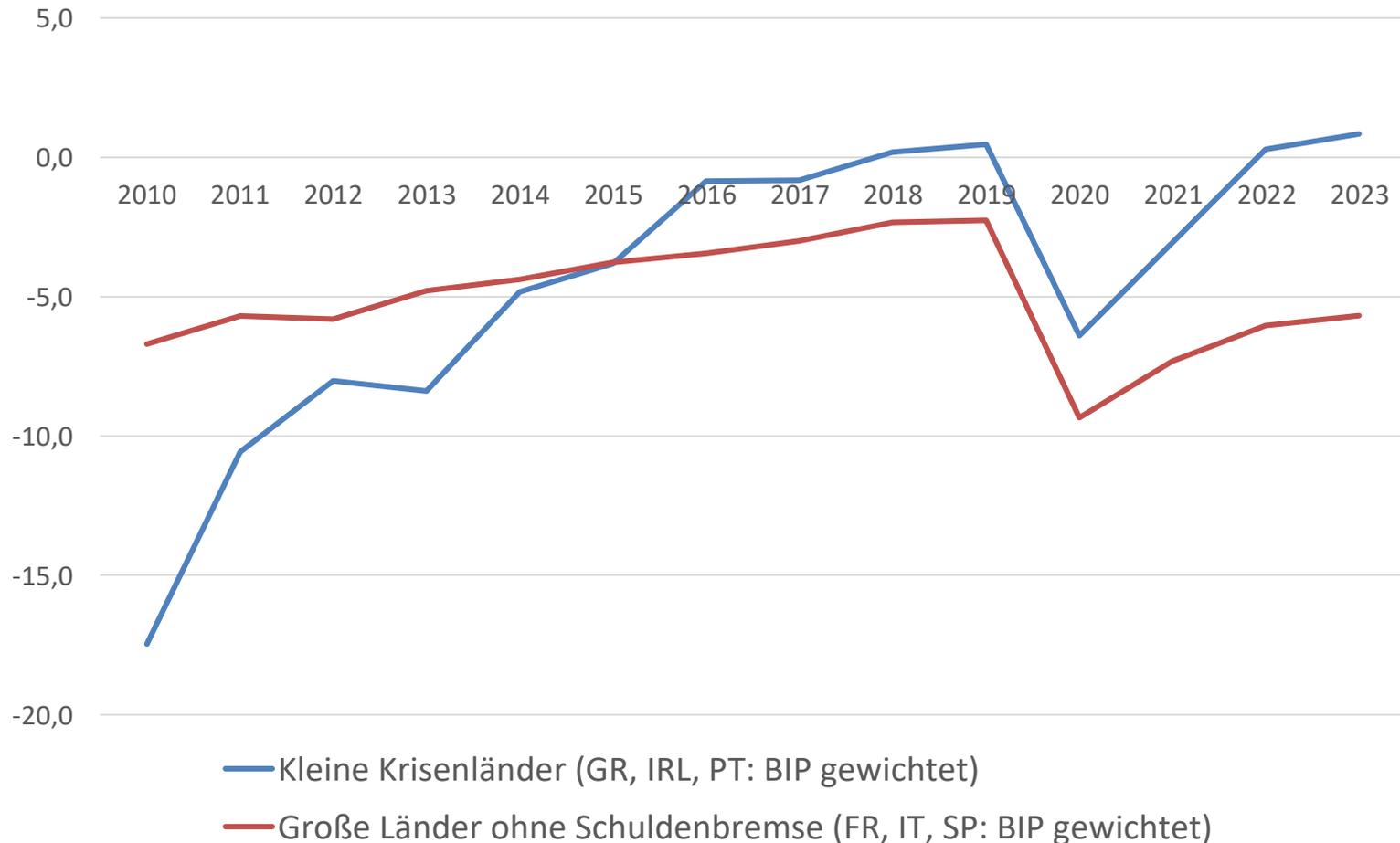
Restliche große Länder (FR, IT, SP): ohne Schuldenbremse

Operieren unter dem Schutz eines EZB Programms:

OMT - Outright Monetary Transactions (Sept 2012)

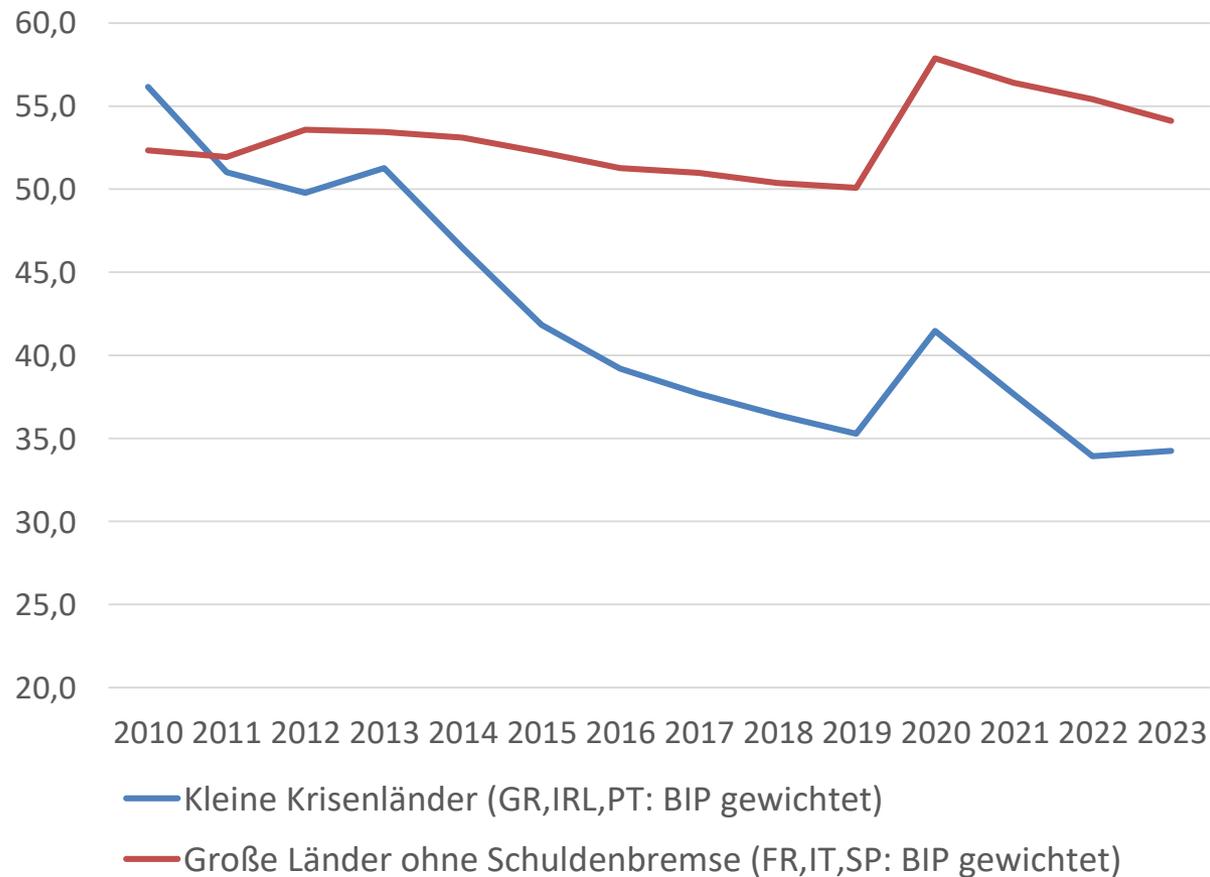
Haushaltsdefizite (in % des BIP):

Kleine 2010-12 Krisenländer vs.
große Länder ohne Schuldenbremse



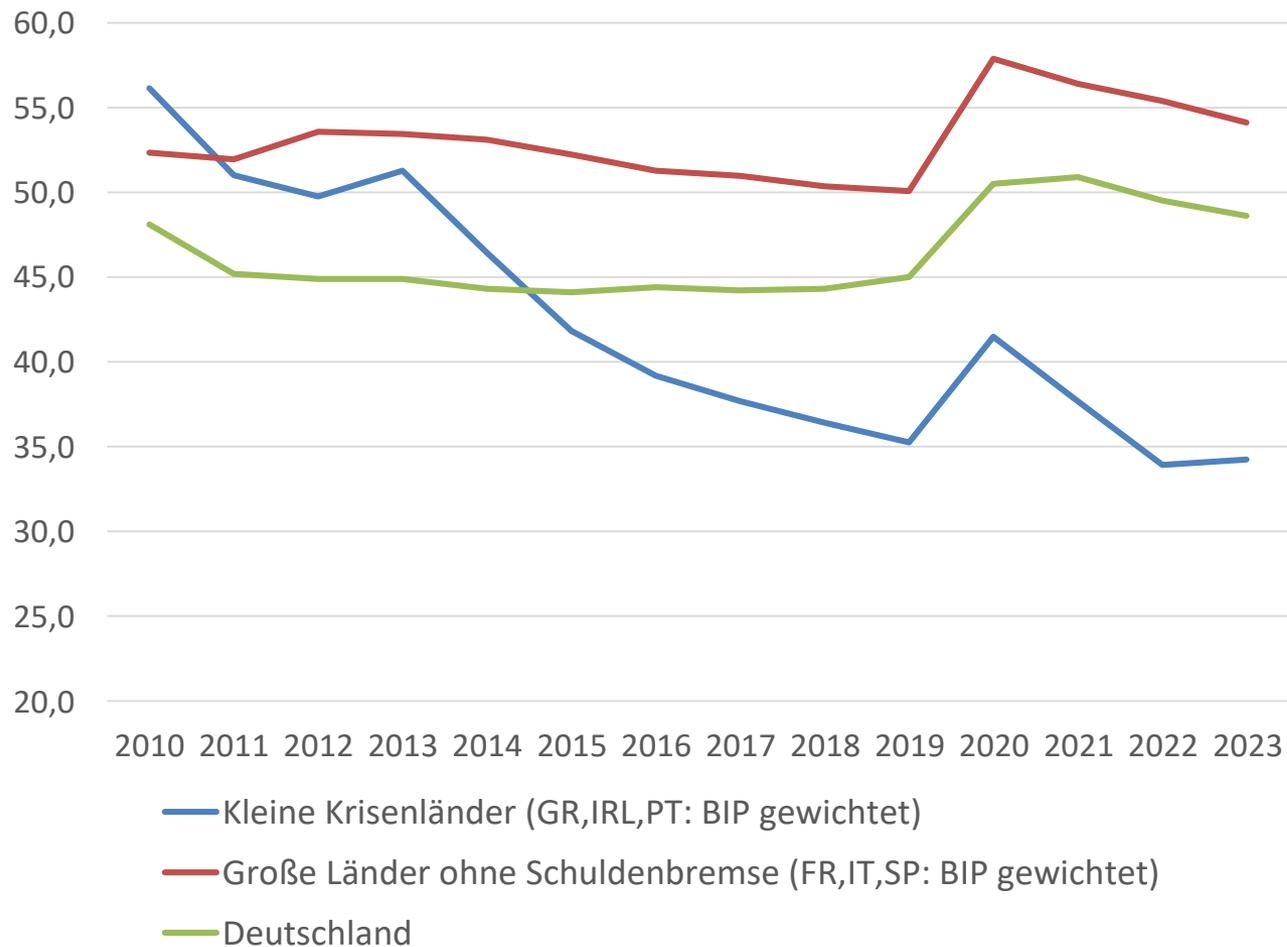
Staatsausgaben (in % des BIP):

Kleine 2010-12 Krisenländer vs.
große Länder ohne Schuldenbremse



Staatsausgaben (in % des BIP):

Kleine 2010-12 Krisenländer,
große Länder ohne Schuldenbremse & Deutschland



Potenzielle Verwerfungslinien

Lösungsansatz für die Schuldenkrise 2010-2012 =>

3 der 4 Länder mit der höchsten Schuldenquote in der Eurozone im Jahr 2023 sind große Länder ohne Schuldenbremse.

Potenzielle Verwerfungslinien: Konsequenzen für die EZB

- Sommer 2022: EZB erkannte Notwendigkeit eines raschen Zinsanstiegs zur Eindämmung der Inflation
- Sorge bezüglich der Stabilität der Staatsanleihenmärkte, insbesondere für große Länder ohne Schuldenbremse
- Gleichzeitig mit Zinsanhebung:
Programm zur Absicherung der Zinsabstände TPI

Potenzielle Verwerfungslinien: Reaktion der EZB

- **TPI - Transmission Protection Instrument (Juli 2022)**
Bekämpfung „fundamental ungerechtfertigter“
Zinsunterschiede => flexibler als das **OMT**-Programm
- **Prognose: TPI wird - wie OMT zuvor - Anreizwirkung für zukünftige Schuldendynamiken entfalten**
- **Zusätzliche Heterogenität in den Schuldenständen potenziell kritisch für zukünftige Handlungsfreiheit der EZB.**

Zusammenfassung

- Schuldenstände stabil in der Gesamtsicht, Inflation geht zurück
- Zunehmende Heterogenität der Schuldenstände: große Länder
- Entscheidungen 2012 (OMT) prägend für Schuldenheterogenität
- EZB Maßnahmen 2022 (TPI) perspektivisch ähnlich prägend
- **Heterogenität birgt potenziell Gefahren für Stabilitätsunion**
- **Strukturelles Problem in der Eurozone: Umgang mit großen Schuldnern mit Schwierigkeiten am Anleihenmarkt ungeklärt**