



Jeromin Zettelmeyer

Ist der Euro noch zu retten?

Vorschläge für eine neue europäische
Wirtschaftspolitik

politik für europa
#2017plus



politik für europa

#2017 plus

EIN PROJEKT DER FRIEDRICH-EBERT-STIFTUNG
IN DEN JAHREN 2015 BIS 2017

Europa braucht Soziale Demokratie!

Warum wollen wir eigentlich Europa? Können wir den Bürger_innen die Chancen einer gemeinsamen sozialen Politik, einer starken Sozialen Demokratie in Europa aufzeigen? Das ist das Ziel des neuen Projekts der Friedrich-Ebert-Stiftung »Politik für Europa«. Zu zeigen, dass die europäische Integration demokratisch, wirtschaftlich-sozial und außenpolitisch zuverlässig gestaltet werden kann. Und muss!

Folgende Themenbereiche stehen dabei im Mittelpunkt:

- Demokratisches Europa
- Wirtschafts- und Sozialpolitik in Europa
- Außen- und Sicherheitspolitik in Europa

In zahlreichen Veröffentlichungen und Veranstaltungen in den Jahren 2015 bis 2017 wird sich die Stiftung dem Thema kontinuierlich widmen: Wir setzen bei den Sorgen der Bürger_innen an, identifizieren mit Entscheidungsträger_innen Positionen und machen alternative Politikansätze transparent. Wir debattieren mit Ihnen über eine »Politik für Europa«!

Weitere Informationen zum Projekt erhalten Sie hier:

<http://www.fes.de/de/politik-fuer-europa-2017plus/>

Friedrich-Ebert-Stiftung

Die Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) wurde 1925 gegründet und ist die traditionsreichste politische Stiftung Deutschlands. Dem Vermächtnis ihres Namensgebers ist sie bis heute verpflichtet und setzt sich für die Grundwerte der Sozialen Demokratie ein: Freiheit, Gerechtigkeit und Solidarität. Ideell ist sie der Sozialdemokratie und den freien Gewerkschaften verbunden.

Die FES fördert die Soziale Demokratie vor allem durch:

- Politische Bildungsarbeit zur Stärkung der Zivilgesellschaft
- Politikberatung
- Internationale Zusammenarbeit mit Auslandsbüros in über 100 Ländern
- Begabtenförderung
- das kollektive Gedächtnis der Sozialen Demokratie mit u. a. Archiv und Bibliothek.

Über den Autor dieser Ausgabe

Jeromin Zettelmeyer ist Senior Fellow am Peterson Institute for International Economics und war zuvor Leiter der Abteilung Wirtschaftspolitik im Bundesministerium für Wirtschaft und Energie. Nach seiner Promotion am Massachusetts Institute of Technology arbeitete er beim Internationalen Währungsfonds, hauptsächlich in der Forschungsabteilung. Von 2008 bis Anfang 2014 war er Forschungsleiter und stellvertretender Chefökonom der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung.

Für diese Publikation ist in der FES verantwortlich

Dr. Michael Bröning, Referatsleiter Internationale Politikanalyse

Redaktion: Arne Schildberg, Referent für Europapolitik

Redaktionsassistentz: Sabine Dörfler

Inhalt

2	Zusammenfassung
3	Logik von Maastricht
6	Anforderungen an eine effektive Reform
8	Wie eine Reform gelingen kann
8	Ein Eurozonenbudget für Stabilisierungszwecke
8	Einnahmenseite
9	Ausgabenseite
9	Umfang
10	Stabilisierungswirkungen
10	Verschuldungsmöglichkeit und Governance
10	Einwände und offene Fragen
11	Komplementäre Reformbausteine
11	Ein Ordnungsrahmen für die Restrukturierung exzessiver Staatsschulden
12	Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes
13	Emission wachstumsabhängiger Staatsanleihen
13	Fazit

ZUSAMMENFASSUNG

1. Der durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt geschaffene fiskalische Ordnungsrahmen der EU stellte einen Versuch dar, einerseits die Überschuldung von Mitgliedstaaten zu vermeiden und andererseits Spielräume für diskretionäre, antizyklische Fiskalpolitik zu schaffen. Letzteres ist besonders für die Euro-Staaten wichtig, für die Fiskalpolitik das einzige Instrument zur kurz- und mittelfristigen Stabilisierung ist.
2. Trotz wiederholter Reformversuche hat der Pakt vielfach beide Ziele verfehlt. Als Disziplinierungsinstrument in guten konjunkturellen Zeiten war er nicht effektiv, wie die Erfahrung der 2000er-Jahre zeigte. In schlechten Zeiten wiederum ist er nicht flexibel genug, und kann prozyklische Fiskalpolitik verursachen. Und sowohl in guten wie in schlechten Zeiten garantiert der Pakt nicht, dass die makroökonomische Wirkung der Fiskalpolitik in der Eurozone dem entspricht, was im Zusammenspiel mit der EZB-Geldpolitik für den Euroraum insgesamt angemessen wäre. So war die Fiskalpolitik im Euroraum in den letzten Jahren kollektiv zu restriktiv und damit eine der Ursachen für die massiv expansive Geldpolitik der EZB – mit problematischen Nebenwirkungen.
3. Wie die Auseinandersetzung um fiskalische Konsolidierung und die Anwendung des Stabilitäts- und Wachstumspakts in den letzten Jahren gezeigt hat, ist der derzeitige fiskalische Ordnungsrahmen in der Eurozone nicht nur ökonomisch unbefriedigend, sondern auch eine Quelle politischer Spannungen: zwischen Mitgliedstaaten und der europäischen Kommission, unter Mitgliedstaaten, und zwischen Mitgliedstaaten und der EZB. Diese Spannungen schaden dem Ruf und der Glaubwürdigkeit der EU und besonders der Wirtschafts- und Währungsunion.
4. Die Eurozone braucht deshalb einen neuen und besseren fiskalischen Ordnungsrahmen. Dieser sollte sich:
(1) nicht nur auf Fiskalregeln stützen, sondern in höherem Maße als bisher auf gemeinsame Institutionen einerseits und Marktdisziplin andererseits; (2) die bestehenden Regeln vereinfachen und flexibilisieren; (3) einen Mechanismus beinhalten, der kollektiv zu restriktive oder zu expansive Fiskalpolitik der Mitgliedsstaaten auf Ebene der Eurozone korrigiert und dadurch die EZB-Geldpolitik unterstützt und ergänzt.
5. Ein solcher Ordnungsrahmen bedarf nicht nur einer Reform, sondern mehrerer paralleler Reformen. Ein »Paket«, das die gesteckten Ziele erreicht, könnte aus folgenden Elementen bestehen:
 - a. einem Investitions- und Stabilisierungszwecken gewidmeten Eurozonenbudget im Umfang von etwa 2 Prozent vom Eurozonen-BIP, kontrolliert durch einen Eurozonen-Finanzkommissar und ein parlamentarisches Aufsichtsgremium;
 - b. eine Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, die Mitgliedsländern insbesondere in schlechten Zeiten mehr Ausgabenflexibilität gibt, sofern andere Aspekte der Wirtschaftspolitik – Ausgabenqualität, Strukturreformen – »stimmen«;
 - c. ein nach einer angemessenen Übergangsperiode einzuführender Insolvenzmechanismus für Staaten, der dafür sorgt, dass private Investoren angemessen an den Kosten von Schuldenkrisen beteiligt werden und deutlich überschuldete Staaten früher als bisher Marktzugang verlieren; und
 - d. die koordinierte Einführung von BIP-abhängigen Staatsanleihen, die in schlechten konjunkturellen Zeiten zu deutlich niedrigerem Schuldendienst führen als in guten Zeiten und so eine antizyklische Fiskalpolitik unterstützen und Überschuldung vermeiden.

Seit der Einführung des Euro werden haushaltspolitische Entscheidungen in der EU in einem Ordnungsrahmen mit bestimmten Fiskalregeln sowie Überwachungs- und Koordinationsmechanismen getroffen. Trotz wiederholter Reformversuche hat dieser Ordnungsrahmen seine wirtschaftspolitischen Ziele nicht erreicht und hat in den letzten Jahren zu zunehmenden Spannungen unter den Mitgliedstaaten der Wirtschafts- und Währungsunion sowie zwischen den EU-Mitgliedstaaten und der Europäischen Kommission geführt.

Das vorliegende Kapitel schlägt einen alternativen fiskalischen Ordnungsrahmen vor. Dabei werden weder neue Ziele gesetzt (etwa zentralisierte Allokations- und Verteilungsaufgaben, wie sie für eine Fiskalunion typisch wären) noch zusätzliche politische oder strukturelle Annäherung zwischen den Mitgliedstaaten vorausgesetzt. Es geht lediglich darum, den Zielen des ursprünglichen Ordnungsrahmens besser gerecht zu werden: wirtschaftliche Schocks und Konjunkturschwankungen zu stabilisieren¹ sowie Krisen und Konflikte zwischen Mitgliedstaaten zu vermeiden – und das alles innerhalb des existierenden politischen Rahmens. Selbst diese relativ bescheidenen Ziele sind jedoch ohne Reformen nicht zu erreichen und sie erfordern einen starken politischen Willen.

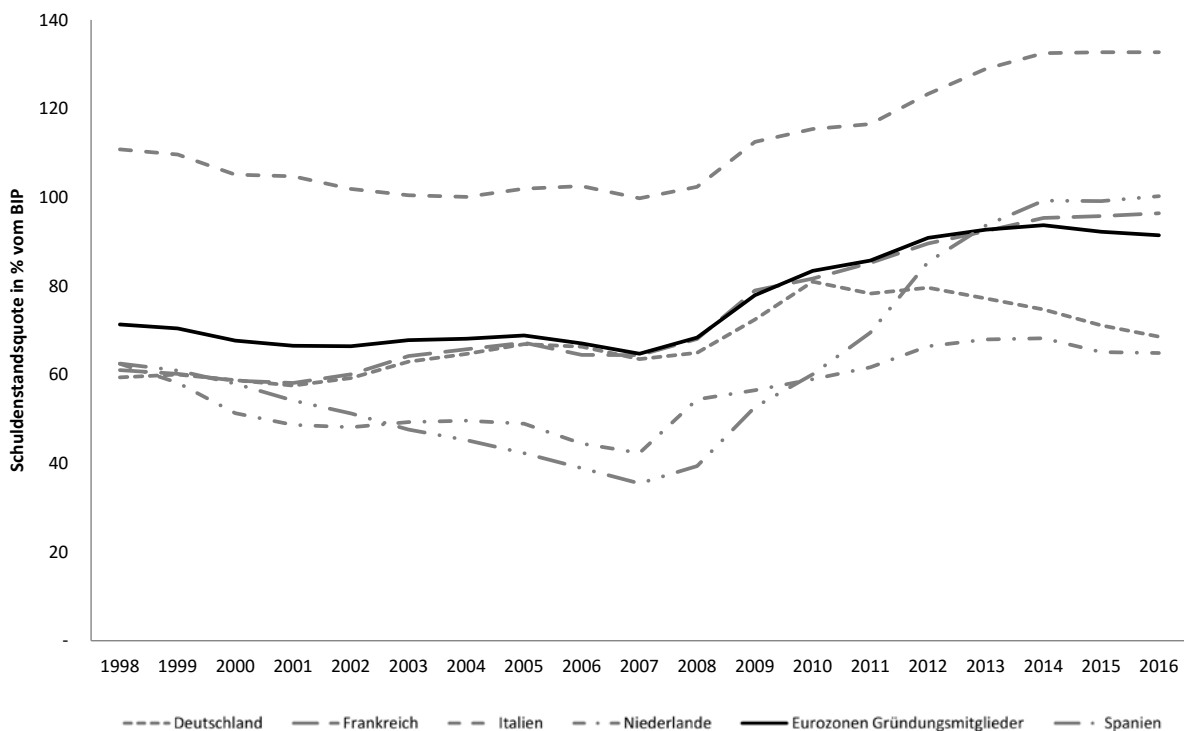
¹ Der Begriff »Stabilisierung« bezeichnet in diesem Beitrag eine gesamtwirtschaftliche Nachfragepolitik im weitesten Sinne: zur Dämpfung von Konjunkturzyklen, zur Stabilisierung nach Schocks, aber auch zur Überwindung von längeren Deflations- oder Stagnationsphasen.

LOGIK VON MAASTRICHT

Die durch den Vertrag von Maastricht geschaffene Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) beruht einerseits auf einer zentralisierten Geldpolitik und andererseits auf einer – innerhalb des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) – dezentralisierten Fiskalpolitik. In diesem Nebeneinander von Zentralisierung und Dezentralisierung liegt nicht notwendigerweise ein Widerspruch. Aufgabe der Europäischen Zentralbank (EZB) ist es, die Preisstabilität zu sichern und damit die zyklische Stabilisierung der Eurozone insgesamt zu gewährleisten. Länderspezifischen Stabilisierungsbedürfnissen einzelner Mitglieder wird dies nicht unbedingt gerecht. Solange jeder Mitgliedstaat über ein zusätzliches Stabilisierungsinstrument in Form einer effektiven Fiskalpolitik verfügt, ist dies jedoch unproblematisch. Die Voraussetzung dafür ist, dass Mitgliedstaaten über fiskalischen Spielraum verfügen, sich also problemlos am Finanzmarkt verschulden können. Die Fiskalregeln des SWP, die Staatsverschuldung grundsätzlich auf 60 Prozent und Defizite auf drei Prozent vom BIP zu begrenzen, versuchen diesen Spielraum zu erhalten, indem sie einerseits eine Überschuldung verhindern und andererseits Mitgliedern eine angemessene Flexibilität für antizyklische Fiskalpolitik zugestehen.

Der Ordnungsrahmen von Maastricht ist daher durchaus durchdacht – aber er hat dennoch nicht funktioniert. Sein Scheitern wurde spätestens 2010 deutlich, als nach der globalen Finanzkrise zunächst Griechenland und dann weitere Mitglieder

Abbildung 1
Schuldenstände in der Währungsunion
und ihren fünf größten Mitgliedern



Quelle: AMECO, eigene Berechnungen

der Eurozone den Marktzugang verloren (oder kurz davor standen, ihn zu verlieren) und zu abrupten Ausgabenkürzungen und/oder Steuererhöhungen gezwungen wurden – also dem Gegenteil einer antizyklischen Stabilisierungspolitik. Dieses Scheitern hatte im Wesentlichen zwei Ursachen:

- Der SWP beschränkte sich auf die Kontrolle von offizieller Staatsverschuldung. Die Möglichkeit, dass im Zuge einer Finanzkrise sich die private Verschuldung auf dem Wege eines kollabierenden Bankensystems zu Staatsverschuldung wandeln könnte (wie es in Irland oder Spanien geschah), wurde nicht beachtet. Dadurch hatte der Pakt eine offene Flanke.
- Der SWP stellte sich selbst in seinem »Kerngeschäft« als nicht sonderlich effektiv heraus. Von den zwölf Mitgliedstaaten des Euro vor 2007 verletzten sieben

die Defizitgrenzen des Pakts mindestens einmal, darunter fünf Mitgliedstaaten häufig (Deutschland, Frankreich, Italien) oder immer (Griechenland, Portugal). Selbst in den konjunkturellen Boomjahren 2006 und 2007, in denen die Mitglieder nach der Logik des Pakts fiskalische Spielräume hätten aufbauen sollen, gelang es nur etwa der Hälfte der Mitgliedstaaten, fiskalische Überschüsse zu erwirtschaften. In der Eurozone fiel die gesamtwirtschaftliche Verschuldungsquote zwischen 1998 und 2007 daher kaum (siehe Abbildung 1).

Seit 2011 sind eine Reihe von Reformen und Ergänzungen der WWU im Gange, die versuchen, auf diese Probleme zu reagieren. Sie stellen dabei die definitorischen Elemente des Ordnungsrahmens von Maastricht – eine zentrale Geldpolitik sowie eine dezentrale, aber regelgebundene Fiskalpolitik – jedoch nicht infrage. Die wichtigste Ergänzung war die (partielle) Errichtung einer europäischen Bankenunion (in Form gemeinsamer Aufsichts- und Abwicklungsbehörden) sowie europaweite *bail-in*-Regeln, nach denen Verluste von Banken in erster Linie von den Aktionären und Gläubigern dieser Banken zu tragen sind. Zukünftige Banken Krisen in der Eurozone sollen durch diese Reformen weniger wahrscheinlich und die öffentlichen Haushalte besser vor den Folgen von Finanzkrisen geschützt werden. Zugleich wurden stärkere Anreize zur Einhaltung der SWP-Regeln geschaffen, die Fiskalregeln mehr auf den mittelfristigen Schuldenabbau ausgerichtet und die Überwachung nationaler Wirtschaftspolitik auf nicht fiskalische Krisenrisiken ausgedehnt (siehe Abbildung 2). Schließlich wurde 2012 mit dem *European Stability Mechanism* (ESM) ein öffentlicher Fonds geschaffen, der im Falle eines drohenden Verlusts des Marktzugangs eine öffentliche Brückenfinanzierung bereitstellen kann und dadurch den Mitgliedstaaten Zeit für Konsolidierung und Reformen verschafft.

Dies waren sehr ehrgeizige Reformen, die auf nahezu jedes Problem der ersten Dekade des Euro eine Antwort boten. Es stellt sich daher die Frage, warum die WWU-Reformdebatte seither nicht erloschen, sondern – im Gegenteil – wieder aufgeflammt ist,² warum in vielen WWU-Mitgliedstaaten Anti-Euro-Parteien entstanden sind oder an Zulauf gewonnen haben und warum sich die öffentliche Unterstützung eines Eurobeitritts unter Nicht-WWU-Mitgliedern zwischen 2010 und 2015 um zehn Prozentpunkte verschlechtert hat (siehe Abbildung 3). Drei wesentliche Faktoren scheinen dabei eine Rolle zu spielen:

1. Zum Teil ist die Unzufriedenheit mit der WWU sicherlich eine Folge dessen, dass die Probleme im Euroraum seit der 2010 einsetzenden Schuldenkrise nicht abreißen. Die Reformen stellten darauf ab, zukünftige Krisen dieses Typs

Abbildung 2

Reformen und Ergänzungen der EU-Fiskalregeln, 2011–2013

Dezember 2011: Six-Pack

(eine EU-Richtlinie, fünf EU-Verordnungen)

1. Reformen des SWP

- Verfahren der umgekehrten qualifizierten Mehrheit: Empfehlungen der Europäischen Kommission gelten als vom Rat angenommen, wenn dieser die Kommissionsinitiative nicht mit einer qualifizierten Mehrheit ablehnt.
- Schuldenabbauregel: EU-Mitglieder, deren Schuldenstandsquote den Referenzwert von 60 % des BIP überschreitet, müssen den Abstand zum Referenzwert jährlich um ein Zwanzigstel abbauen.
- Bei Nichterreichen des mittelfristigen Haushaltsziels (*Medium-Term Objective*) wird im Anpassungspfad festgelegt, dass das strukturelle Defizit jährlich um mindestens 0,5 % des BIP sinken soll.
- Die Einführung von finanziellen Sanktionen (verzinsliche Einlage von 0,2 % des BIP) ist bereits im präventiven Arm möglich, wenn es ein Mitgliedstaat nach einer Empfehlung des Rats unterlassen hat, *effective action* zu ergreifen.

2. Einführung eines »Frühwarnsystems für makroökonomische Ungleichgewichte« (*Macroeconomic Imbalance Procedure*)

Dadurch sollen mittels eines Scoreboards (den die Europäische Kommission mit »makroökonomischen und makrofinanziellen Indikatoren« für jeden Mitgliedstaat erstellt) mögliche wirtschaftliche Fehlentwicklungen frühzeitig entdeckt und korrigiert werden.

Januar 2013: Fiskalvertrag (völkerrechtlicher Vertrag)

Er verpflichtet die (25) unterzeichnenden Staaten zur Einführung einer sogenannten Schuldenbremse in die jeweilige nationale Rechtsordnung (jährliches strukturelles Defizit darf 0,5 % des nominellen BIP nicht übersteigen).

Mai 2013: Two-Pack (zwei EU-Verordnungen)

Zur verschärften wirtschafts- und haushaltspolitischen Überwachung von EU-Mitgliedstaaten, die ernste Schwierigkeiten haben, ihre finanzielle Stabilität zu wahren, die bereits finanzielle Unterstützung erhalten oder deren Unterstützung aus einem Finanzhilfeprogramm (zum Beispiel ESM) in Kürze ausläuft. Die Eurostaaten sind verpflichtet, ihren Haushaltsplan vor der Verabschiedung im nationalen Parlament der Europäischen Kommission zur Kontrolle vorzulegen.

² Juncker, Jean Claude/Tusk, Donald et al. (2015): Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas beenden; http://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_de_0.pdf (aufgerufen am 20.6.2016); Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2015): Anhang zum Jahresgutachten »Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt«; www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/gutachten/jg201516/wirtschafts-gutachten/jg15_ges.pdf (aufgerufen am 20.6.2016).

zu verhindern; gleichzeitig ist es aber durchaus möglich, dass sie die Überwindung der laufenden Krise erschwert haben. Die Fiskalpolitik in der Eurozone hat sich in den Jahren 2011–2013 »prozyklisch« verhalten (verstärkte Konsolidierung in Zeiten schwachen Wachstums) und dadurch wahrscheinlich zur Tiefe und Länge der Eurokrise beigetragen.³ Dieses prozyklische Verhalten machte sich besonders in den Staaten bemerkbar, die im Rahmen des SWP zu fiskalischer Anpassung verpflichtet waren.⁴ Obwohl es unmöglich ist zu sagen, ob sich die Fiskalpolitik der Eurozone ohne die Weiterentwicklung des SWP seit 2011 anders verhalten hätte, so ist zumindest klar, dass diese Reformmaßnahmen das Problem der Prozyklizität der europäischen Fiskalregeln nicht gelöst haben.

2. Ein weiterer Grund für die Unzufriedenheit mit der WWU sind die praktischen Erfahrungen, die mit den Fiskalregeln seit 2011 gemacht wurden. Länder im (oder nahe am) korrektiven Arm des SWP empfinden die Anwendung der Konsolidierungsregeln oft als zumindest kurzfristig schädlich und haben deshalb versucht, die vom SWP verordnete Anpassung hinauszuzögern.⁵ Dies wiederum ruft bei Deutschland und anderen fiskalisch orthodoxen Mitgliedern Kritik hervor, und zwar nicht nur an den Defizitsündern, sondern auch an der Europäischen Kommission, der nachgiebige und »politisierte« Entscheidungen vorgeworfen werden.⁶ Schließlich stehen die Regeln selbst im Kreuzfeuer, weil sie kompliziert sind und technisch

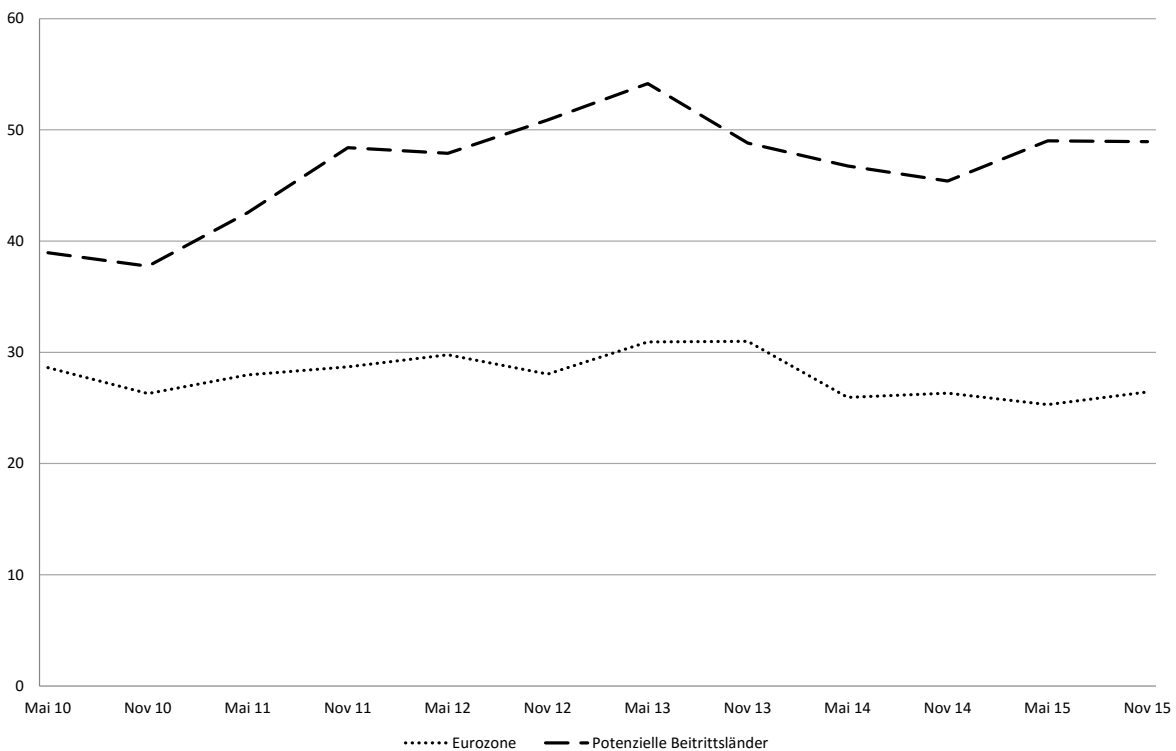
³ Barbiero, Francesca/Darvas, Zsolt (2014): In sickness and in health: protecting and supporting, in: *Bruegel Policy Contribution* 2, Februar; http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2014_02.pdf (aufgerufen am 20.6.2016); inwieweit »Austerität« in den Jahren 2011–2013 zur europäischen Rezession von 2012–2013 beigetragen hat, ist nach wie vor umstritten. Dass sie einen kontraktiven Effekt hatte, ist nicht mehr umstritten. Siehe Alesina, Alberto/Barbiero, Omar et al. (2015): Austerity in 2009–2013, in: *Economic Policy*, 30. Jg., Juli, S. 383–437; http://scholar.harvard.edu/files/alesina/files/austerity_in_09-13_2014.pdf?m=1414170559 (aufgerufen am 20.6.2016) sowie die Diskussion von Taylor, Alan M.: Comment on »Austerity in 2009–2013« by Alesina, Barbiero, Favero, Giavazzi, and Paradisi, in: *Economic Policy*, 30. Jg., Juli, S. 383–437.

⁴ Bénassy-Quéré, Agnès/Ragot, Xavier et al. (2016): Which Fiscal Union for the Euro Area, in: *Bruegel Policy Contribution* 5, Februar; http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/02/pc_2016_05.pdf (aufgerufen am 20.6.2016).

⁵ Zu Frankreich siehe Europäische Kommission (2015): Recommendation for a council recommendation with a view to bringing an end to the excessive government deficit in France; http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/126-07_commission/2015-02-27_fr_126-7_commission_en.pdf (aufgerufen am 20.6.2016); zu Italien, Portugal und Spanien siehe Europäische Kommission (2016): Spring 2016 European Semester package: Commission issues country-specific recommendations; http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-1724_en.htm (aufgerufen am 20.6.2016).

⁶ So zuletzt sehr deutlich der Vorsitzende der Eurogruppe, Jeroen Dijsselbloem, am 14.6.2016 in einer Stellungnahme vor dem Wirtschaftsausschuss des Europäischen Parlaments, in der er zum einen die Rolle der Europäischen Kommission als »Hüterin der Verträge« anmahnte und zugleich vor einer Ungleichbehandlung großer und kleiner Länder warnte.

Abbildung 3
Ablehnung des Euro, 2010–2015



Anmerkung: Die Abbildung zeigt den durchschnittlichen Anteil ablehnender Antworten auf die Frage »Wie ist Ihre Meinung zu den folgenden Vorschlägen? Bitte sagen Sie mir für jeden Vorschlag, ob Sie dafür oder dagegen sind. Eine Europäische Währungsunion mit einer gemeinsamen Währung, nämlich dem Euro.« Die Ländergruppe »Potenzielle Beitrittsländer« bezeichnet alle EU-Mitglieder, die nicht Mitglied des Euro sind, aber grundsätzlich verpflichtet sind, dem Euro beizutreten (alle Nicht-Euro-EU-Mitglieder außer Großbritannien und Dänemark). Quelle: Eurobarometer der Europäischen Kommission.

nicht gut zu funktionieren scheinen.⁷ Im Mittelpunkt steht dabei der (an und für sich vernünftige) Versuch, die Anpassungsbemühungen im SWP an einem strukturellen (konjunkturbereinigten) länderspezifischen Defizitziel zu orientieren. Dadurch soll eine prozyklische Fiskalpolitik vermieden werden: Je mehr das Defizit einer Rezession geschuldet ist, desto geringer der vom SWP verordnete Anpassungsbedarf. In der Praxis ist die Trennung von zyklischen und strukturellen Komponenten des Defizits jedoch mit einer hohen Fehlerquote verbunden, mit der Konsequenz, dass die den Mitgliedstaaten abverlangte Anpassung ganz oder teilweise auf Messfehlern beruhen könnte.⁸

3. Schließlich hat sich seit etwa 2013 ein neues Problem herauskristallisiert, gegen das auch die reformierte WWU machtlos zu sein scheint – unabhängig davon, ob sich die Mitglieder regelkonform verhalten oder nicht. Im Zentrum des Maastricht-Vertrags steht die Idee, dass sich die Fiskalpolitik in den einzelnen EU-Mitgliedsländern nur um Abweichungen der zyklischen Position vom Durchschnitt der Eurozone kümmern muss. Die »durchschnittliche« Stabilisierung der Eurozone ist Aufgabe der EZB. Die letzten drei Jahre haben jedoch gezeigt, dass sich die EZB mit dieser Aufgabe trotz hochgradig expansiver und teilweise unorthodoxer Geldpolitik schwer tut. Daher haben die Europäische Kommission, der Internationale Währungsfonds (IWF) und die OECD Deutschland und andere fiskalisch starke WWU-Mitglieder dazu aufgerufen, der EZB durch eine expansive Fiskalpolitik zur Hilfe zu kommen. In diesen Ländern stößt dieser Aufruf jedoch zumeist auf taube Ohren – unter anderem, weil die Fiskalpolitik für die *heimischen* Konjunkturen dieser Länder als durchaus angemessen empfunden wird. Gleichzeitig wächst die Frustration über die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, die sich ihrerseits missverstanden und alleine gelassen fühlt.

ANFORDERUNGEN AN EINE EFFEKTIVE REFORM

Der Ordnungsrahmen von Maastricht – eine einheitliche Geldpolitik zusammen mit einer dezentralen, aber regelgebundenen Fiskalpolitik – hat sich trotz wiederholter Reformversuche nicht bewährt: weder auf Ebene der Eurozone noch auf Ebene individueller Staaten, weder im Sinne der Krisenprävention noch im Sinne effektiver Stabilisierung. Stattdessen fördert er den Dissens zwischen den Mitgliedstaaten der

⁷ Andrie, Michal/Bluedorn, John et al. (2015): Reforming Fiscal Governance in the European Union, in: *Staff Discussion Notes* 9, International Monetary Fund; <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1509.pdf> (aufgerufen am 20.6.2016); Claeys, Grégory/Darvas, Zsolt et al. (2016): A Proposal to revive the European Fiscal Framework, in: *Bruegel Policy Contribution* 7, März; http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/03/pc_2016_07.pdf (aufgerufen am 20.6.2016).

⁸ So ermitteln zum Beispiel Claeys/Darvas et al. 2016 (a. a. O.), dass der typische jährliche Messfehler (durchschnittliche Korrektur im gemessenen strukturellen Defizit zwischen zwei Jahren) regelmäßig höher ist als die den Ländern typischerweise abverlangte Konsolidierung von einem halben Prozent vom BIP.

Eurozone sowie zwischen den Mitgliedstaaten und den Institutionen wie der Europäischen Kommission und der EZB.

Um diese Probleme zu lösen, brauchen wir eine Reform des fiskalischen Ordnungsrahmens der WWU, die einerseits viel tiefer greift als die bisherigen Reformen des SWP, andererseits aber mögliche politische Reibungsflächen, Interessenkonflikte und Implementationsschwierigkeiten antizipiert und abfedert. Ziel dieser Reform sollte es sein, eine gut funktionierende Stabilisierungsfunktion für die Eurozone und ihre Mitglieder zu schaffen, die sich innerhalb der existierenden politischen Ordnung der Eurozone umsetzen lässt – also keine »politische Union« voraussetzt, die wohl erst in ferner Zukunft (oder vielleicht nie) realisiert werden wird. Daraus lassen sich drei Anforderungen ableiten.

- *Anforderung 1:* Ein Element des neuen Ordnungsrahmens muss eine zentrale fiskalische Kapazität für die Eurozone sein – eine Institution, die in der Lage ist, mit fiskalischen Instrumenten zur Stabilisierung der Eurozone beizutragen. Fiskalpolitische Entscheidungen auf Ebene der Mitgliedstaaten können für die Eurozone insgesamt entweder zu expansiv (wie 2006–2007) oder zu restriktiv (wie 2011–2014) sein, obwohl Fiskalregeln eingehalten werden. Die Hoffnung, diese Inkonsistenz durch eine bessere »Koordination« nationaler Fiskalpolitiken aufzulösen, hat sich nicht erfüllt. In einer WWU, in der die Souveränität über nationale Fiskalpolitiken auf nationaler Ebene verbleibt, ist dies auch nicht anders zu erwarten: Man kann von Mitgliedstaaten nicht verlangen, dass sie ihre Fiskalpolitik über die Erfüllung verabredeter Fiskalregeln hinaus an einem kollektiven Interesse ausrichten, wenn dies dem nationalen Interesse zu widersprechen scheint. Insbesondere kann man nicht erwarten, dass Deutschland die Rolle einer zentralen Fiskalkapazität für die WWU übernimmt – schon allein deshalb, weil die dadurch entstehende zusätzliche Verschuldung allein auf nationaler Ebene getragen werden müsste.
- *Anforderung 2:* Der fiskalische Ordnungsrahmen darf nicht zu permanenten Transfers zwischen Mitgliedern führen – jedenfalls nicht außerhalb gesondert legitimer, verwalteter und begrenzter Funktionen, wie sie mit den EU-Strukturfonds schon jetzt existieren. Sofern automatische Transfers stattfinden – zum Beispiel, weil ein von einer heimischen Rezession besonders hart getroffener Mitgliedstaat zum fiskalischen Nettoempfänger wird – müssen diese temporär sein und sich im Zuge von wenigen Konjunkturzyklen wieder ausgleichen. Andernfalls besteht die Gefahr, Anreize für eine schlechte Wirtschaftspolitik zu schaffen und neue Verteilungskonflikte zwischen den Mitgliedstaaten auszulösen.
- *Anforderung 3:* Fiskalregeln muss es geben, aber sie dürfen nicht der einzige Pfeiler des Ordnungsrahmens sein, und sie müssen viel besser konstruiert werden, als es bisher der Fall ist. Das im SWP verankerte Mikromanagement nationaler Fiskalpolitik schreibt jährliche Konsolidierungsschritte numerisch vor. Das

ist ökonomisch nicht zu rechtfertigen und verursacht hohe politische Kosten: eine wachsende Aversion gegenüber »Brüssel« und der WWU. Die Prozyklichkeit der jetzigen Regeln muss verschwinden und damit Situationen, in denen sich Regierungen gezwungen sehen, entweder kurzfristig gegen die Interessen der eigenen Bevölkerung zu handeln oder sich dem Risiko von Sanktionen auszusetzen. Ferner sollte die Effektivität von Fiskalregeln nicht davon abhängen, ob es gelingt, zyklische und strukturelle Komponenten des Wachstums und anderer konjunkturabhängiger Variablen sauber »in Echtzeit« voneinander zu trennen.

Wenn man diese drei Anforderungen ernst nimmt, so hat dies direkte Folgen für die laufende WWU-Reformdebatte. Die drei am häufigsten diskutierten Modelle für eine zentrale Fiskalkapazität für die Eurozone sind:

- ein Eurozonenbudget,
- eine europäische Arbeitslosenversicherung sowie
- ein automatischer Stabilisierungsmechanismus, bei dem in Abhängigkeit der jeweiligen konjunkturellen »Outputlücke« Zahlungen zwischen Staaten stattfinden.⁹

Die Idee eines automatischen Stabilisierungsmechanismus scheint mit den genannten Anforderungen unvereinbar. In ihrer Reinform¹⁰ verletzt sie Anforderung 1, da sie nicht die Eurozone als Ganzes stabilisiert, sondern nur Mitgliedstaaten mit überdurchschnittlich hohen Outputlücken.¹¹ Anforderung 3 ist ebenfalls verletzt, da das Verfahren nur effektiv ist, wenn zyklische Aufschwünge und Abschwünge in Echtzeit korrekt gemessen werden. Dadurch ergibt sich auch für Anforderung 2 ein Fragezeichen: Werden Outputlücken nicht richtig gemessen, so könnte es über lange

⁹ Enderlein, Henrik/Bofinger, Peter et al. (2012): Completing the Euro. A road map towards fiscal union in Europe (Report of the »Tommaso Padoa-Schioppa Group«), Notre Europe; www.notre-europe.eu/media/completingtheeuroreportpadoa-schioppagroupjneune2012.pdf?pdf=ok (aufgerufen am 20.6.2016); Wolff, Guntram (2012): A budget for Europe's monetary union, in: *Bruegel Policy Contribution* 22; http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2012_22_EA_budget_final.pdf (aufgerufen am 20.6.2016); Pisani-Ferry, Jean/Vihriälä, Erkki (2013): Options for Euro-Area Fiscal Capacity, in: *Bruegel Policy Contribution* 1, Januar; http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2013_02.pdf (aufgerufen am 20.6.2016); Allard, Celine/Koeva Brooks, Petya et al. (2013): Toward a Fiscal Union for the Euro Area, IMF Staff Discussion Note 13/09, September; Enderlein, Henrik/Guttenberg, Lucas et al. (2013): Blueprint for a Cyclical Shock Insurance in the Euro Area, Project »EU & differentiated Integration«, September 2013, Notre Europe; www.notre-europe.eu/media/blueprintforcyclicalschockinsurance-jdissept2013.pdf?pdf=ok (aufgerufen am 20.6.2016).

¹⁰ Enderlein, Henrik/Guttenberg, Lucas et al. (2013): a. a. O.

¹¹ Man könnte sich auch eine Variante vorstellen, in der nicht Abweichungen von der durchschnittlichen Outputlücke Transfers auslösen, sondern die absolute Höhe der Outputlücke. In diesem Fall müsste der Mechanismus mit einem Fonds oder einer Schuldenaufnahmekapazität verbunden sein. Anforderung 1 wäre erfüllt, da der Mechanismus auch dann noch eine stabilisierende Wirkung hätte, wenn die Eurozone als Ganzes in eine Rezession rutscht. Die Fehleranfälligkeit des Mechanismus würde dadurch aber noch verschärft, da die absolute Höhe von Outputlücken noch schwerer in Echtzeit einzuschätzen ist als die relative Höhe der Outputlücke in einem Mitgliedstaat im Vergleich mit anderen.

Perioden zu Transfers zugunsten eines Staates kommen, die schwer rückgängig zu machen sind.

Auch eine europäische Arbeitslosenversicherung¹² ist derzeit nur schwer mit Anforderung 2 und 3 vereinbar. Die strukturelle, also nicht konjunkturabhängige Arbeitslosigkeit unterscheidet sich erheblich unter den WWU-Mitgliedern. Eine einheitliche Versicherung, die diese Unterschiede nicht berücksichtigt, würde daher zu dauerhaften Transfers zugunsten von Mitgliedstaaten mit einer hohen strukturellen Arbeitslosigkeit führen. Grundsätzlich ist dieses Problem lösbar, indem nur zusätzliche Arbeitslosigkeit – jenseits des strukturell bedingten Niveaus – Transfers auslöst oder indem die Prämienzahlungen der Staaten vom Niveau der strukturellen Arbeitslosigkeit abhängen. Dies würde jedoch bedeuten, dass für einen spanischen Arbeitnehmer viel höhere Prämien anfallen würden als für einen deutschen Arbeitnehmer. Und wenn diese Prämien falsch berechnet werden, weil sich die konjunkturelle Komponente der Arbeitslosigkeit in Spanien als höher (oder geringer) herausstellt als angenommen, so könnte dies zu massiven unbeabsichtigten Transfers auf Kosten (oder zu Gunsten) Spaniens führen. Bis zu einem gewissen Grad lassen sich solche Fehler durch rückwirkende Korrekturmechanismen ausgleichen (vergleichbar einer rückwirkenden Steuerforderung, wenn das Finanzamt einen Fehler gemacht hat) – aber nur wenn die Fehler nicht zu groß sind, da ja in der Zwischenzeit möglicherweise irreversible Ausgabenentscheidungen getroffen wurden. Dies ist erst dann plausibel, wenn sich die Strukturen nationaler Arbeitsmärkte in Europa in einem hohen Maß angeglichen haben. Die europäische Arbeitslosenversicherung sollte Ziel einer europäischen Fiskal- und Sozialunion bleiben, aber erst nach Reformen, die zu einem Abbau der strukturellen Arbeitslosigkeit und der Konvergenz anderer relevanter Strukturmerkmale auf dem Niveau der besten Performer in der Eurozone führen.

Im Rahmen der existierenden wirtschaftlichen und politischen Struktur der Eurozone bleibt daher nur noch ein Kandidat für eine zentrale Fiskalkapazität: ein Eurozonenbudget. Diese Option wird unter Verweis auf den Umfang und die Komplexität von föderalen Budgets oft als ökonomisch riskant und politisch unrealistisch abgelehnt. Entgegen dieser Auffassung wird im weiteren Verlauf dieses Kapitels die These vertreten, dass ein solches Budget durchaus wünschbar und mittelfristig umsetzbar sein könnte, sofern:

- sein Umfang und seine Aufgaben viel kleiner und einfacher definiert werden als das Zentralbudget eines Bundesstaates und
- es nicht die einzige Reform des fiskalischen Ordnungsrahmens der Eurozone ist, sondern eine von mehreren sich ergänzenden Reformen.

¹² Siehe zum Beispiel Claeys, Grégory/Darvas, Zsolt et al. (2014): Benefits and drawbacks of European Unemployment Insurance, in: *Bruegel Policy Brief* 6, September; http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pb_2014_06_281114.pdf (aufgerufen am 20.6.2016).

WIE EINE REFORM GELINGEN KANN

Im Folgenden wird ein Reformprojekt skizziert, das sofort beginnen und mittelfristig – innerhalb von fünf bis zehn Jahren – abgeschlossen werden könnte. Dazu gehört ein minimalistisches Eurozonenbudget, ein Ordnungsrahmen für die Restrukturierung von Staatsschulden der WWU-Mitgliedstaaten, die Emission eines wesentlichen Anteils neuer Staatsschulden in Form von wachstumsindizierten Anleihen und eine grundlegende Reform des SWP. Dieses Projekt ist fast so ehrgeizig wie die bereits erfolgten institutionellen Aufbauschritte der WWU, also die Gründung der EZB, des ESM und der gemeinsamen Aufsichts- und Abwicklungsbehörden. Dies soll heißen: Es ist sehr ambitioniert – zumindest sein erster Baustein, das Eurozonenbudget könnte eine Änderung der EU-Verträge erfordern –, geht aber im Hinblick auf eine politische Integration nur unwesentlich über den Status quo hinaus und wäre etwa im gleichen Zeitraum realisierbar wie das ursprüngliche WWU-Projekt.

EIN EUROZONENBUDGET FÜR STABILISIERUNGSZWECKE

Haushalte haben Verteilungs- und Allokationsfunktionen (Bereitstellung öffentlicher Güter) und sind entsprechend groß. Dies gilt selbst für die oberste Haushaltsebene (Bundesebene)

in Föderationen: Ohne Berücksichtigung der Sozialversicherung hat die Schweiz den kleinsten Bundeshaushalt unter den größeren Industrienationen, er umfasst etwa 10,5 Prozent des BIP (Deutschland: etwa 13 Prozent); einschließlich der Sozialversicherung sind es in der Schweiz sowie Kanada um die 17 Prozent (Deutschland: 28,5 Prozent).¹³

Ohne eine viel weitergehende politische Union ist ein Haushalt dieses Typs für die Eurozone nicht vorstellbar. Die Frage ist nun, ob es möglich ist, einen Haushalt für die Eurozone zu definieren:

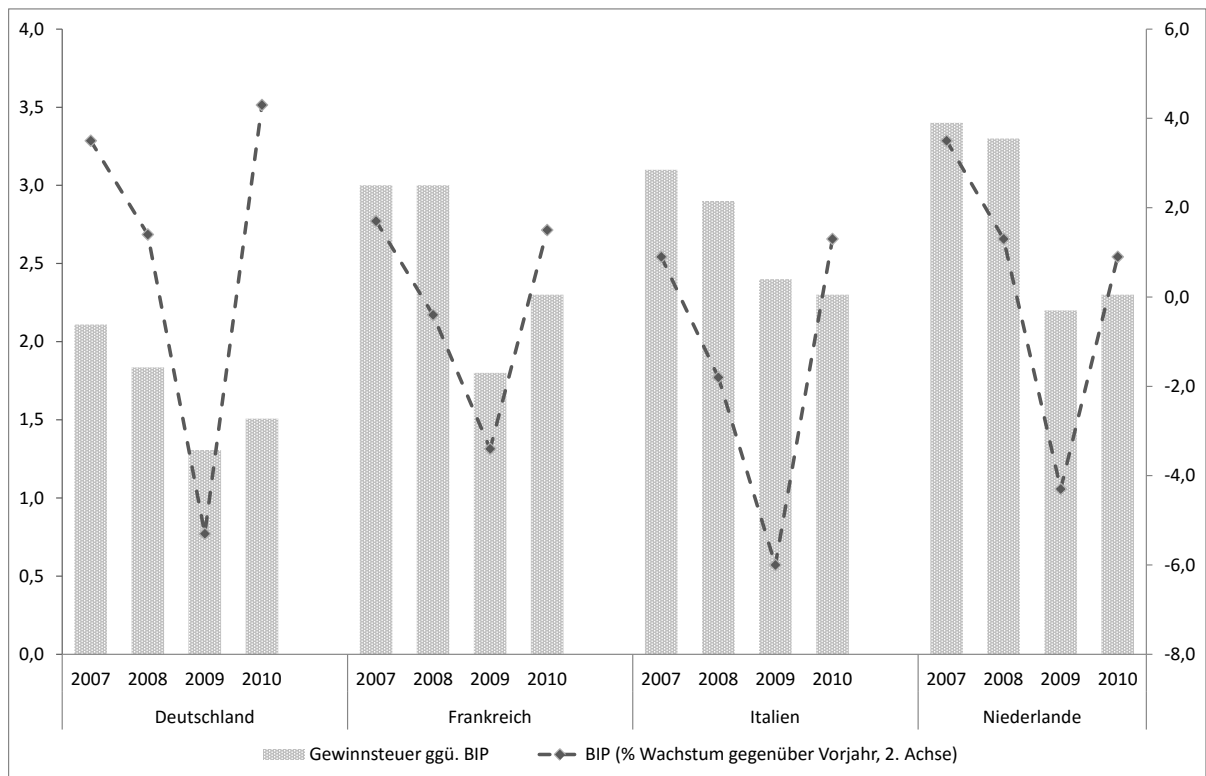
- der viel kleiner ist als ein föderales Budget, gleichzeitig aber eine spürbare Stabilisierungsrolle spielt;
- der nur eng umgrenzte Entscheidungen über die Zusammensetzung von öffentlichen Ausgaben trifft; und
- der keine oder nur minimale dauerhafte Umverteilungswirkungen zwischen Staaten hat.

EINNAHMENSEITE

Für die Stabilisierungsfunktion des Budgets ist es wichtig, dass es sich aus konjunkturabhängigen Steuern

¹³ Quelle: Internationaler Währungsfonds: Government Finance Statistics. Die Angaben für die Schweiz beziehen sich auf 2013, für die übrigen Länder auf 2014. Das sind die jeweils letzten verfügbaren Jahrgänge.

Abbildung 4
Gewinnsteueraufkommen in ausgewählten Ländern, 2007–2010



Anmerkung: Das Schaubild zeigt für Deutschland die Summe aus Körperschafts- und Gewerbesteuer und für die übrigen Länder die Eurostat-Reihe »Taxes on the income or profits of corporations«. Quelle: Bundesregierung, Destatis, Eurostat, eigene Berechnungen.

speist. Ideal ist eine Körperschafts- bzw. Gewinnsteuer, weil diese besonders sensibel auf die Konjunktur reagiert (siehe Abbildung 4), möglicherweise ergänzt durch eine Einkommens- oder Mehrwertsteuer. Zwei Durchführungswege sind denkbar: eine neue Steuer auf europäischer Ebene, die durch entsprechende Steuersenkungen auf nationaler Ebene kompensiert wird, oder die »Abzweigung« eines Prozentsatzes national erhobener Steuern. Dieser Prozentsatz müsste so festgelegt werden, dass dies in einer konjunkturell neutralen Position zur Abführung eines bestimmten Anteils des nationalen BIP (zum Beispiel zwei Prozent, siehe unten) in allen Mitgliedstaaten führt. Die Entscheidung, was genau »konjunkturell neutral« bedeutet, kann nicht völlig vermieden werden, sie fände aber nur einmal statt, und zwar im Zuge einer Ausgangsverhandlung. Außerdem ließe sie sich korrigieren, falls nach einigen Jahren ein Fehler oberhalb einer festgesetzten Größenordnung festgestellt wird.

AUSGABENSEITE

Damit es sich im existierenden politischen Rahmen umsetzen lässt, sollte das Eurozonenbudget die Allokationskompetenzen der Budgets der Mitgliedstaaten möglichst wenig einschränken. Der Vorschlag ist daher, ein Budget zu schaffen, das lediglich zwei Ausgabenkategorien umfasst:

1. Bestimmte Infrastrukturinvestitionen wie grenzüberschreitende Netze oder großvolumige Hoch- und Tiefbauprojekte. Die Europäische Investitionsbank (EIB) könnte diese Projekte – im Rahmen bestimmter Ausgabenkorridore für jedes Mitglied – auswählen und umsetzen. Dazu müsste die EIB möglicherweise föderal erweitert werden. Zwei Argumente sprechen dafür, diese Infrastrukturausgaben auf europäischer Ebene zu tätigen. Zum einen, dass sich dadurch gesamteuropäische Effizienz- und Wachstumsgewinne realisieren lassen (im Sinne einer Stärkung des Binnenmarktes), zum anderen, dass es dadurch möglich werden könnte, bei der Durchführung großer Projekte *best practices* auf institutionell schwächere Länder zu übertragen. Neue Forschungsergebnisse des IWF zeigen, dass die Auswirkungen höherer öffentlicher Investitionen auf das kurz- und mittelfristige Wachstum von der Effizienz öffentlicher Investitionen abhängt.¹⁴ In dieser Hinsicht bestehen derzeit große Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten.¹⁵

2. Eine pauschale Zuweisung an die Budgets der Mitgliedstaaten, deren Allokation anfangs vollständig unter nationaler Kontrolle bleibt (eine Verständigung auf Ausgabenbereiche wäre wünschenswert, ist für diesen Vorschlag aber nicht essenziell).¹⁶ Diese Zuweisungen könnten als Vorläufer zu einer europäischen Arbeitslosenversicherung oder zu einem anderen Beitrag zu den Sozialausgaben der Mitgliedstaaten interpretiert werden. Sie würden jedoch nicht von der Höhe der Arbeitslosigkeit oder anderen, durch wirtschafts- oder strukturpolitische Maßnahmen der Mitgliedstaaten beeinflussbaren sozialen Indikatoren abhängen (denkbar wären jedoch Änderungen der Zuweisung im Zeitverlauf in Abhängigkeit von demografischen Entwicklungen). Die Höhe der Zuweisung würde stattdessen für jeden Mitgliedstaat so kalibriert, dass die Summe aus Transfer und Investitionsbudget gleich dem konjunkturell neutralen Steuerbeitrag ist, der aus dem Mitgliedstaat dem Eurozonenbudget zufließt. Die Euro-Finanzministerin bzw. -Budgetkommissarin hätte darüber hinaus die Möglichkeit, diese Zuweisungen zu Stabilisierungszwecken nach oben oder unten zu skalieren, ohne das Verhältnis der Zuweisungen an die Mitgliedstaaten untereinander zu verändern. Die Höhe der Zuweisungen für ein bestimmtes Jahr würde den Mitgliedstaaten im dritten Quartal des Vorjahres mitgeteilt werden, so dass sie auf der Einnahmenseite des *Draft Budgetary Plan*, den die Mitgliedstaaten zum 15. Oktober jedes Jahres vorlegen, berücksichtigt werden können.

UMFANG

Das Eurozonenbudget sollte einen spürbaren makroökonomischen Effekt erzielen. Daher sollte es – ausgehend von einem ausgeglichenen Haushalt – einen fiskalischen Impuls (Veränderung des strukturellen Saldos) von mindestens 1,5 bis zwei Prozent vom BIP ausüben können, also einen entsprechenden Überschuss oder Defizit erzeugen. Sofern ein Verschuldungsspielraum existiert, kann auch mit einem kleinen Eurozonenbudget ein Defizit erzeugt werden. Ob ein Überschuss erzielt wird, hängt jedoch davon ab, in welchem Umfang sich Ausgaben kurzfristig reduzieren lassen. Gemessen am Investitionsvolumen des Bundeshaushalts (etwa ein Prozent vom deutschen BIP) erscheint es unwahrscheinlich, dass die vom Eurozonen-BIP finanzierten Investitionen 0,5 Prozent des Eurozonen-BIPs übersteigen können. Will man diese Investitionen auch in einem Boom nicht

¹⁴ Internationaler Währungsfonds (2014): Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment, World Economic Outlook, Kapitel 3, Oktober, S. 75–114; <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/pdf/c3.pdf> (aufgerufen am 20.6.2016).

¹⁵ Die IWF-Studie verwendet umfragebasierte Indikatoren des Weltwirtschaftsforums. Unter den Staaten der Eurozone erzielte im Jahre 2015 Finnland die beste Bewertung (knapp fünf auf einer Skala von eins bis sieben, die bestmögliche Bewertung), während Italien lediglich eine Bewertung von knapp zwei erzielte.

¹⁶ Dies ähnelt den von Henrik Enderlein und Jean Pisani-Ferry vorgeschlagenen »Zielzuschüssen zur Erreichung gemeinsamer Ziele« aus einem Eurozonenfonds an Mitgliedstaaten, siehe Enderlein, Henrik und Jean Pisani-Ferry (2014): Reformen, Investitionen und Wachstum: eine Agenda für Frankreich, Deutschland und Europa, ein Bericht für Sigmar Gabriel und Emmanuel Macron, November; www.bmwi.de/BMWi/Redaktion/PDF/Publikationen/empfehlung-enderlein-pisaniferry-deutsch,property=pdf,bereich=bmwi2012,sprache=de,rwb=true.pdf (aufgerufen am 20.6.2016). Im Unterschied zu Enderlein und Pisani-Ferry wären die hier vorgeschlagenen Zuweisungen jedoch nicht zweckgebunden.

zu sehr drosseln, so könnte bei einem »normalen« Einnahme- und Ausgabevolumen von zwei Prozent ein Überschuss von mindestens 1,5 Prozent erzeugt werden, indem die pauschale Zuweisung an die Mitgliedstaaten für die Dauer des Booms ausgesetzt würde.

STABILISIERUNGSWIRKUNGEN

Veränderungen in den Einnahmen bzw. Ausgaben des so definierten Budgets würden sich aus folgenden Quellen ergeben:

- Konjunkturschwankungen, die zu höheren oder niedrigeren Steuereinnahmen führen;
- Investitionsentscheidungen innerhalb vorgegebener Unter- und Obergrenzen für jedes Mitglied;
- Entscheidungen der Budgetkommissarin, die Höhe der pauschalen Zuweisungen (und möglicherweise der Investitionsausgaben) an die Mitgliedstaaten innerhalb gewisser Grenzen nach oben oder unten zu skalieren;
- sofern Zuweisungen an die Mitgliedstaaten an die demografische Entwicklung gekoppelt sind: Veränderungen der Bevölkerungszahl bzw. -struktur.

Die Stabilisierung würde somit über drei verschiedene Kanäle erfolgen:

- Kanal 1: einnahmeseitige automatische Stabilisatoren (Mitgliedstaaten in einer Rezession zahlen automatisch weniger in das Eurozonenbudget ein, Mitglieder in einem Boom automatisch mehr);
- Kanal 2: Skalierung von Zuweisungen nach oben oder unten;
- Kanal 3: Investitionsentscheidungen innerhalb vorgegebener Grenzen.

Kanal 3 wäre im Umfang relativ bescheiden, er erfordert geeignete Projekte und ist normalerweise mit mehrjährigen Verzögerungen verbunden, da von der Entscheidung bis zur Durchführung viel Zeit vergeht. Bei einer anhaltenden Stagnation könnte er jedoch eine Rolle spielen. Die Kanäle 1 und 2 wären besser geeignet, um auf Schocks zu reagieren bzw. die Konjunktur zu stabilisieren. Bei einem Eurozonenbudget von nur etwa zwei Prozent des BIP – und der Tatsache, dass dieses wahrscheinlich nur zum Teil über konjunktursensible Steuern wie eine Körperschaftssteuer finanziert werden könnte – würde sich die automatische Stabilisierungswirkung des Budgets jedoch in Grenzen halten.¹⁷ Das leistungsstärkste Instrument wäre daher Kanal 2, durch den sich die Zuweisungskomponente nach oben oder unten skalieren bzw. ganz aussetzen ließe. Die Wirkung dieser Skalierung nach unten (Kontraktion) ist durch null begrenzt; nach oben (Expansion) ist sie aber offen, sofern das Budget über einen Verschuldungsspielraum verfügt.

¹⁷ In Deutschland zum Beispiel erbringt die Körperschaftssteuer nur etwa 0,7 Prozent vom BIP.

VERSCHULDUNGSMÖGLICHKEIT UND GOVERNANCE

Die Stabilisierungsfunktion führt dazu, dass das Eurozonenbudget normalerweise nicht ausgeglichen wäre, sondern entweder einen Überschuss oder ein Defizit aufweist. Aus kumulativen Defiziten könnte eine Verschuldung der Eurozone erwachsen, deren Nachhaltigkeit vom Wachstum, von den Zinsen und von der Möglichkeit abhängt, in Zukunft Primärüberschüsse zu erwirtschaften. Der Spielraum der Stabilisierungspolitik, von Fall zu Fall zu entscheiden (diskretionärer Spielraum), muss deshalb so genutzt werden, dass die Nachhaltigkeit der Eurozonenverschuldung niemals infrage gestellt wird. Dies könnte durch einen niedrigen maximalen Schuldenstand erreicht werden, der nur in Notfällen überschritten werden darf.¹⁸ Ein demokratisch legitimiertes Aufsichtsgremium (etwa ein Ausschuss des Europäischen Parlaments) müsste feststellen, ob und wann ein solcher Notfall gegeben ist, und den von der Budgetkommissarin vorgeschlagenen Investitionshaushalt verabschieden.

EINWÄNDE UND OFFENE FRAGEN

Hält die oben skizzierte Konstruktion, was sie verspricht? Zwei mögliche Einwände fallen hier besonders ins Gewicht:

1. Würde ein kontraktionärer bzw. expansiver Impuls des Eurozonenbudgets durch das Verhalten nationaler Budgets konterkariert? In Falle eines kontraktionären Impulses (Zuweisung wird ausgesetzt) ist dies denkbar, sofern die Mitgliedstaaten den Spielraum haben, ihre Verschuldung entsprechend zu erhöhen. Sofern jedoch Fiskalregeln existieren, die diesen Spielraum teilweise einschränken, und/oder sofern ein Unterschied darin besteht, ob eine fiskalische Expansion durch eigene Verschuldung oder einen Transfer finanziert wird, ist nicht anzunehmen, dass die Reaktion nationaler Haushalte den fiskalischen Impuls völlig neutralisiert. Ähnlich verhält es sich im Falle eines expansiven Impulses. Ein konservativer Finanzminister, der keinen makroökonomischen Grund sieht, die Fiskalpolitik zu lockern, könnte sich weigern, die Zuweisung aus Brüssel auszugeben und sie stattdessen in den Schuldenabbau stecken. Sofern die Haushaltspolitik nicht ausschließlich auf die Stabilisierung der heimischen Konjunktur ausgerichtet ist, sondern sich an der Vermeidung

¹⁸ Bei einem maximalen Primärüberschuss (das heißt ohne Zinszahlungen) von 1,5 Prozent und sehr konservativen Annahmen über den Realzins (maximal vier Prozent) und das langfristige reale Wachstum (mindestens ein Prozent) ergibt sich eine maximale nachhaltige Verschuldung (der Wert, bei dem die Schuldenquote gerade noch stabil gehalten werden kann) von 50 Prozent vom BIP. Bei dieser Quote wäre jedoch keine zusätzliche Verschuldung mehr möglich. Um Stabilisierungsspielräume zu erhalten, sollte deshalb ein sehr viel niedrigerer maximaler Schuldenstand angestrebt werden. Bei einem Realzins von drei Prozent und einem Wachstum von einem Prozent würde die Stabilisierung eines Schuldenstands von 15 Prozent einen Primärüberschuss von lediglich 0,3 Prozent vom BIP erfordern. Damit bliebe mehr als genug »Pulver«, um im Notfall einen expansiven Impuls zu erzeugen.

oder Begrenzung von Netto-Neuverschuldung orientiert (wie dies in Deutschland in den letzten Jahren der Fall war), erscheint eine Neutralisierung des fiskalischen Impulses jedoch unwahrscheinlich. Die Bereitschaft, Ausgaben zu erhöhen, hängt zum Teil von der Finanzierungsquelle ab. Eine Aufforderung, 15 Milliarden Euro zusätzlich auszugeben, wird viel eher befolgt werden, wenn sie mit einem Scheck über 15 Milliarden Euro unterlegt ist, als wenn sie durch zusätzliche nationale Verschuldung finanziert werden muss.¹⁹

2. Wäre das vorgeschlagene Budget tatsächlich in seinen erwarteten Verteilungswirkungen neutral? Die Regeln des Eurozonenbudgets würden der Budgetkommissarin keinen Handlungsspielraum (Diskretion) geben, höhere länderspezifische Zuweisungen zu beschließen: Sie könnte lediglich über die Höhe der Zuweisung an die Eurozone *insgesamt* entscheiden, die dann nach einem festen Schlüssel verteilt wird. Verteilungswirkungen könnten dennoch aus zwei Quellen entstehen: dem Investitionsbudget und der Tatsache, dass manche Länder schneller wachsen als andere und dadurch höhere Einnahmen in das Eurozonenbudget einzahlen. Ersteres ist unproblematisch, da dieses Budget klein ist, die Diskretion auch hier beschränkt wäre (durch länderspezifische Ausgabenkorridore) und es einer demokratischen Kontrolle unterliegen würde. Letzteres würde nur dann zu permanenten Transfers führen, wenn bestimmte Länder auf Dauer schneller bzw. langsamer wachsen (konjunkturbedingte höhere Einnahmen ermöglichen eine automatische Stabilisierung und gleichen sich über die Zeit aus). Dieser Effekt ist einfach zu neutralisieren: Zum Beispiel könnte bei der Kalibrierung des Zuweisungsschlüssels das – von der Europäischen Kommission oder vom IWF – prognostizierte Potenzialwachstum berücksichtigt werden; alle fünf Jahre könnte eine neue Kalibrierung stattfinden, in die die Unterschiede zwischen dem erwarteten und dem realisierten Wachstum der letzten Periode einbezogen würden.

Eine weitere wichtige Frage betrifft mögliche unbeabsichtigte Konsequenzen, insbesondere Fehlanreize für die nationale Ebene. Zwei Probleme sind denkbar:

1. »Free Riding« von nationalen Haushalten gegenüber dem Eurozonenhaushalt, indem die Ausgabenverantwortung für bestimmte Investitionen auf das Niveau der Eurozone »geschoben« wird;
2. ein Mangel an Ausgabendisziplin in der Hoffnung, das Eurozonenbudget würde zur Hilfe kommen, wenn etwas schiefgeht.

¹⁹ Der Umgang des deutschen Finanzministers mit unerwartet hohen Einnahmen in den Jahren 2014 und 2015 verdeutlicht diesen Punkt: Trotz Rekordbeschäftigung und einer starken Konjunktur flossen diese zusätzlichen Gelder überwiegend in höhere Ausgaben (für Kommunen, öffentliche Investitionen und Ende 2015 in eine Reserve für Flüchtlinge) statt in den Schuldenabbau. Die zusätzlichen Investitionen und Kommunal Ausgaben wären nicht zustande gekommen, wenn sie auf Kosten höherer Verschuldung gegangen wären.

Das erste Problem lässt sich dadurch lösen, dass klar zwischen Ausgabenkategorien in Eurozonen- und nationaler Verantwortung unterschieden wird. Dies sollte möglich sein: Innerhalb einzelner Staaten lässt sich die Ausgabenverantwortung verschiedener staatlicher Ebenen ja auch klar abgrenzen. Dem zweiten Problem lässt sich dadurch begegnen, dass ein klares *bail-out*-Verbot besteht, das vertraglich abgesichert ist und sich speziell an das neue Budget richtet, effektive Fiskalregeln auf nationaler Ebene eingeführt werden sowie ein Mechanismus, der sicherstellt, dass Schuldenkrisen nicht zu Lasten der europäischen Steuerzahler gehen. Die letzten beiden Themen werden im folgenden Abschnitt ausgeführt.

KOMPLEMENTÄRE REFORMBAUSTEINE

Das Eurozonenbudget soll in erster Linie die Eurozone insgesamt stabilisieren sowie die Effizienz von Infrastrukturinvestitionen verbessern. Zur Stabilisierung asymmetrischer Schocks ist das Eurozonenbudget dagegen – im Vergleich zu einer europäischen Arbeitslosenversicherung oder dem Mechanismus von Enderlein²⁰ – nicht so gut geeignet. Sie beschränkt sich im Wesentlichen auf einseitige, automatische Stabilisatoren, deren Wirkung angesichts des begrenzten Umfangs konjunkturabhängiger Steuern bescheiden ausfallen könnte. Ein weiteres Problem sind mögliche Fehlanreize durch die Existenz eines zentralen Budgets, das Mitgliedstaaten vor den Konsequenzen schlechter Fiskalpolitik auf Mitgliedesebene schützt.

Um diese Probleme zu lösen, muss die Errichtung eines Eurozonenbudgets von komplementären Reformschritten begleitet werden.

EIN ORDNUNGSRAHMEN FÜR DIE RESTRUKTURIERUNG EXZESSIVER STAATSSCHULDEN

Die europäischen Fiskalregeln waren darauf ausgerichtet, es nie zu einer exzessiven Staatsverschuldung kommen zu lassen. Dies ist misslungen: So reichten bei Griechenland selbst extreme Konsolidierungsanstrengungen und billige Kredite der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität nicht aus, um die Solvenz der öffentlichen Hand wiederherzustellen. Im Frühjahr 2012 kam es zu einer Ad-hoc-Restrukturierung der griechischen Staatsanleihen, bei der die (überwiegend privaten) Gläubiger etwa zwei Drittel des Barwertes ihrer Forderungen verloren. Selbst dieser massive Schuldenschnitt reichte jedoch nicht aus, auch weil er zu spät kam.²¹ Eine erneute Restrukturierung der griechischen Staatsschulden erscheint daher heute unvermeidlich, diesmal jedoch auf Kosten der öffentlichen Gläubiger.²²

²⁰ Siehe Enderlein, Henrik/Guttenberg, Lucas et al. (2013): a. a. O.

²¹ Zettelmeyer, Jeromin/Trebesch, Christoph et al. (2013): The Greek Debt Restructuring: An Autopsy, in: *Economic Policy*, Juli, S. 513–563; <http://economicpolicy.oxfordjournals.org/content/economicpolicy/28/75/513.full.pdf> (aufgerufen am 20.6.2016).

²² Eurogruppe (2016): Eurogroup statement on Greece, Press release, 25.5.2016; www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/05/24-eurogroup-statement-greece/ (aufgerufen am 20.6.2016).

Um zu vermeiden, dass zukünftige Schuldenkrisen wieder entweder auf dem Rücken der Bürger des betroffenen Mitgliedstaats oder – nach letztlich fruchtlosen Konsolidierungsanstrengungen – auf dem Rücken der Steuerzahler im Euroraum ausgetragen werden, benötigt die Eurozone ein Verfahren zur geordneten Restrukturierung von exzessiven Staatsschulden. Ein solches Verfahren hätte zur Vermeidung und Lösung der Eurokrise beitragen können. Als komplementäre Reform zum Eurozonenbudget ist sie überdies unverzichtbar. Erfahrungen aus fiskalischen Föderationen zeigen, dass die Existenz eines zentralen Budgets die fiskalische Disziplin der untergeordneten fiskalischen Ebenen untergraben kann.²³ Um dies zu verhindern, ist ein glaubwürdiges *bail-out*-Verbot notwendig. Einem *bail-out*-Verbot fehlt es aber an Glaubwürdigkeit, solange es in der Eurozone kein klares Verfahren gibt, durch das die Überschuldung eines Staats auf Kosten privater Gläubiger abgebaut werden kann. Die Möglichkeit der geordneten Restrukturierung von Staatsschulden schafft ein Ventil, um mit extremen länderspezifischen Schocks fertig zu werden, ohne das Eurozonenbudget beanspruchen zu müssen.

Zur Frage, wie ein europäischer Ordnungsrahmen zur Restrukturierung von exzessiven Staatsschulden genau aussehen könnte, existiert inzwischen eine umfangreiche Literatur.²⁴ Die Vorschläge umfassen typischerweise zwei Komponenten:

- einen Rechtsrahmen, der eine zwischen den Gläubigern und dem Mitgliedstaat ausgehandelte Restrukturierung legitimiert (etwa durch Zustimmung von zwei Dritteln der Gläubiger und/oder des ESM) und gegen rechtliche Anfechtung durch nicht teilnehmende Gläubiger (»Geierfonds«) schützt. Dies könnte zum Beispiel durch eine Änderung des ESM-Vertrags erreicht werden.
- ein Kriterium, das neue ESM-Kredite oder andere fiskalische Hilfen an sehr hoch verschuldete Mitgliedstaaten innerhalb der Eurozone ausschließt, wenn nicht zumindest die Amortisierungsfristen existierender Staatsanleihen verlängert werden. Falls das neue ESM-Programm nicht ausreicht, um die Solvenz des Mitgliedstaats wiederherzustellen, würde dadurch die Option einer weitergehenden Restrukturierung der Staatsverschuldung zu Lasten privater Gläubiger erhalten bleiben.

Die Einführung eines solchen Ordnungsrahmens wäre mit Komplikationen und Risiken verbunden:

- Auch der beste Ordnungsrahmen dieser Art ist nicht glaubwürdig, solange ein hoher Anteil der Anleihen eines

- Staats von den eigenen Banken gehalten wird. Dies erfordert regulatorische Änderungen, die zu einem Abbau dieser Bestände führen und dafür sorgen, dass bestimmte Großkreditgrenzen nicht überstiegen werden.
- Die unvermeidliche – und bis zu einem gewissen Grade auch beabsichtigte – Folge eines Schuldenrestrukturierungsregimes ist, dass Staaten mit sehr hoher Verschuldung höhere Zinsen zahlen müssten und den Marktzugang früher verlieren würden, als dies heute der Fall ist. Gerade dieser Mechanismus ist es, der – ausgehend von einer moderaten Verschuldung – die Überschuldung verhindern soll. Wird der Ordnungsrahmen jedoch zu einer Zeit eingeführt, in der mehrere Staaten auf sehr hohen Altschuldenbeständen sitzen, so könnte dies eine neue Schuldenkrise auslösen.

Es ist daher entscheidend, bei der Einführung eines solchen Rahmens zum einen angemessene Übergangsfristen zu setzen und sie zum anderen mit Reformen zu verbinden (wie die Einführung eines Eurozonenbudgets und die nachstehend skizzierte Reform des SWP), die hochverschuldeten Staaten bessere Chancen geben, aus der Stagnation herauszukommen und ihre Schuldenberge durch eine Kombination aus Wachstum und Konsolidierung abzubauen.

REFORM DES STABILITÄTS- UND WACHSTUMSPAKTES

Die derzeitigen Fiskalregeln für die Eurozone sind komplex, fehleranfällig und prozyklisch. Sie müssen durch eine Governance-Struktur ersetzt werden, die einerseits Überschuldung verhindert und andererseits ausreichende Freiräume für eine länderspezifische Stabilisierungspolitik erhält. Dafür gibt es eine Reihe von Vorschlägen.²⁵ Diesen Vorschlägen ist gemein, dass sie, um Prozyklizität zu vermeiden, nicht auf mechanistische und möglicherweise fehleranfällige Konjunkturbereinigungsverfahren setzen, sondern stattdessen auf die Identifikation von Abschwung- bzw. Krisenphasen durch externe, unabhängige Expertengremien. In diesen Phasen würde dem Mitgliedstaat eine höhere Flexibilität eingeräumt bzw. gelten modifizierte Regeln, die höhere Ausgaben für Arbeitslose, höhere Investitionen oder beides zulassen. Andrle/Bluedorn et al. (2015) und Claey/Darvas et al. (2016) setzen sich außerdem für Fiskalregeln ein, die in normalen Zeiten das Ausgabenwachstum statt das möglicherweise fehlerhaft gemessene strukturelle Defizit deckeln.

Eine noch weit reichendere Lösung könnte es sein, bei einer Überschreitung bestimmter Schuldenstände oder Defizite gänzlich auf regelabhängige Konsolidierungsvorgaben zu verzichten und stattdessen mit den betroffenen Staaten länderspezifische, die heimische Konjunktur berücksichtigende Konsolidierungs- und Reformprogramme zu verhandeln. Diese Programme würden nicht nur individuell passende

²³ Rodden, Jonathan (2002): The Dilemma of Fiscal Federalism: Grants and Fiscal Performance around the World, in: *American Journal of Political Science* 3, S. 670–687.

²⁴ Siehe Übersicht: Zettelmeyer, Jeromin (2016): A Sovereign Debt Restructuring Mechanism for the Euro Area?, in: Olli Rehn/Jeromin Zettelmeyer (Hg.): *Global Fiscal Systems: From Crisis to Sustainability*, World Economic Forum, Mai, S. 24–29; http://www3.weforum.org/docs/WEF_GAC16_Global_Fiscal_Systems_From_Crisis_to_Sustainability_report.pdf (aufgerufen am 7.7.2016).

²⁵ Andrle, Michal/Bluedorn, John et al. (2015): a. a. O.; Bénassy-Quéré, Agnès/Ragot, Xavier et al. (2016): a. a. O.; Claey, Grégory/Darvas, Zsolt et al. (2016): a. a. O.

Konsolidierungsziele und -mittel festlegen, sondern auch wachstumsfördernde Strukturreformen und Investitionen. Je glaubhafter und besser strukturiert das Reformpaket ist, desto geringer ist der kurzfristige Konsolidierungsbedarf. Dieser Ansatz erfordert jedoch eine fachlich sehr starke und politisch unabhängige Überwachung durch eine Institution, die die Umsetzung der Reformen regelmäßig prüft, eine Gleichbehandlung der Mitgliedstaaten gewährleistet und im Falle mangelnder Fortschritte zu einem reinen Konsolidierungsansatz zurückkehrt.

EMISSION WACHSTUMSABHÄNGIGER STAATSANLEIHEN

Es existiert noch ein weiterer, einfach realisierbarer Stabilisierungsmechanismus: »wachstumsabhängige Staatsanleihen« (GDP-Indexed Bonds), bei denen der Zins vom Wachstum abhängt.²⁶ Es gibt historische Beispiele für solche Anleihen, bisher wurden sie jedoch nur im Nachgang zu Schuldenrestrukturierungen emittiert und in entwickelten Volkswirtschaften kaum eingesetzt. Wie Blanchard/Mauro et al. (2016) zeigen, könnten sie jedoch für Mitglieder der Eurozone besonders hilfreich sein, da deren Stabilisierungsoptionen mangels länderspezifischer Geld- und Währungspolitik eingeschränkter sind als in anderen entwickelten Staaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

Wachstumsabhängige Staatsanleihen wirken sich auf die öffentlichen Finanzen des Emittenten über zwei Kanäle aus. Da ein Teil des Wachstumsrisikos eines Staats an den Gläubiger abgegeben wird, sind sie aus der Perspektive des Emittenten typischerweise teurer (höhere erwartete Rendite) als normale Staatsanleihen. Gleichzeitig führen sie jedoch in Rezessionen zu deutlich niedrigeren Zinsausgaben, als dies sonst der Fall wäre. Wachstumsabhängige Staatsanleihen tragen so einerseits zur konjunkturellen Stabilisierung bei (sie erlauben in einem Abschwung eine expansivere Fiskalpolitik) und können andererseits den sprunghaften Anstieg der Staatsverschuldung im Falle einer anhaltenden oder sehr tiefen Rezession bremsen. Sie unterstützen dadurch die Nachhaltigkeit der Staatsverschuldung und machen es weniger wahrscheinlich, dass ein Schuldenproblem auf dem Wege eines ESM-Programms – oder im Extremfall, durch eine Restrukturierung der Staatsverschuldung – gelöst werden muss. Blanchard/Mauro et al. (2016) zeigen, dass wachstumsabhängige Staatsanleihen angesichts der Schocks, die ein Staat wie Spanien zwischen 1999 und 2014 einstecken musste, wesentlich zur Stabilisierung der spanischen Staatsverschuldung beigetragen hätten.

Regierungen stehen der Emission von wachstumsabhängigen Staatsanleihen oft kritisch gegenüber, weil

sie etwas teurer wären als normale Anleihen und weil die emittierende Regierung implizit zugibt, dass das zukünftige Wachstum mit einem gewissen Risiko behaftet ist. Aber dies ist kurzfristig gedacht und lässt die Ansteckungsrisiken einer ausufernden Schuldenkrise für andere Mitglieder der Eurozone außer Acht. Eine Vereinbarung, bei der sich alle Mitglieder der Eurozone verpflichten, einen Mindestanteil ihrer zukünftigen Staatsanleihen (zum Beispiel ein Drittel) als wachstumsabhängige Anleihen zu emittieren, wäre sowohl im kollektiven Interesse der Eurozone wie im langfristigen Interesse der einzelnen Mitglieder.

FAZIT

Die vorgeschlagene Reform des fiskalischen Ordnungsrahmens für die Eurozone besteht aus vier Elementen:

1. ein Eurozonenbudget im Umfang von etwa zwei Prozent vom BIP, das kritische Infrastrukturinvestitionen finanziert und die EZB bei der Dämpfung von Booms und der Überwindung anhaltender Niedrigzinsphasen unterstützt;
2. ein Mechanismus zur Restrukturierung von Staatsschulden, um das *bail-out*-Verbot glaubwürdig zu machen und die Lasten von Schuldenkrisen gerechter zu verteilen;
3. eine Reform des SWP, um eine prozyklische Fiskalpolitik zu vermeiden und Investitionen und Strukturreformen eine größere Chance zu geben;
4. die Emission wachstumsabhängiger Staatsanleihen, um einen zusätzlichen Kanal für eine automatische Stabilisierung zu schaffen und die Nachhaltigkeit der Staatsverschuldung in Stagnationsphasen zu verbessern.

Kaum eine dieser Reformen ist politisch einfach. Dies liegt zum Teil daran, dass ihre Chancen und Risiken in jedem Mitgliedstaat des Euro unterschiedlich ausfallen. So sind die Risiken, dass ein dilettantisch eingeführter Mechanismus zur Restrukturierung von Staatsschulden die Staatsverschuldung drastisch verteuert und womöglich eine neue Krise auslöst, in Italien viel höher als in Deutschland. Diese Risiken müssten durch einen großzügig bemessenen Übergangsmechanismus minimiert werden.

Etwas anders verhält es sich mit der Errichtung eines Eurozonenbudgets mit einer eigenen Verschuldungskapazität. Dieses Element des Reformpakets wird in Deutschland am kontroversesten diskutiert. In der hier vorgeschlagenen Form wäre die Funktion des Budgets aber derart begrenzt, dass es kaum zu einem Instrument der Umverteilung in Europa werden könnte. Der einzige Grund, den Vorschlag dennoch als eine Art Einfallstor für zusätzliche Umverteilung in Europa abzulehnen, ist die Befürchtung, dass er missbraucht werden könnte: Ginge etwas schief – und bliebe ein europäischer Schuldenberg übrig –, so sähe sich Deutschland als fiskalisch leistungsfähigster Mitgliedstaat mit in der Haftung.

²⁶ Zum Beispiel Zins gleich Wachstumsrate des BIP plus eines festen Aufschlags, siehe Borensztein, Eduardo/Mauro, Paolo (2004): The Case for GDP-indexed Bonds, in: *Economic Policy* 38, April, S. 165–216; Barr, David/Bush, Oliver et al. (2014): GDP-linked bonds and sovereign default, Bank of England, Working Paper 484, Januar; www.bankofengland.co.uk/research/Documents/workingpapers/2014/wp484.pdf (aufgerufen am 20.6.2016); Blanchard, Olivier/Mauro, Paolo et al. (2016): The Case for Growth-Indexed Bonds in *Advanced Economies Today*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 16-2, Februar.

Mit diesem Argument »Geht etwas schief, so sind wir in der Haftung« lässt sich jedoch nahezu jede WWU-Reformidee zerschlagen. Diese für deutsche und andere »nordische« Konservative typische Ablehnungshaltung und die Tendenz des »Südens«, jede Reform abzulehnen, die – selbst in ferner Zukunft – auf eine Erhöhung von Marktdisziplin hinausläuft, verdammt die WWU jedoch zum Stillstand. Stillstand aber bedeutet weitere Stagnation, geht wieder zu Lasten der Bevölkerung und zu Gunsten von Parteien, die sich mit trügerischen Lösungen gegen das europäische Integrationsprojekt wenden.

Es gibt einen anderen Weg: einen Reformpfad, bei dem die Risiken einerseits minimiert und andererseits symmetrisch zwischen »Norden« und »Süden« verteilt werden. Dies wird dadurch erreicht, dass die institutionellen Reformen auf dem Bestehenden aufbauend und experimentell stattfinden (ein Eurozonenbudget könnte viel bescheidener anfangen als die oben vorgeschlagenen zwei Prozent des BIP), einer starken und transparenten Governance unterliegen und in einer Weise gebündelt werden, die Chancen und Risiken gerecht verteilt. Die skizzierten Reformelemente sind in diesem Sinne gemeint. Die Alternative wäre Stillstand – und ein fortgesetzter Stillstand ist das größte aller Risiken.

Diese Publikation ist ein Auszug aus dem Buch:

Schellinger, Alexander und Steinberg, Philipp (2016): *Die Zukunft der Eurozone: Wie wir den Euro retten und Europa zusammenhalten*. Bielefeld: Transcript Verlag.

Ein Studienprojekt des Referats Internationale Politikanalyse der Friedrich-Ebert-Stiftung.



Impressum

© 2016

Friedrich-Ebert-Stiftung

Herausgeber: Abteilung Internationaler Dialog
Hiroshimastraße 28, D-10785 Berlin, Deutschland
www.fes.de/ipa
Bestellungen/Kontakt: info.ipa@fes.de

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.

Eine gewerbliche Nutzung der von der FES herausgegebenen Medien ist ohne schriftliche Zustimmung durch die FES nicht gestattet.

ISBN: 978-3-95861-570-0

Titelmotiv: Basierend auf »Euro« by Images Money (flickr.com, CC BY-SA 2.0);

Änderungen: neue Tafel und Schrift, Textlayer

Gestaltung: www.stetzer.net

Umsetzung/Satz: pertext, Berlin

Druck: www.druckerei-brandt.de

September 2016

