

### EWU: Geldsorgen in Südeuropa

7. August 2015

Es ist das klassische Dilemma jeder Währungsunion, dass eine gemeinsame Geldpolitik unmöglich allen Ansprüchen gerecht werden kann, wenn die Mitglieder sehr unterschiedlichen Konjunkturzyklen unterworfen sind. Um ein Gefühl für das Ausmaß der geldpolitischen Verwerfungen zu bekommen, berechnen wir Zentralbankzinsen nach einer modifizierten Taylor-Regel\*. Für die Eurozone insgesamt ist der so berechnete Zinssatz (die gelbgestrichelte Linie) sehr nah bei dem tatsächlichen Hauptrefinanzierungssatz der EZB. Das legt nahe, dass die Geldpolitik im Allgemeinen angemessen war. Das Bild ändert sich aber, wenn man die verschiedenen Regionen der EWU einzeln betrachtet.

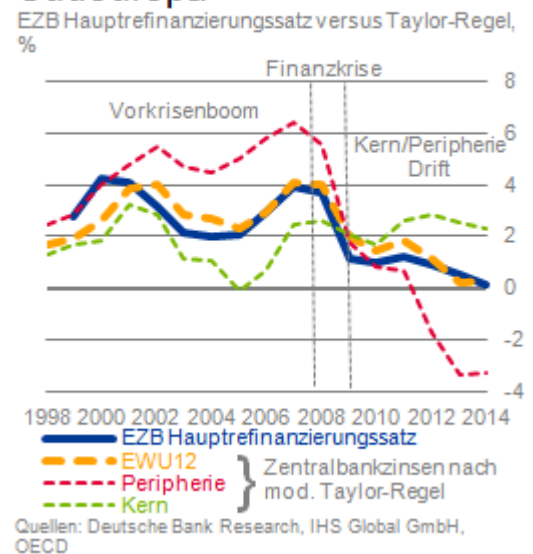
Gegenwärtig sind vor allem die Ländergruppen interessant, die allgemein als Kern (z.B. Deutschland, Niederlande, Finnland) bzw. Peripherie (Spanien, Italien, Griechenland, Irland und Portugal) der Eurozone angesehen werden. Wie abgebildet unterscheiden sich die geldpolitischen Bedürfnisse gemessen an der Taylor-Regel mitunter erheblich. Zurzeit scheint die Geldpolitik zu locker im Kern, aber zu restriktiv in der Peripherie zu sein.

Diese fehlende geldpolitische Kongruenz erzeugt destabilisierende Fliehkräfte. Sie verstärkt Unterschiede in den Konjunkturzyklen und belastet dadurch Fiskalpolitik und makroprudenzielle Aufsicht zusätzlich. Unpassende Geldpolitik kann zudem die Quelle für künftige Probleme sein. Vor der Finanzkrise war die Geldpolitik zu expansiv für Länder in der Peripherie, was zu einem nicht-nachhaltigen Kreditboom, steigender staatlicher und privater Verschuldung und überhöhten Immobilienpreisen beigetragen hat. Der Rückschlag nach der Krise war dadurch umso schmerzhafter.

Freilich kann die Taylor-Regel nur eine grobe Richtschnur für die Geldpolitik sein. Einer der wichtigsten Treiber, die Kapazitäts- oder Beschäftigungslücke, ist erst mit erheblicher Verzögerung bekannt. Zudem berücksichtigt die Taylor-Regel keine unkonventionellen geldpolitischen Instrumente, wie Anleihekäufe der Zentralbank (Quantitative Easing). In Krisenzeiten ist es häufig auch der fehlende Zugang zu Kredit, der stärker belastet als der eigentliche Zins. Nichtsdestotrotz zeigt die Spannweite der geldpolitischen Bedürfnisse innerhalb der EWU, dass die Geldpolitik eine schwierige Gratwanderung absolvieren muss.

\*Die Taylor-Regel ist eine Richtschnur für Zentralbankzinsen, die 1993 von John B. Taylor und anderen vorgeschlagen wurde. In der von uns verwendeten modifizierten Form berechnet sich der Zentralbankzins aus der Kerninflationsrate und der Beschäftigungslücke (beide gleichgewichtet) für jedes EWU-Mitglied.

### EWU: Geldsorgen in Südeuropa



Autoren:

Thomas Meyer (+49) 69 910-46830

Anamaria Piloiu (+49) 69 910-41642

...mehr zum Research-Bereich **Emerging Markets**  
Aktuelle Grafiken - Archiv