Dr. Jörn Quitzau, | joern.quitzau@berenberg.de | +49 40 350 60-113

ENDSTATION FISKALUNION?

- In Europa ist der Aufschwung ins Stocken geraten. Neben den üblichen Konjunktursorgen gibt es auch die Furcht vor einer Rückkehr der Eurokrise.
- Die aktuellen Probleme sind aber auf die geopolitischen Krisen – insbesondere auf den Ukraine-Konflikt – zurückzuführen. Das Wiederaufflammen der systemischen Eurokrise ist aus unserer Sicht hingegen keine akute Gefahr. Diverse Indikatoren zeigen, dass es sich um einen konjunkturellen Rückschlag, nicht aber um ein Comeback der Krise handelt.
- Für einige Beobachter sind die konjunkturellen Probleme ein willkommener Anlass, die Diskussion über strukturelle Veränderungen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion erneut zu befeuern. In den vergangenen Wochen und Monaten wurde deshalb eine Reihe von Vorschlägen laut, wie die Eurozone stabiler gemacht werden könnte. Dazu gehören auch weit reichende Vorschläge, von denen einige die politische Landschaft in Europa markant verändern würden.
- Zu den Vorschlägen gehören die Einführung einer gemeinsamen europäischen Arbeitslosenversicherung, eine vollumfängliche Fiskalunion und die Vollendung der politischen Union (Stichwort: Vereinigte Staaten von Europa).
- Kritiker des Euro bemängeln, dass Europa auch nach allen bisherigen Reformen über keine Kapazität verfügt, mit der konjunkturelle Fehlentwicklungen gezielt bekämpft werden können. Dabei übersehen sie, dass die Eurokrise die Folge struktureller Fehlentwicklungen war. Konjunkturpolitik ist aber nicht geeignet, strukturelle Probleme zu beseitigen. Deshalb sind Vorschläge, das EU-Budget zum Zweck der Konjunktursteuerung aufzustocken, nicht sachdienlich.
- Die USA werden vielfach als Beispiel für eine funktionierende Wirtschafts- und Währungsunion angeführt. Als Blaupause für die Weiterentwicklung der Eurozone eignen sich die Vereinigten Staaten von Amerika dennoch nicht – zumindest nicht kurzfristig. In den USA dauerte es mehrere Jahrzehnte, bis eine vollumfängliche Fiskalunion entstanden war. Der Prozess war von zahlreichen Rückschlägen begleitet. Zudem unterschied sich die Ausgangslage, die zu den Anfängen der Fiskalunion in den USA führte, sehr deutlich von der Situation in Europa.
- Das Beispiel USA zeigt: Ein einheitlicher Währungsraum braucht weder eine einheitliche Wirtschaftspolitik noch eine überregional einheitliche Wirtschaftsentwicklung. Wettbewerb zwischen einzelnen Staaten innerhalb eines stabilen Währungsraumes ist möglich. Gemessen an makroökonomischen Kennzahlen wie Inflation, Wachstum oder Lohnstückkosten entwickeln sich die US-Bundesstaaten durchaus heterogen. Allerdings gibt es in den USA einen vertikalen Finanzausgleich.
- Europa sollte den eingeschlagenen Weg der grundsätzlichen Eigenverantwortlichkeit seiner Mitgliedsstaaten fortsetzen. Im Zuge der Krise hat Europa ausreichende Elemente einer wirtschaftspolitischen Koordinierung auf den Weg gebracht. Falls ein Land trotz aller Präventionsmaßnahmen auf Hilfe der Partnerländer angewiesen sein sollte, steht im Notfall der ESM bereit. Dieses Konzept muss sich nun bewähren.

1. Einleitung

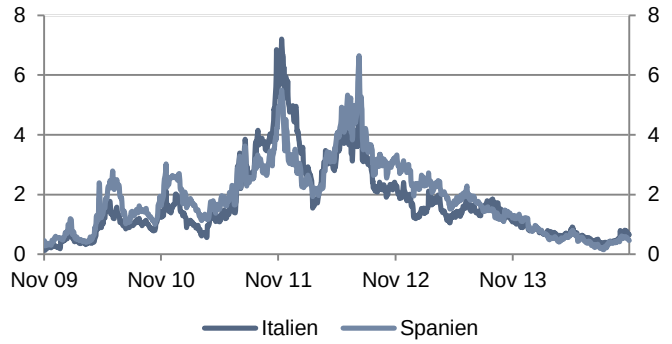
Angst vor neuer Eurokrise

In Deutschland und Europa ist die Konjunktur ins Stocken geraten. Neben den üblichen Konjunktursorgen hat sich im Hintergrund die Furcht vor einer Rückkehr der Eurokrise ausgebreitet. Tatsächlich sind die aktuellen Probleme darauf zurückzuführen, dass die geopolitischen Krisen – insbesondere der Ukraine-Konflikt – das Vertrauen der Unternehmen und Verbraucher beschädigt hat. Das Wiederaufflammen der systemischen Eurokrise ist aus unserer Sicht hingegen keine akute Gefahr. Diverse Indikatoren zeigen, dass es sich um einen konjunkturellen Rückschlag, nicht aber um ein Comeback der Krise handelt. So schlagen die Fieberkurven der Krise nicht aus – wie beispielsweise die Zinsdifferenzen zwischen Deutschland und den Euro-Peripherie-Staaten, die Prämien für Kreditausfallversicherungen für Staaten (siehe Abbildungen 1 und 2) oder auch der Goldpreis.

Konjunkturprogramme und weitergehende Forderungen

Dass konjunkturelle Probleme Rufe nach staatlichen Konjunkturmaßnahmen provozieren, ist kein Wunder. So hat u.a. der Internationale Währungsfonds (IWF) Deutschland kürzlich ein Investitionsprogramm empfohlen, um die deutsche und die europäische Konjunktur anzukurbeln. Für einige Beobachter sind die konjunkturellen Probleme aber auch ein willkommener Anlass, die Diskussion über strukturelle Veränderungen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion erneut zu befeuern. In den vergangenen Wochen wurde deshalb eine Reihe von Vorschlägen laut, wie die Eurozone stabiler gemacht werden könnte: Neben dem Lockern der Sparpolitik gehören u.a. auch die erneute Diskussion um Eurobonds oder die Einführung einer Europäischen Arbeitslosenversicherung zu den Vorschlägen, die aktuell wieder öffentlich diskutiert werden.[1] Unabhängig davon gibt es noch weiter reichende Vorschläge, von denen einige die politische Landschaft in Europa markant verändern würden.

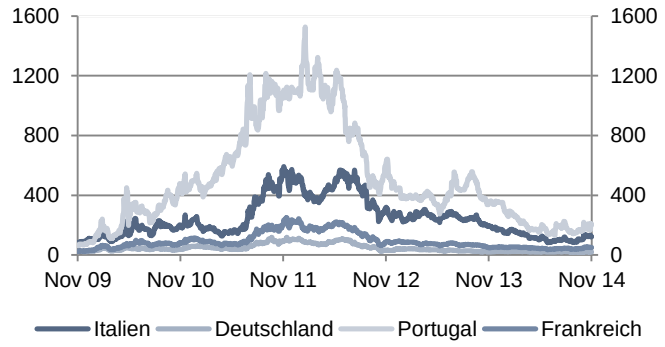
Abbildung 1: Zinsdifferenz gegenüber 2-jährigen Bundesanleihen



In Prozentpunkten. Quelle: Bloomberg.

[1] So hat der ungarische Sozialkommissar Lászlo Andor im Sommer 2014 die Forderung nach einer gemeinsamen Arbeitslosenversicherung für die Länder der Eurozone erneuert.

Abbildung 2: CDS-Prämien Europa



In Basispunkten. Quelle: Bloomberg.

2. Hintergrund

Eurozone immer noch kein „optimaler Währungsraum"

Die europäische Gemeinschaftswährung hatte schon immer einen schweren Stand. Bereits in der Planungsphase gab es zahlreiche und intensive Kontroversen über die Frage, ob eine Währungsunion aus wirtschaftlich und gesellschaftlich so unterschiedlichen Ländern wie denen der angestrebten Eurozone überhaupt funktionieren könne. Volkswirte hatten mehrheitlich große Zweifel, weil die geplante Eurozone offensichtlich nicht den Kriterien entsprechen würde, die der kanadische Nobelpreisträger Robert Mundell als Merkmale eines „optimalen Währungsraumes" herausgearbeitet hatte.

Währungsunion und interne Abwertung

Gemäß Mundells Theorie müssen in einem Währungsraum, der aus wirtschaftlich heterogenen Teilregionen besteht, die Produktionsfaktoren mobil sein.[2] Dies ist notwendig, weil innerhalb eines Währungsgebietes der Wechselkurs als Anpassungsmechanismus nicht vorhanden ist. Wenn zum Beispiel eine Region – aus welchen Gründen auch immer – in die Rezession abgleitet und die Arbeitslosigkeit steigt, würde normalerweise der Wechselkurs fallen und dadurch die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Region automatisch verbessert. Durch den Wechselkursmechanismus kann sich eine Region leichter von ökonomischen Schocks erholen, die Rezession schneller überwinden und die Arbeitslosigkeit abschütteln. Allerdings: In einer Währungsunion entfällt dieser Effekt. Wenn einzelne Regionen unterschiedlich stark von einem ökonomischen Schock getroffen werden, kann die preisliche Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Währungsraumes nicht über Wechselkursanpassungen erfolgen. Stattdessen müssen die Produktionsfaktoren (also Arbeitskräfte und das Kapital) so mobil sein, dass sie aus der von der Rezession betroffenen Region in die wirtschaftlich stabileren Regionen wandern. Im Klartext: Arbeitskräfte, die ihren Arbeitsplatz verloren haben, müssen bereit sein, dorthin zu gehen, wo Arbeitsplätze vorhanden sind – im Zweifel auch über Ländergrenzen hinweg. Ist dies nicht möglich, müssen die Preise der Produktionsfaktoren flexibel sein, um die nötigen Anpassungen zu ermöglichen. Insbesondere müssen die Löhne schnell fallen können, um Arbeitslosigkeit zu verhindern. Diese preisliche Flexibilität wird auch als „interne Abwertung" bezeichnet.

[2] Den Wirtschaftsnobelpreis erhielt Robert Mundell 1999 für seine Arbeiten zur Theorie optimaler Währungsräume.

Sprachbarrieren und unterschiedliche Mentalitäten sprachen gegen die Einheitswährung

In der Planungsphase der europäischen Währungsunion entsprach die wirtschaftliche Realität in den potentiellen Teilnehmerländern dem geschilderten theoretischen Ideal kaum. Schon die vielen unterschiedlichen Sprachen ließen zu jener Zeit kaum zu überwindende Arbeitsmarktbarrieren vermuten. Auch die unterschiedlichen Mentalitäten der jeweiligen Nationalitäten gaben wenig Anlass zur Hoffnung, dass die Arbeitskräfte der potentiellen Teilnehmerländer einen offenen, flexiblen Arbeitsmarkt ermöglichen würden. Und schließlich waren die Löhne nach unten wenig flexibel, u.a. weil die Macht der Gewerkschaften damals noch sehr groß war.

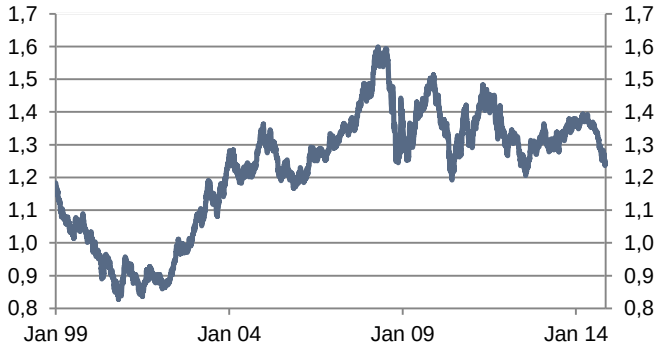
Wirtschaftliche Konvergenz vor Euro-Einführung sollte offensichtliche Risiken eingrenzen

Die Architekten der Währungsunion kannten diese Sachverhalte. Deshalb war ihnen bewusst, dass sich die künftigen Teilnehmerländer wirtschaftlich annähern müssen, bevor sie den Schritt zu einer gemeinsam Währung machen. Mit Hilfe der sogenannten Konvergenzkriterien des Maastricht-Vertrages sollten sich die Teilnehmerländer hinsichtlich Preisniveau- und Wechselkursstabilität, Zinsniveau sowie Haushaltsdisziplin angleichen. Nur Länder, die die Konvergenzkritierien erfüllten, sollten in die Währungsunion aufgenommen werden.

Bilanz nach erster Dekade: Euro überrascht positiv

Die ersten 10 Jahre nach der Geburt des Euro zeigten, dass die neue Währung das Vertrauen der Märkte gewinnen konnte – trotz aller Probleme und Unzulänglichkeiten im Detail. Abzulesen war der Erfolg des Euro zum Beispiel am Wechselkurs. Nach einigen Startschwierigkeiten konnte der Eurokurs beachtlich zulegen.

Abbildung 3: Wechselkurs Euro / US-Dollar

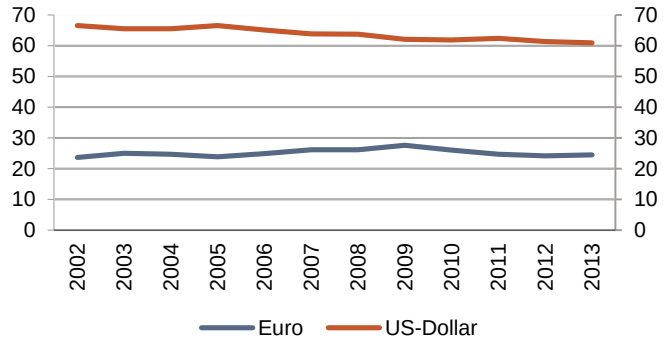


In US-Dollar. Quelle: Bloomberg.

Euro als Reservewährung gefragt

Auch als Reservewährung etablierte sich der Euro als Nummer 2 hinter dem amerikanischen Dollar. Bis zum Ausbruch der großen Krise konnte der Euro seine Bedeutung als Reservewährung sogar erhöhen. Zusammen mit dem US-Dollar macht der Euro heute rund 85 % der globalen Währungsreserven aus. Die Befürchtungen der Skeptiker, der Euro würde schnell scheitern, bewahrheiteten sich nicht.

Abbildung 4: Anteil des US-Dollar an den globalen Währungsreserven



In %. Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF)

Griechenland-Krise bringt Zweifel zurück

Mit der Staatsschuldenkrise, die im Herbst 2009 in Griechenland ihren Anfang nahm, wurden allerdings viele der zwischenzeitlich errungenen Erfolge nahezu pulverisiert. Die ursprünglichen Bedenken, der Euro könne angesichts der heterogenen Länderstruktur nicht funktionieren, kamen mit Wucht zurück. Die Konstruktionsfehler des Euro wurden für die Krise verantwortlich gemacht. Tatsächlich war der Euro in den Jahren 2011 und 2012 mehrmals stark gefährdet. Bei genauerer Analyse zeigt sich jedoch, dass nicht allein Konstruktionsfehler der Gemeinschaftswährung für die Krise verantwortlich waren. Die Turbulenzen in Europa waren zu einem guten Teil auch die Folge der vorausgegangenen globalen Finanzkrise, deren Ursachen nichts (oder allenfalls sehr indirekt etwas) mit dem Euro zu tun hatten.

Eurokrise nicht nur auf Konstruktionsfehler zurückzuführen

Sollen die richtigen Lehren aus der Krise gezogen werden, darf diese Tatsache nicht aus dem Blick verloren gehen. Wer die Turbulenzen in der Eurozone allein auf – tatsächliche oder auch nur vermeintliche – Konstruktionsfehler des Euro zurückführt, der wird beim Versuch, die Architektur des Euro zu korrigieren, über das Ziel hinausschießen. Auch jetzt, da sich die Konjunktur in Europa abkühlt, nutzen einige Beobachter die Situation, um die Konzeption der Eurozone zu kritisieren – und ignorieren damit die geopolitischen Krisen, also den Hauptgrund für die aktuelle Wachstumspause.

Übertriebene Reformvorschläge

Das Euro-Krisenmanagement hat Institutionen und Mechanismen herausgebildet, die uns geeignet erscheinen, eine erneute krisenhafte Zuspitzung in Zukunft zu vermeiden. Dennoch gibt es im politischen, aber auch im akademischen Bereich Bestrebungen, deutlich weiterreichende Maßnahmen zu ergreifen. Insbesondere aus Brüssel und aus den USA kommen Vorschläge, die Währungsunion um eine Fiskalunion mit länderübergreifenden Ausgleichszahlungen zu erweitern.[3] Für manch einen Beobachter wäre sogar erst die politische Union die endgültige Lösung der Krise. Dies würde bedeuten, aus dem europäischen Staatenbund einen Bundesstaat, ggf. nach dem Vorbild der Vereinigten Staaten, zu machen. Wir vertreten eine andere Position: Aus unserer Sicht verfügt die Eurozone inzwischen über ein ausreichend stabiles Gerüst, das

[3] Vgl. z.B. Wolff (2012), Feyrer/Sacerdote (2013), Bordo (2010), De Grauwe (2011).

nun zum Tragen kommen muss.[4] Eine weitergehende Zentralisierung der Wirtschaftspolitik würde den Wettbewerb der Regionen zu stark ausschalten und damit die Anreize, gute Wirtschaftspolitik zu betreiben, verschütten.

Währungen sind eigentlich nie optimale Währungsräume

Nebenbei bemerkt: Robert Mundell war und ist ein vehementer Befürworter des Euro, auch wenn die Währungsunion von Anfang an seinem theoretischen Idealbild nicht recht entsprechen sollte. Dass Mundell beim Euro über die Diskrepanz zwischen Theorie und Praxis hinwegsieht, mag daran liegen, dass Mundell Realist genug ist, auch die meisten anderen existierenden Währungen nicht als optimale Währungsräume einzuschätzen. Währungen sind seiner Ansicht nach in der Praxis oft Ausdruck nationaler Souveränität. Im Regelfall wurden sie nämlich nicht gemäß den Kriterien der Theorie optimaler Währungsräume konzipiert.[5] Obwohl die meisten Währungen also im theoretischen Sinne nicht optimal sind, existieren sie in der Praxis, ohne permanent vom Zerfall bedroht zu sein. Auch bei den Diskussionen um die europäische Gemeinschaftswährung wäre es deshalb durchaus angebracht, ihre Funktionsfähigkeit nicht an einem theoretischen Idealbild zu messen, das faktisch nicht erreichbar ist.

Fortschritte bei der Arbeitskräftemobilität zu erkennen

Was die Mobilität der Arbeitskräfte angeht, ist die Eurozone auch heute noch kein optimaler Währungsraum. Dafür sind die Sprachbarrieren noch zu hoch und die generelle Flexibilität zu gering. Dennoch sind Fortschritte zu verzeichnen. Die Arbeitskräfte insgesamt haben in der Krise reagiert und damit einen Teil der Arbeitsmarktungleichgewichte abgefedert. Vor allem Bürger aus den 12 neuen EU-Mitgliedsstaaten orientieren sich innerhalb der Eurozone an den Arbeitsmarktchancen und entlasten somit die Arbeitsmärkte der Krisenländer.[6]

3. Nährboden der Krise

Ursachen der globalen Krise

Zu den wichtigsten Ursachen der globalen Finanzkrise gehören:

- Die expansive Geldpolitik der US-Notenbank Fed in der ersten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts (mit der die Grundlage für die amerikanische Immobilienblase gelegt wurde).
- Die amerikanische Immobilienkrise, der eine zu laxe Kreditvergabepraxis der US-Banken vorausging (insbesondere im Subprime-Segment).
- Finanzinnovationen beziehungsweise Kreditverbriefungen ermöglichten lange Zeit, die Probleme im Bankensektor zu verschleiern und die faulen Kredite durch intransparente Produkte weltweit zu verteilen.
- Mangelndes Risikomanagement einiger global tätiger Banken.
- Die „Too big to fail"-Problematik im Bankensektor.
- Gehalts- und Bonusexzesse im Finanzsektor.
- Die Anlegerpanik im Anschluss an die Lehman-Insolvenz hat die Krise eskalieren lassen.

[4] Vgl. dazu auch ausführlich Schmieding (2012) und Schmieding (2014).
[5] Vgl. Mundell (1961), S.661.
[6] Vgl. Berenberg/HWWI (2014), Arbeitskräftemobilität – Macht der Euro mobil?

- Finanzmärkte neigten und neigen weltweit immer wieder zu irrationalen Übertreibungen und lassen so gefährliche Preisblasen entstehen.
- Der Konsumrausch der amerikanischen Verbraucher vor 2008.
- Globale makroökonomische Ungleichgewichte, bei dem Amerika über seine Verhältnisse und China unter seinen Verhältnissen gelebt hat.

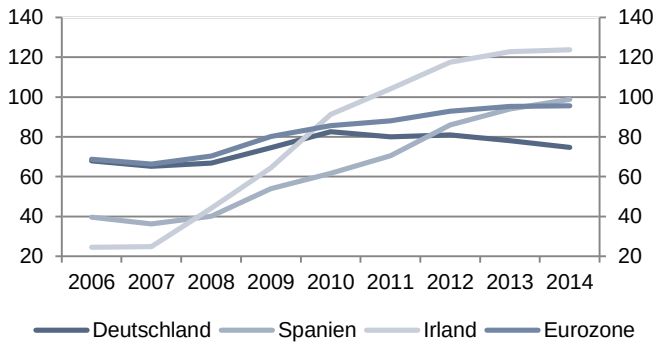
Der Euro muss den Kopf hinhalten für globale Probleme

Die aufgeführten Aspekte gehören zu den Hauptursachen der globalen Finanzkrise, aber sie haben allesamt herzlich wenig mit der Währungsordnung in Europa zu tun. Die europäische Gemeinschaftswährung trägt keine Schuld an der Entstehung der Krise, die die Weltwirtschaft im Jahr 2008 ins Wanken brachte. Anders ausgedrückt: Zur globalen Finanzkrise wäre es auch dann gekommen, wenn es den Euro gar nicht gegeben hätte. Der Umkehrschluss jedoch gilt nicht, denn hätte es die globale Finanzkrise nicht gegeben, dann wäre es auch nicht zur Eurokrise in den Jahren 2009 bis 2012 gekommen. Denn nur die Folgekosten der globalen Krise haben die bis dahin im Durchschnitt noch erträglichen öffentlichen Defizite und Schulden so weit in die Höhe getrieben, dass viele Finanzmarktakteure offen zweifelten, dass die Schulden je würden zurückgezahlt werden können.

Globale Finanzkrise verursacht Schuldeninferno in Europa

Um es deutlich zu sagen: Ohne die globale Finanzkrise hätten die Staaten in Europa viele Banken nicht von faulen Krediten befreien und einzelne Institute schlussendlich auch nicht mit öffentlichen Mitteln retten müssen. Zudem wären keine teuren Konjunkturprogramme nötig gewesen, um die gesamtwirtschaftlichen Folgen der großen Krise zu mildern. Es waren aber genau diese öffentlichen Hilfsmaßnahmen für den Privatsektor, die der Schuldendynamik in der Eurozone den entscheidenden Schub gegeben haben (siehe Abb. 5). Und schließlich wäre die Ansteckung in der Eurozone kaum so stark gewesen, wenn nicht die Lehman-Pleite zuvor eine Schockwelle durch die Finanzwelt geschickt hätte, an der das globale Finanzsystem beinahe zerbrochen wäre.

Abbildung 5: Schuldensprung



Staatsschulden in % des BIP. Quelle: Eurostat.

Dass die Gemeinschaftswährung auf dem Höhepunkt der Vertrauenskrise auseinanderzubrechen drohte, war also zu einem guten Teil der Tatsache geschuldet, dass die Mitgliedsstaaten Fehlentwicklungen abfedern mussten, die zuvor außerhalb der Euro-

zone stattgefunden hatten und dass zudem die Finanzmärkte aufgrund der Lehman-Pleite hochgradig nervös waren.

4. Gründe für die Euro-Vertrauenskrise

Hausgemachte Ursachen

Im vorigen Abschnitt haben wir gezeigt, dass die Turbulenzen in Europa ab dem Jahr 2010 ohne die Ereignisse, die eigentlich außerhalb des Euroraums passiert waren, nicht stattgefunden hätten. Gleichwohl bot der Euro während beziehungsweise nach der globalen Finanzkrise eine Angriffsfläche, die auf hausgemachte Mängel zurückzuführen waren. Zu den offenen Flanken der Gemeinschaftswährung zählten bei Ausbruch der Vertrauenskrise:

1. **Mangelnde Glaubwürdigkeit der Fiskalregeln: zu hoher Schuldenstand einzelner Euro-Länder**
2. **Blindheit für Ansteckungsgefahren auf Finanzmärkten: Fehlende Institution zur Bekämpfung irrationaler Marktpanik**
3. **Unzureichende makroökonomische Steuerung**

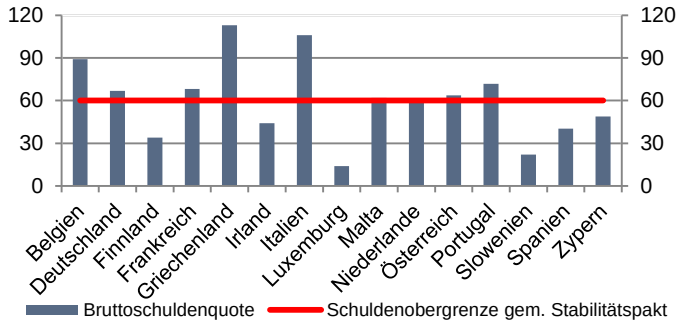
Kleine Fiskalunion schon lange vorhanden

Zu 1: Die Euro-Teilnehmer hatten sich bereits im Vorfeld der europäischen Währungsunion gemeinsamen Fiskalregeln unterworfen. Das Ziel der Regeln war, den Schuldenstand aller Teilnehmerländer auf den Wert von höchstens 60 % ihres BIP zu senken. Zudem sollten die laufenden Staatshaushalte konjunkturbereinigt ausgeglichen sein. Für konjunkturelle Schwächephasen waren gleichwohl Haushaltsdefizite in Höhe von maximal 3 % des BIP erlaubt. Die gemeinsame Währung sollte also durch gemeinschaftlich solide Staatsfinanzen abgesichert sein. Zusammen mit der Zins-, Wechselkurs- und Preisniveaustabilität bildeten die Fiskalregeln die sogenannten Maastricht-Kriterien, die von allen Euro-Anwärtern erfüllt werden mussten. Auch nach der Euro-Einführung behielten das Schuldenstands- und das Defizitkriterium ihre Gültigkeit, sie bildeten den Kern des Stabilitäts- und Wachstumspaktes.

Laxe Regelauslegung

Ein Blick auf die Schuldenquoten der Euro-Teilnehmerländer im Jahr 2008 zeigt, dass schon im Vorfeld der globalen Finanzkrise etwas schief gelaufen ist. Acht von fünfzehn Ländern hatten das Schuldenstandskriterium – zum Teil weit – verfehlt (siehe Abbildung 6). So hatte Griechenland im Jahr 2008 bereits Staatsschulden in Höhe von 113 % des BIP aufgetürmt – also fast doppelt so viel, wie es Euro-Teilnehmerländern eigentlich erlaubt war. Zudem hatte das Land seit seinem Euro-Beitritt 2001 Jahr für Jahr höhere Budgetdefizite als die maximal zulässigen 3 % verbucht. Offensichtlich waren die Fiskalkriterien gut gemeint – und doch haben sie ihr Ziel verfehlt. Zwar waren für Haushaltssünder Defizitverfahren vorgesehen, die zur Korrektur der nicht nachhaltigen Haushaltspolitik führen sollten. Als Kernproblem erwies sich jedoch, dass keine automatischen Sanktionen erfolgten, sondern dass potentielle Sünder über tatsächliche Sünder zu entscheiden hatten. Im Ergebnis kam es trotz zahlreicher Defizit-Verstöße verschiedener Länder nicht ein einziges Mal zu einer harten Sanktion.

Abbildung 6: Bruttoschuldenquote der Euro-Teilnehmerländer 2008



In % des BIP. Quelle: Eurostat.

Bisher zu weiche Regeln

Die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes waren also nicht strikt genug, um die Euro-Länder zu nachhaltiger Haushaltspolitik zu zwingen. Deutschland trägt dabei eine Mitschuld. Denn als Deutschland mit übermäßigen Defiziten selbst gegen die Regeln des Paktes verstieß, weichte es 2005 im Verbund mit Frankreich die Regeln so weit auf, dass beide Länder keine Sanktionen mehr zu fürchten hatten. Der laxe Umgang mit dem Geist und den Buchstaben des Stabilitäts- und Wachstumspaktes ermöglichte es Ländern wie Griechenland, so hohe Schulden aufzutürmen, die in guten Zeiten zwar gerade noch vertretbar sind, die aber in wirtschaftlich schwierigen Zeiten sehr schnell in ein unlösbares Problem umschlagen können.

Irrationale Finanzmärkte

Zu 2: Dass die Eurozone bis zum Ausbruch der Vertrauenskrise über keine Institution verfügte, die irrationalem und ggf. zerstörerischem Überschwang an den Finanzmärkten Einhalt gebieten kann, muss als erheblicher Konstruktionsfehler der Währungsunion bezeichnet werden. Aus historischer Perspektive ist dieser Konstruktionsfehler allerdings durchaus nachvollziehbar. Die Architekten der Währungsunion arbeiteten Anfang der neunziger Jahre in einem Umfeld, als Finanzmärkte als weitgehend effizient und weitgehend rational galten. Kleinere Übertreibungen bei den Preisen von Wertpapieren galten zwar schon in den neunziger Jahren als möglich, doch kühl kalkulierende Finanzmarktakteure würden aus solchen Übertreibungen Kapital schlagen wollen. Durch entsprechende Käufe und Verkäufe würden sie die Wertpapierkurse recht schnell auf ihr fundamental gerechtfertigtes Niveau zurückführen – so die damals weit verbreitete Vorstellung.

Sich selbsterfüllende Prophezeiungen als reale Gefahr…

Die Europäische Währungsunion wurde also in einer Zeit konzipiert, in der Herdentrieb, irrationaler Überschwang, sich selbst erfüllende Prophezeiungen oder Ansteckungsgefahren noch keine große Rolle spielten.[7] Staatsbankrotte konnten nur das Ergebnis von fundamentalem Fehlverhalten des jeweils betroffenen Landes sein. Als Ergebnis psychologischer Faktoren – etwa wegen einer Anleger-Massenpanik – ohne fundamental verheerende Wirtschaftsdaten schienen Staatsbankrotte für Europa nicht denkbar zu sein.

[7] Vgl. dazu ausführlich Quitzau (2012).

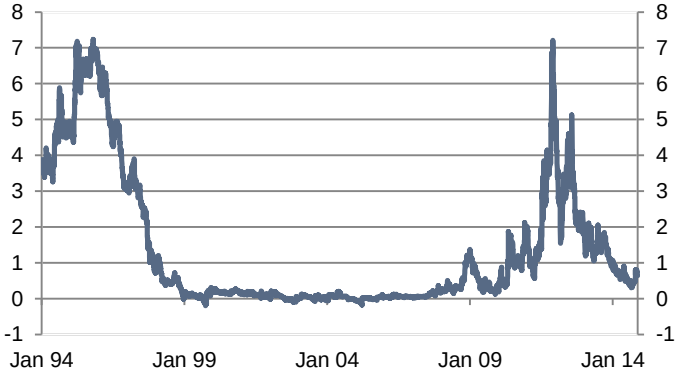
…doch es fehlte eine Institution, die dagegen vorgehen kann

Nach den Erfahrungen mit verschiedenen Finanzmarkt-Übertreibungen (z.B. die Dotcom-, die US-Immobilien- oder die Rohstoffblase) kann die These von stets effizienten und rationalen Märkten nicht mehr aufrecht gehalten werden. Ansteckung ist eine reale Gefahr. Insbesondere nach der Lehman-Pleite mit einer globalen Ansteckung im Bankensektor waren die Finanzmärkte hypernervös und damit anfällig für Panikattacken. So konnte die Staatsschuldenkrise in Griechenland auf weite Teile der Eurozone übergreifen und prinzipiell solvente Staaten wie Spanien in eine Vertrauenskrise stürzen.

Finanzmärkte erfüllten die ihnen zugedachte Kontrollfunktion nicht

Übertreibungen spielten aber nicht nur auf dem Höhepunkt der Eurokrise, sondern auch schon im Vorfeld eine wichtige Rolle. Investoren waren übertrieben vertrauensselig, als sie von hoch verschuldeten Staaten in der Eurozone praktisch keine Risikoprämien verlangten (siehe Abbildung 7). Die Märkte waren blind für offensichtliche Risiken und kamen somit der ihnen zugedachten Disziplinierungsfunktion nicht nach.

Abbildung 7: Zinsdifferenz Italien gegenüber 2-jährigen Bundesanleihen



In Prozentpunkten: Quelle: Bloomberg.

Makroökonomische Ungleichgewichte zu wenig beachtet

Zu 3: Vor der Eurokrise fanden makroökonomische Ungleichgewichte in der Währungsunion zu wenig Beachtung. Während etwa Deutschland erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftete, lebten gleichzeitig Länder wie Griechenland über ihre Verhältnisse und verzeichneten Defizite in ihrer Leistungsbilanz. Dass eine derart heterogene wirtschaftliche Entwicklung innerhalb der Währungsunion nicht dauerhaft funktionieren muss, hat die Krise schonungslos offengelegt. Deshalb lautet eine weit verbreitete Forderung, die Eurozone müsse stärker makroökonomisch gesteuert bzw. koordiniert werden.

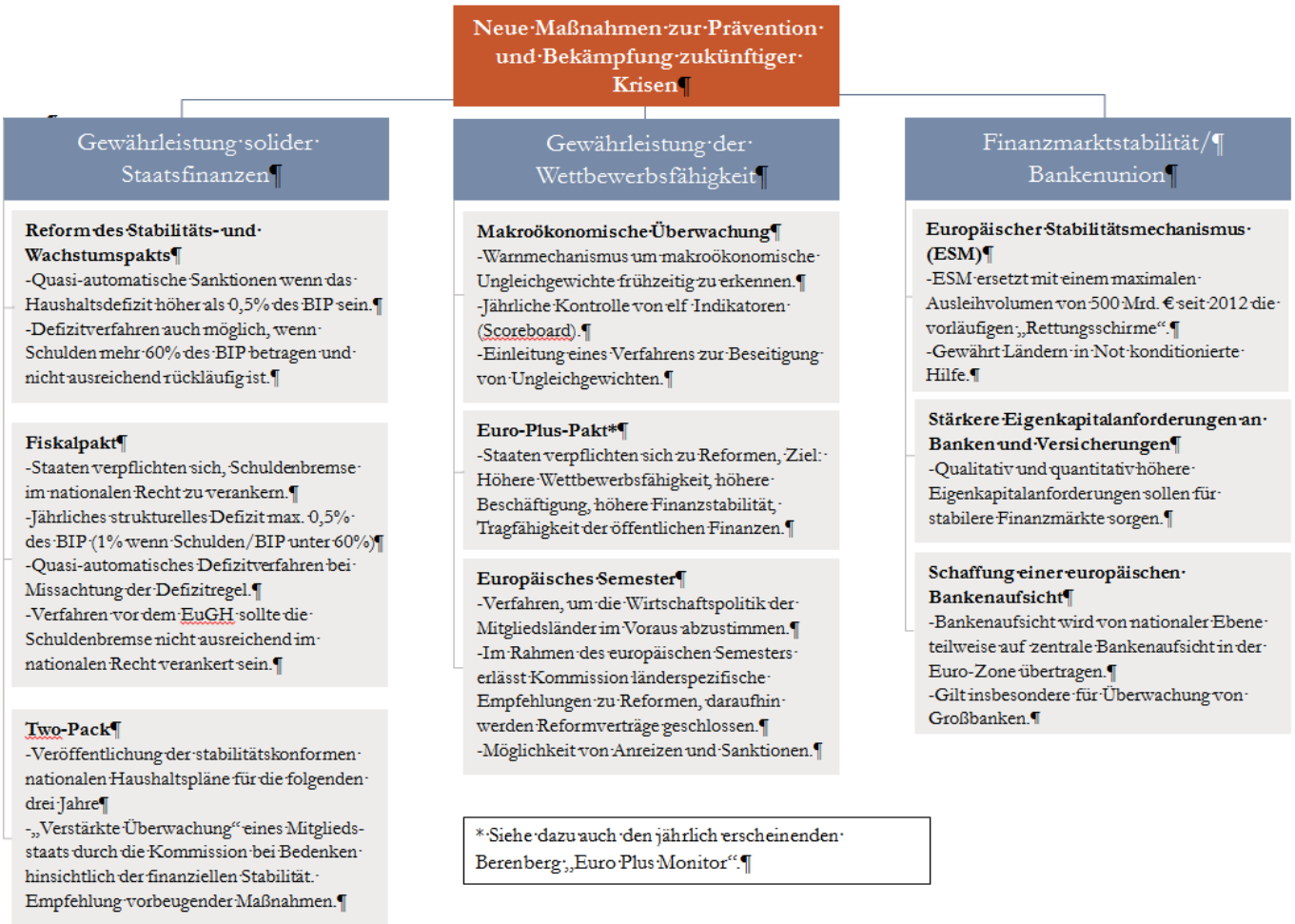
5. Reform der Wirtschafts- und Währungsunion schließt offene Flanken

Reform der Euro-Architektur

Nach dem Ausbruch der Euro-Vertrauenskrise waren Politiker und Notenbanker vor allem mit ad hoc-Maßnahmen im Krisenmanagement gefordert, um das Auseinanderbrechen des Euro zu verhindern. Parallel zu den Notfallmaßnahmen haben die Krisenmanager aber auch die Architektur der Währungs- und Wirtschaftsunion grundlegend überarbeitet und verändert. Die im vorigen Abschnitt skizzierten Schwachpunkte der Währungsunion wurden zum Anlass genommen, die Strukturen und Institutio-

nen so zu gestalten, dass eine Krise des erlebten Ausmaßes nicht wieder geschehen kann oder zumindest deutlich weniger wahrscheinlich ist.

Abbildung 8



Quelle: Eigene Darstellung.

Vielversprechendes Maßnahmenbündel

Die umgesetzten Maßnahmen adressieren die oben dargestellten offenen Flanken der Währungsunion und lesen sich wie eine Wunschliste stabilitätsorientierter Volkswirte.[8] Wenn das Regelwerk nun konsequent angewendet wird, dann wird sich die Eurozone Stück für Stück weiter von der Krise entfernen. Konjunkturelle Rückschläge, wie wir derzeit einen erleben, wird es aber auch künftig geben. Das konjunkturelle Auf und Ab lässt sich nicht abstellen, durch keine Währung und durch kein Regelwerk der Welt.

Die Länder, die aus den sogenannten Rettungsschirmen konditionierte Hilfe erhielten oder erhalten – also Griechenland, Portugal, Irland, Spanien und Zypern –, haben

[8] Eine gute und detaillierte Übersicht über die neuen Regeln bietet das Centrum für Europäische Politik: http://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/Kurzanalysen/Reformierter_SWP/CEP-UEbersicht_Finanzielle_Stabilitaet_der_Eurozone.pdf Vgl. auch Centrum für Europäische Politik (2013).

Strukturreformen umgesetzt, die das Wachstumspotential dieser Länder erhöhen werden. Indirekt hat der Euro also die Impulse für Reformen gegeben, mit denen die betreffenden Länder mittelfristig eine nachhaltigere wirtschaftliche Entwicklung nehmen und ein höheres Wohlstandsniveau erreichen können. Der ehemalige Chef-Volkswirt der Bundesbank und der Europäischen Zentralbank, Otmar Issing, bemerkte dazu: „Wenn in einem Land wie Spanien die Arbeitsgesetze aus Francos Zeit stammen und erst in der Krise, die durch den Euro mit erzeugt wurde, Änderungen auf den Weg gebracht werden, dann zeigt das doch immerhin, dass institutionelle Arrangements wie eine Währungsunion nationale wirtschaftspolitische Reformen erzwingen, die vorher sonst nicht möglich gewesen wären.“[9]

Reformen und Wachstum statt Transfers und Stillstand

Dieser Aspekt wird eine wichtige Rolle spielen, wenn es weiter unten um Vorschläge zur Fortentwicklung der Währungsunion geht. Längerfristig ist es entscheidend, innerhalb der Eurozone möglichst viel wirtschaftliche Dynamik zu generieren. Dies gelingt am besten, wenn die Euro-Teilnehmerländer offen sind für wirtschaftlichen Wettbewerb und wenn sie die dafür erforderliche Reformbereitschaft entwickeln. Wirtschaftliche Reformen sind unbeliebt, weil sie bei den Bürgern eine Veränderungsbereitschaft erfordern, die in den meisten Fällen nicht vorhanden ist. Es ist deshalb kein Zufall, dass die europäischen Peripheriestaaten erst unter dem Druck der Krise die längst benötigten Reformen umgesetzt haben. Ohne den gleichzeitigen massiven Druck von Seiten der Politik und von Seiten der Finanzmärkte wären derart weitreichende Reformen kaum vorstellbar gewesen. Automatische Transferzahlungen von den reicheren zu den ärmeren Ländern, die einige Beobachter als dauerhafte Lösung für die Probleme der Eurozone vorschlagen[10], würden den Reformimpuls aushebeln.

Auch wenn wir die reformierte Euro-Architektur positiv bewerten, halten wir gelegentliche Rückschläge für wahrscheinlich. Auch einige der neuen Regeln sind noch so flexibel auslegbar, dass politische Kompromisse bei formalen Regelverletzungen möglich sind. Aktuell gibt es Diskussionen über die Bereitschaft Frankreichs, den Stabilitätspakt einzuhalten. Es ist absolut nachvollziehbar, dass die Haltung Frankreichs genau beobachtet wird. Wieder steht die Glaubwürdigkeit der Spielregeln auf dem Spiel. Endgültig zur Ruhe kommen werden Europa und der Euro erst dann, wenn Europa einen nachhaltigen Konjunkturaufschwung erlebt und die Staatsschulden auf breiter Front sinken. Auch der Reformprozess wird sich letztlich an Ergebnissen messen lassen müssen, politische Rhetorik allein reicht nicht aus.

6. Weiterführende Vorschläge: Wirtschaftsregierung, Fiskalunion, Vereinigte Staaten von Europa

EZB beendete Krise – zumindest an den Finanzmärkten

Nach dem Sommer 2012 hat sich die Situation an den Finanzmärkten beruhigt. Der Fortbestand des Euro wird von den Finanzmarktakteuren nicht mehr angezweifelt, seit EZB-Präsident Mario Draghi eine Bestandsgarantie abgegeben hat – die Vertrau-

[9] Issing (2014).
[10] Vgl. z.B. Wolff (2012) und ausführlich dazu den folgenden Abschnitt 6.

enskrise ist seither faktisch beendet. Trotzdem gibt es sowohl aus der Politik als auch aus der Wissenschaft Forderungen nach weiterführenden Maßnahmen.[11] Im Raum stehen Schlagworte wie „Europäische Wirtschaftsregierung", „Fiskalunion" oder „Vereinigte Staaten von Europa", ohne dass dabei immer deutlich wird, welches genaue Konzept und welche wirtschaftspolitischen Konsequenzen sich hinter den einzelnen Begriffen verbergen. Mit Blick auf die inzwischen deutlich stärker koordinierte Wirtschaftspolitik sind solche Forderungen ohnehin etwas verwunderlich.

Europäische Wirtschaftsregierung

Französische Position: Wirtschaftsregierung als Gegengewicht zur EZB

Der Begriff „Europäische Wirtschaftsregierung" ist nicht eindeutig definiert und bietet deshalb einigen Interpretationsspielraum. Die Vorstellungen darüber, was sich hinter dem Begriff verbirgt, differieren nicht nur zwischen den einzelnen Staaten, sondern sie verändern sich auch im Zeitablauf. In Frankreich versteht man unter Wirtschaftsregierung traditionell ein starkes politisches Gegengewicht zur unabhängigen Zentralbank und verfolgt einen stark industriepolitisch geprägten Ansatz. Dagegen war das deutsche Interesse schon immer, durch eine Art Wirtschaftsregierung aus Brüssel mehr durchgreifende Kontrolle auf die Haushalte der fiskalisch weniger soliden Länder zu bekommen. Mit dem Fiskalpakt ist das deutsche Interesse weitgehend umgesetzt.

Auch eine „kleine" Wirtschaftsregierung hat Europa schon

In Teilbereichen verfügt Europa also bereits über eine Wirtschaftsregierung. Es fällt nicht leicht, die Notwendigkeit für eine Verlagerung weiterer wirtschaftspolitischer Kompetenzen von den Nationalstaaten nach Brüssel zu erkennen. Die Geldpolitik ist zentralisiert, die Fiskalpolitik zumindest durch ein umfassendes Regelwerk koordiniert und durch die Generaldirektion „Wettbewerb" der Europäischen Kommission sorgt Brüssel für europaweit einheitliche Wettbewerbsregeln unter den Unternehmen. Letztlich muss der Diskurs über die Schaffung einer Europäischen Wirtschaftsregierung die Frage beantworten, ob Europa konzeptionell auf Zentralisierung setzen soll oder aber auf Wettbewerb und damit auf die Anwendung des Subsidiaritätsprinzips.

Weniger Wettbewerb = weniger Wachstum

Im Rahmen des EU-Gipfels im Juni 2010 sprachen sich etwa Nicolas Sarkozy und Angela Merkel grundsätzlich für eine Wirtschaftsregierung der 27 EU-Staaten aus. Doch auch sie ließen offen, was genau sie damit meinen. Eines ist jedoch klar: Weniger Standortwettbewerb innerhalb Europas würde auf Dauer auch weniger Wachstumschancen mit sich bringen. Ohne Wettbewerbsdruck fehlt der Politik ein wichtiger Anreiz, nach besseren wirtschaftspolitischen Konzepten zu suchen. Falsche politische Entscheidungen und Reformmüdigkeit würden bei einer zentralisierten Wirtschaftspolitik nicht nur einzelne Länder, sondern gleich ganz Europa treffen.

Japan als Mahnung für mangelnden Wettbewerb/Reformdruck

Japan ist hier ein warnendes Beispiel: Die wirtschaftliche Dauer-Lähmung hat auch damit zu tun, dass Japan mit seiner Insellage keinem unmittelbaren internationalen Wettbewerbsdruck ausgesetzt ist. Dringend erforderliche Reformen konnten unter anderem deshalb über Jahrzehnte immer wieder verschoben werden. Innerhalb Europas werden wirtschaftspolitische Versäumnisse dagegen zwar nicht sofort, aber ver-

[11] Vgl. zum Beispiel Feyrer/Sacerdote (2013).

gleichsweise schnell sanktioniert. Wenn Unternehmen nur einige Kilometer weiter im Nachbarland deutlich bessere Produktionsbedingungen vorfinden, wirkt die Drohung, die Produktion ins Ausland zu verlagern, für die Politik wie ein Weckruf.

Wettbewerb ist für alle Beteiligten unbequem. Gelegentlich führt er auch zu offensichtlichen Ungerechtigkeiten. Zu den Schattenseiten des Steuerwettbewerbs zählt etwa die Möglichkeit, Betriebsstätten oder Wohnsitze – und damit die Steuerzahlung – ins steuerattraktive Ausland zu verlagern, gleichzeitig aber die inländische Infrastruktur weiter zu nutzen. Deswegen den Wettbewerb als Prinzip umfassend aufzugeben, wäre aber ein Schuss weit über das Ziel hinaus.

Erhebliche Übergangsprobleme durch weitgehende Harmonisierung

Während die Argumente gegen eine zu strikte Harmonisierung/Vereinheitlichung bisher theoretisch abstrakt abgeleitet wurden, gäbe es in der Praxis handfeste Probleme. Beim Übergang von den nationalen Regelungen auf eine wie auch immer geartete einheitliche Wirtschafts- und Sozialpolitik, gäbe es unkalkulierbare Risiken. Die Bandbreite bei Steuersätzen und Steuerbemessungsgrundlagen, bei Sozialversicherungsbeiträgen und Sozialleistungen aber auch bei den Arbeitskosten (Mindestlöhnen) ist deutlich zu groß, als dass eine europaweit einheitliche Regelung eine realistische Option sein kann (vgl. die Tabellen im Anhang).

Fiskalunion

Großes EU-Budget?

Auch der Begriff Fiskalunion wird nicht einheitlich verwendet. Wie vage der Begriff ist, zeigt sich etwa daran, dass auch nach dem Beschluss des europäischen Fiskalpaktes immer wieder gefordert wurde, nun müsse auch noch eine „richtige Fiskalunion" kommen. Oft geht es dabei um Maßnahmen, die geeignet sind, eine europaweit verbesserte Konjunktursteuerung zu ermöglichen. In diesem Zusammenhang werden häufig ein umfassenderes EU-Budget und eine europaweite Arbeitslosenversicherung ins Spiel gebracht.[12] Darüber hinaus ist auch die Diskussion um Eurobonds, also über die gemeinsame Schuldenaufnahme der Euro-Teilnehmerländer, noch nicht beendet.

ESM: Der bessere Eurobond

Die ökonomische Logik hinter den Eurobonds ist allerdings bereits heute über den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) umgesetzt: Die gemeinsame Schuldenaufnahme von finanziell relativ soliden und relativ unsoliden Staaten ermöglicht eine günstigere Refinanzierung für die unsolideren Länder. Diese müssen normalerweise einen Risikoaufschlag zahlen, wenn sie Staatsanleihen in Eigenregie emittieren. Finanzieren sie sich hingegen mit den finanziell stärkeren Ländern der Währungsunion über Gemeinschaftsanleihen, entfällt der länderindividuelle Risikoaufschlag, der Refinanzierungszins ist somit niedriger. Genau diesen Umstand macht sich der ESM zunutze und kann durch die im Durchschnitt gute Bonität der Euro-Mitgliedsstaaten Geld zu günstigen Konditionen am Kapitalmarkt aufnehmen. Dieses Geld stellt der ESM bei Bedarf den Ländern zinsgünstig zur Verfügung, die zu vertretbaren Konditionen keinen Zugang mehr zu den Finanzmärkten haben.

[12] Vgl. zum Beispiel Enderlein et al. (2013). Aus dem politischen Bereich hat der ungarische Sozialkommissar László Andor im August 2014 die Forderung nach einer gemeinsamen Arbeitslosenversicherung für die Länder der Eurozone erneuert.

ESM ermöglicht Reformdruck

Der ESM weist gegenüber echten Eurobonds jedoch zwei wesentliche Unterschiede auf: 1. Sein Volumen ist auf 500 Mrd. Euro begrenzt. 2. Länder, die in einer Notlage Hilfsmittel zu günstigen Zinsen aus dem ESM bekommen, müssen sich einem wirtschaftspolitischen Reformprogramm unterziehen. Mit der Gewährung finanzieller Hilfe soll also sogleich der Grundstein für mehr Wachstum und mehr wirtschaftliche Dynamik gelegt werden.

Europäische Arbeitslosenversicherung wäre keine Hilfe

Feinsinniger als die Forderung nach Eurobonds ist der Vorschlag einer europäischen Arbeitslosenversicherung. Ihre Befürworter behaupten, die Eurozone benötige einen permanenten Ausgleichsmechanismus, weil sie – wie in Abschnitt 2 skizziert – nicht die Kriterien eines optimalen Währungsraums erfüllt. Einige Beobachter aus Politik und Wissenschaft plädieren deshalb für Finanztransfers, also für Ausgleichszahlungen zwischen wirtschaftlich unterschiedlich starken Regionen innerhalb eines Währungsraums wie der Eurozone.[13] Wenn eine Teilregion des Währungsraums durch einen ökonomischen Schock getroffen wird, sollten nach dieser Logik die stärkeren Regionen Transferzahlungen leisten, um die Krisenregion zu stabilisieren und um ihr aus der Rezession zu helfen. Eine gemeinsame europäische Arbeitslosenversicherung würde genau dies bewirken: Länder mit hoher Arbeitslosigkeit erhalten Geldleistungen, die von Ländern mit geringer Arbeitslosigkeit finanziert werden. Damit bekäme die Eurozone einen automatischen Konjunkturstabilisator eingebaut.

Kritiker: EU-Haushalt zu klein für Konjunkturstabilisierung

In der Debatte um die Fiskalunion spielt das Thema Konjunkturstabilisierung generell eine große Rolle. Neben der skizzierten europäischen Arbeitslosenversicherung taucht immer wieder der Vorschlag eines erweiterten EU-Haushalts auf, der die Kapazität haben sollte, Schieflagen in der europäischen Konjunkturentwicklung durch entsprechende Maßnahmen zu beseitigen bzw. die Konjunktur insgesamt zu stabilisieren. Der bestehende EU-Haushalt hat derzeit ein Volumen von rund einem Prozent des BIP aller 27 EU-Mitgliedsstaaten. Befürworter eines größeren EU-Haushalts veranschlagen zusätzliche 2 % des BIP, damit konjunkturelle Schieflagen wirkungsvoll bekämpft werden können.[14] Das Volumen des aktuellen EU-Haushalts müsste also etwa verdreifacht werden.

Weiterführende Reformvorschläge gehen an den Krisenursachen vorbei

Aus akademischer Sicht ist die Frage danach, welche staatliche Ebene in der Eurozone am ehesten für die Konjunkturstabilisierung zuständig sein sollte, durchaus diskussionswürdig. Zwei Dinge sollten dabei aber nicht aus dem Auge verloren werden:

1. Die Ursachen der Eurokrise hatten praktisch nichts mit asymmetrischen Konjunkturschocks zu tun, sondern mit den oben bereits beschriebenen strukturellen (globalen) Fehlentwicklungen. Die Eurokrise wäre auch dann ausgebrochen, wenn es bereits eine europäische Arbeitslosenversicherung oder ein großes EU-Budget gegeben hätte. Wer eine umfassendere Fiskalunion fordert, sollte dies also nicht mit Verweis darauf tun, die Eurokrise hätte sich dadurch vermeiden las-

[13] Vgl. z.B. Wolff (2012), Enderlein et al. (2013) oder Malkin/Wilson (2013).
[14] Vgl. Wolff (2012).

sen.

2. Generell gilt: Konjunkturprogramme können keine Strukturprobleme lösen. Rezessionen haben oft reinigende Wirkung, weil sie Politik und Unternehmen zwingen, veraltete Strukturen zu überwinden und die Weichen für die Zukunft zu stellen. Konjunkturprogramme können diesen Druck mindern und die Probleme dadurch sogar verfestigen.

Konjunktur- oder Strukturprobleme?

Ursachengerechte Therapie erfordert Angebots- und Nachfragepolitik

Eine ursachengerechte Therapie volkswirtschaftlicher Probleme erfordert zunächst eine korrekte Diagnose. Strukturelle Probleme können nicht durch Konjunkturprogramme gelöst werden, plötzliche Konjunktureinbrüche hingegen können nicht mit langfristig wirkenden Strukturreformen bekämpft werden. Gute Wirtschaftspolitik muss über beide Instrumente verfügen – über konjunkturstabilisierende Maßnahmen und über wachstumsfreundliche Rahmenbedingungen, die eine flexible Wirtschaft gewährleisten.

Antizyklische Maßnahmen auch unter dem verschärften Stabilitätspakt möglich

Vor Ausbruch der Euro-Vertrauenskrise gab es manchen Mangel in der Eurozone. Wie oben beschrieben ist das institutionelle Gerüst der Währungsunion inzwischen so gut weiterentwickelt, dass Krisen künftig deutlich weniger wahrscheinlich sind und dass im Ernstfall die nötigen Instrumente zur Verfügung stehen. Konjunkturelle Rückschläge konnten schon in der Vergangenheit abgefedert werden, weil der Stabilitätspakt ein Haushaltsdefizit von bis zu 3 % zuließ. Zwar wurde der Pakt im Zuge der Krise verschärft und es wird inzwischen noch mehr Wert auf ausgeglichene Staatshaushalte gelegt. Aber auch künftig müssen die Haushalte nur strukturell, also unter Ausblendung konjunktureller Aspekte, ausgeglichen sein. Fällt ein Land in die Rezession, erlauben auch die neuen Fiskalregeln konjunkturpolitische Gegenmaßnahmen.

Prävention und Notfallmaßnahmen

Wir haben oben bereits auf die Neuerungen hingewiesen. So werden die nationalen Schuldenbremsen und der verschärfte Stabilitätspakt (einschließlich quasi-automatischen Sanktionen für Regelbrecher) mehr fiskalische Disziplin bewirken. Auch gibt es inzwischen eine verbesserte makroökonomische Steuerung, so dass die wirtschaftliche Entwicklung der einzelnen Mitgliedsländer weniger stark auseinander laufen dürfte. Und schließlich verfügt die Eurozone nun mit dem ESM (Europäischer Stabilitätsmechanismus) im Ernstfall über einen „Retter in letzter Not“: Euro-Teilnehmerländer, die den Zugang zum Kapitalmarkt verlieren, haben die Möglichkeit, gegen wirtschaftspolitische Auflagen finanzielle Hilfe vom ESM zu bekommen. Die Eurozone hat also erstens alle Vorkehrungen getroffen, um die Wahrscheinlichkeit für eine neue Krise deutlich zu reduzieren; Und zweitens könnte die Eurozone – falls es trotz Prävention doch zu einer Krise kommt – diese im Notfall in Eigenregie und ohne die panische Begleitmusik der internationalen Finanzmärkte lösen.

Gemeinsamer Druck der Politik und der Märkte hat Reformen in Südeuropa ermöglicht

Die Eurozone verfolgt damit ein Konzept, bei dem die einzelnen Mitgliedsstaaten Anreize haben, wirtschaftliche Probleme durch geeignete Maßnahmen autonom auf nationaler Ebene zu lösen. Nur für den Fall, dass ein Land wegen mangelnder Reformbereitschaft in Schwierigkeiten gerät und über den ESM Hilfe von den Partnerländern benötigt, muss das betreffende Land im Gegenzug schmerzhafte wirtschafts-

politische Vorgaben aus Brüssel akzeptieren. Auch hier gibt es also für alle Länder den Anreiz, Strukturreformen aus eigenem Antrieb anzugehen, weil sonst unliebsame Vorgaben von außen drohen. Hätte die europäische Staatengemeinschaft die Südländer während der Krise ohne Auflagen an das rettende Ufer geholt, dann hätte es in diesen Ländern wohl kaum auch nur den Ansatz eines Reformprozesses gegeben. Automatische Transferzahlungen hätten der Krise zwar vermutlich ein wenig die Schärfe genommen, dafür hätten sie die Probleme aber verschleppt. Die in den Krisenländern eingeleiteten Reformen waren nur durch die streng konditionierte Hilfe der Politik und den gleichzeitigen Druck der Finanzmärkte möglich. Der Blick in den Abgrund hat Reformen ausgelöst, die kaum jemand für denkbar gehalten hatte. Gerade das Fehlen eines automatischen Transfermechanismus hat es Europa ermöglicht, die strukturellen Probleme in seinen schwächsten Mitgliedsstaaten entschlossen anzugehen. Mittelfristig können diese Länder so auf einen höheren Wachstumspfad kommen.

Automatische Transferzahlungen behindern Reformprozess

Automatisch einsetzende Ausgleichszahlungen zwischen den Ländern, die durch eine europäische Arbeitslosenversicherung herbeigeführt würden, bewirkten also das Gegenteil. Die Anreize für wirtschaftspolitische Reformen würden geschwächt. Deutschland hat in den vergangenen Jahrzehnten seine eigenen Erfahrungen mit automatischen Ausgleichszahlungen gemacht: der föderale Finanzausgleich mit seiner Umverteilung von reicheren zu ärmeren Bundesländern hat die bestehenden Schwächen einzelner Länder zementiert. Daraus ist eine dauerhafte Abhängigkeit der ärmeren Bundesländer von Transferzahlungen entstanden. In den vergangenen Jahrzehnten ist es einzig Bayern gelungen, die Seite zu wechseln und sich von einem permanenten Nehmerland zu einem Geberland zu wandeln.

Ob Arbeitslosenversicherung oder großes EU-Budget, hinter beiden Ideen steckt letztlich der Versuch, verteilungspolitische Ziele mit konjunkturpolitischen und währungstheoretischen Argumenten zu erreichen. Niemand fordert offen eine Transferunion, aber letztlich laufen alle Konzepte auf eine Transferunion (durch die Hintertür) hinaus. In gewisser Weise handelt es sich also um einen Etikettenschwindel.

7. USA als Vorbild?

USA gelten als Blaupause für eine funktionierende Wirtschafts- und Währungsunion. Europa kann sich aber allenfalls sehr langfristig an den USA orientieren.

Die Suche nach Vorbildern für Wege aus der Eurokrise führt naturgemäß immer wieder in die Vereinigten Staaten von Amerika. Trotz aller wirtschaftlichen Probleme, die sich während der globalen Krise auch in den USA offenbart haben, gilt das Land vielen Beobachtern als Blaupause für eine funktionierende Wirtschafts- und Währungsunion (incl. Fiskalunion). Wer dabei allerdings nur auf die mehr oder minder harmonische Gegenwart blickt, der übersieht, wie lang, zäh und problembehaftet der Weg zur Fiskalunion war. In den USA dauerte der Prozess mehrere Jahrzehnte und war von zahlreichen Rückschlägen begleitet. Zudem unterschied sich die Ausgangslage, die zu den Anfängen der Fiskalunion in den USA führte, sehr deutlich von der gegenwärtigen Situation in Europa. Für die politische Akzeptanz und Gestaltbarkeit einer europäischen Fiskalunion dürfte dies von erheblicher Bedeutung sein. Realistisch betrach-

tet kann die US-Fiskalarchitektur somit allenfalls in der sehr langen Frist ein Beispiel für Europa sein. Als Schnellkochrezept taugt es wohl nicht.

Der amerikanische Weg zu einer Fiskalunion war sehr lang

Eine internationale Gruppe von Ökonomen weist auf mehrere wichtige Aspekte hin:[15]

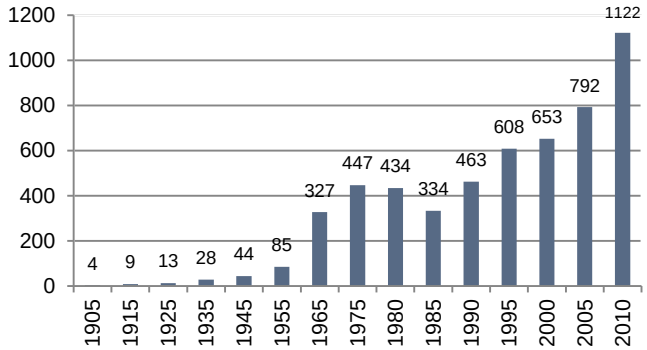
1. Alexander Hamilton, einer der Gründerväter der USA, schlug im Jahr 1790 (erfolgreich) vor, die Schulden der Staaten auf die zentralstaatliche Ebene zu übertragen. Begründung: Die Schulden waren nicht auf individuelles Fehlverhalten der Einzelstaaten zurückzuführen, vielmehr resultierten sie aus den Ausgaben für den Unabhängigkeitskrieg. Mit anderen Worten: Die Schulden waren – anders als heute in Europa – die Folge einer Gemeinschaftsaufgabe.
2. Die Schuldenübernahme durch den Zentralstaat führte bei den Staaten nicht zu solider Haushaltsführung. Im Gegenteil: In den fünf Jahrzehnten nach der Schuldenübernahme kam es zu einer Reihe von Insolvenzen bei den Staaten.
3. Das Nationalgefühl eines Bundesstaates stellte sich – zumindest sprachlich – erst Mitte des 19. Jahrhunderts ein: aus „The United States are…“ wurde „The United States is…“.
4. Bis Mitte des 20. Jahrhunderts lag der Anteil des Zentralstaates zu Friedenszeiten bei lediglich 3 % des BIP.

Der Zentralstaat hat in den USA erst im vergangenen Jahrhundert seine starke Bedeutung bekommen

Auch Kirkegaard betont, dass das Volumen des US-Bundeshaushalts bis weit in das 20. Jahrhundert hinein lediglich auf dem Niveau des aktuellen EU-Budgets (gut 1 % des EU-BIP) lag. Nur zu Kriegszeiten und nach dem „New Deal“ sowie seit dem zweiten Weltkrieg stieg der amerikanische Bundeshaushalt substanziell, heute liegen die Ausgaben bei rund 22 % des BIP, ein nicht unwesentlicher Teil davon sind Verteidigungsausgaben (derzeit knapp 4 %).[16] Sehr lange Zeit funktionierte die amerikanische Fiskalunion also ohne einen großen Bundeshaushalt. Den erst im Laufe des vergangenen Jahrhunderts massiv gestiegenen Anteil des Zentralstaates zeigt auch der Zuwachs der „Grants-in-aid“-Programme. „Grants-in-aid“ steht für ein System, bei dem der Zentralstaat durch Subventionszahlungen politisches Mikromanagement in den Staaten und Gemeinden betreibt – am ehesten vielleicht vergleichbar mit den EU-Strukturfonds.[17] Von 1985 bis 2010 hat sich die Zahl mehr als verdreifacht. In den 50 Jahren zuvor hatte sich die Zahl sogar bereits verzwölffacht (siehe Abbildung 9).

[15] Vgl. Bertola et al. (2013a, 2013b)
[16] Vgl. Kirkegaard (2010), S. 9ff.
[17] Vgl. Edwards (2011) und Edwards (2013).

Abbildung 9: „Grants-in-aid"-Programme



Anzahl der „Grants-in-aid"-Programme. Quelle: Edwards (2013).

Die USA eignen sich also nicht als uneingeschränktes Vorbild für ein großes EU-Budget – sowohl die Gründe, die in den USA zu einem starken Zentralbudget führten, als auch die zeitliche Dimension sprechen dagegen. Trotzdem halten viele Beobachter die amerikanische Fiskalarchitektur für überlegen, insbesondere weil der Zentralstaat – im Gegensatz zur EU – über ausreichend finanzielle Mittel verfügt, um die Konjunktur steuern zu können. Gelegentlich weisen Beobachter auch darauf hin, dass es schon vor dem Start der Europäischen Währungsunion Zweifel gab, dass der Euro ohne entsprechenden Stabilisierungsmechanismus funktionieren könne.[18]

Diskussion über Konjunktursteuerung geht an der Sache vorbei

Um es noch einmal deutlich zu sagen: Entgegen der Einschätzung vieler Beobachter ist die asymmetrisch verlaufende Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone nicht in erster Linie ein konjunkturelles Phänomen, das durch antizyklische Fiskalpolitik beseitigt oder gemildert werden könnte bzw. sollte. Es handelt sich vielmehr um die Bereinigung erheblicher struktureller Fehlentwicklungen, die sich in den Jahren zuvor aufgestaut hatten. Fiskalpolitik kann in so einer Situation bestenfalls die dramatischen Folgen abfedern, im ungünstigen Fall behindert sie aber die erforderliche strukturelle Anpassung. Deshalb sind viele Konzepte, die auf eine bessere konjunkturpolitische Abstimmung innerhalb der Eurozone zielen, zwar akademisch durchaus interessant, mit den konkreten Ursachen der Eurokrise haben sie allerdings nur wenig zu tun.

Schuldenprävention in den USA

USA: Glaubwürdige „No-Bailout-Klausel" seit den 1840er Jahren

Nachdem der Zentralstaat die Schulden der Einzelstaaten im Jahr 1790 übernommen hatte, kam es nach dem Krieg im Jahr 1812 und im Jahr 1836 für den District of Columbia erneut zu Bailouts, d.h. zur Schuldenübernahme durch den Zentralstaat.[19] Aufgrund dieser Bailouts machte sich unter den Einzelstaaten zunächst die Erwartung breit, in Haushaltsnotlagen vom Zentralstaat gerettet zu werden. In den 1840er Jahren durchkreuzte der Zentralstaat diese Erwartungen, indem er eine „No-Bailout-Klausel"

[18] Vgl zum Beispiel Malkin/Wilson (2013). Autoren, die einen Mangel an konjunkturstabilisierenden Mechanismen in der Eurozone beklagen, vergessen oftmals, dass die im Vergleich zu den USA deutlich besser ausgebauten Sozialstaaten Europas über mehr automatisch wirkende Konjunkturstabilisatoren verfügen.

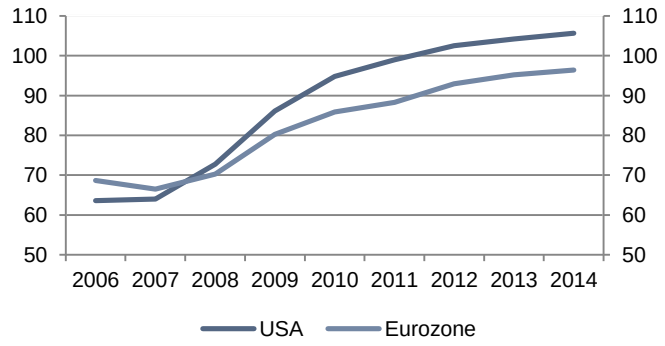
[19] Vgl. Henning/Kessler (2012a), S. 10.

einführte und acht Staaten bankrott gehen ließ. Damit wurde die fiskalische Eigenverantwortlichkeit der Einzelstaaten wieder etabliert. Die glaubwürdige No-Bailout-Regel gilt als wichtiger Bestandteil der amerikanischen Fiskalarchitektur, die im Ergebnis die Haushaltspolitik der Einzelstaaten stark diszipliniert.[20] Die Einzelstaaten verordneten sich deshalb selbst Regeln – gleichwohl unterschiedlich scharfe –, die für ausgeglichene Haushalte Sorge tragen sollten. Diese „Schuldenbremsen" gelten im Vergleich zu den europäischen Regeln als wirkungsvoller, weil sie nicht zentral angeordnet, sondern dezentral beschlossen und organisiert sind.[21] Wenn ein einzelner Staat eine für alle Staaten geltende Regel bricht und dafür nicht sanktioniert wird, verliert die Regel insgesamt ihre Glaubwürdigkeit. Verstößt hingegen ein einzelner Staat gegen eine von ihm selbst gesetzte Haushaltsregel, die auch nur für diesen einen Staat gilt, dann bleibt die Glaubwürdigkeit der Haushaltsregeln aller anderen Staaten davon unberührt.

Behaupteter Vorbildcharakter der USA hält kritischer Prüfung nicht stand – öffentliche Schulden in den USA höher als in der Eurozone

Diese Erfolge in der Beziehung zwischen Zentralstaat und Bundesstaat dürfen aber nicht den Blick dafür verstellen, dass der amerikanische Staat im Zuge der Finanzkrise eine Reihe von Bailouts im Unternehmenssektor (Banken, Versicherungen, Automobilindustrie) durchführte. Im Ergebnis ist es den Vereinigten Staaten von Amerika, die wie erwähnt vielen als Vorzeigebeispiel für eine funktionierende Fiskalunion gelten, weit weniger gut gelungen, die öffentlichen Schulden zu begrenzen: In den Jahren 2006 bis 2014 ist der amerikanische Schuldenstand gemessen am BIP um 42 Prozentpunkte gestiegen, im gleichen Zeitraum betrug der Anstieg in der Eurozone lediglich knapp 28 Prozentpunkte (siehe Abb. 10). Trotz der Krise im Euroraum liegt der Schuldenstand im Jahr 2014 bei 96,4 %, in den USA hingegen bei 105,6 %. Der behauptete Vorbildcharakter der USA hält einer kritischen Prüfung mit Blick auf die Schuldenentwicklung also nicht stand.

Abbildung 10: Staatsschulden



In % des BIP. Quelle: IWF.

[20] Der amerikanische Staat ist mit Blick auf den aktuellen Schuldenstand von derzeit rund 105 % des BIP nicht über jeden Zweifel erhaben. Bei aller berechtigten Kritik darf jedoch nicht vergessen werden, dass die USA vor Ausbruch der globalen Finanzkrise nicht stärker verschuldet waren als die Bundesrepublik Deutschland. Die Bewältigung der Finanzkrise, durch die es in den USA zu einem Schuldeninferno im öffentlichen Sektor kam, stellt eine ausgesprochene Ausnahmesituation dar.

[21] Vgl. Henning/Kessler (2012a) und (2012b).

USA lassen Wettbewerb zu

Auch die USA lassen Wettbewerb und Unterschiedlichkeiten der Einzelstaaten zu – trotz gemeinsamer Währung

Dass auch die USA auf Wettbewerb zwischen den einzelnen Staaten setzen, zeigt ein Blick auf die Steuerpolitik (siehe auch die Tabellen im Anhang). Die Steuersätze zwischen den Bundesstaaten variieren erheblich: So verzichten fünf Staaten auf jegliche Umsatzbesteuerung, während die übrigen 46 Staaten Umsatzsteuersätze in Höhe von 2,9 % bis 7,5 % erheben. Auch bei der Unternehmens- und Einkommensbesteuerung stehen die einzelnen Staaten über Steuersätze und Bemessungsgrundlagen im Wettbewerb. Sowohl bei der Körperschaft- als auch bei der Einkommensteuer haben die Bundesstaaten das Recht, einen Steuerzuschlag zu erheben. Einige Staaten verzichten zwar auf einen Zuschlag, die meisten erheben ihn aber. Die Bandbreite reicht bei der Körperschaftsteuer von 1,0 % bis 9,8 % und bei der Einkommensteuer von 0,4 % bis 12,3 %.

Die USA zeigen, dass Wettbewerb zwischen einzelnen Staaten innerhalb eines stabilen Währungsraumes möglich ist. Auch gemessen an makroökonomischen Kennzahlen wie Inflation, Wachstum oder Lohnstückkosten entwickeln sich die US-Bundesstaaten durchaus heterogen.[22] Ein einheitlicher Währungsraum braucht also weder zwingend eine überregional einheitliche Wirtschaftspolitik noch eine einheitliche Wirtschaftsentwicklung.

8. Ausblick: Weitere Schritte?

„Vereinigte Staaten von Europa" dürften vorerst an fehlender europäischer Identität der EU-Bevölkerung scheitern

Ob die Eurozone in der jetzigen Form schon ihren Idealzustand erreicht hat oder ob sie auch nach all den eingeleiteten Reformmaßnahmen noch weiterentwickelt werden muss, hat eine politische und eine ökonomische Dimension. Politisch sollte dabei eine entscheidende Rolle spielen, wie die europäische Bevölkerung über Europa denkt. Hier zeigt sich ein recht klares Bild: Gemäß dem Eurobarometer der Europäischen Kommission fehlt der Bevölkerung (EU 27) noch eine europäische Identität. 39 % der Befragten gaben an, ausschließlich eine nationale Identität zu haben, 51 % eine primär nationale, in zweiter Linie aber auch eine europäische Identität.[23] 90 % der Bevölkerung definieren sich also derzeit (noch) nicht primär über Europa, sondern über ihre Nation. Die Werte schwankten über die vergangenen Jahre nur leicht, insofern ist die Botschaft relativ deutlich: Europa von einem Staatenbund zu einem Bundesstaat umzubauen, entspricht nicht den Präferenzen der Bürger. In einigen Jahrzehnten mag dies anders sein, aber noch ist die Zeit für eine Art „Vereinigte Staaten von Europa" nicht gekommen. Die geringe Wahlbeteiligung bei der Europawahl war dafür ein weiteres Indiz. Europa sollte hier dem Beispiel Amerikas folgen und sich für die großen politischen Veränderungen ebenfalls Zeit nehmen.

Die großen Weichen sind gestellt

Dass sich nach unserer Einschätzung die Eurozone aus ökonomischer Sicht auf dem richtigen Weg befindet, haben wir ausführlich dargelegt. Was Europa jetzt braucht, ist

[22] Vgl. Diekmann et al (2012).
[23] Vgl. Europäische Kommission (2014), S. 10.

die konsequente Anwendung des neuen Regelwerks. Dadurch könnte Vertrauen und Glaubwürdigkeit zurückkehren. Dass angesichts der Regelbrüche in der Vergangenheit vorerst noch erhebliches Misstrauen gegenüber den neuen Regeln herrscht, ist verständlich. Doch die Zeit lässt sich nicht zurückdrehen. Die nationalen Regierungen und die EU müssen die Chance, die sich mit den neuen Regeln ergibt, nutzen. Selbstverständlich sind auch jetzt noch Feinjustierungen möglich (z.B. bei der Bankenunion) und nötig, aber die großen Weichen sind unserer Meinung nach gestellt.

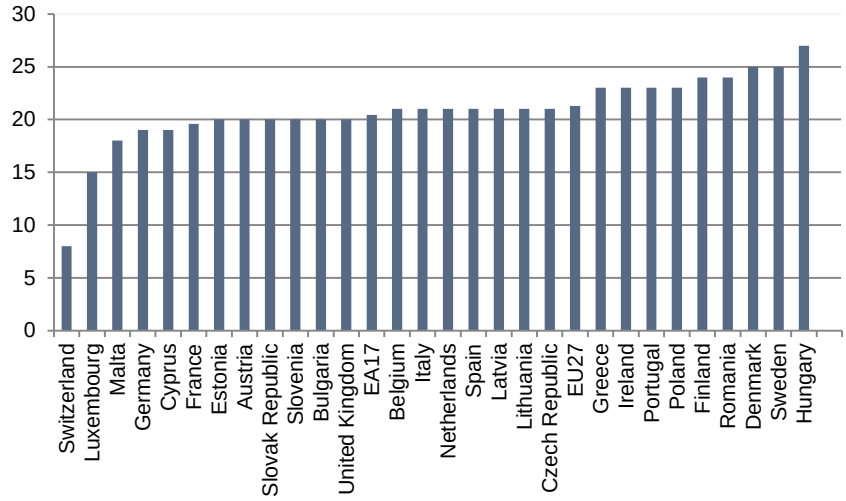
Euro kein geeigneter Sündenbock für wirtschaftspolitische Probleme aller Art

Die Diskussionen um die Fortentwicklung macht eines sehr deutlich: Wir leben in einer Zeit, in der sich vieles wandelt. Manches, was wirtschaftspolitisch dringend zu erledigen ist, hat mit der Währung beziehungsweise mit dem Euro überhaupt nichts zu tun. Umso wichtiger ist es, bei der Analyse sauber zu trennen. Der Euro hatte und hat sicher Schwächen – als Sündenbock für sämtliche wirtschaftspolitischen Probleme Europas sollte er deswegen aber nicht herhalten müssen.

9. Anhang

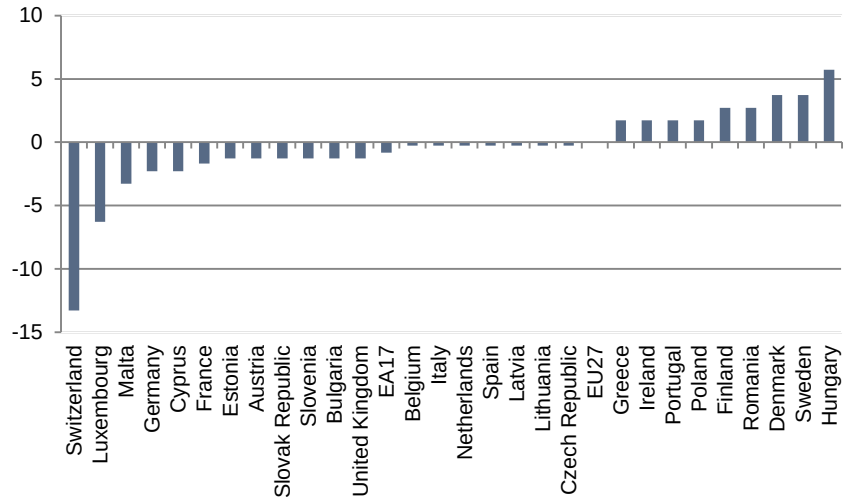
Im Anhang stellen wir eine Reihe steuer- und wirtschaftspolitischer Kennzahlen im europäischen Ländervergleich (incl. Schweiz) dar. Die Schaubilder zeigen die stark divergierende Struktur der Länder Europas. Eine substanzielle Angleichung der Kennzahlen bzw. der zugrunde liegenden Wirtschaftspolitiken ist faktisch kaum möglich.

Abbildung: Umsatzsteuer 2013 (Regelsteuersatz)



In %.

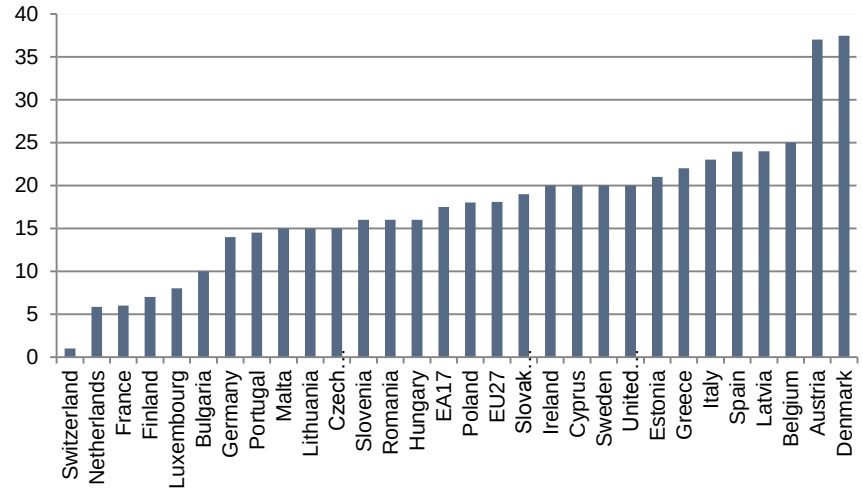
Abbildung: Abweichungen vom EU-Durchschnitt 2013 (Regelsteuersatz)



In %.

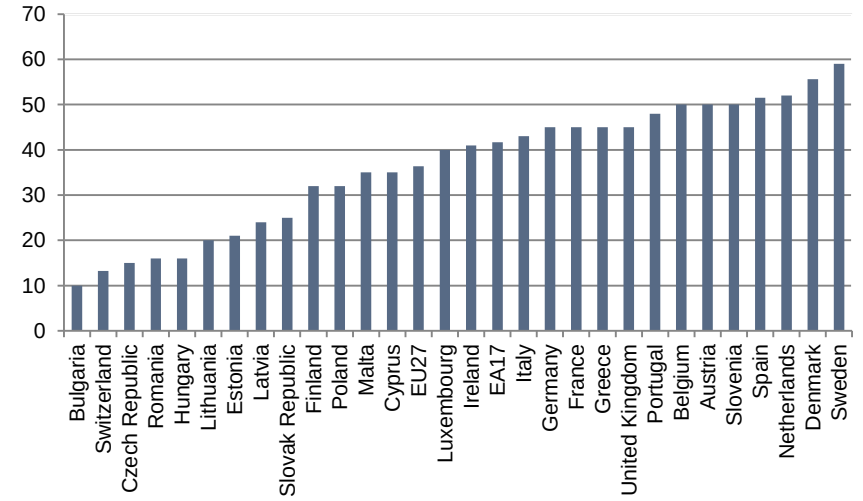
Quellen: Eurostat, OECD, eigene Darstellung.

Abbildung: Einkommensteuer 2013 (Eingangssteuersatz)



In %.

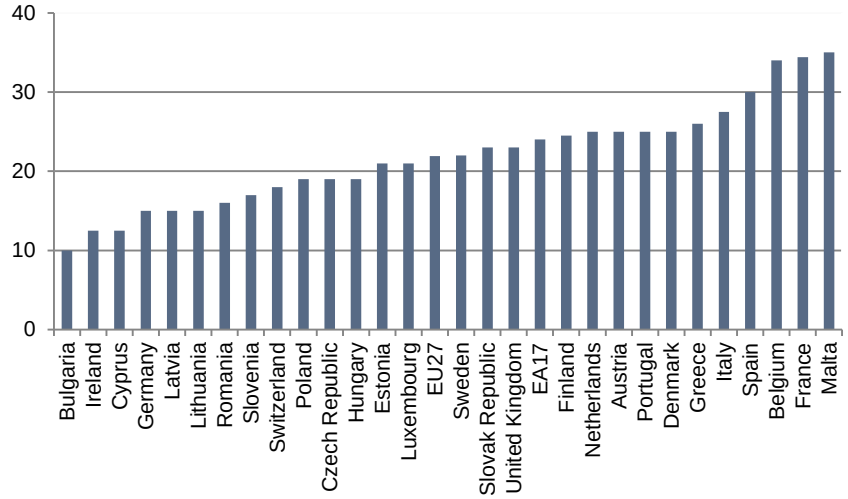
Abbildung: Einkommensteuer 2013 (Spitzensteuersatz)



In %.

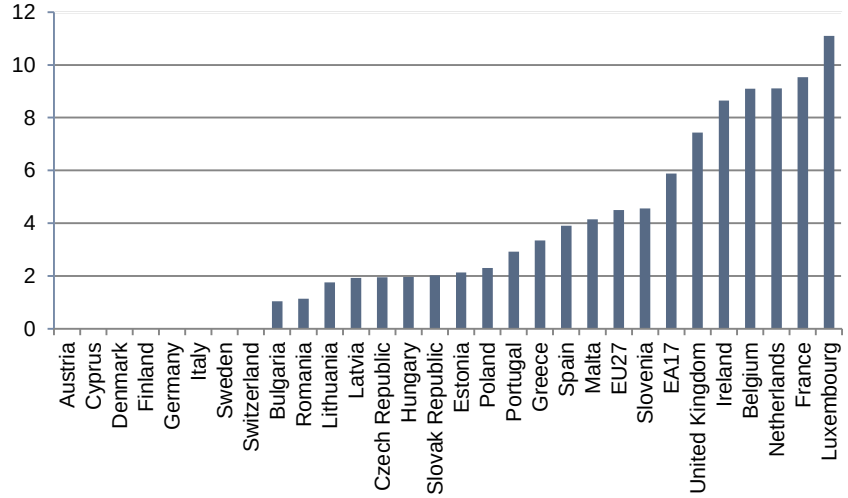
Quellen: Eurostat, OECD.

Abbildung: Körperschaftsteuer 2012



In %.

Abbildung: Vergleich der Mindestlöhne 2013

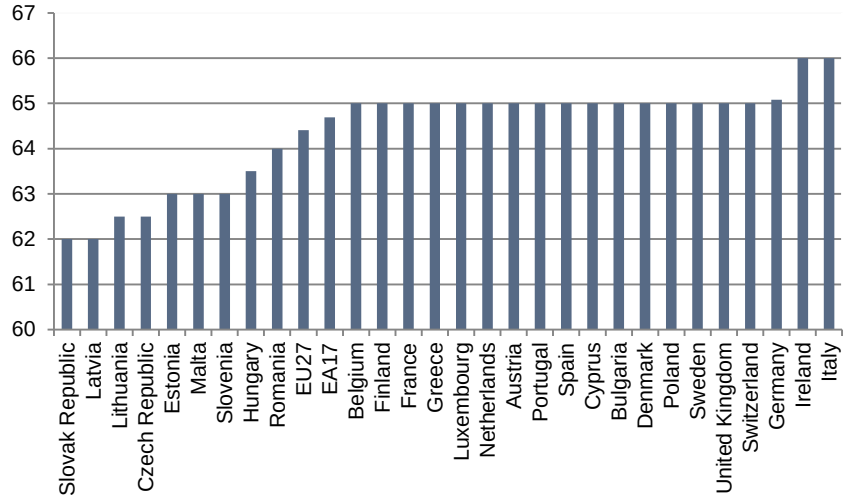


Anmerkung: In Österreich, Zypern, Dänemark, Finnland, Deutschland, Italien, Schweden und in der Schweiz gab es im Jahr 2013 keinen gesetzlichen Mindestlohn.

In Euro pro Stunde.

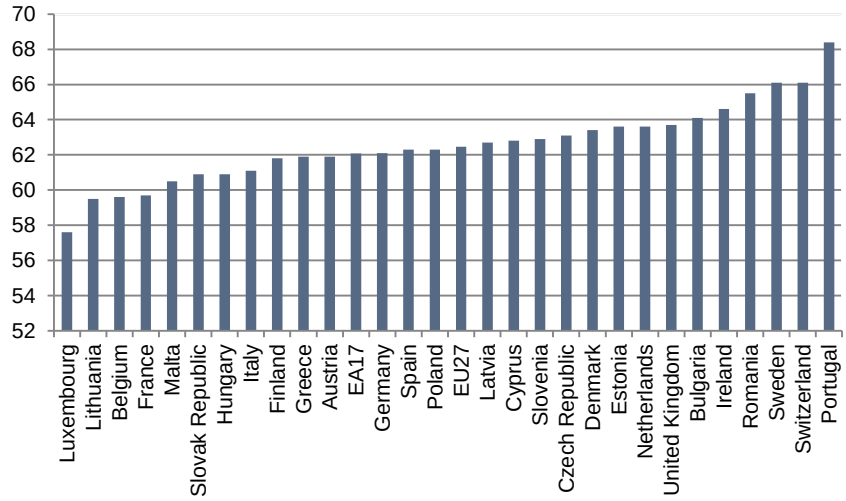
Quellen: Eurostat, OECD.

Abbildung: Gesetzliches Renteneintrittsalter im Vergleich 2012 (Männer)



In Jahren.

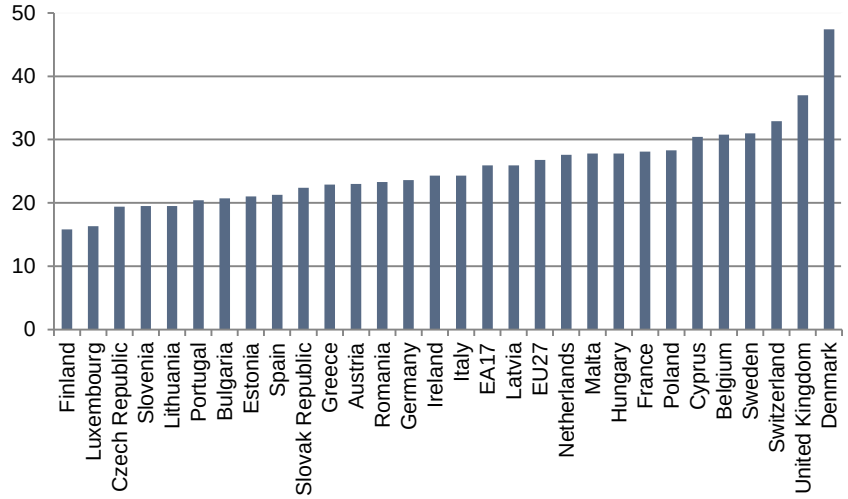
Abbildung: Tatsächliches Rentenalter im Vergleich 2012 (Männer)



In Jahren.

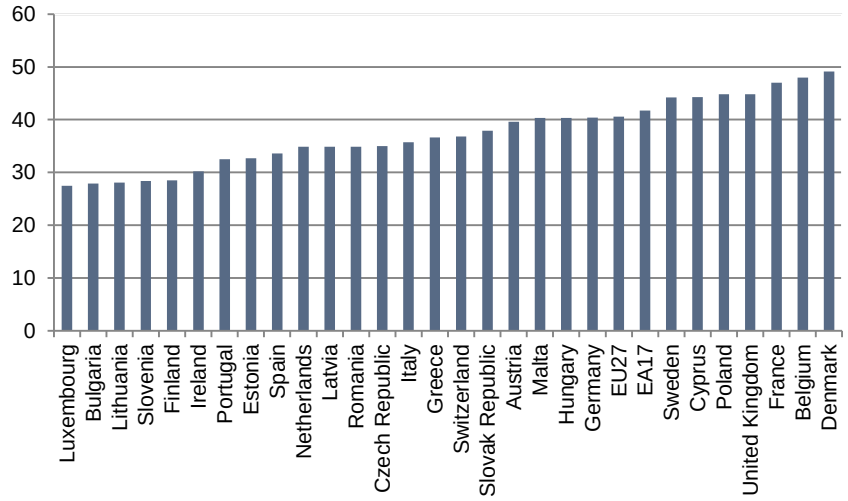
Quelle: Eurostat, OECD.

Abbildung: Steuerquote im Vergleich 2012



In % vom BIP.

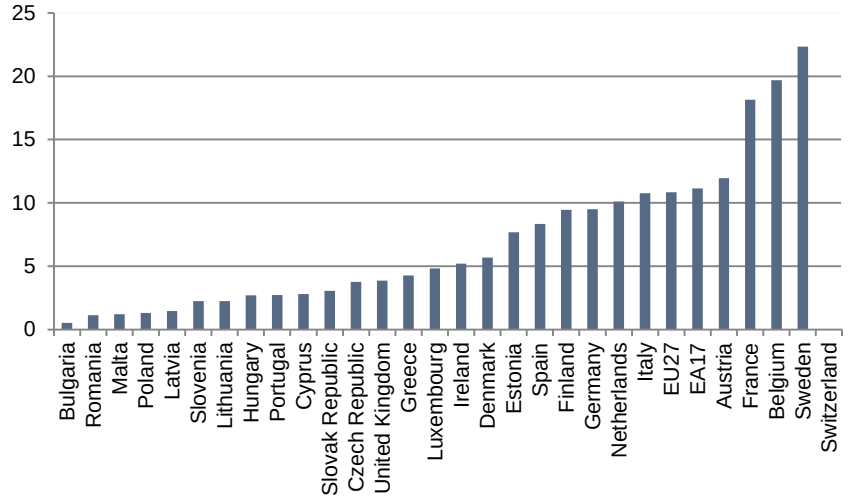
Abbildung: Abgabenquote im Vergleich 2012



In % vom BIP.

Quellen: Eurostat, OECD.

Abbildung: Lohnnebenkosten 2011



In Euro pro Stunde.

Quellen: Eurostat, OECD.

10. Literatur

Berenberg / The Lisbon Council (2014), Euro Plus Monitor.

Bertola, Guiseppe; Driffill, John; James, Herold; Sinn, Hans-Werner; Sturm, Jan-Egbert; Valentinyi, Akos (2013a), Vergemeinschaftlichung und Konstitutionalisierung: Was der Euroraum von den USA lernen kann – und was nicht, in: Ökonomenstimme, Internet-Link: http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2013/03/vergemeinschaftlichung-und-konstitutionalisierung-was-der-euroraum-von-den-usa-lernen-kann--und-was-nicht/

Bertola, Guiseppe; Driffill, John; James, Herold; Sinn, Hans-Werner; Sturm, Jan-Egbert; Valentinyi, Akos (2013b), US Precedents for Europe, in: The EEAG Report on the European Economy, CESifo, Munich 2013, S. 95-107.

Bordo, Michael D. (2010), The Euro needs a Fiscal Union: Some Lessons from History, e21 – Econonomic Policies for the 21st Century, www.economics21.org

Centrum für Europäische Politik (2013), Die Euro-Reform – Eine neue Ordnung für die Eurozone, cep-Studie.

De Grauwe, Paul (2011), The euro – a currency without a country, Audio-Interview: http://www.voxeu.org/vox-talks/euro-currency-without-country

Diekmann, Berend, Menzel, Christoph und Tobias Thomae (2012), Konvergenzen und Divergenzen im "Währungsraum USA" im Vergleich zur Eurozone, in: Wirtschaftsdienst, 1/2012, S. 27-32.

Edwards, Chris (2011), Federal Aid-to-State Programs Top 1,100, Cato Institute, Tax & Budget Bulletin No. 63.

Edwards, Chris (2013), Fiscal Federalism in the United States, in: Federalism and Fiscal Transfers: Essays on Australia, Germany, Switzerlandand the United States, Fraser Institute, S.31-41.

Enderlein, Henrik, Lucas Guttenberg und Jann Spiess (2013), Blueprint for a cyclical shock insurance in the euro area, Notre Europe – Jaques Delors Institute

Europäische Kommission (2014), European Citizenship, Standard Eurobarometer 81, Frühjahr 2014.

Feyrer, James und Bruce Sacerdote (2013), The US may show the EU the way forward on fiscal integration, London School of Economics Blog, http://blogs.lse.ac.uk/europpblog/2013/08/26/the-us-may-show-the-eu-the-way-forward-on-fiscal-integration/

Henning, Randall C. und Martin Kessler (2012a), Fiscal Federalism: US History for Architects of Europe's Fiscal Union, BRUEGEL Essay and Lecture Series.

Henning, Randall C. und Martin Kessler (2012b), Amerikanische Lektionen für eine europäische Fiskalunion, http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2012/03/amerikanische-lektionen-fuer-eine-europaeische-fiskalunion/

Issing, Otmar (2014), Gute Politik braucht rigorose ökonomische Analyse und Urteilsvermögen, in: Perspektiven der der Wirtschaftspolitik, Band 15, Heft 2.

Kirkegaard, Jacob Funk (2010), Will it be Brussels, Berlin, or Financial Markets that Check Moral Hazard in Europe's Bailout Union? Most likely the Latter!, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 10-25.

Malkin, Israel und Daniel J. Wilson (2013), Taxes, Transfers, and State Economic Differences, FRBSF Economic Letter, 2013-36 vom 2. Dezember 2013.

Mundell, Robert (1961), A Theory of Optimum Currency Areas, in: American Economic Review, Vol. 51, No. 4, S. 657-665.

Quitzau, Jörn (2012), Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB aus Sicht einer Privatbank, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 22/2012, S. 1164-1166.

Schmieding, Holger (2012), Unser gutes Geld – Warum wir den Euro brauchen.

Schmieding, Holger (2014), The lessons of crisis: What Europe needs, Berenberg Macro Views, 27. Juni 2014.

Wolff, Guntram B. (2012), A budget for Europe's Monetary Union, BRUEGEL Policy Contribution 22/2012.

Wichtige Hinweise: Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche und finanzielle Beratung. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen und berücksichtigen den Stand bis zum Tag vor der Veröffentlichung. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de · info@berenberg.de