

---

# Fiskalpolitik für Europa

---

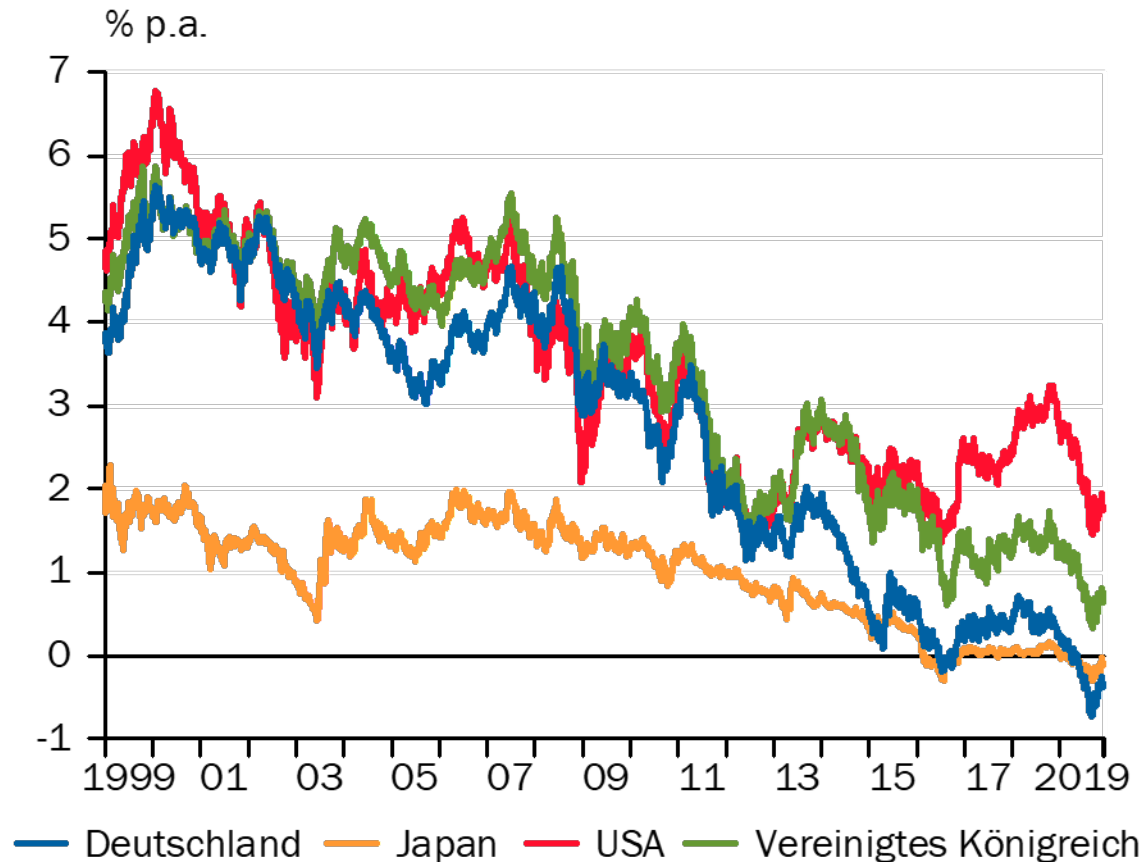
**Volker Wieland**

SVR und IMFS, Frankfurt am Main

**Berlin, 6. Dezember 2019**

# Langfristige Zinsen für Staaten sind sehr niedrig

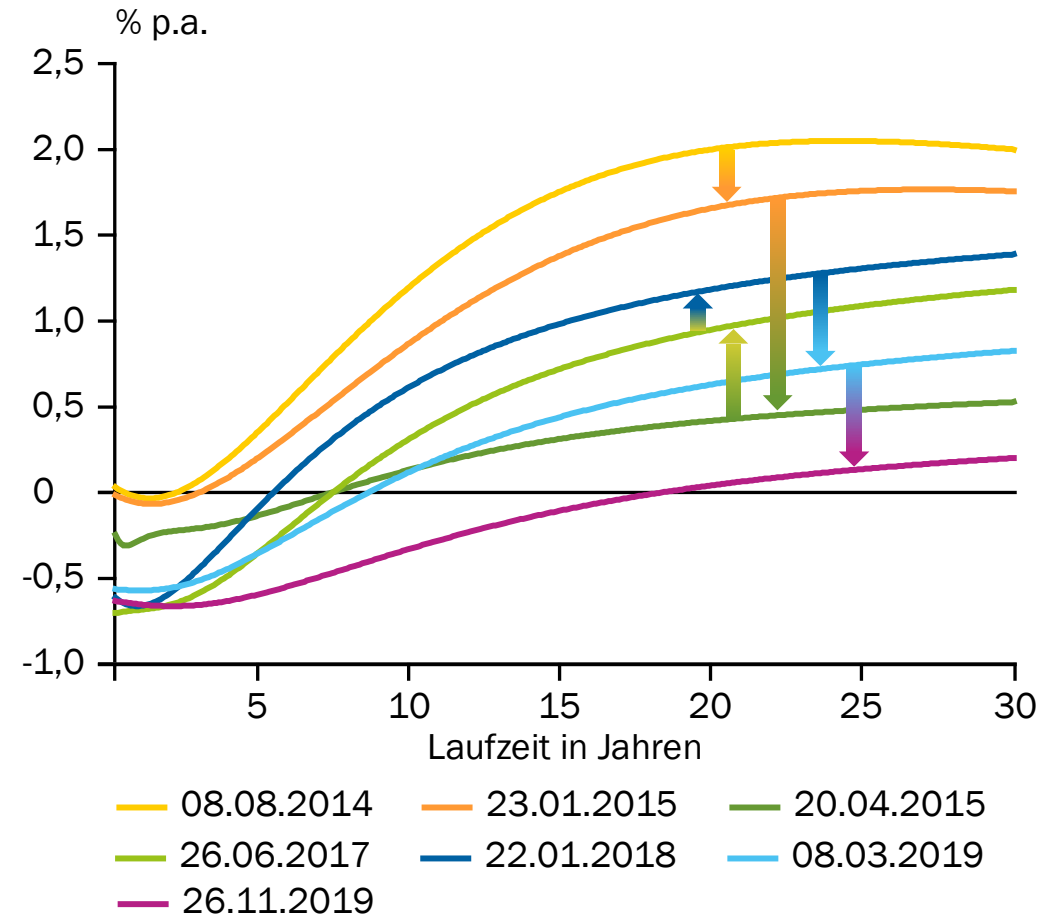
## Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Refinitiv Datastream

© Sachverständigenrat | 19-411

## Zinsstruktur im Euro-Raum



Quelle: EZB

© Sachverständigenrat | 18-018

# Einige Thesen zur Fiskalpolitik für Europa, die derzeit öfters zu hören sind

---

- Die Zinsen werden noch sehr lange sehr niedrig bleiben.
- Die Geldpolitik kann ihr Ziel nicht mehr erreichen. Die Fiskalpolitik muss helfen.
- Es ist notwendig, die Staatsschulden massiv zu erhöhen, um einer Liquiditätsfalle und Stagnation zu entkommen.
- Da der Realzins unter der Wachstumsrate verharren wird, sind deutlich höhere Staatsdefizite möglich, ohne dass die Schuldenquote außer Kontrolle gerät.
- Der Euro-Raum benötigt eine Fiskalpolitik auf europäischer Ebene, um den optimalen „Policy Mix“ aus Geld- und Fiskalpolitik umzusetzen.
- Der Euro-Raum braucht eine große, zentrale Fiskalkapazität, um eine optimale Stabilisierungspolitik für die Mitgliedsstaaten betreiben zu können.
- Die Fiskalregeln sind veraltet. Sie verhindern notwendige Investitionen und Wachstum. Sie müssen gelockert/abgeschafft werden.

# Zwei Prinzipien, die meines Erachtens berücksichtigt werden sollten

---

1. Es ist immer gut zu wissen wie eine optimale Politik aussehen würde – ob für die Geldpolitik, Fiskalpolitik oder andere Politikbereiche.

- Aber die Optimalität hängt immer von der Vorstellung ab, wie die Volkswirtschaft funktioniert, von dem Modell das verwendet wird, von den Unsicherheiten und Risiken, die berücksichtigt werden.
- Stattdessen ist es sinnvoll, einfache Regeln zu suchen und in Betracht zu ziehen, die robust sind. Das sind Regeln, die verhältnismäßig gute Ergebnisse über eine Bandbreite von „world views“/Modellen hinweg liefern. Solche Regeln setzen einen Referenzpunkt oder gar eine Grenze für die Politik, um „Worst-Case“ Szenarien zu vermeiden.

# Zwei Prinzipien

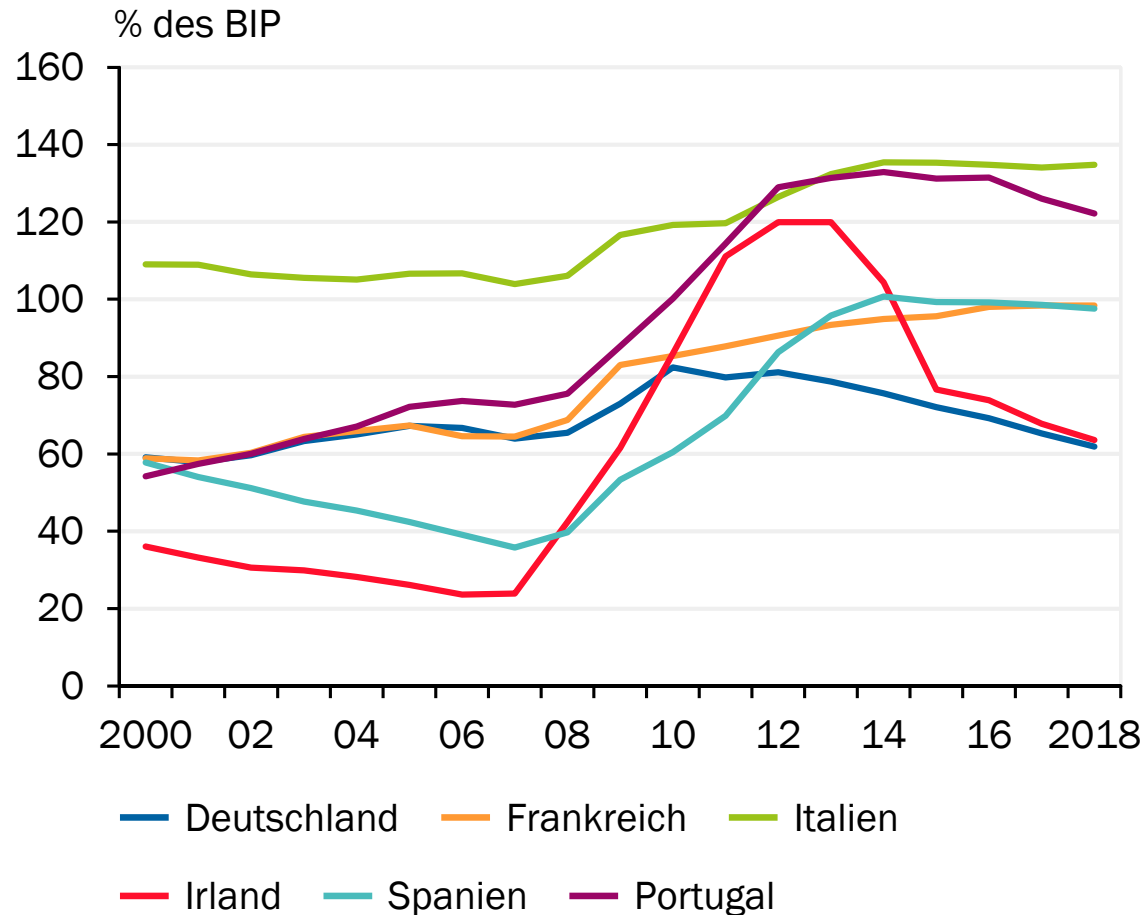
---

2. Es ist gut zu wissen ob eine zentrale Entscheidungsgewalt für die Fiskalpolitik besser wäre, als die Entscheidungsbefugnis bei nationalen Regierungen zu belassen.

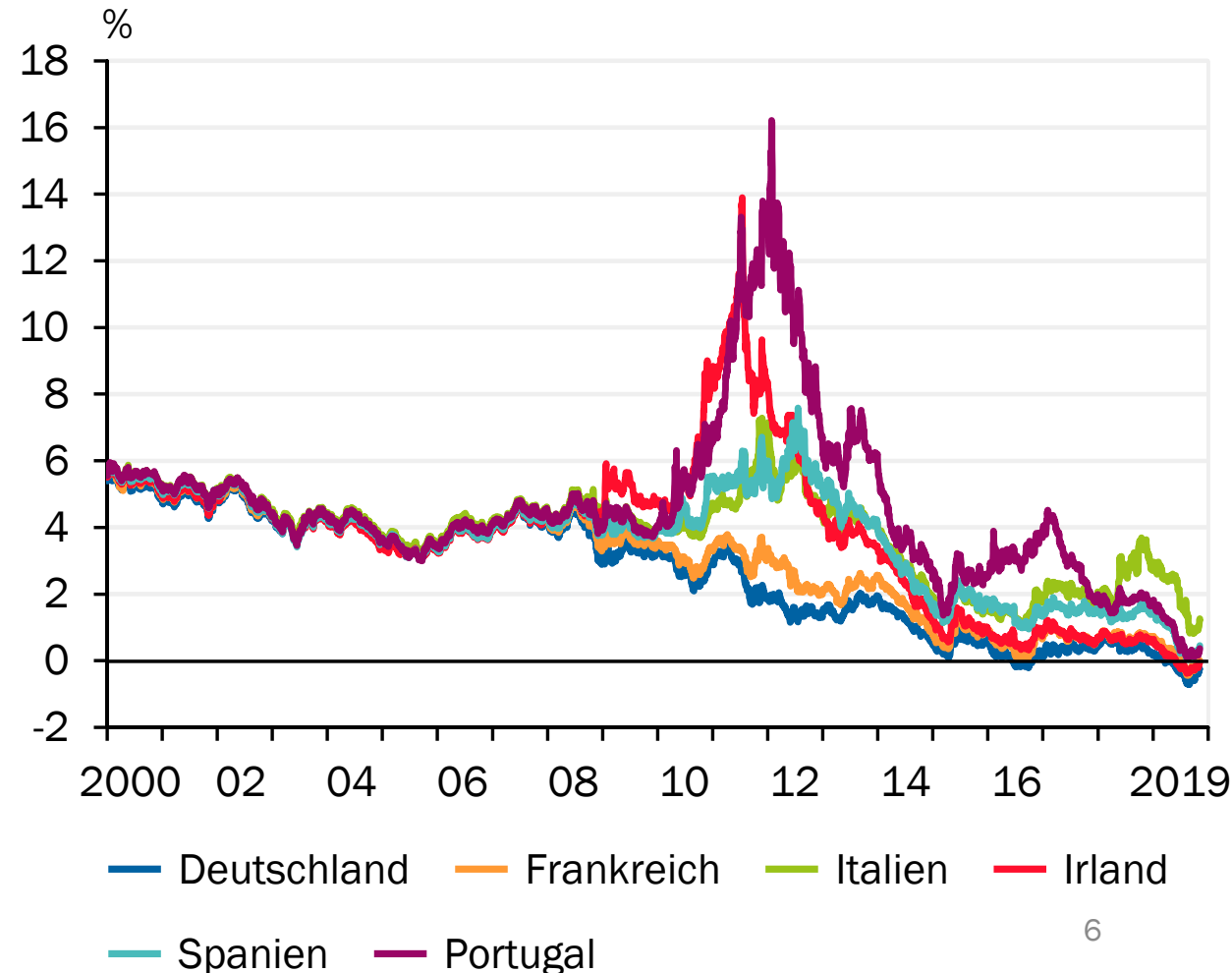
- Aber die EU/der Euro Raum ist eine Union von souveränen Mitgliedsstaaten, die durch Verträge zusammengehalten wird. Staatshaushalt, Steuern und Staatsausgaben sind zentral als Basis für nationale, politische Entscheidungen.
- Deshalb werden einige mögliche Vorteile von Zentralisierung nur realisierbar sein, wenn man zuerst Schritte hin zu einer engeren politischen Union unternimmt.

# Jüngere Vergangenheit zeigt: Schuldenquote und Zinsen auf Staatsanleihen können rasch und unerwartet steigen

**Schuldenstandsquoten für ausgewählte Mitgliedstaaten der EU**  
2000 - 2018



**Rendite zehnjähriger Staatsanleihen**



# Langfristige Zinsen sind seit mehreren Jahren sehr niedrig

---

## Ursachen

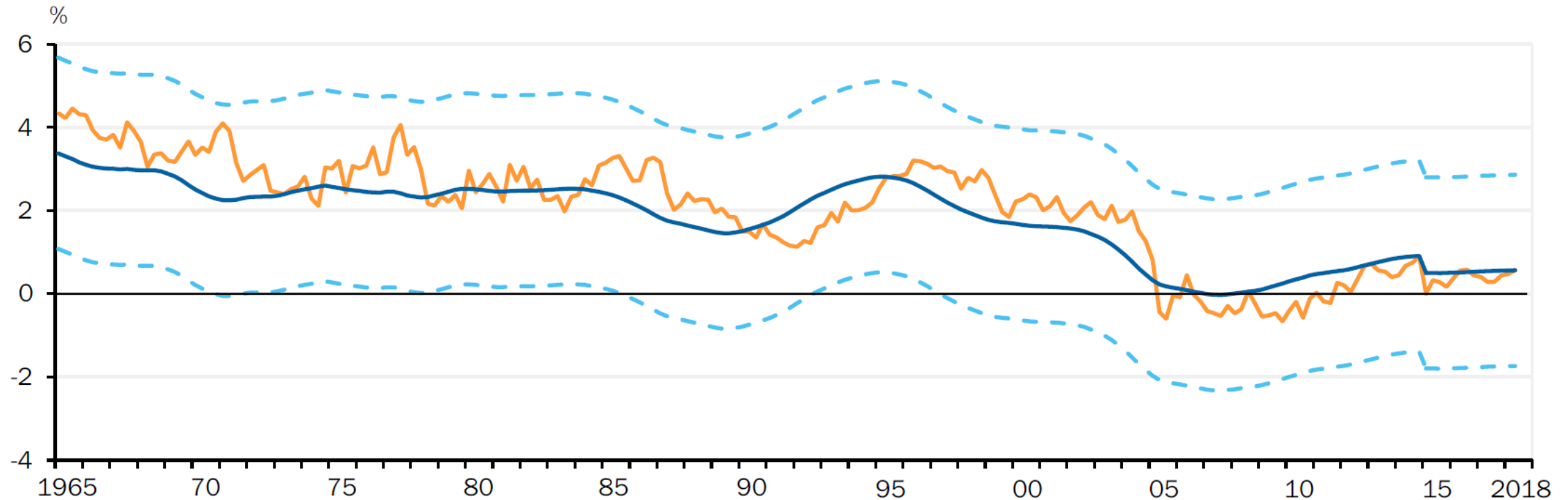
- Geldpolitik: „forward guidance“ und quantitative Lockerung
- Rückgang von mittelfristigen oder gar langfristigen Gleichgewichtszinsen: Ersparnisschwemme und/oder höhere Nachfrage nach „safe assets“

## Implikationen für die Fiskalpolitik

- Sehr große Zinskostensparnisse, lock-in von niedrigen langfristigen Zinsen
- Schuldenquoten wurden auf hohem Niveau stabilisiert. In einigen wenigen Fällen wurde ein Rückgang auf oder etwas unter die 60% Grenze erreicht

Wie lange wird diese Situation andauern?

# Schätzung (mittelfristiger) realer Gleichgewichtszinsen für Deutschland



Einseitige Schätzung      zweiseitige Schätzung      68% Konfidenzintervall

Beyer und Wieland (2019, aktualisiert): Laubach-Williams /Garnier-Wilhelmsen Methodologie



# Umkehrisiko $r < g$ : Aus historischer Perspektive nicht trivial

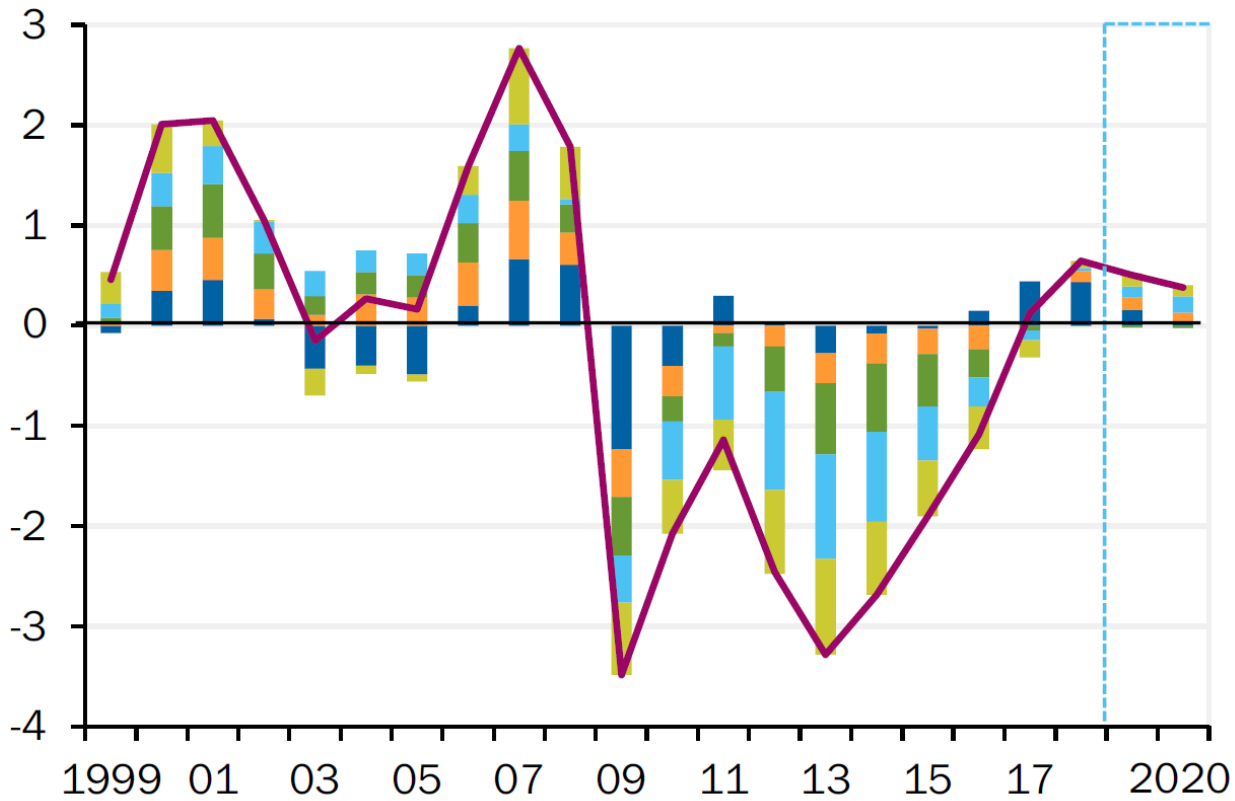
## Umkehrungsrisiken von Zins-Wachstums-Differenzen in der historischen Betrachtung<sup>1</sup>

Bedingte Wahrscheinlichkeit in %: <sup>2</sup> $r > (\hat{g} + n)$	1870–2016					1946–2016				
	Deutschland	Frankreich	Italien	Spanien	Durchschnitt	Deutschland	Frankreich	Italien	Spanien	Durchschnitt
Szenario 1 <sup>3</sup>										
in 5 Jahren	12,8	11,6	30,8	9,5	16,2	10,6	8,3	34,6	5,7	14,8
in 10 Jahren	30,3	30,5	47,1	24,9	33,2	36,4	38,0	57,7	31,1	40,8
Szenario 2 <sup>4</sup>										
in 5 Jahren	44,5	44,3	66,2	40,8	49,0	40,8	38,0	70,1	31,6	45,1
in 10 Jahren	50,6	52,1	68,0	48,3	54,7	54,5	56,4	76,9	50,4	59,5

1– Arithmetisches Mittel über die bedingten Wahrscheinlichkeiten unter Verwendung der realen Renditen 10-, 20- beziehungsweise 30-jähriger Staatsanleihen. Die bedingten Wahrscheinlichkeiten berechnen sich aus den Regressionskoeffizienten eines Probit-Modells und aktuellen Daten zur Zins-Wachstums-Differenz, dem Bevölkerungswachstum und der Schuldenstandsquote (Stand: 2018). Berechnungen

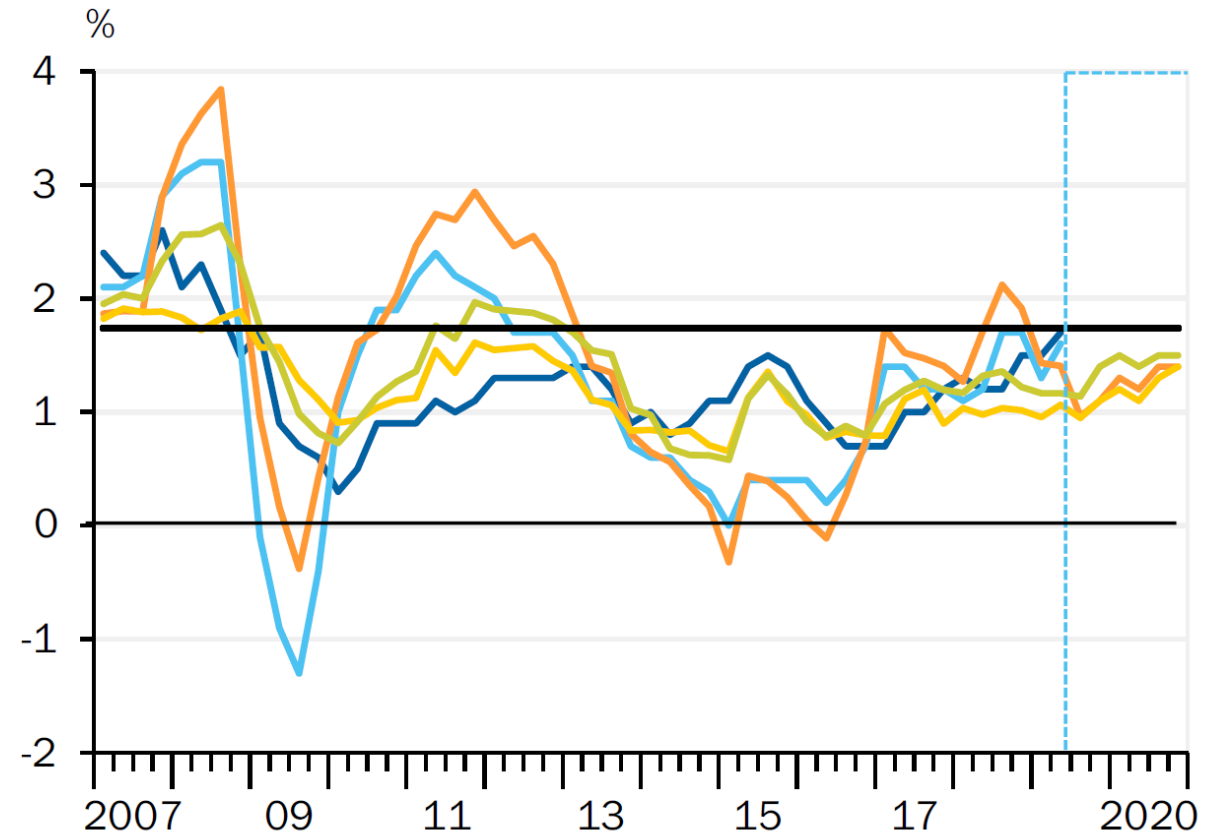
# Geldpolitik: Euro Raum Produktionslücke und Inflationsmaße

## Produktionslücke



€ Raum  
 Beiträge: Frankreich Deutschland Italien Spanien Andere

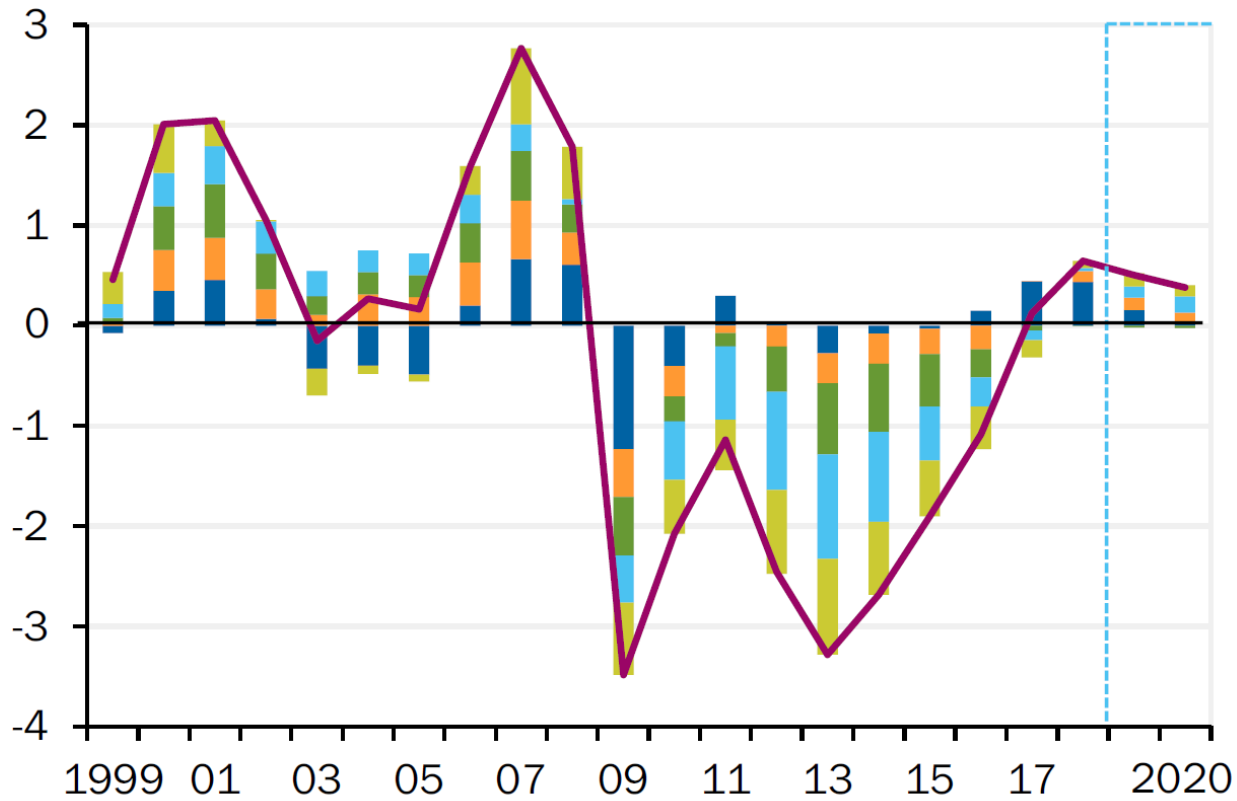
## Inflationsmaße



BIP Deflator      Konsumdeflator      HVPI  
 Kern-HVPI      HVPI ohne Energie

# Geldpolitik: Euro Raum Produktionslücke und Inflationsmaße

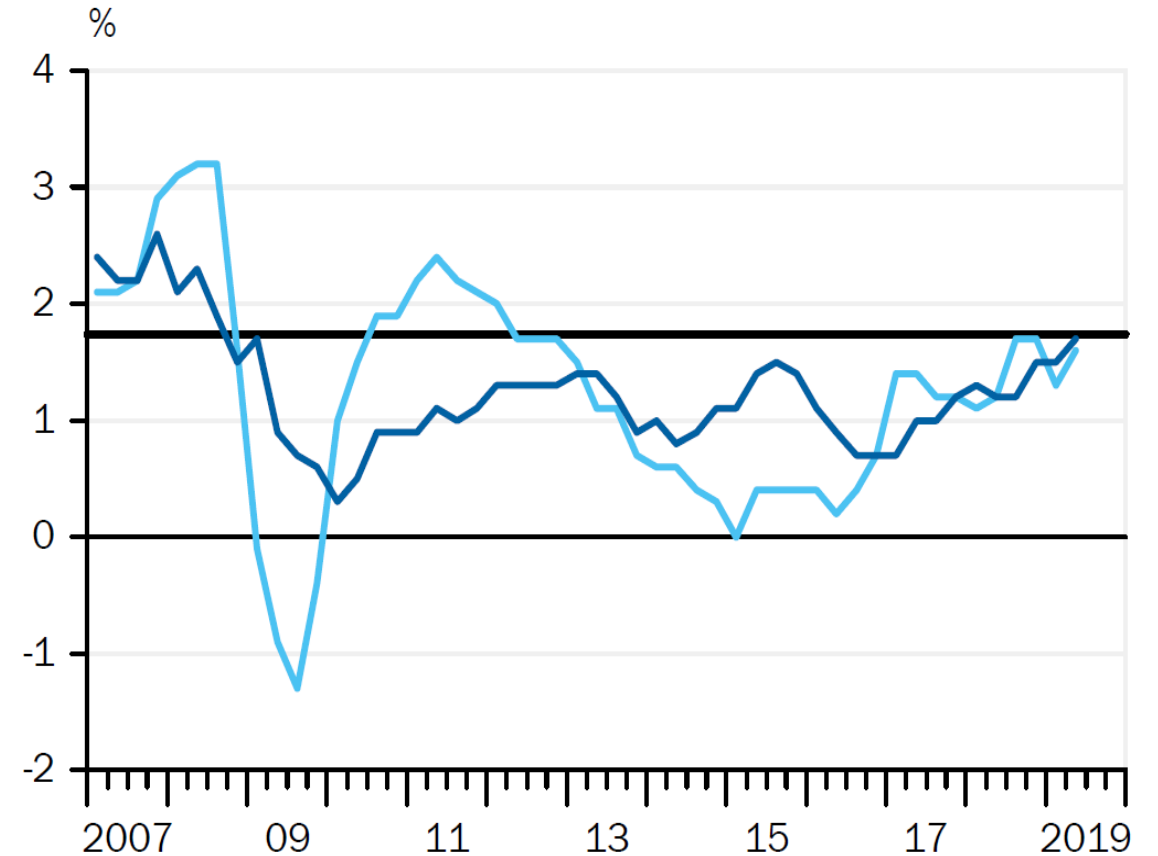
## Produktionslücke



€ Raum

Beiträge: Frankreich Deutschland Italien Spanien Andere

## Inflationsmaße

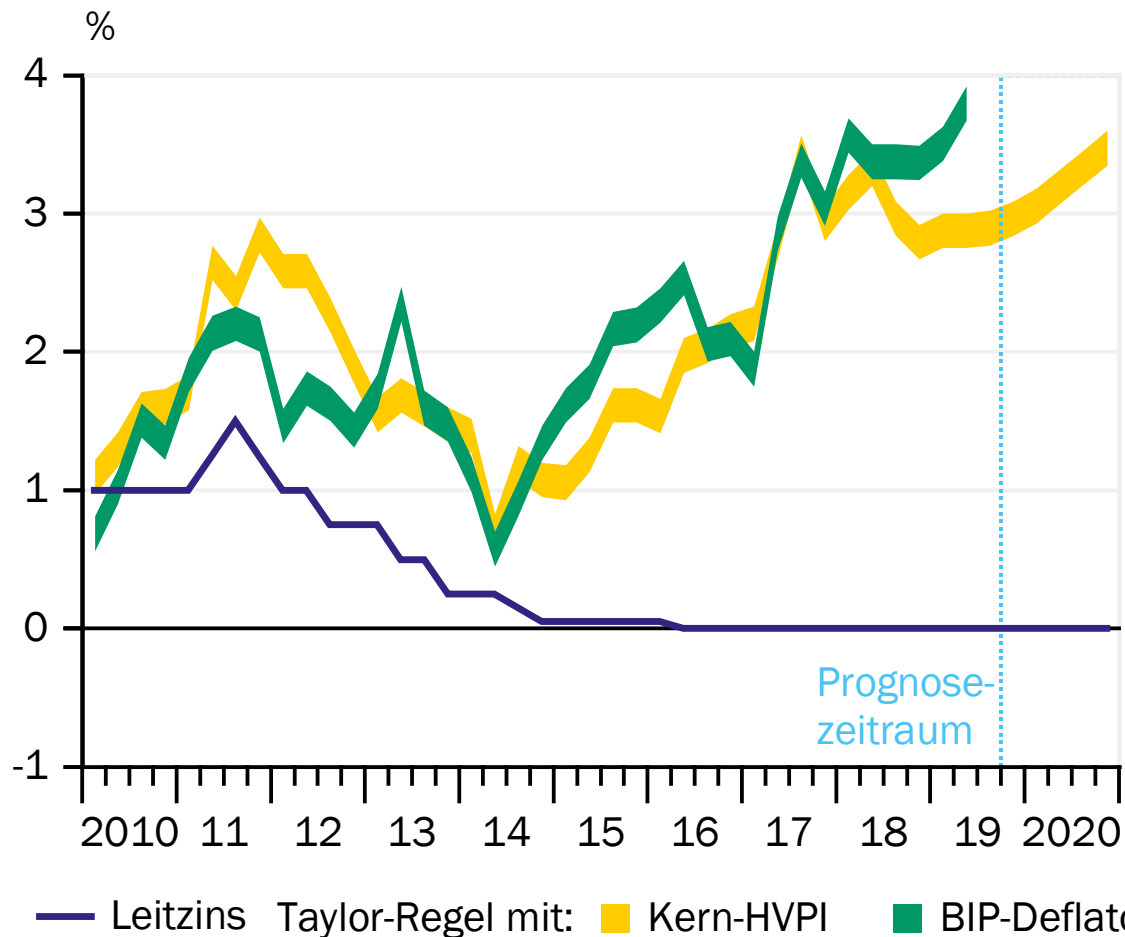


BIP Deflator

Konsumdeflator

# Taylor-Regel übersetzt Produktionslücke und Inflationsrate in Zinsempfehlung

## Taylor-Regel mit verschiedenen Inflationsmaßen



Regel mit  $r^*=2\%$

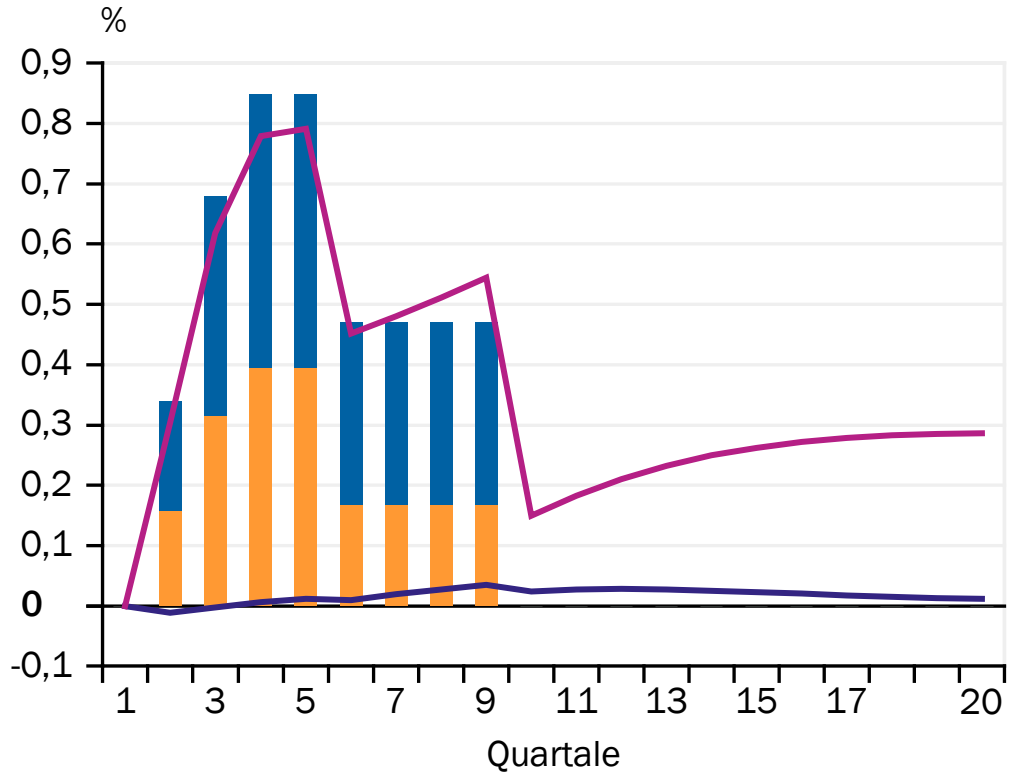
Empfehlung nahe Null mit  $r^*=-1$

→ Gegenwärtige EZB Politik ist bereits sehr locker, selbst bei Annahme eines sehr niedrigen  $r^*$ .

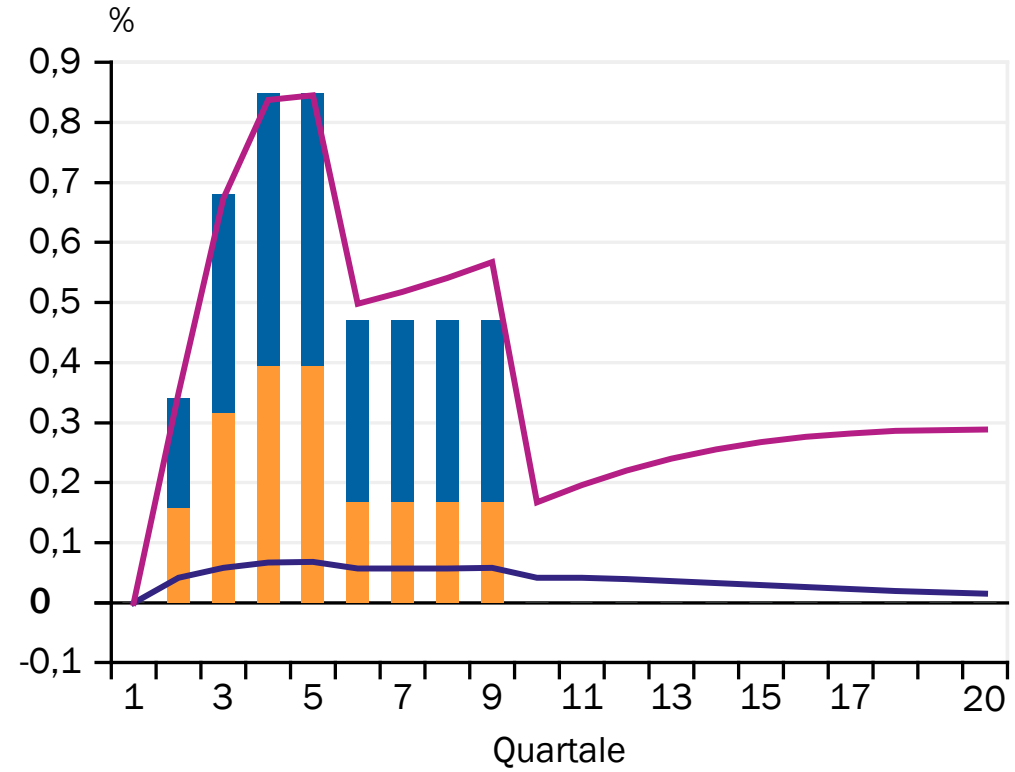
Weitere Lockerung ist möglich: Negative Zinsen, quantitative Lockerung (Unternehmensanleihen, Aktien ..).

# Fiskalstimulus und Spillovers: Simulation des deutschen EERP Konjunkturpakets von 08/09 in einem 2-Regionen Modell

## Fiskalischer Stimulus ohne Einschränkung der Geldpolitik



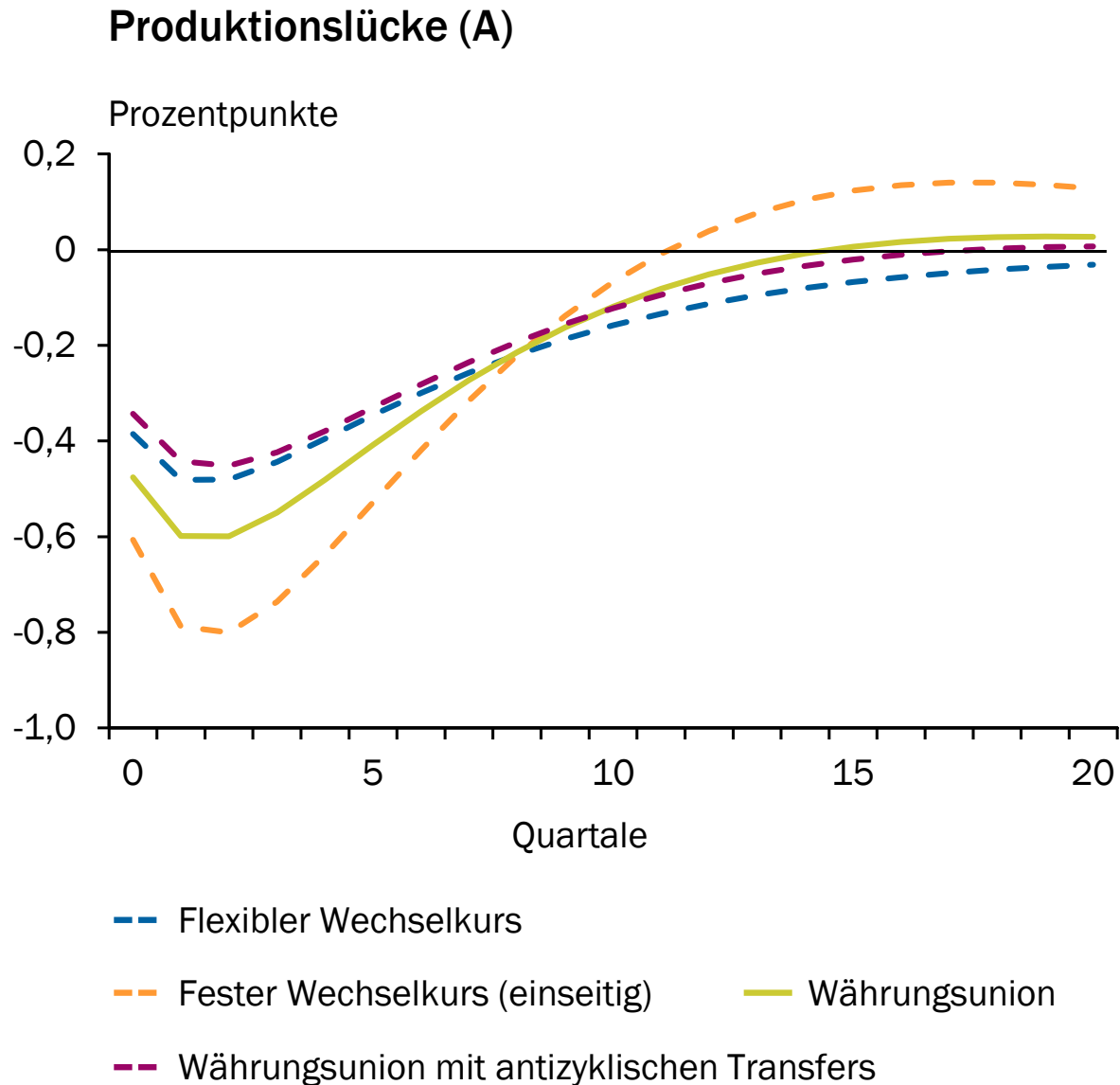
## Fiskalischer Stimulus mit Einschränkung der Geldpolitik für 8 Quartale



■ Öffentlicher Konsum    ■ Öffentliche Investitionen  
— BIP in Deutschland    — BIP im Rest des Euro-Raums  
 Quelle: eigene Berechnungen    © Sachverständigenrat | 15-214

■ Öffentlicher Konsum    ■ Öffentliche Investitionen  
— BIP in Deutschland    — BIP im Rest des Euro-Raums  
 Quelle: eigene Berechnungen    © Sachverständigenrat | 15-214

# Kann nationale Fiskalpolitik den Stabilisierungserfolg einer nationalen Geldpolitik erreichen?



Schätze ein 2-Regionen Modell des Euro Raums

Region A: Staaten, die vor der EWU gegenüber der D-Mark wiederholt abgewertet haben.

Region D: Staaten, die den Wechselkurs gegenüber der D-Mark stabil hielten.

Asymmetrischer Shock in Region A unter 4 Politikregimen:

flexibler Wechselkurs, fester Wechselkurs (einseitig), EWU, EWU & nationale antizyklische Transfers

# EWU & nationale antizyklische Fiskalpolitik kommen dem Stabilisierungserfolg bei flexiblen Wechselkursen sehr nahe

## Standardabweichung von Produktionslücke, Inflation und Haushaltssaldo<sup>1</sup>

%

	Produktionslücke		Inflation		Haushaltssaldo	
	Region A <sup>2</sup>	Region D <sup>3</sup>	Region A <sup>2</sup>	Region D <sup>3</sup>	Region A <sup>2</sup>	Region D <sup>3</sup>
Flexibler Wechselkurs <sup>4</sup>	2,38	2,61	0,96	0,70	0	0
Fester Wechselkurs (einseitig) <sup>5</sup>	4,73	2,68	1,12	0,63	0	0
Währungsunion	3,05	3,77	0,96	0,71	0	0
Währungsunion mit antizyklischen Transferzahlungen <sup>6</sup>	2,46	2,92	0,91	0,67	0,83	1,02

1 – Geschätztes neukeynesianisches Zwei-Länder-Modell des Euro-Raums. Jeweils sieben länderspezifische Schocks (Technologie, Risiko-prämie, Investitionen, Staatsausgaben, externe Nachfrage, Preis- und Lohnaufschläge) sowie ein gemeinsamer geldpolitischer Schock. Schätzzeitraum: 1. Quartal 1999 bis 1. Quartal 2018. Bei den Simulationen werden die fiskalischen und geldpolitischen Schocks nicht berücksichtigt. Produktionslücke und Haushaltssaldo in % des BIP. Inflationsrate gegenüber Vorjahresquartal. Theoretische Momente basierend auf geschätzter Varianz-/Kovarianzmatrix der Schocks. 2 – Region A: Frankreich, Italien, Spanien, Belgien, Griechenland, Portugal und Finnland. 3 – Region D: Deutschland, Niederlande und Österreich. 4 – Flexible Wechselkurse zwischen beiden Regionen. 5 – Feste Wechselkursbindung der Region A an Region D. 6 – Erhöhung der Transfers an nicht-ricardianische Haushalte um 0,5 Prozentpunkte des BIP als Reaktion auf einen Rückgang der Produktionslücke um einen Prozentpunkt.

Quelle: Weiske und Wieland (2018)

# Zentrale Fiskalkapazität könnte zu anhaltenden Nettotransfers zwischen Mitgliedsstaaten führen

## Kumulierte Nettotransferbezüge der Euro-12-Mitgliedstaaten im Rahmen einer Fiskalkapazität<sup>1</sup>

%

		AT	BE	DE	ES	FI	FR	GR	IE	IT	LU	NL	PT
Arnold et al. (2018) <sup>2</sup>	1990 – 2017	- 2,8	- 3,1	- 0,7	20,7	3,5	- 1,4	29,0	5,8	3,3	0,1	- 1,1	9,0
Arnold et al. (2018) <sup>2</sup>	1970 – 2017	- 2,6	- 0,8	0,7	25,2	3,3	0,7	30,8	7,3	4,2	0,3	0,6	10,0
Beetsma et al. (2018)	1995 – 2014	- 0,1	- 1,2	0,2	0,1	2,3	- 0,3	1,7	- 5,5	1,1	- 10,9	- 0,9	1,6

1 – In % des nominalen BIP. Zeiträume bestimmt durch Datenverfügbarkeit. AT-Österreich, BE-Belgien, DE-Deutschland, ES-Spanien, FI-Finnland, FR-Frankreich, GR-Griechenland, IE-Irland, IT-Italien, LU-Luxemburg, NL-Niederlande, PT-Portugal. 2 – Vorschlag des Internationalen Währungsfonds. Kumulierte Auszahlungen jeweils zu Jahresbeginn. Unter der Annahme, dass die Fiskalkapazität zinslos Geld leihen und verleihen kann.

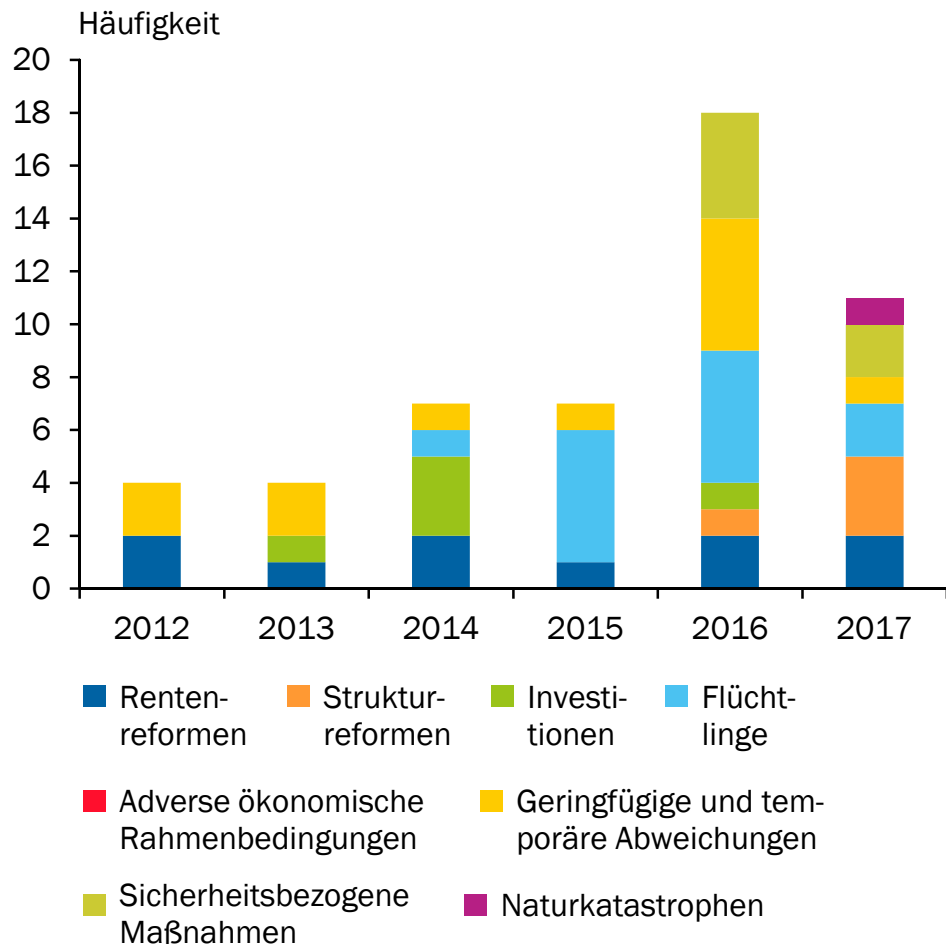
Quellen: Europäische Kommission, OECD, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 18-350

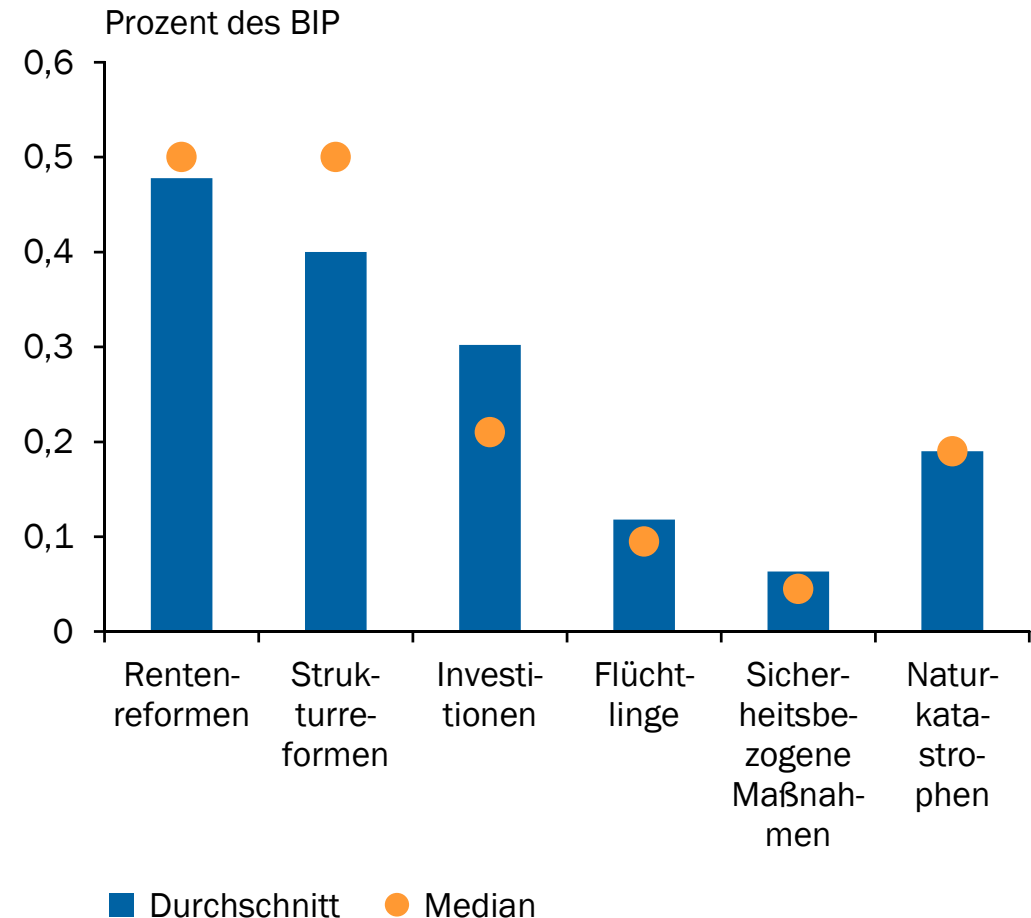


# Ausnahmen von den Fiskalregeln

## Häufigkeit der gewährten Ausnahmeregelungen im SWP

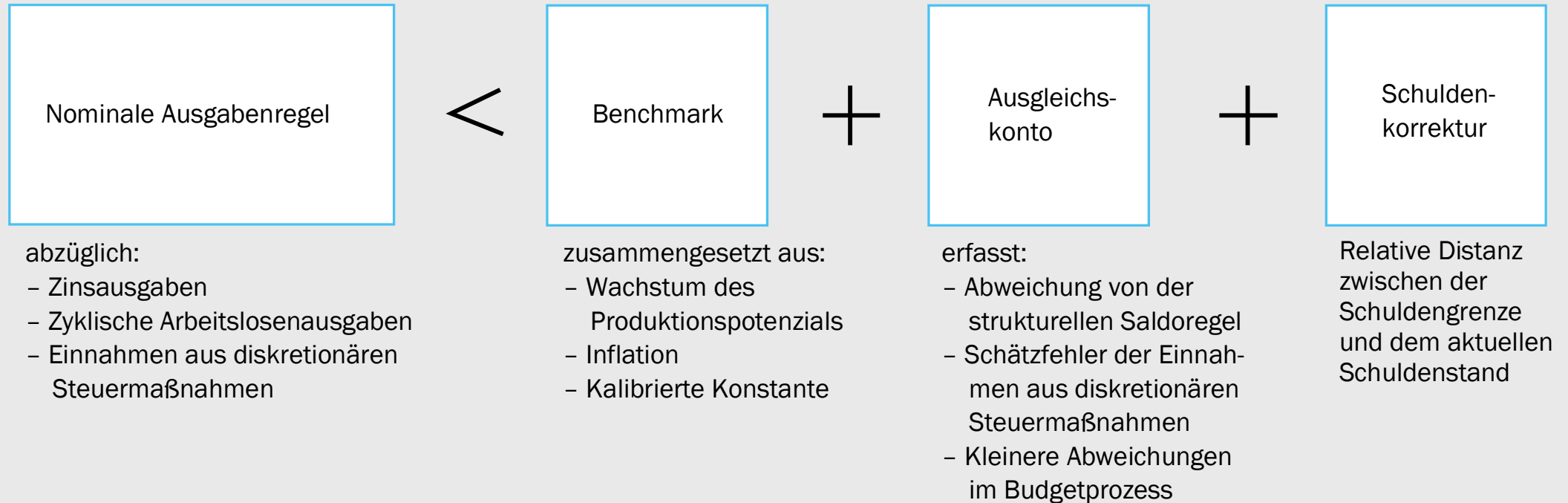


## Durchschnittliche Höhe der gewährten Ausnahmeregelungen im SWP



# Vorschlag des SVR für eine Refokussierung der Fiskalregeln: Eine Ausgabenregel mit Ausgleichskonto

## Elemente einer reformierten Ausgabenregel



# Zusammenfassung

---

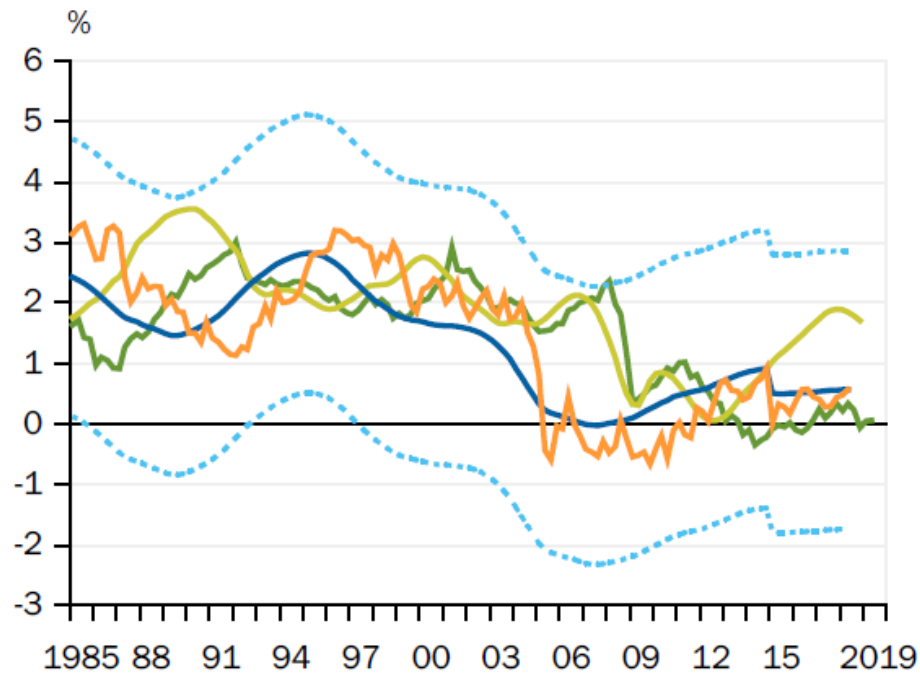
- Die längerfristigen Zinsen können durchaus wieder steigen. Das Risiko, dass sich das Verhältnis zwischen Realzins und Wachstumsrate mittelfristig wieder umkehrt ist nicht trivial.
- Es ist sinnvoll, die Zinersparnis, die teils auf der lockeren Geldpolitik beruht, zum Teil so einzusetzen, dass die Schuldenquote zurückgeht.
- Die Geldpolitik kann ihre geldpolitischen Ziele erreichen. Sie ist zudem nicht weit davon entfernt. Aktuell ist sie bereits sehr locker.
- Nationale antizyklische Fiskalpolitik kann dem Stabilisierungserfolg einer nationalen Geldpolitik nahekommen.
- Eine zentrale Fiskalkapazität, kann zu einer anhaltenden Umverteilung zwischen Mitgliedsstaaten führen.
- Die Fiskalregeln sind sinnvoll, um für unerwartete Krisen vorzusorgen. Sie sollten nicht gelockert werden. Eine Refokussierung wäre sinnvoll.

# Extra Folien

---

# Rückgang der Gleichgewichtszinsen, unsicher wie weit, Geldpolitik immer noch sehr locker

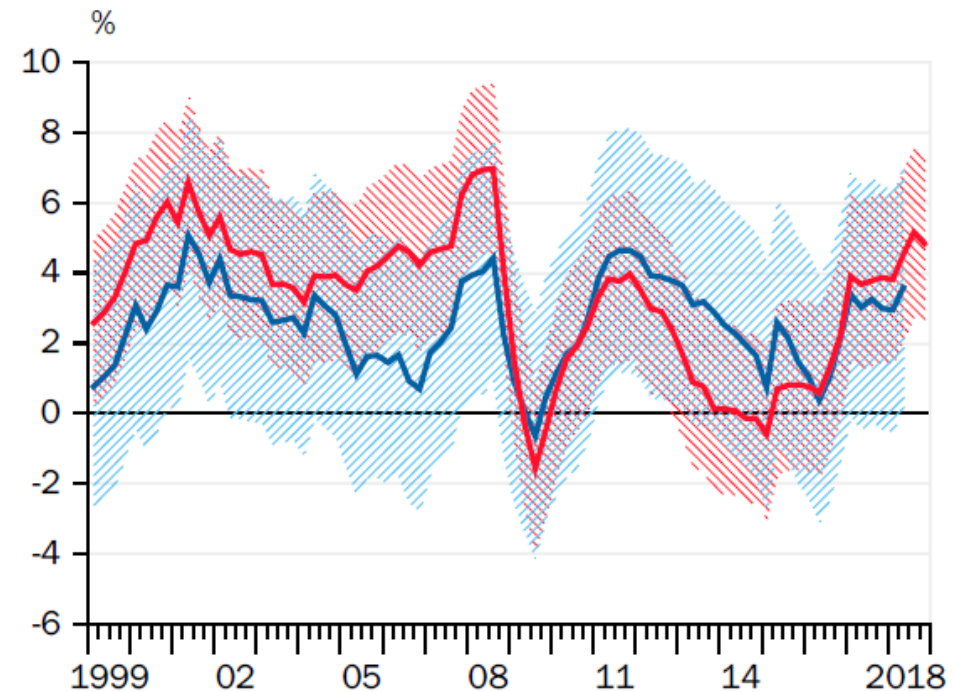
Mittelfristiger  $r^*$  für Deutschland und den Euro-Raum



Schätzungen für Deutschland nach Beyer und Wieland:  
 — Einseitig — Zweiseitig — 68 %-Konfidenzintervall (zweiseitig)

Zweiseitige Schätzungen für den Euro-Raum:  
 — Beyer und Wieland — Holston-Laubach-Williams

Taylor-Regel mit mittelfristigem Gleichgewichtszins und Potenzialniveau in Deutschland und im Euro-Raum<sup>6</sup>



— Deutschland — 68 %-Konfidenzintervall  
 — Euro-Raum — 68 %-Konfidenzintervall