

“Zukunftsfragen der Europäischen Währungsunion”

**Klaus Regling, Geschäftsführender Direktor des
Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)**

30. Internationales Zinsforum

Frankfurt, 17. Dezember 2015

Europas Wirtschaft nach der Krise

1. **Die Krise hat die Euro-Staaten enger zusammengeführt**
2. **Griechenland – « Fass ohne Boden »?**
3. **Liegt die Eurokrise hinter uns?**
4. **Was noch getan werden muss**

1.

**Die Krise hat die Euro-Staaten enger
zusammengeführt**

Eine Geschichte zweier Krisen

■ Global Finanzkrise erreichte Höhepunkt 2008

- Sub-Prime-Krise ging von den USA aus
- Zu viel Liquidität, Risikoprämien zu niedrig
- Ungenügende Überwachung der Finanzindustrie

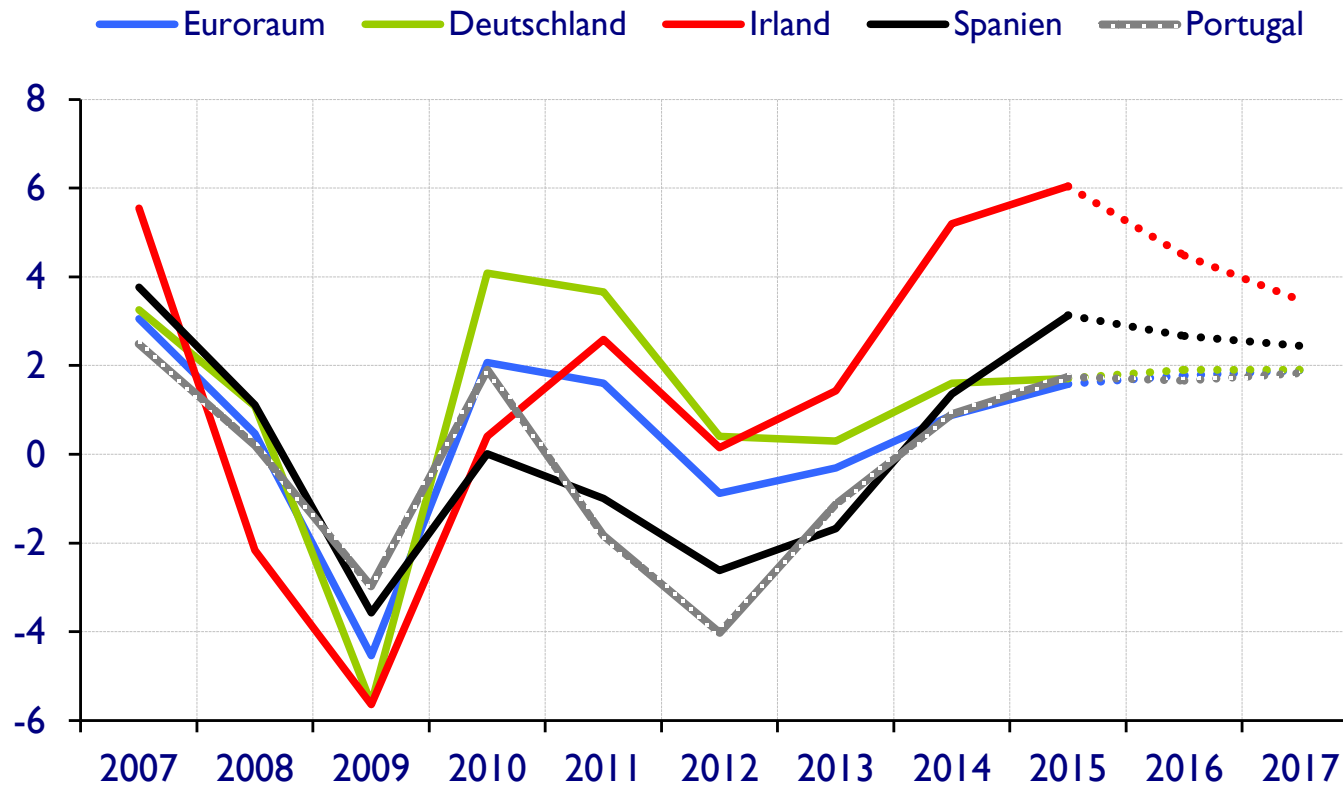
■ Staatsschuldenkrise in Europa folgte 2010

- Zu große Budgetdefizite und Schuldenstände, Mangel an Wettbewerbsfähigkeit in mehreren Ländern
- Lücken im Institutionengefüge der Währungsunion
- Das Udenkbare passierte: mehrere Euro-Staaten verloren Marktzugang
- Auseinanderbrechen des Euroraums wurde zur realen Gefahr

Moderater, robuster Aufschwung im Euroraum

Ein **beachtlicher Erfolg** angesichts des Ausmaßes der Krise

Reales BIP-Wachstum im Jahresvergleich (%)



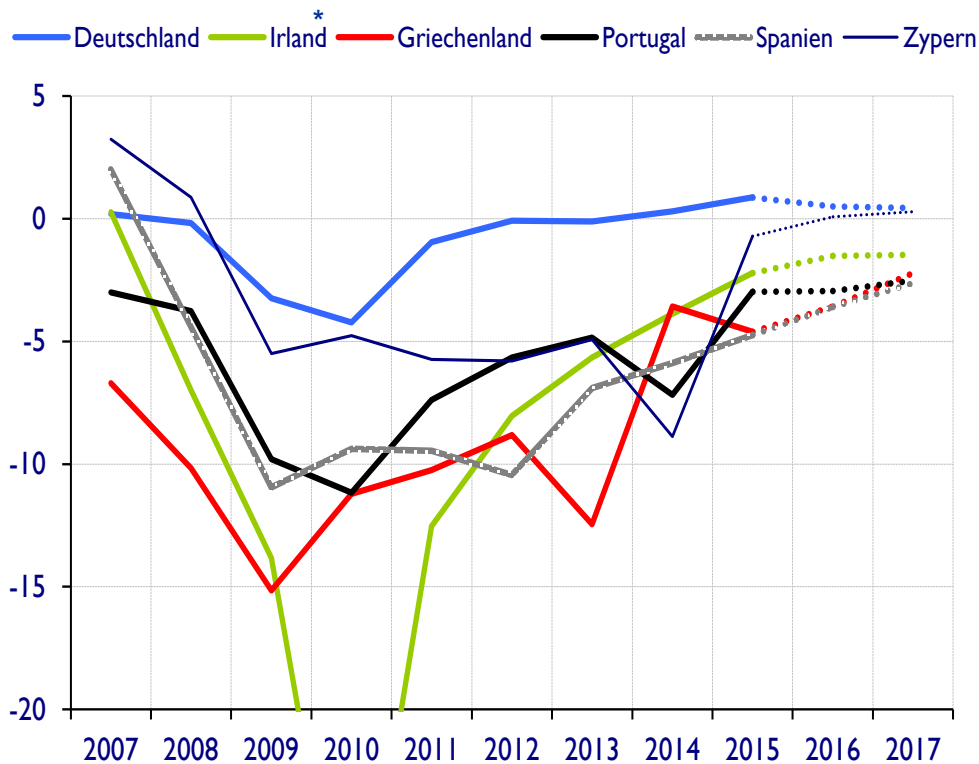
Quelle: Kommissionprognose – Herbst 2015

Europas Antwort auf die Krise

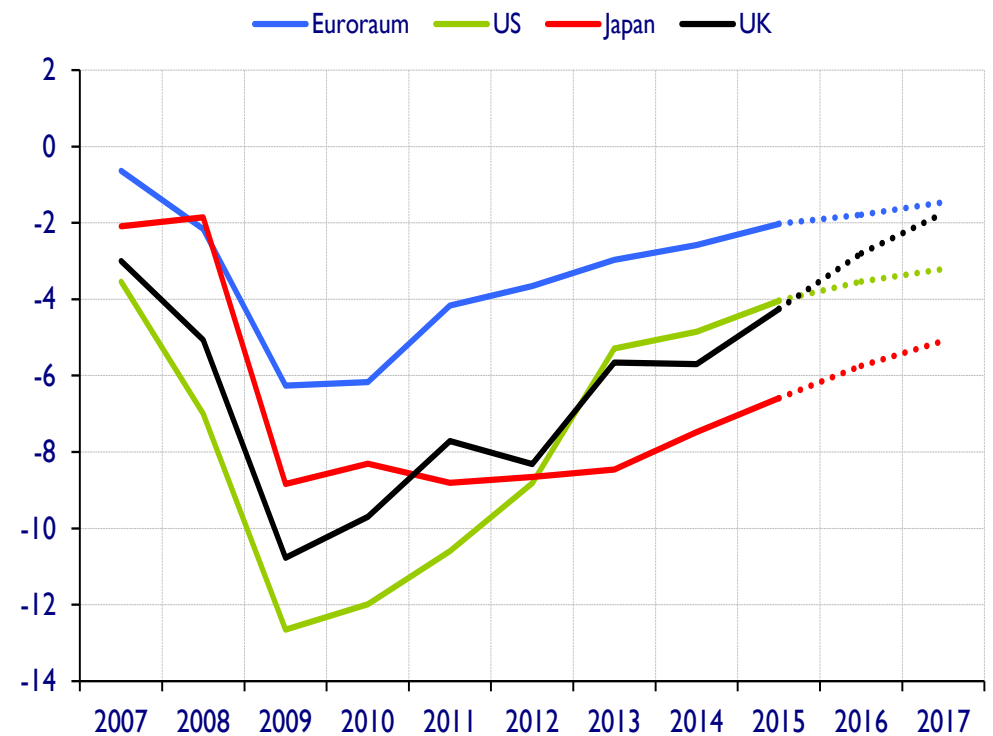
- 1) **Haushaltskonsolidierung** und **Strukturreformen** in Mitgliedstaaten
- 2) **Geldpolitik** im Krisenmodus
- 3) Engere **Abstimmung der Wirtschaftspolitik** in der Währungsunion
- 4) Stärkung des **Bankensektors**
- 5) Aufbau von Krisenmechanismen: **EFSF and ESM**

1) Die Strategie wirkt – Erfolge in der Haushaltspolitik

Budgetsaldo, Euro-Staaten (in % des BIP)



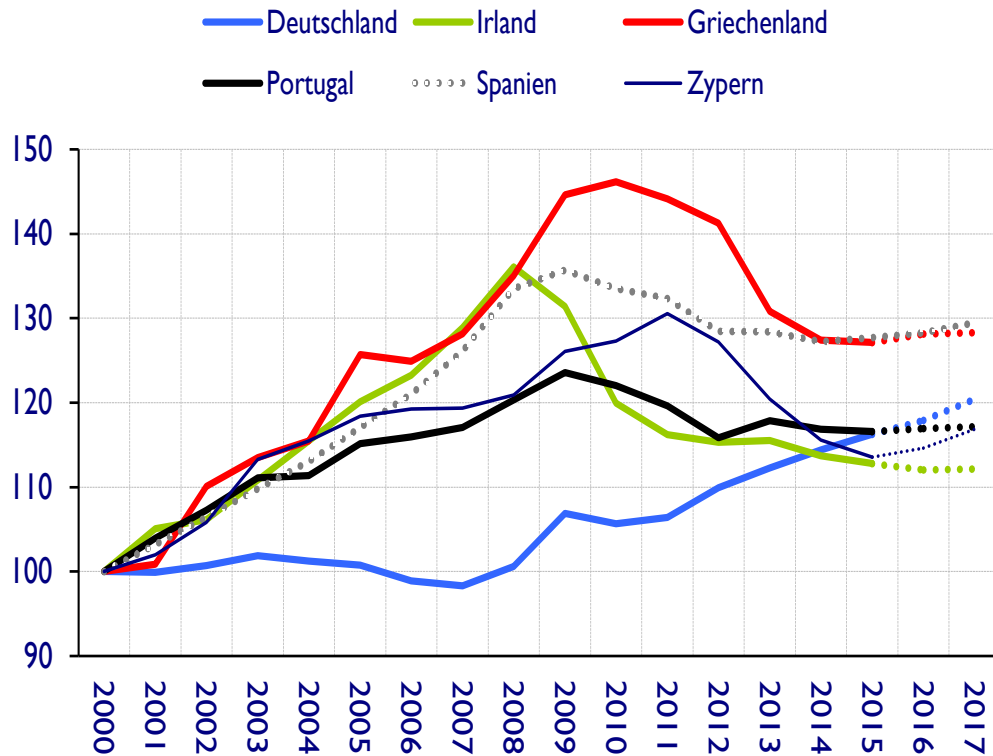
Budgetsaldo, Euroraum vs USA und Japan (in % des BIP)



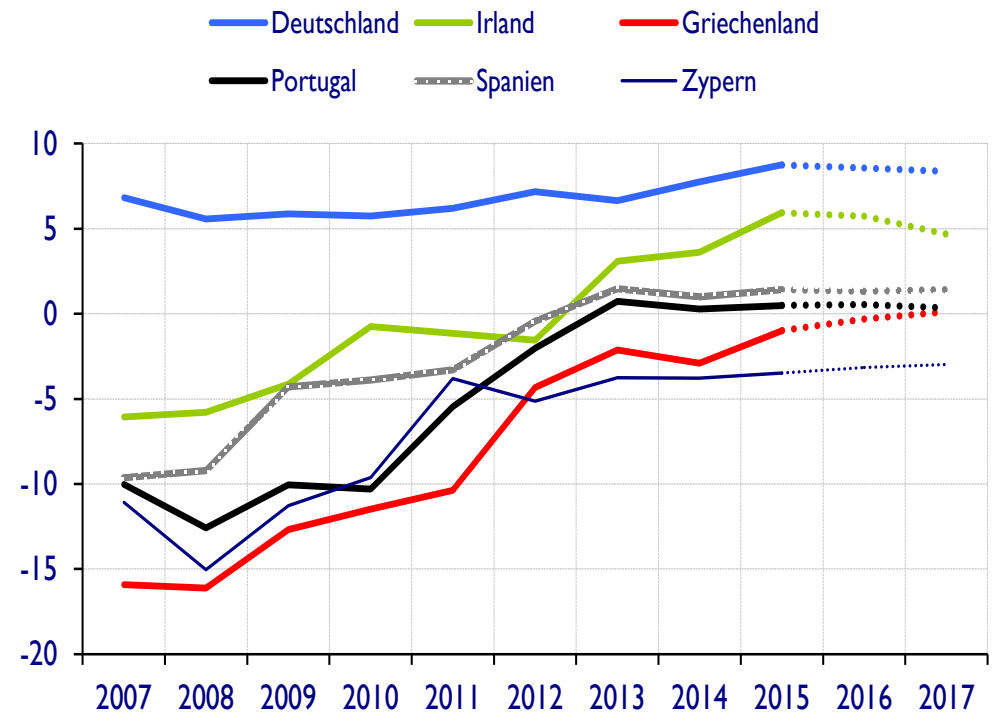
Quelle: Kommissionsprognose – Herbstprognose 2015
 * Wert für Irland 2010: -32.4%

1) Die Strategie wirkt – Wettbewerbsfähigkeit steigt

Lohnstückkosten nominal, Gesamtwirtschaft (2000 = 100)



Leistungsbilanz (in % des BIP)



Quelle: Kommissionsprognose – Herbstprognose 2015

1) EFSF-/ESM-Programmstaaten sind “Reform champions”

- **Griechenland, Irland, Portugal und Spanien** sind unter den Top 5 der 34 **OECD-Staaten** bei der Umsetzung von **Strukturreformen**

Ranking im OECD-Bericht

1. **Griechenland**
2. **Irland**
3. Estland
4. **Portugal**
5. **Spanien**

Quelle: OECD-Bericht *Going for Growth*, 2015

“Euroraum-Länder unter einem Finanzanpassungsprogramm gehören zu den OECD-Staaten, deren Bereitschaft zur Umsetzung [von OECD-Empfehlungen zu Strukturreformen] am höchsten war und wo diese Bereitschaft auch am meisten gewachsen ist, verglichen mit der Vergangenheit.”

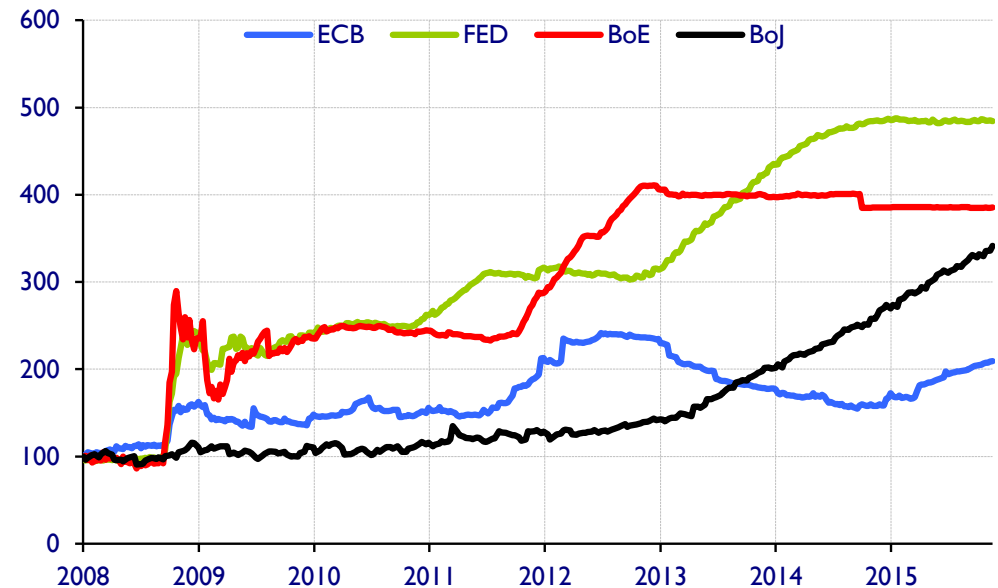
- *Going for Growth* (OECD-Bericht)

- Weltbank, World Economic Forum, Lisbon Council kommen zu ähnlichen Ergebnissen

2) Angemessene EZB-Krisenreaktion

- EZB **weitet ihre Bilanz behutsam** aus verglichen mit anderen Zentralbanken
- EZB **stellt langfristig Liquidität** für den Bankensektor zur Verfügung
- **Aufkäufe von festverzinslichen Wertpapieren** und anderen Finanzinstrumenten
- **Negativer Einlagenzins**
- Banken haben **Anreize, Kredite** zu vergeben und Investoren risikoreichere Anleihen zu kaufen
- Der **schwache Euro Wechselkurs** unterstützt die Konkurrenzfähigkeit der Industrie

Ausdehnung der Zentralbankbilanzen seit Januar 2008
(Januar 2008 = 100)



Quellen: genannte Zentralbanken

3) Bessere wirtschaftspolitische Abstimmung im Euroraum

- EU hat Spielraum bei **nationalen Haushaltsdefiziten** begrenzt
 - Strengerer Stabilitäts- und Wachstumspakt
 - Fiskalpakt
- Bessere **wirtschaftspolitische Abstimmung** („Europäisches Semester“)
 - Empfehlungen für nachhaltige Fiskalpolitik
 - Empfehlungen an alle Länder, Wachstumshürden zu beseitigen
- Neues Verfahren **gegen makroökonomische Ungleichgewichte**
 - Breiter angelegte makroökonomische Überwachung
 - Kommissionsempfehlungen bei Ungleichgewichten
 - Mögliche Sanktionen

4) Stärkung des Bankensystems

■ Neue Institutionen

- Neues Frühwarnsystem des ESRB gegen makroprudenzielle Risiken
- Drei neue Aufseher für Banken, Wertpapierhäuser und Versicherungen

■ Start der Bankenunion

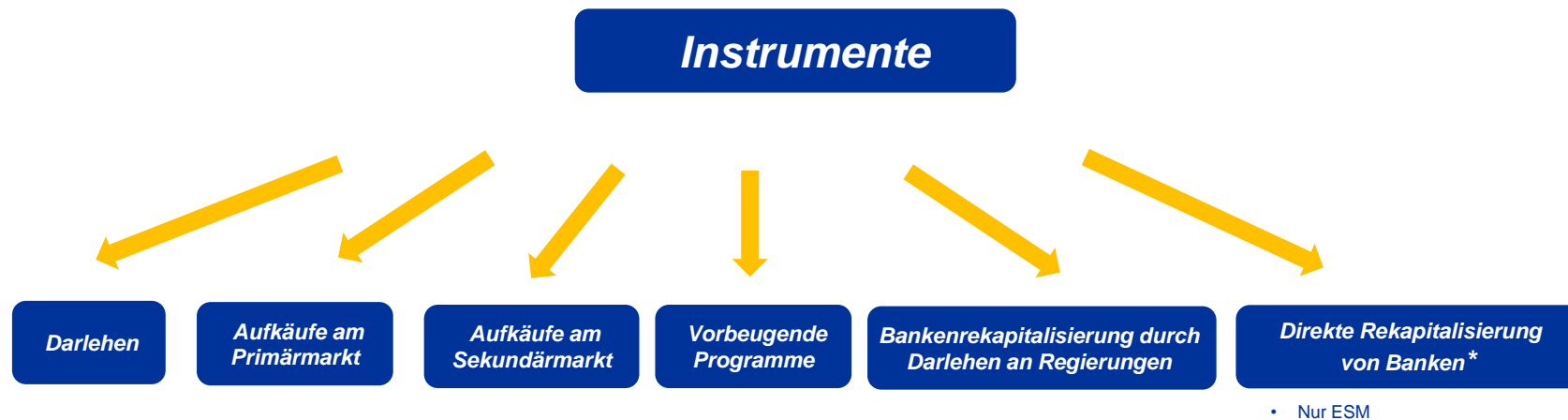
- Einheitlicher Aufseher SSM überwacht systemrelevante Banken
- Einheitlicher Abwicklungsmechanismus (SRM) und Einheitlicher Abwicklungsfonds (SRF)
- Von Bail-out zu Bail-in: neue Regeln zur Bankenabwicklung (BRRD)

■ Mehr Eigenkapital für Banken

- Banken in der EU haben ihr Kapital seit dem Anfang der Krise um mehr als €600 Mrd. erhöht

5) EFSF und ESM: Aufgabe und Instrumente

Aufgabe: Finanzstabilität in Europa garantieren durch Gewährleistung von Finanzhilfen mit Konditionalität



Jede Art von Hilfe ist an angemessene Reform- und Sparbedingungen geknüpft (Konditionalität)

EFSF und ESM finanzieren ihre Aktivitäten durch das Begeben von Anleihen und anderen Finanzinstrumenten

Was haben ESM und EFSF bislang gemacht?

- **Maximale Ausleihkapazität: €700 Mrd.**
 - Gesamte Auszahlungen bislang €253,5 Mrd.
- **5 Länder haben Darlehen bekommen**
 - Irland, Portugal, Spanien, Zypern, Griechenland
- **4 Erfolgsgeschichten**
 - Irland, Portugal und Spanien haben Programme erfolgreich beendet
 - Zypern beendet sein Programm im März
 - Griechenland ist ein Sonderfall
 - Griechenland hat gerade ein neues Programm von bis zu €86 Mrd. begonnen

Was haben EFSF und ESM bewirkt?

- Alle Mitgliedsstaaten konnten **im Euroraum bleiben**
- **Geld gegen Reformen:** Programme befördern Reformen und Anpassung
 - Vorbilder: IWF-Programme in Brasilien, Türkei, Südkorea und Indonesien
- **Schuldentragfähigkeit**
 - EFSF-/ESM-Programme ermöglichen erhebliche Haushaltseinsparungen beim Schuldendienst
- **Teilung von Risiken**
- Darlehensgeber der **letzten Instanz für Staaten**

Finanzierungsvorteile der Darlehen von EFSF und ESM

Ersparnisse durch EFSF/ESM-Darlehen im Vergleich zu theoretischen Marktkosten (für 2014)

	In Milliarden €	In Prozent des BIP	In Prozent der gesamten Primärausgaben
Zypern	0,26	1,5	4,3
Griechenland	7,87	4,4	10,86
Irland	0,09	0,05	0,15
Spanien	0,82	0,08	0,21
Portugal	0,49	0,28	0,69

Anmerkung: Berechnungen basieren auf durchschnittlichen Zinsdifferenzen für Wertpapiere des jeweiligen Landes entsprechend dem Laufzeitprofil des EFSF/ESM. Dies Zinskosten werden mit den entsprechenden Marktkosten des EFSF/ESM verglichen.
Quelle: ESM Jahresbericht 2014

Kosten und Risiken für Deutschland

- Kosten für den Bundeshaushalt
 - € 600 Millionen 2013 und € 530 Millionen 2014
 - Einmalig € 22 Milliarden für eingezahltes Kapital beim ESM im Zeitraum 2012 – 2014 (kein Verlust!)
- Ersparnis für öffentliche Haushalte
 - € 25 – 30 Milliarden **pro Jahr** wegen krisenbedingt niedriger Zinsen
- Risiken
 - Verpflichtung Deutschlands gegenüber

	Maximale Verpflichtung	Aktuelle Verpflichtung
ESM	€ 190 Mrd.	€ 35 Mrd.
EFSF	€ 90 Mrd.	€ 90 Mrd.
Greek Loan Facility	€ 12 Mrd.	€ 12 Mrd.
Gesamt	€ 292 Mrd.	€ 137 Mrd.

Europas Antwort auf die Krise

- 1) **Haushaltskonsolidierung** und **Strukturreformen** in Mitgliedstaaten
- 2) **Geldpolitik** im Krisenmodus
- 3) Engere **Abstimmung der Wirtschaftspolitik** in der Währungsunion
- 4) Stärkung des **Bankensektors**
- 5) Aufbau von Krisenmechanismen: **EFSF and ESM**

2.

Griechenland – « Fass ohne Boden »?

Die drei Rettungsprogramme für Griechenland

■ Das neue ESM-Programm ist das **dritte Rettungspaket für Griechenland**

1. Programm* (2010-2011)

- Greek Loan Facility (bilaterale Kredite): € 52.9 Mrd.
- IWF: €20.1 Mrd.
- **Gesamt: €73 Mrd.**

2. Programm* (2012-2015)

- EFSF: € 141.8 Mrd.
- IWF: € 11.7 Mrd.
- **Total: € 153.5 Mrd.**

3. Programm (2015-2018)

- ESM: **bis zu €86 Mrd.** (zugesagt)
- bisher ausgezahlt: €20.4 Mrd.
- IWF: noch unklar

** Für die ersten beiden Programme werden die ausgezahlten Beträge angegeben.*

■ Mehr als €300 Mrd. an Darlehen: wird Griechenland je zurückzahlen können?

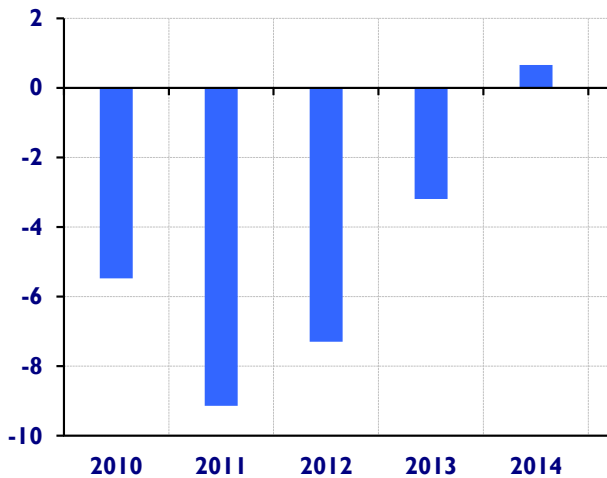
Griechenland muss kein “Fass ohne Boden” sein

- Griechenlands Ausgangspunkt war schlechter als bei anderen Programmstaaten, die Erholung wird länger dauern
- Griechenland hat im 2. Programm gute Fortschritte gemacht: Wirtschaftswachstum kam 2014 zurück, Arbeitslosigkeit began zu fallen, Rückkehr an die Märkte war wieder möglich
- Regierungswechsel brachte positiven Trend zum abrupten Ende: 2015 wieder fallendes oder stagnierendes BIP
- Sorgen über Griechenlands Schuldentragfähigkeit sind gerechtfertigt, aber differenzierte Betrachtung ist erforderlich:
 - Verhältnis Schuldenstand/BIP ist kein zuverlässiger Indikator
 - Besserer Indikator: Bruttofinanzierungsbedarf (gross financing needs)
 - Es gibt keinen wissenschaftlichen Grenzwert, ab wann Schuldenstand nicht mehr nachhaltig ist
 - Griechenland hat viele Jahre Zeit, ehe es den Großteil seiner Schulden zurückzahlen muss
 - Laut OECD kann Griechenland hohes Potenzialwachstum erreichen

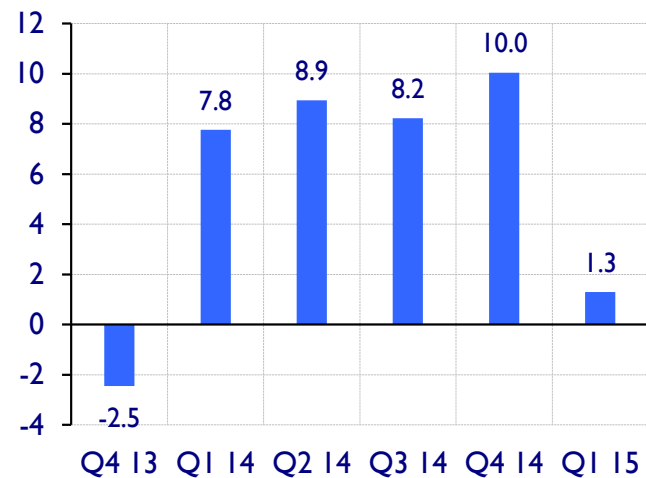
Griechenlands Aufschwung 2014

- Verbesserte Wachstums-, Export- und Arbeitsmarktdynamik
- Erstes positives Wachstum in 6 Jahren: + 0,8%
- Exporte stiegen 2014 um 8,7% (höchster Zuwachs in EU)
- Arbeitslosenrate seit Rekordwert 2013 um 2%-Punkte gesunken

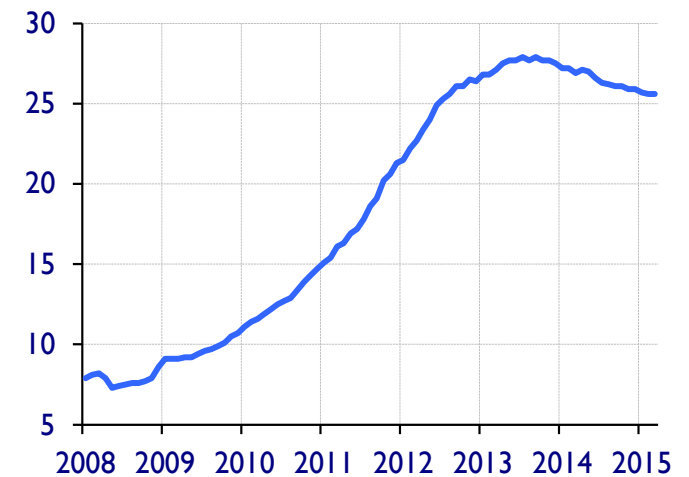
Grafik 1: Realwachstum (%)



Grafik 2: Exporte
(Jahresveränderung in %)



Grafik 3: Arbeitslosenrate (in %)



Quelle: Eurostat, Kommissionen und ESM-Berechnungen

Arten der Schuldenerleichterung für Griechenland

- Mögliche Maßnahmen zur weiteren **Schuldenerleichterung***
 - Laufzeitenverlängerung bei den Darlehen
 - Verlängerung der Zinsstundung
 - Erneute Überweisung der ANFA- und SMP-Gewinne an Griechenland

- **Günstige Kreditbedingungen** sind große Hilfe für Griechenland
 - Barwert des ESM-Darlehens ist deutlich niedriger als Nominalwert von € 86 Mrd.
 - Aus griechischer Sicht ist das eine bedeutsame Erleichterung des Schuldendienstes
 - Wichtig: dabei entsteht kein Verlust für Darlehensgeber, aber Risiken werden übernommen

- Schuldenerleichterung wichtig, doch der Schlüssel zum Erfolg ist entschlossene **Umsetzung von Reformen**

* Falls notwendig und erste Review des ESM-Programms erfolgreich abgeschlossen wird

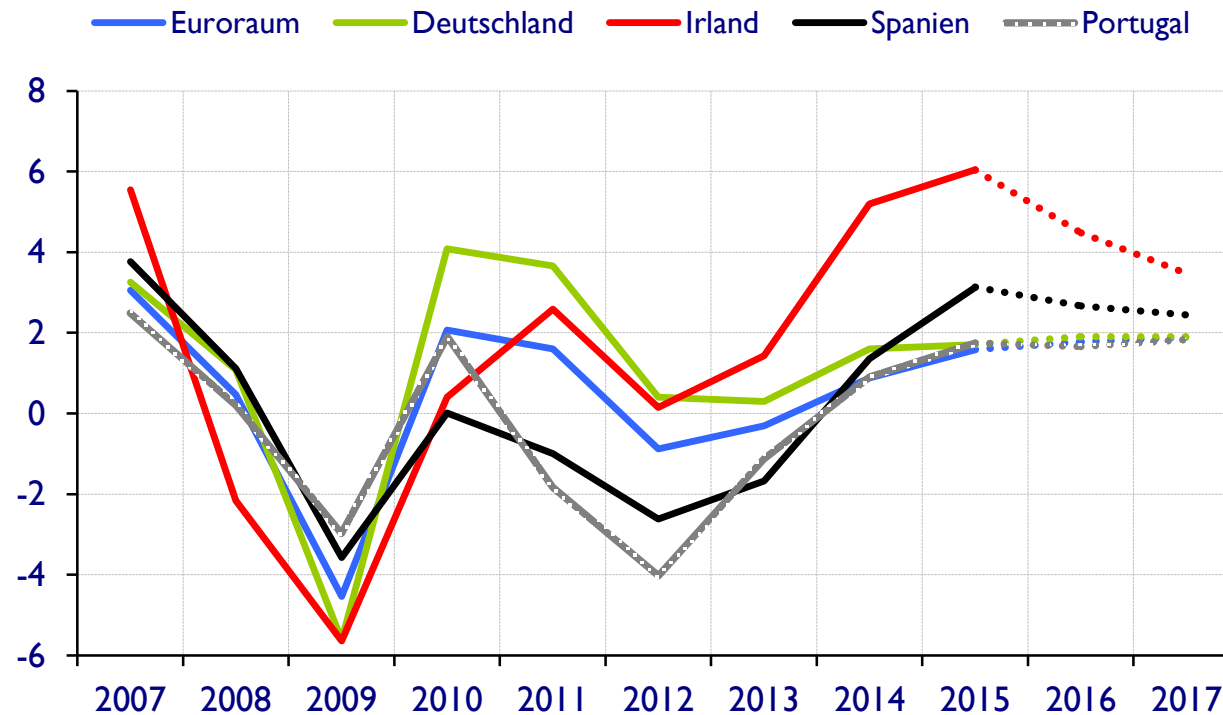
3.

Liegt die Eurokrise hinter uns?

Euroraum steht besser da

- Moderater, robuster Aufschwung im Euroraum
- 4 Erfolgsgeschichten (Irland, Spanien, Portugal, Zypern)

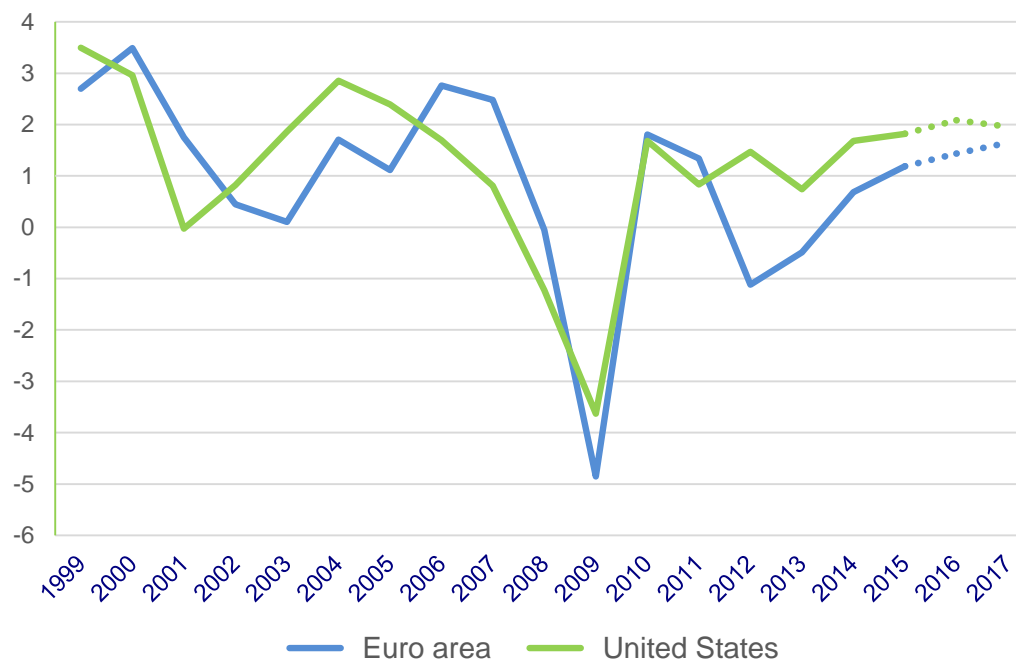
Reales BIP-Wachstum im Jahresvergleich (%)



Was ist “The New Normal”?

- Trendwachstum etwa 1%
- Pro-Kopf Wachstum wieder wie in den USA

Pro-Kopf-Wachstum in USA und EU



Deflationrisiken und Arbeitsmärkte

■ **Deflationrisiken** verschwunden

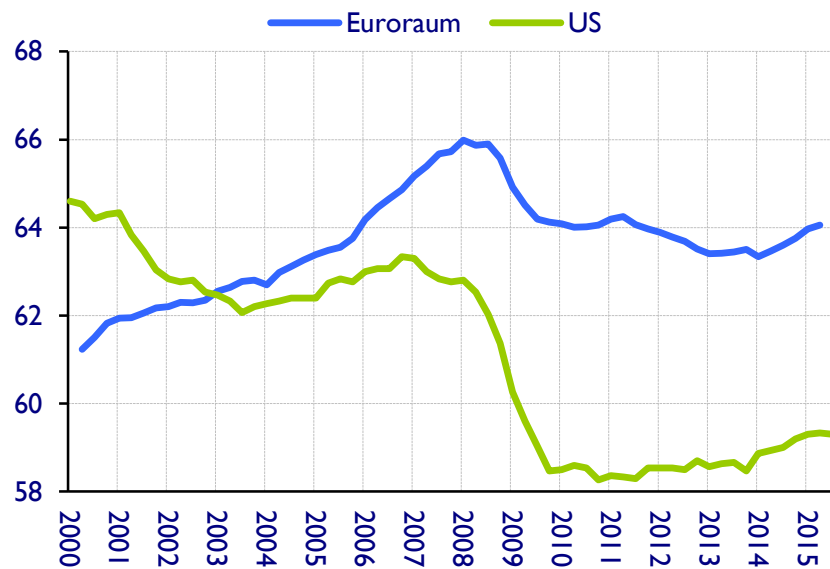
- Schrumpfender Output-Gap treibt Verbraucherpreise in die Höhe
- Inflationserwartungen und Kerninflation steigen

■ **Arbeitsmärkte** im Aufwind

- Reformen stützen Beschäftigungswachstum
- Trends bei Beschäftigung und Partizipationsrate sind seit 2000 positiv

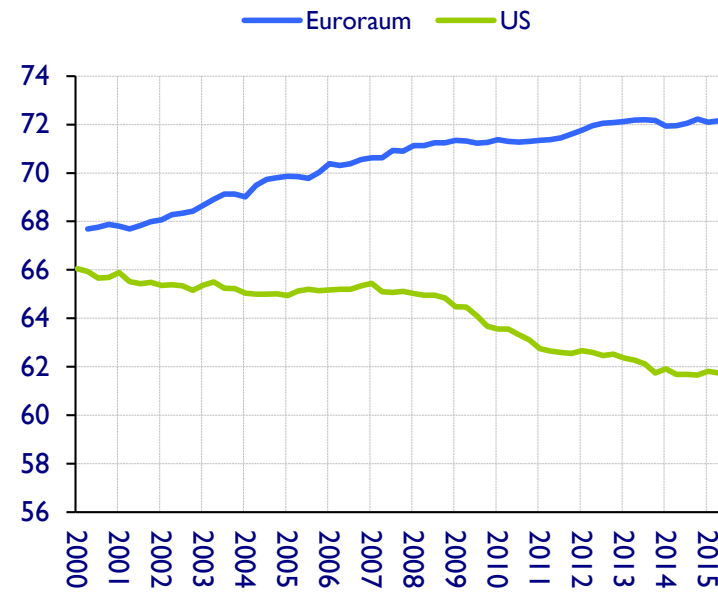
Beschäftigung wächst, Partizipationsrate steigt

Beschäftigungsrate(%)



Anmerkung: Daten bis Q2 2015 für den Euroraum und Q3 2015 für die USA
Quelle: Eurostat und BLS

Partizipationsrate(%)



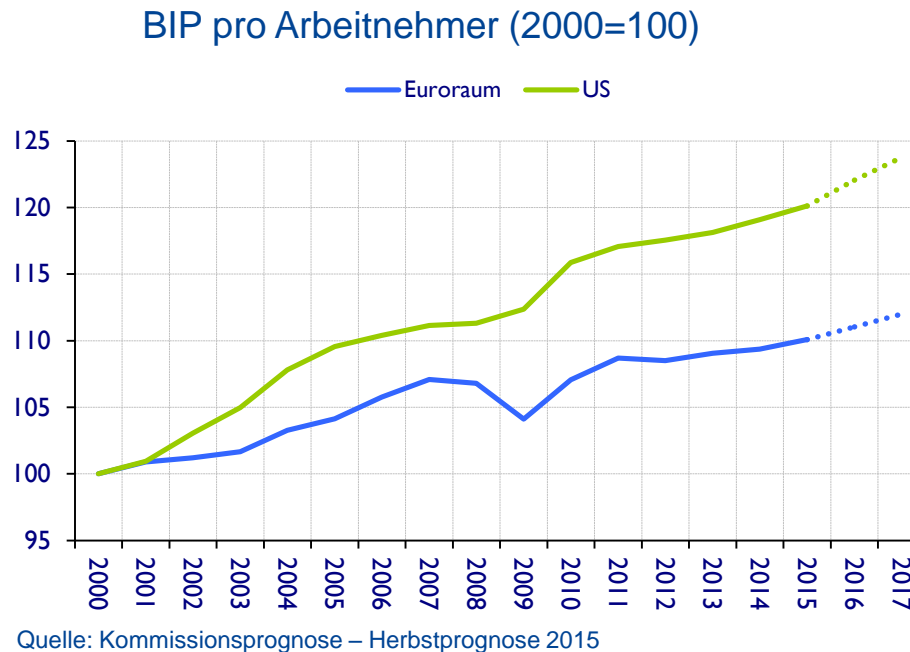
Anmerkung: Daten bis Q2 2015 für den Euroraum und Q3 2015 für die USA
Quelle: Eurostat und BLS

4.

Was noch getan werden muss

Produktivität und Potenzialwachstum stärken

- Europa hinkt bei Produktivität hinter den USA hinterher



- Bankbilanzen müssen weiter bereinigt werden, damit Banken wieder Darlehen vergeben
- Mehr Investitionen: Juncker-Plan ist ein Anfang
- Einwanderung kann helfen
- Wirtschafts- und Währungsunion vertiefen

Flüchtlinge: neue Herausforderung, die Wachstum stimulieren kann

- **Erhebliche zusätzliche öffentliche Ausgaben** in mehreren Euro-Staaten
- Risiko von **sozialen Spannungen**
- **Gute Integrationspolitik** erforderlich
- **“Angebotsschock”** könnte demographische Herausforderung lindern
- **Einfluss auf Wachstum** ist zunächst gering, aber positiv: BIP-Niveau steigt um 0,2 bis 0,3% bis 2017

Weitere Integration: hin zu einer robusteren Währungsunion

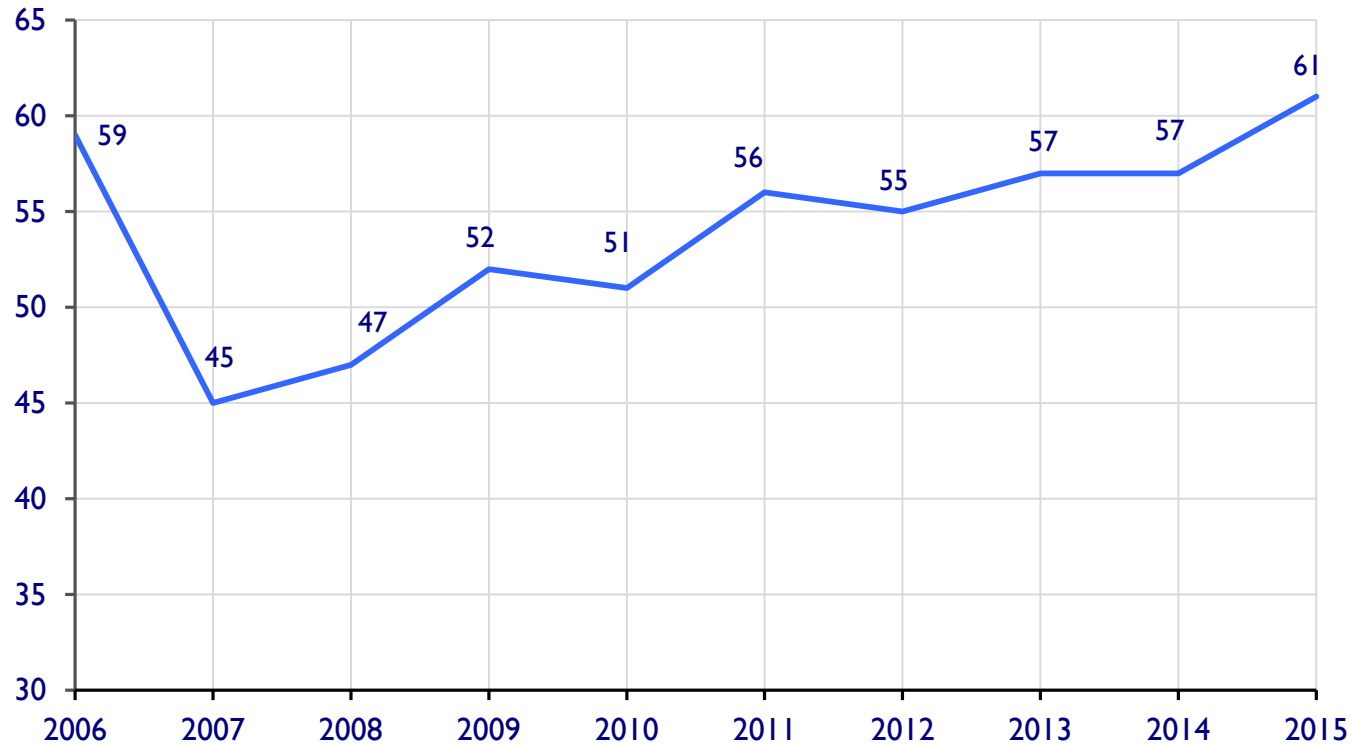
- Vorschläge aus dem **Bericht der 5 Präsidenten** (Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi, Schulz)
- **Bankenunion vervollständigen**: wieder mehr Integration der Finanzmärkte
- **Kapitalmarktunion**:
 - Fragen der Besteuerung, Insolvenzordnung und des Unternehmensrechts angehen
 - Mehr Risikoteilung
- **Begrenzte Fiskalkapazität** für den Euroraum
- **Finanzminister für den Euroraum**
- **Bessere externe Vertretung**

Europas Wirtschaft nach der Krise

- Euroraum insgesamt wurde vor Verwerfungen bewahrt
- Vier Programmländer sind EFSF- und ESM-Erfolgsgeschichten: Irland, Portugal, Spanien und Zypern
- Auch Griechenland kann zur Erfolgsgeschichte werden, falls Reformen umgesetzt werden
- EFSF- und ESM-Notdarlehen haben Finanzstabilität in Programmländern wieder hergestellt
- Reformauflagen in Programmstaaten (Strukturreformen, Budgetkonsolidierung) machen Euro-Raum insgesamt wettbewerbsfähiger und robuster
- Notdarlehen sind keine Transferzahlungen und führen zu keinen Kosten für europäische Steuerzahler
- Zustimmung zum Euro steigt

Unterstützung für den Euro steigt

Unterstützung für den Euro - % der Euroraum-Bevölkerung

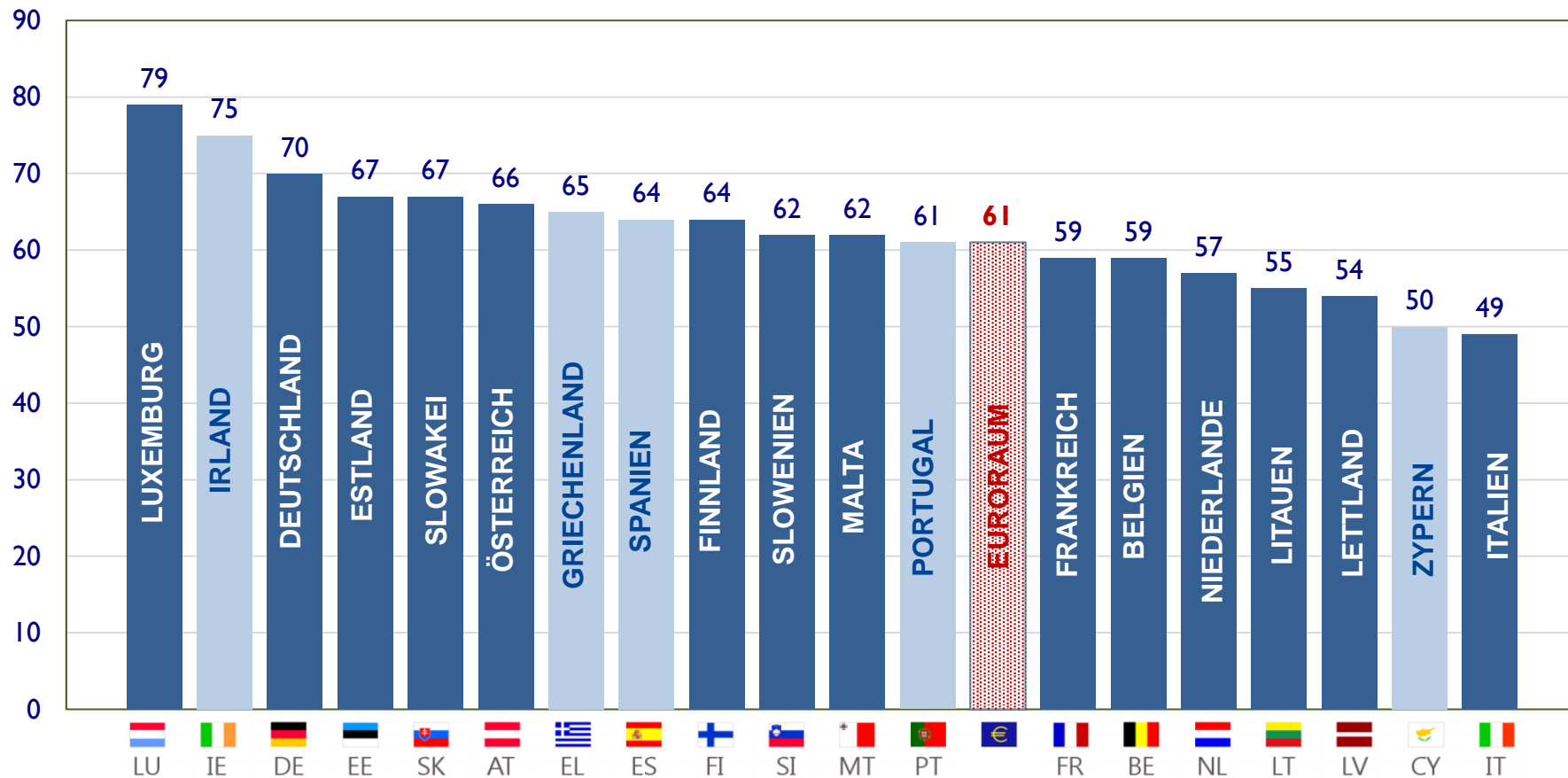


Anmerkung: Die Frage lautet: "Having the euro is a good or a bad thing for your country (% - EURO AREA)"

Quelle: Eurobarometer Oktober 2015

Unterstützung für den Euro – pro Land

Unterstützung für den Euro – % der Bevölkerung



Anmerkung: Die Frage lautet: "Having the euro is a good or a bad thing for your country (% - EURO AREA)"
Quelle: Eurobarometer Oktober 2015

Kontakt

Wolfgang Proissl

Chefsprecher

Phone +352 260 962 230

w.proissl@esm.europa.eu

Luis Rego

Stellvertretender Sprecher

Phone +352 260 962 235

l.rego@esm.europa.eu

Douwe Miedema

Sprecher Finanzpresse

Phone +352 260 962 236

d.miedema@esm.europa.eu

@ESM_Press

www.esm.europa.eu