

Fuest, Clemens

Article

Die Reform der Europäischen Währungsunion muss weitergehen

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Fuest, Clemens (2019) : Die Reform der Europäischen Währungsunion muss weitergehen, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 72, Iss. 10, pp. 3-7

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/198754>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Die Zukunft Europas gestalten

Der europäische Einigungsprozess ist ins Stocken geraten. Die wirtschaftliche Entwicklung in den Ländern der Europäischen Union geht auseinander. Die Unzufriedenheit mit der EU nimmt vielerorts zu. Populistische und nationalistische Parteien gewinnen an Einfluss. Zudem steht die Europäische Union heute vor deutlich größeren Herausforderungen als noch vor einigen Jahren: Die Eurokrise, die Migrationskrise, der Klimawandel, der Brexit und ein verändertes internationales Umfeld durch den Rückzug der USA und der angestrebten Führungsrolle Chinas in Wirtschaft und Technologie verlangen neue Lösungsansätze. Europa muss sich in der veränderten Welt neu positionieren.

Vom 23. bis 26. Mai 2019 sind mehr als 500 Millionen EU-Bürger aufgerufen, ein neues Europäisches Parlament zu wählen. Die Europawahl bietet die Chance für eine Neuorientierung. Wie sollte sich die Europäische Währungsunion weiterentwickeln, ist eine Europäische Sozialunion wünschenswert? Brauchen wir eine aktive europäische Industriepolitik? Welche langfristige Klimastrategie sollte die Europäische Union verfolgen? Wie kann die Integration von Migranten in die Arbeitsmärkte gelingen, und wie sollte die Strukturpolitik umgestaltet werden?

Zu diesen zentralen Fragen gibt das ifo Institut Handlungsempfehlungen.

*Clemens Fuest**

Die Reform der Europäischen Währungsunion muss weitergehen

DIE EUROZONE IST NACH WIE VOR FRAGIL

Unter den Herausforderungen, vor denen die Europäische Union steht, gehört die Reform der Europäischen Währungsunion zu den wichtigsten. In der Öffentlichkeit ist in den letzten Jahren der Eindruck entstanden, die Verschuldungskrise im Euroraum sei überwunden. In der Tat haben sich einige Mitgliedstaaten, die im Brennpunkt der Krise standen, seitdem wirtschaftlich erholt, darunter Irland, Spanien und Portugal. Trotzdem sind die Nachwirkungen der Krise immer noch spürbar. Die Eurozone insgesamt hat sich nach der globalen Finanzkrise deutlich langsamer erholt als andere Industriestaaten, sowohl bezüglich des Wirtschaftswachstums als auch der Beschäftigung (vgl. Abb. 1 und 2).

* Prof. Dr. Dr. h.c. Clemens Fuest ist Präsident des ifo Instituts und Professor für Volkswirtschaftslehre, Seminar für Nationalökonomie und Finanzwissenschaft, an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

Nach dem Einbruch in der globalen Finanzkrise und den Erschütterungen der Verschuldungskrise im Euroraum haben sich die europäischen Volkswirtschaften sehr unterschiedlich erholt (vgl. Abb. 3). Griechenland ist nach wie vor weit von der Wirtschaftsleistung vor der Krise entfernt. Auch Italien hat sich kaum erholt und liegt heute nur bei etwa 95% der Wirtschaftsleistung des Jahres 2007.

Die jüngsten Entwicklungen in Italien, vor allem der Streit über die Verschuldungspolitik der italienischen Regierung, der Anstieg der Renditen auf italienische Staatsanleihen, der Streit über die Verwendung öffentlicher Mittel bei der Sanierung einiger italienischer Banken und der neuerliche wirtschaftliche Abschwung des Landes, erinnern daran, dass die Institutionen der Eurozone nach wie vor fragil und krisenanfällig sind.

WIRTSCHAFTSPOLITISCHE REFORMEN IM EURORAUM: DIVERGIERENDE PERSPEKTIVEN

Die europäische Politik hat seit dem Ausbruch der Verschuldungskrise im Euroraum eine Vielzahl von Maßnahmen ergriffen, um die Stabilität der Staatsfinanzen und des Bankensystems in der Währungsunion zu sichern. Dazu gehören die Schaffung des »Rettungs-



Clemens Fuest

Abb. 1
Bruttoinlandsprodukt

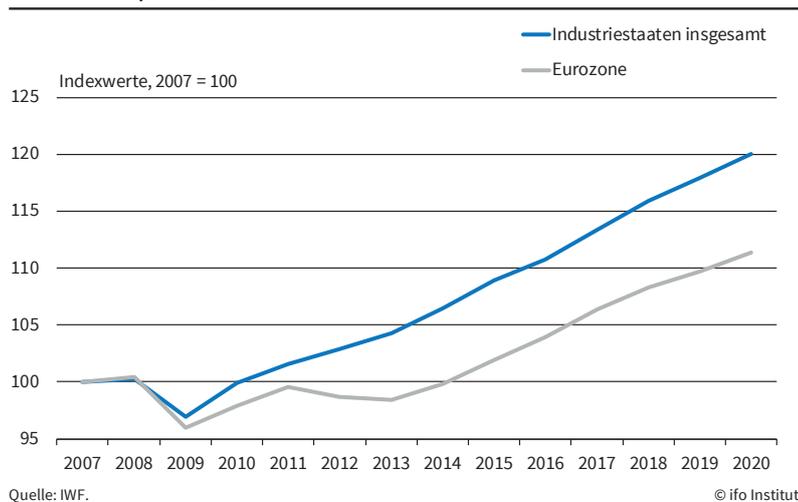


Abb. 2
Beschäftigung

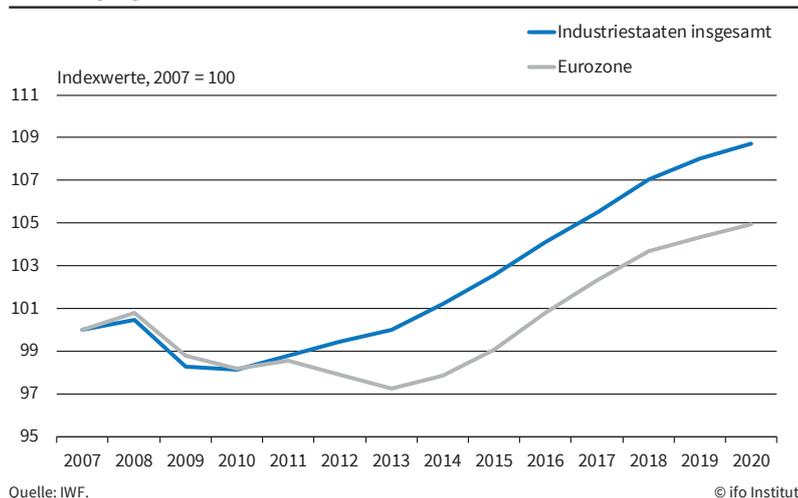
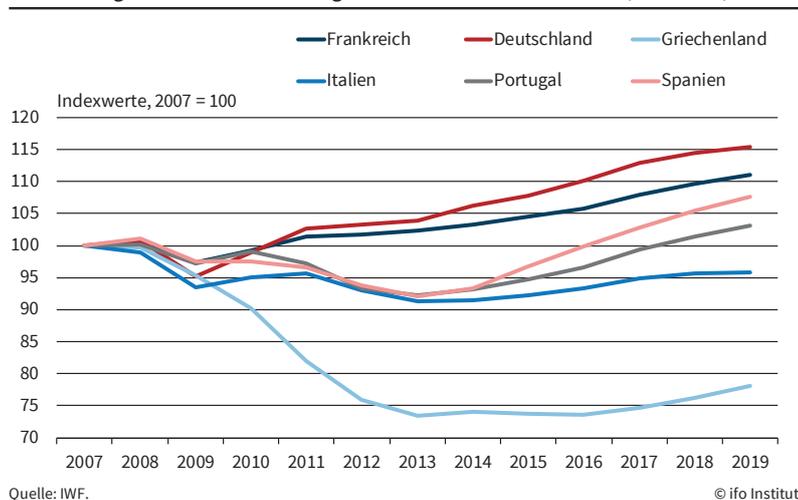


Abb. 3
Entwicklung der Wirtschaftsleistung in der Eurozone nach Ländern (reales BIP)



tion im Rahmen des »Europäischen Semesters«.

Viele dieser Schritte weisen in die richtige Richtung. Trotzdem ist die Eurozone nach wie vor krisenanfällig, und die Differenzen über die notwendigen Reformen erscheinen kaum überwindbar.

Die höher verschuldeten und von der Eurokrise besonders betroffenen Länder betonen, dass es notwendig sei, Absicherungsmechanismen auszuweiten und Vorkehrungen zu treffen, um Mitgliedstaaten zu helfen, die in Krisen geraten oder am besten zu verhindern, dass derartige Krisen überhaupt ausbrechen. Sie fordern die Einführung einer europäischen Einlagensicherung, die verhindern soll, dass es bei wirtschaftlichen Schwierigkeiten einzelner Mitgliedstaaten zu einem Run auf die Banken des Landes kommt. Eine weitere Forderung betrifft die Schaffung einer »fiskalischen Kapazität«, also eines europäischen Budgets, das Ländern hilft, die von Krisen getroffen werden. Eine derzeit intensiv diskutierte Form der fiskalischen Kapazität wäre eine europäische Arbeitslosenversicherung, die zwar nicht direkt individuelle Beschäftigte versichert, aber Mitgliedstaaten bzw. deren nationale Arbeitslosenversicherungen unterstützt.

Die niedriger verschuldeten und von der Eurokrise weniger stark betroffenen Staaten, allen voran Deutschland, beklagen dagegen als unzureichend angesehene Reformanstrengungen in den »Krisenstaaten« und fordern mehr Eigenverantwortung. Sie weisen Sicherungsmechanismen wie eine gemeinsame Einlagensicherung für Bankguthaben oder eine fiskalische Kapazität zur Abfederung von wirtschaftlichen

Einbrüchen in einzelnen Mitgliedstaaten zurück. Sie befürchten, dass dadurch Anreize für eine solide Wirt-

Einbrüchen in einzelnen Mitgliedstaaten zurück. Sie befürchten, dass dadurch Anreize für eine solide Wirt-

schafts- und Finanzpolitik untergraben werden und verweisen darauf, dass sie in der letzten Krise bereits umfangreiche Hilfskredite für andere Länder finanzieren mussten.

Beide Perspektiven haben ihre Berechtigung. Gleichzeitig ist es für beide Seiten mit erheblichen Nachteilen verbunden, wenn die Gegensätze zu einem Stillstand der Reformen führen. Die Eurozone insgesamt kann ihr Wachstumspotenzial nur ausschöpfen, wenn die Rahmenbedingungen so gestaltet sind, dass sie Stabilität und Anreize für eine solide Wirtschafts- und Finanzpolitik miteinander verbinden. Hinzu kommt, dass in der Debatte über die Zukunft der Währungsunion häufig zu kurz gedacht wird. So ist in Deutschland die Auffassung verbreitet, dass sich die deutschen Steuerzahler am besten davor schützen können, für Schulden anderer Staaten haften zu müssen, wenn man strikt auf die Einhaltung der Verschuldungsregeln pocht und Sicherungsmechanismen wie eine fiskalische Kapazität oder eine europäische Einlagensicherung für Banken zurückweist.

Das ist zu kurz gedacht, weil vergessen wird, dass die Ankündigung, in Krisensituationen für Schulden anderer Staaten nicht zu haften, nicht glaubwürdig ist. Sie ist vor allem deshalb nicht glaubwürdig, weil viele Banken in erheblichem Umfang heimische Staatsanleihen halten, ohne dass hinreichend Eigenkapital, das eventuelle Verluste aus Investitionen in Staatsanleihen auffangen könnte, vorhanden ist. Wenn diese Anleihen ausfallen, droht deshalb eine Bankenkrise mit massiven Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Derartige Krisen machen nicht an nationalen Grenzen halt, wie die globale Finanzkrise des Jahres 2008 gezeigt hat. Wegen dieser Gefahren würde im Fall eines neuerlichen Ausbruchs der Eurokrise auch die deutsche Politik voraussichtlich neuen Hilfsprogrammen mit umfangreichen ökonomischen und politischen Risiken zustimmen und die EZB ermutigen, ihrerseits fiskalpolitische Maßnahmen, wie im Rahmen des OMT-Programms vorgesehen, zu ergreifen, um die Krise einzudämmen. Unter den derzeit in der Eurozone herrschenden institutionellen Bedingungen ist die Vorstellung, Deutschland sei vor der Übernahme neuer Haftungsrisiken geschützt, wenn man nur die Schaffung neuer Absicherungsmechanismen zurückweist, eine Illusion.¹

DAS KONZEPT DER DEUTSCH-FRANZÖSISCHEN ÖKONOMENGRUPPE: SOLIDARITÄT UND MARKTDISZIPLIN VERBINDEN

Zu Beginn des Jahres 2018 hat die sogenannte deutsch-französische Ökonomengruppe (vgl. Bénassy-Quéré et al. 2018) ein Reformkonzept für die Eurozone vorgelegt, dessen Kern darin besteht, durch

eine ausgewogene Kombination von Elementen der gegenseitigen Versicherung und der gezielten Nutzung von Marktdisziplin Stabilität und Eigenverantwortung in der Eurozone zu stärken und das Risiko unkalkulierbarer Haftung für andere Staaten einzudämmen. Das Konzept besteht aus den folgenden sechs Bausteinen:

1. Durch eine Verpflichtung zur Eigenkapitalunterlegung von Klumpenrisiken in Staatsanleihen wird verhindert, dass Banken in hohem Umfang und ohne hinreichendes Eigenkapital Staatsanleihen kaufen. Der Abbau notleidender Kredite im Bankensystem wird beschleunigt. Darüber hinaus wird die Glaubwürdigkeit des Bailin privater Kapitalgeber von Banken gestärkt. Eine europäische Einlagensicherung wird in Form einer Rückversicherung eingeführt, mit effektiven Vorkehrungen gegen Moral Hazard und unerwünschte Umverteilungswirkungen. Dazu werden länderspezifische Risikoprämien erhoben, erste Verluste werden außerdem von nationalen Kammern innerhalb des europäischen Systems getragen. Europäische Absicherungstöpfe stehen nur dann zur Verfügung, wenn die Verluste so groß sind, dass sie nicht national getragen werden können. Außerdem wird die Integration sowohl der Banken als auch der Kapitalmärkte innerhalb der Eurozone vertieft, um mehr grenzüberschreitende private Risikoteilung zu erreichen. Die gegenseitige finanzielle Abhängigkeit der Mitgliedstaaten und ihrer Banken wird damit weitgehend aufgehoben.
2. Die Fiskalregeln in der Eurozone sind vielfach aufgeweicht worden, gleichzeitig werden sie kaum eingehalten. Finanzielle Sanktionen gegen Staaten, die diese Regeln überschreiten, sind zwar theoretisch möglich, in der Praxis werden sie aber nie verhängt. Sie entfalten außerdem prozyklische Wirkung. Die Regeln werden wie folgt reformiert. An die Stelle der Defizitregel tritt eine Ausgabenregel, die vorsieht, dass das Wachstum der Staatsausgaben nicht höher sein darf als die mittelfristige Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts. Bei Staaten, deren Schuldenstand bei über 60% des Bruttoinlandsprodukts liegt, müssen die Staatsausgaben langsamer steigen, damit sich der Schuldenstand dem Niveau von 60% nähert. Mehrausgaben sind nur zulässig, wenn sie durch entsprechende Steuererhöhungen finanziert sind. Steuerensenkungen müssen durch Ausgabenensenkungen gegenfinanziert sein. Wenn ein Land die Ausgaben Grenzen überschreitet, muss der überschüssige Betrag durch nachrangige Staatsanleihen (Accountability Bonds²) finanziert werden. Das stärkt die Disziplinierung der Fiskalpolitik durch die Finanzmärkte.

¹ Das zeigt sich nicht zuletzt an der ungelösten Problematik der Target-Salden, durch die vor allem Deutschland erheblichen Risiken ausgesetzt ist, vgl. dazu etwa Fuest und Sinn (2018).

² Vgl. dazu Fuest und Heinemann (2017).

3. Stärkung des institutionellen und rechtlichen Rahmens für eine Restrukturierung von Staatsschulden in Fällen der Überschuldung einzelner Mitgliedstaaten. Dazu gehören verbesserte Vorkehrungen gegen eine Kreditvergabe des ESM an Staaten ohne vorangehende, realistische Überprüfung der Schuldentragfähigkeit. Das stärkt nicht nur die Glaubwürdigkeit der No-Bailout-Klausel und die Wirksamkeit der Marktdisziplin. Es wird außerdem verhindert, dass stark überschuldete Staaten wie Griechenland dauerhaft mit Schulden belastet werden, die so hoch sind, dass eine wirtschaftliche Erholung des Landes unmöglich wird.
4. Eine fiskalische Kapazität, die Mitgliedstaaten unterstützt, die von großen ökonomischen Schocks getroffen werden, die im Normalzustand aber nicht aktiv ist. Auslöser für Hilfen wäre ein massiver Anstieg der Arbeitslosigkeit, beispielsweise ein Anstieg der Arbeitslosenquote um 2 Prozentpunkte innerhalb eines Jahres. Die Hilfe besteht in einer einmaligen Zahlung. Dauerhafte Transfers, die nur in eine Richtung gehen, sind ausgeschlossen. Normale Konjunkturschwankungen können von nationalen automatischen Stabilisatoren aufgefangen werden. Gegenseitige Versicherung ist nur dann sinnvoll, wenn sie in Fällen größerer wirtschaftlicher Einbrüche aktiv wird. Dabei haben Länder nur dann Anspruch auf Transfers, wenn sie sich an die Fiskalregeln halten.
5. Ein »Safe Asset« für den Euroraum. Durch regulatorische Änderungen soll es möglich werden, eine neue Form sehr sicherer Finanzaktiva zu schaffen. Dabei geht es um Aktiva, die durch ein diversifiziertes Portfolio an Staatsanleihen der Mitgliedstaaten der Eurozone abgesichert sind. Durch die Aufspaltung dieser Aktiva in Tranchen unterschiedlicher Seniorität würde die Tranche mit der höchsten Seniorität ein sehr hohes Niveau an Sicherheit bieten. Entscheidend ist, dass hier keinerlei Solidarhaftung unter den Mitgliedstaaten entsteht. Eine Herausforderung besteht sicherlich darin sicherzustellen, dass diese Gemeinschaftshaftung auch dauerhaft ausgeschlossen wird. Es muss also gewährleistet sein, dass beispielsweise die EZB keinesfalls durch den Kauf von nachrangigen Tranchen eine De-facto-Gemeinschaftshaftung herbeiführt. Es sollten auch ausschließlich private Finanzinstitutionen das Recht haben, dieses Safe Asset zu emittieren.
6. Die Rollen der Analyse und Überwachung der Fiskalpolitiken der Mitgliedstaaten sollten von der Rolle dessen getrennt werden, der entscheidet, ob Sanktionen ergriffen werden. Bislang liegen beide Funktionen bei der Europäischen Kommission, was zu Intransparenz führt und Glaubwürdigkeit untermauert.

Wie in Bénassy-Quére et al. (2018) näher erläutert wird, würde diese Kombination aus Sicherheitsnetzen und verstärkter Disziplinierung der nationalen Fiskalpolitiken durch Märkte die Stabilität der Eurozone erhöhen sowie die Effizienz der Kapitalallokation und damit die Wachstumschancen steigern. Eine solche Reform würde aber auch zu mehr Eigenverantwortung und Disziplin führen, weil eine Restrukturierung von Staatsanleihen bei Überschuldung deutlich glaubwürdiger wäre als bislang, im Wesentlichen aus vier Gründen: Erstens würden die Versicherungsmechanismen der fiskalischen Kapazität und der Einlagensicherung die mit einem staatlichen Insolvenzverfahren unvermeidlich einhergehenden Erschütterungen – erheblichen Einbußen bei den Inhabern von Staatsanleihen – abfedern helfen. Zweitens würde ein ausformuliertes Insolvenzverfahren mehr Rechtssicherheit und Transparenz schaffen. Drittens würden durch die Existenz nachgeordneter Staatsanleihen (Accountability Bonds) Ausfälle bei öffentlichen Schuldner weniger singulär und weniger riskant, da sich ein großer Teil der Ausfälle voraussichtlich auf ein kleines Marktsegment beschränken würde. Viertens, und dieser Punkt ist besonders wichtig, würden Banken in weitaus geringerem Umfang Staatsanleihen der heimischen Regierung halten.

Bei alledem ist hervorzuheben, dass es sich hier um ein sorgfältig ausbalanciertes Reformkonzept handelt. Einzelne Elemente herauszubrechen und umzusetzen, kann die Balance stören und mehr Schaden als Nutzen anrichten. Beispielsweise wäre die Einrichtung einer Einlagensicherung ohne entsprechende Fortschritte bei der Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen ein Fehler. Der Ausbau der Versicherungsmechanismen sollte keinesfalls ohne substanzielle Schritte zur Stärkung der Marktdisziplin unternommen werden.

FAZIT

Die europäische Politik vermittelt derzeit den Eindruck, als sei die Energie für Reformen der Eurozone erschöpft. Das wäre gefährlich, denn die Währungsunion braucht weitere Reformen, damit sich ihre Mitgliedstaaten einschließlich Deutschland wirtschaftlich optimal entwickeln und künftige Krisen gut überstehen können.

Die Frage liegt nahe, ob ein Reformpaket, wie es hier skizziert wurde, auch dann empfehlenswert ist, wenn es unter den Mitgliedstaaten Konflikte gibt, wie etwa den aktuellen Konflikt über die Fiskalpolitik zwischen der italienischen Regierung und dem Rest der Eurozone. Die Antwort lautet, dass auch unter dem skizzierten neuen institutionellen Rahmen Versicherungsmechanismen nur unter der Bedingung Leistungen gewähren, dass sich die Staaten, die Hilfen beanspruchen, an die vereinbarten Regeln halten. Derzeit könnte Italien auch bei einem wirtschaftlichen Schock, der das Land trifft, keine Hilfen aus der

fiskalischen Kapazität erhalten, weil das Land gegen vereinbarte fiskalische Regeln verstößt. Der Vorteil des Reformpakets besteht also gerade darin, dass seine Funktion nicht vom Wohlverhalten aller Mitgliedstaaten abhängig ist. Gleichwohl ist klar, dass eine stabile Eurozone dauerhaft nicht funktionieren kann, ohne dass vor allem unter den großen Mitgliedstaaten ein Grundkonsens über die Funktionsweise der gemeinsamen Währungsunion besteht. Insofern ist es nicht von der Hand zu weisen, dass die aktuellen Differenzen zwischen Italien und seinen europäischen Partnern die Reformen in der Eurozone erheblich erschweren.

Dennoch sollte nicht übersehen werden, dass mehr Stabilität und Wachstum in der Eurozone durch Reformen auf europäischer Ebene allein nicht zu erreichen sind. Ohne Reformanstrengungen und Bemühungen um solide Fiskalpolitik auf nationaler Ebene kann die europäische Wirtschaft nicht prosperieren.

LITERATUR

Bénassy-Quéré, A., M. Brunnermeier, H. Enderlein, E. Farhi, M. Fratzscher, C. Fuest, P.-O. Gourinchas, Ph. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel, N. Véron, B. Weder di Mauro und J. Zettelmeyer (2018), »Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform«, *CEPR Policy Insight* No 91, Januar.

Fuest, C. und F. Heinemann (2017), »Accountability Bonds – Reconciling Fiscal Policy Based on Market Discipline with Financial Stability«, *EconPol Europe Policy Brief* 3, München.

Fuest, C. und H.-W. Sinn (2018), »Target-Risiken ohne Euro-Austritte«, *ifo Schnelldienst* 71(24), 15–25.