



Alle Wege führen in die Fiskalunion?

Optionen für mehr fiskalische Integration in der Eurozone

5. März 2013

Autor

Stefan Vetter
+49 69 910-21261
stefan.vetter@db.com

Editor

Barbara Böttcher

Deutsche Bank AG
DB Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management

Ralf Hoffmann | Bernhard Speyer

Die Finanz- und Staatschuldenkrise in der Eurozone hat nicht nur den Blick auf die Reformnotwendigkeiten in den Mitgliedsländern gelenkt, sondern auch die Frage nach den institutionellen Defiziten und einer stärkeren fiskalpolitischen Rolle der E(W)U-Ebene aufgeworfen.

Die Eurozone betreibt als Währungsunion eine gemeinsame Geldpolitik, hat aber nur wenige fiskalpolitische Handlungsinstrumente. Dies wird dann zu einem Problem, wenn ein Land von einem asymmetrischen Schock getroffen wird. In einer heterogenen Währungsunion kann die Zentralbank nicht auf rein länderspezifische Schocks reagieren. Da im Gegensatz zu den USA die Schockabsorption über Marktmechanismen in der Eurozone nicht besonders gut funktioniert, könnte eine effektive Stabilisierung nur über fiskalpolitische Instrumente erfolgen.

Die meisten föderal organisierten Staaten verfügen über Ausgleichs- und Transfersysteme zwischen den Regionen sowie über ein substanzielles Budget mit Spielräumen für Stabilisierungspolitik bei regionalen Schocks. Existierende fiskalpolitische Elemente in der Eurozone, wie Budget- und Verschuldungsregeln und der Kompromiss zur Bankenunion, sind eher auf langfristige Stabilität ausgerichtet. Dabei ist eine wirksame Stabilisierung von regionalen Schocks prinzipiell im Interesse aller Mitglieder. Eine höhere Krisenresistenz einzelner Staaten stärkt die Stabilität der Eurozone als Ganzes und durch eine Angleichung der Konjunkturzyklen wird es für die Zentralbank einfacher, eine für alle geeignete Geldpolitik zu betreiben.

Dieser Artikel beleuchtet einige der aktuell meistdiskutierten Optionen für eine tiefere fiskalische Integration der Eurozone: 1. ein gemeinsames Budget, 2. ein Versicherungsmechanismus gegen starke Konjunkturschwankungen, 3. eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung und 4. ein Ausgleich für Zinslasten.

Alle diese Mechanismen sind ökonomisch fundiert, aber eröffnen zugleich potenzielle Moral Hazard Anreize für die Regierungen der Mitgliedstaaten. Wie der Stabilitäts- und Wachstumspakt gezeigt hat, sind deshalb Instrumente zur Disziplinierung der Regierungen und zur Reaktion auf Fehlentwicklungen nötig. Diese Erkenntnis sollte auch bei einer Reform der fiskalischen Architektur der Eurozone berücksichtigt werden.



Ausgangslage

Wie die gegenwärtige Wirtschafts- und Finanzkrise gezeigt hat, ist die Europäische Währungsunion (EWU) auch mehr als zehn Jahre nach Einführung des Euro noch immer ein sehr heterogener Wirtschaftsraum. Schon zum damaligen Zeitpunkt war es ökonomischer Konsens, dass die EWU keine „optimum currency area“ darstellt. Die Hoffnung war aber, dass sich die Eurozone im Laufe der Zeit in diese Richtung entwickeln würde. Gemäß der Logik des einflussreichen Artikels von Frankel und Rose (1998) würde die Schaffung einer Währungsunion den intra-EU Handel stark erhöhen und eine stärkere Angleichung der Konjunkturzyklen bewirken. Der EMU@10-Report der Europäischen Kommission konstatierte, die Eurozone habe 10 Jahre nach ihrer Etablierung große Fortschritte bei der realwirtschaftlichen und finanziellen Integration gemacht und sei ein Garant für makroökonomische Stabilität.

Diese positive Bewertung war verfrüht. Die Mitgliedstaaten haben über Jahre hinweg Ungleichgewichte aufgebaut und sind strukturell so verschieden, dass die Eurozone noch immer weit von einer „optimum currency area“ entfernt ist. Der Dispersions-Index der Europäischen Zentralbank (EZB) zeigt, dass die Euroeinführung in den 12 Gründungsmitgliedern zunächst mit einer zunehmenden Synchronisierung des BIP-Wachstums einherging, die sich ab 2008 wieder umkehrte.¹ Seither entwickeln sich die Wachstumsraten wieder deutlich asynchroner.

In diesem Umfeld steht die EZB vor der Herausforderung, eine gemeinsame Geldpolitik im Interesse aller Mitgliedstaaten zu betreiben. Doch eine Orientierung an der durchschnittlichen Lage in der Eurozone führt bei stark divergierenden Konjunkturzyklen dazu, dass die Zinspolitik der EZB für manche Länder zu restriktiv und zugleich für manche zu expansiv ist, aber für niemanden optimal. Anders ausgedrückt: „one size fits none.“

Die Mitglieder einer Währungsunion verzichten darauf, eine eigene Geld- und Währungspolitik zu verfolgen. Einem einzelnen Staat bleibt als direktes Handlungsinstrument somit nur noch die Fiskalpolitik, um auf idiosynkratische Schocks zu reagieren. Im Gegensatz zur Geldpolitik ist die Verantwortung für die Fiskalpolitik in der Eurozone weiterhin bei den nationalen Regierungen verankert. Es gibt kein supranationales fiskalpolitisches Pendant zur EZB. Allerdings zeigt gerade die aktuelle Finanzkrise, dass einzelne Länder sehr schnell an die Grenzen ihrer fiskalischen Handlungsfähigkeit stoßen, wenn sie allein auf sich gestellt sind.

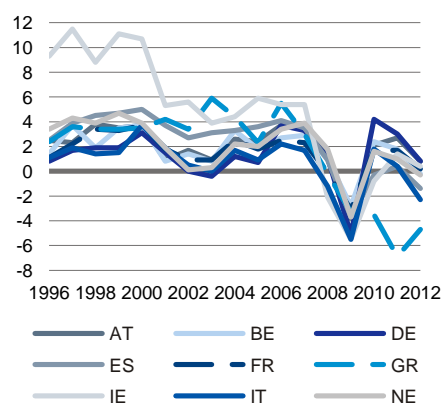
Interessant ist in diesem Zusammenhang der Vergleich mit den USA, einer ebenfalls föderal organisierten und heterogenen Währungsunion, die allerdings einen deutlich höheren Grad an fiskalischer Integration aufweist. Dabei fällt auf, dass die Eurozone bezüglich der Solidität der Staatsfinanzen in mancher Hinsicht besser dasteht. Die Staatsverschuldung der USA liegt bei 105% des BIP (verglichen mit etwa 90% in der Eurozone) und zwischen 2009 und 2012 lag das Defizit mit etwa 10% ungefähr doppelt so hoch wie im Durchschnitt der Eurozone. Auch in den USA gibt es Staaten mit hoher Verschuldung, allen voran Kalifornien. Und trotzdem ist es die Eurozone, die mit einer Staatsschuldenkrise von existenzbedrohendem Ausmaß für die gemeinsame Währung zu kämpfen hat.

Die aktuellen Probleme in der Eurozone haben die Debatte neu entfacht, welchen grundsätzlichen Konstruktionsfehlern die Architektur der EWU unterliegt und ob Reformen in Richtung einer Fiskalunion nötig sind. Dabei sind zwei kon-

Reales BIP-Wachstum 1996-2012

1

% gg. Vj.



Quelle: Eurostat

¹ <http://www.ecb.int/mopo/eaec/diversity/html/index.en.html>



Alle Wege führen in die Fiskalunion?

zeptionell verschiedene Lösungsansätze denkbar, die unterschiedliche Ziele verfolgen:

- Ein **präventiver** Mechanismus: Angleichung der Konjunkturzyklen in den Euro-Ländern (Reduzierung der Asymmetrie von Schocks zur Steigerung der Wirksamkeit der Geldpolitik)
- Ein **reaktiver** Mechanismus: fiskalische Stabilisierung für Länder in der Rezessionen (Reaktion auf einen bereits erfolgten negativen Schock in einem Land)

Eine Fiskalunion ermöglicht es einem föderalen Staat bzw. einem Zusammenschluss mehrerer Länder, eine koordinierte Fiskalpolitik zu betreiben und weist typischer Weise einige (aber nicht zwangsläufig alle) der folgenden Elemente auf:

1. ein gemeinsames fiskalisches Regelwerk
2. Mechanismen zur Krisenintervention
3. fiskalische Ausgleichs- und Transfermechanismen zwischen Ländern
4. ein gemeinsames Budget

Während die meisten dieser Elemente je nach konkreter Ausgestaltung sowohl einen präventiven als auch einen reaktiven Charakter aufweisen können, ist 1. eindeutig präventiver und 2. eindeutig reaktiver Natur.

Die Elemente 1 und 2 sind in der Eurozone bereits relativ weitgehend umgesetzt worden. Es existiert ein gemeinsames fiskalisches Regelwerk, bestehend aus dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) und den Ergänzungen im Rahmen des „six-pack“ der EU. Die Bankenunion soll die Staaten gegen Risiken der Finanzinstitute absichern und mit dem ESFS/ESM wurden Kriseninterventionsmechanismen geschaffen. Gemeinsam verfolgen diese Elemente das Ziel, die Eurozone weniger anfällig für Finanz- und Liquiditätskrisen zu machen.

Im Gegensatz dazu verfügt die EWU bisher weder über gemeinschaftlich garantierte Schulden, noch über fiskalische Ausgleichs- und Transfermechanismen oder ein gemeinsames Budget. Die Punkte 3) und 4) sind allein auf nationaler Ebene angesiedelt. In welchem Ausmaß diese Elemente in die Architektur der Eurozone integriert werden sollen, ist allerdings umstritten. Der sogenannte van Rompuy Report² befürwortet die Schaffung einer *fiscal capacity* für die EWU, um länderspezifische Schocks besser ausgleichen zu können. Ebenfalls in der Diskussion ist die Schaffung einer europaweiten Arbeitslosenversicherung. Am oberen Ende des Spektrums findet sich die Forderung Kenneth Rogoffs, 30% der nationalen Steuereinnahmen an eine europäische Zentralregierung zu transferieren, was einem Budget von etwa einer Billion Euro entspräche.

Dagegen steht die Meinung, dass eine lückenlose Umsetzung der Punkte 1 und 2 ausreicht, um die Eurozone langfristig stabiler zu machen. Wenn es scharf überwachte Regeln gibt, die das Anhäufen exzessiver Schulden verbieten, werden Staaten weniger verwundbar. Ein Land mit geringer Verschuldung ist selbst in der Lage, einer Rezession durch antizyklische Fiskalpolitik zu überwinden. Die Ansteckungsgefahr von kriselnden Banken auf die Staaten wird durch die Bankenunion deutlich reduziert und im Notfall steht der ESM bereit. Eine tiefergehende fiskalische Integration wäre demnach entbehrlich.

Auch wenn das Hauptaugenmerk der aktuellen Diskussion auf der Stützung in Rezessionsphasen liegt, sollte eine effektive Stabilisierungspolitik symmetrisch angelegt sein. Sie sollte also auch in der Lage sein, überhitzende Volkswirtschaften zu bremsen, da sich gerade während exzessiver Booms Inflations-

² Towards a Genuine Economic and Monetary Union, Interim Report.
http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/132809.pdf



Alle Wege führen in die Fiskalunion?

druck aufbaut, der zur Bildung von Preisblasen führen und nachfolgende Rezessionen noch verstärken kann.

Die meisten fiskalischen Elemente auf Euro-Ebene bringen unweigerlich einen gewissen Grad an Umverteilung mit sich. Diese politische Komponente wird letztendlich eine mindestens ebenso große Rolle spielen wie die rein ökonomisch motivierten Fragen zur Sinnhaftigkeit einer stärkeren Fiskalkomponente in der EWU.

Dieser Beitrag beleuchtet mögliche Optionen einer fiscal capacity für die Eurozone und versteht sich als ein Leitfaden zur aktuellen Diskussion, die uns sicher noch eine Weile begleiten wird.

Der fiskalpolitische Rahmen der Eurozone

Die fiskalpolitische Koordinierung innerhalb der Eurozone beschränkt sich im Wesentlichen auf einen Komplex haushaltspolitischer Regeln. Zuletzt wurde der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) um den Fiskalpakt ergänzt, der automatische Korrekturmechanismen für Defizite und die Einführung nationaler Schuldenregeln vorschreibt. Zur Überwachung wurde im Dezember 2011 das sogenannte „six-pack“ (bestehend aus 5 Verordnungen und 1 Direktive) verabschiedet. Damit sollen Konstruktionsfehler des SWP beseitigt und sowohl der präventive als auch der korrektive Arm gestärkt werden. Zusätzlich zu den Maastricht-Kriterien (Budgetdefizit von maximal 3% und Gesamtschuldenstand von maximal 60% des BIP) überwacht die Europäische Kommission nun auch die Einhaltung von länderspezifischen mittelfristigen Haushaltszielen für Mitgliedsländer, die nicht dem Defizitverfahren unterliegen. Gegen Länder, die sich nicht an die Schuldenregeln halten, kann eine „Excessive Deficit Procedure“ (EDF) eingeleitet werden, mit stufenweise ansteigenden Geldbußen bis zu einer Höhe von 0,5% des BIP. Der „Treaty on Stability, Coordination, and Governance“ (TSCG) verpflichtet die Mitgliedstaaten zu einem strukturellen Defizit von maximal 0,5% des BIP (bzw. maximal 1,0% für Staaten, deren Gesamtverschuldung deutlich unter 60% des BIP liegt). Hinzukommen soll dazu noch das sogenannte „two-pack“, das eine Kontrolle der Budgetpläne und eine stärkere Überwachung von Staaten, die finanzielle Hilfe in Anspruch genommen haben, vorsieht.

Diese reformierte EU-Gesetzgebung ist eine Reaktion auf das offensichtliche Versagen des SWP, die europäischen Staaten zu fiskalischer Disziplin und solider Haushaltsführung anzuhalten. Die Budget- und Verschuldungslage der EU-Länder soll soweit verbessert werden, dass sie langfristig weniger anfällig für Solvenzkrisen sind und in Rezessionen einen größeren Spielraum für antizyklische Konjunkturpolitik haben. Ob dieser Mechanismus allerdings besser funktioniert als die ursprüngliche Version des SWP, wird sich erst noch erweisen müssen.

Allerdings lehrt die jüngste Entwicklung in Irland und Spanien, dass fiskalische Regeln alleine nicht ausreichen. Beide Länder waren Musterschüler in der Eurozone, hielten sich an den SWP und wiesen regelmäßige Budgetüberschüsse und eine niedrige Verschuldung auf. Adverse Schocks durch das Platzen der Immobilienblase und die nötig gewordene Bankenrettung sorgten aber schnell dafür, dass sie sich nur noch zu ungünstigen Konditionen refinanzieren konnten und dadurch in den Abwärtsstrudel einer self-fulfilling prophecy gelangten. Vermutlich wären die Folgen weniger gravierend gewesen, wenn ESM, Bankenunion und europäische Bankenaufsicht bereits installiert gewesen wären. Allerdings zeigen diese Beispiele auch, dass selbst auf dem Papier fiskalisch solide Länder von sehr starken asymmetrischen Schocks getroffen werden können, die sie allein nicht in den Griff bekommen.

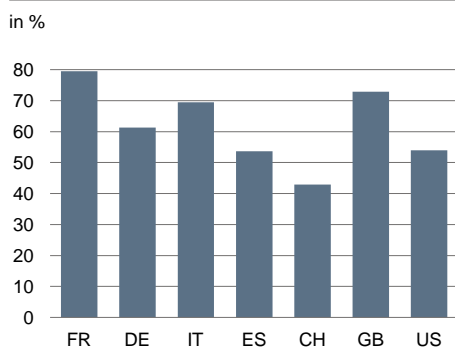


Stabilisierungspolitik in einer föderalen Union

In einem föderalen System verfolgen die auf der höchsten Ebene angesiedelten fiskalpolitischen Instrumente zwei wesentliche Ziele: die Umverteilung von Einkommen zwischen reichen und ärmeren Staaten und die Stabilisierung bei asymmetrischen Schocks. Das Ausmaß an Umverteilung ist in föderal organisierten Ländern sehr unterschiedlich ausgeprägt und nicht zuletzt Ausdruck politischer Präferenzen und des Gefühls der nationalen Zusammengehörigkeit, da Interessenskonflikte zwischen Nettozahlern und Nettoempfängern auftreten können. Eine wirksame Stabilisierung ist aber im prinzipiellen Interesse aller Mitglieder einer föderalen Union, da sie unabhängig von der Wirtschaftskraft eine Versicherung gegenüber idiosynkratischen negativen Schocks darstellt.

Anteil der öffentlichen Ausgaben auf nationaler Ebene in 2011

2



Quelle: OECD Fiscal Decentralization Database

Die Eurozone verfügt derzeit nicht über solche Stabilisierungsinstrumente. Konjunkturpolitik wird dezentral von den nationalen Regierungen betrieben. Eine Koordinierung erfolgt – wenn überhaupt – auf informeller Ebene, aber nicht in institutionalisiertem Rahmen. Insbesondere verfügt die EWU über kein eigenes Budget. Dieses Konstrukt mutet umso kurioser an, als selbst in relativ dezentral organisierten Staaten wie der Schweiz fast die Hälfte des Budgets auf der nationalen Ebene angesiedelt ist (siehe Grafik 2). In zentralistischen Staaten wie Frankreich entfallen sogar 80% des Gesamtbudgets auf die oberste Regierungsebene.³

Der Verlust des Wechselkursmechanismus als Stabilisierungsinstrument kann durch ein fiskalisches Pendant kompensiert werden. Die meisten föderal organisierten Länder verfügen über einen inter-regionalen Transfermechanismus wie den Länderfinanzausgleich in Deutschland. Auch in den USA gibt es einen hohen Grad an Umverteilung über Steuern und Transfers zwischen den Bundesstaaten. Berechnungen des Economist zeigen, dass Delaware und Minnesota zwischen 1990 und 2009 Nettozahlungen in Höhe von insgesamt 206 bzw. 199 Prozent gemessen an ihrem BIP geleistet haben.⁴ Die fiskalischen Transfers kamen Empfängern wie West Virginia, Mississippi, New Mexico und Puerto Rico zugute, die akkumuliert über diese 20 Jahre mehr als das Doppelte ihres BIP als Zahlung aus dem System erhielten.

Absorption regionaler Schocks: USA vs. Eurozone

Statt über föderale Transfers kann die inter-regionale Risikoteilung auch über Marktmechanismen erfolgen. Idiosynkratische negative Schocks können in einem integrierten Wirtschaftsraum dadurch aufgefangen werden, dass sich Regierungen, Unternehmen und Privatpersonen aus anderen Ländern des Währungsraumes mit Krediten versorgen können. Wenn die Akteure aufgrund zu hoher Verschuldung kreditbeschränkt sind oder Redenomierungsrisiken zum Tragen kommen, funktioniert dieser Kanal jedoch nicht mehr. Kapitalmärkte können regionale Schocks stabilisieren, wenn Aktien und Anleihen geographisch breit diversifiziert sind und Gewinne oder Verluste somit nicht von Inländern getragen werden. Allerdings haben Anleger in der EWU einen starken „home bias“ und mit Ausnahme Österreichs sind in allen Ländern mehr als 50% der Aktien in heimischem Besitz. Da im Gegensatz zu den USA die Gefahr der Redenomierung besteht, ist dieser Mechanismus aber gerade in schweren Krisen nicht sehr effektiv. Schlussendlich können Schocks ausgeglichen werden, wenn Arbeitskräfte als Reaktion auf eine regionale begrenzte Rezession innerhalb der Währungsunion migrieren. Allerdings ist die Mobilität des Faktors Arbeit in Europa trotz ansteigendem Trend noch immer relativ niedrig.

³ Mit einem nationalen Budgetanteil von 94% weist Griechenland laut der OECD Fiscal Decentralization Database den höchsten Zentralisierungsgrad auf.

⁴ <http://www.economist.com/blogs/dailychart/2011/08/americas-fiscal-union>



Alle Wege führen in die Fiskalunion?

Generell lässt sich sagen, dass die Schockabsorption über Kapital- und Arbeitsmärkte in der Eurozone nicht besonders gut funktioniert. Interessant für eine quantitative Bewertung ist vor allem der Vergleich mit den USA als einer deutlich stärker integrierten Währungsunion. Asdrubali et al. (1996) schätzen, dass von 1963-1990 im Durchschnitt 39% eines bundesstaatspezifischen Schocks in den USA über den inter-regionalen (öffentlichen und privaten) Besitz von Kapitalanlagen geglättet wurden, mit stetig ansteigendem Trend. In den 90er Jahren betrug der Anteil bereits 55%. In der späteren Eurozone war dieser Kanal zur gleichen Zeit mit nur 9% fast wirkungslos.⁵ Selbst nach Schaffung der monetären Union wurden nur 14% eines regionalen Schocks über grenzüberschreitende Kapitalanlagen geglättet.⁶

Für die USA schätzten Asdrubali et al. (1996), dass außerdem 23% eines idiosynkratischen Schocks über Kreditmärkte und weitere 13% über fiskalische Kanäle wie Steuern und Transfers abgedeckt werden. Auch wenn die interregionale Risikoteilung in den USA nicht perfekt ist, wird doch ein sehr großer Teil eines Schocks aufgefangen. In der EWU waren es dagegen in den 90er Jahren nur etwa 30% und von 2001-2007 nur rund 50%.⁷ Da marktbasierende Mechanismen in der Eurozone eine so geringe Wirkung haben, könnte die Fiskalpolitik eine prinzipiell sehr wichtige Rolle bei der Schockabsorption spielen.

Empirische Evidenz zur Wirksamkeit von Konjunkturpolitik

Entscheidend für die Wirksamkeit staatlicher Stabilisierungspolitik ist der fiskalische Multiplikator, also die prozentuale Veränderung des BIP, wenn die Staatsausgaben um 1% steigen bzw. sinken. Der Multiplikatoreffekt lässt sich nicht exakt bestimmen und variiert nicht nur zwischen Ländern und über Zeitabschnitte hinweg, sondern hängt auch von der Art des fiskalischen Impulses und der generellen wirtschaftlichen Lage ab. Olivier Blanchard argumentiert im IWF World Economic Outlook vom Oktober 2012, dass der Multiplikatoreffekt bisher womöglich systematisch unterschätzt wurde.⁸ Analysen der Europäischen Kommission und der EZB widersprechen dem teilweise.⁹ Generell gibt es in der Forschung zumindest einen weitgehenden Konsens darüber, dass fiskalische Impulse besonders wirkungsvoll sind, wenn (i) sie als direkte Staatsausgaben unmittelbar in den Wirtschaftskreislauf geraten, sie (ii) als gezielte Transfers an Haushalte mit hoher Konsumneigung gehen (z.B. über die Arbeitslosenversicherung), (iii) ein großer Anteil der Bevölkerung stark liquiditäts- und kreditbeschränkt ist und (iv) wenn die nominalen Zinsen nicht stark reagieren können, weil sie nahe Null liegen.

Angelehnt an die gegenwärtige Situation zeigt Eggertsson (2011), dass bei einer Rezession in einem Niedrigzinsumfeld die Stärkung der aggregierten Nachfrage am effektivsten ist, z.B. durch eine temporäre Erhöhung der Staatsausgaben oder die Reduzierung der Mehrwertsteuer. Angebotsorientierte Maßnahmen, wie eine Senkung der Steuern auf Arbeit und Kapitalgewinne, würden die Rezession hingegen verstärken. Allerdings gilt dies nur für einen temporären Schock; permanente Erhöhungen der Staatsausgaben wirken eher kontraktionär. Im Einklang damit zeigen Nickel und Tudyka (2013), dass die Wirksamkeit fiskalischer Stimuli stark reduziert wird, wenn die öffentliche Verschuldung hoch ist. Im Sinne der Ricardianischen Äquivalenz erwarten Firmen und Haushalte, dass eine Kombination aus hoher Verschuldung und antizyklischer Fiskalpolitik zu langfristige höheren Steuern führt. Deshalb bewirkt eine expansive Fiskalpolitik bei zugleich hoher Staatsverschuldung ein „crowding-

⁵ Siehe Kalemni-Ozcan (2005).

⁶ Siehe Balli et al. (2012).

⁷ Siehe Balli et al. (2012).

⁸ Siehe auch Blanchard und Leigh (2013).

⁹ European Economy No. 7/2012 und ECB Monthly Bulletin December 2012.



Alle Wege führen in die Fiskalunion?

out“ privater Investitionen und eine höheren Ersparnisbildung, und somit einen negativen Multiplikator.

Dieser systemisch geprägten Perspektive steht die mikroökonomische Logik der effizienten Kapitalallokation entgegen. Zwischenstaatliche Transfers sind dann effizienzsteigernd, wenn transferierte Mittel in den Empfängerregionen eine höhere marginale Rendite erwirtschaften. Am Beispiel der EU-Strukturfonds zeigen Checherita et al. (2009), dass fiskalische Transfers nicht zu mehr Wachstum geführt haben, da das Wachstum in den Einzahlerregionen überproportional darunter gelitten hat. Transfers können zu unerwünschten Nebeneffekten führen, indem sie beispielsweise die Mobilität von Arbeitskräften in wirtschaftlich schwächeren Regionen reduzieren und Preisanpassungsprozesse erschweren. Interregionale Transfers aus Strukturfonds sind allerdings langfristig angelegt, so dass sich diese Ergebnisse nicht automatisch auf eine kurzfristig orientierte Stabilisierungspolitik übertragen lassen.

Anforderungen an einen fiskalischen Stabilisierungsmechanismus

Ein realistischer Vorschlag für einen gemeinsamen Fiskalmechanismus in der Eurozone, der wirtschaftspolitisch sinnvoll und politisch durchsetzbar wäre, müsste einige generelle Anforderungen erfüllen.

Setzen unmittelbarer fiskalischer Impulse

Die Wirksamkeit eines Stabilisierungsinstruments zur Bekämpfung von Rezessionen hängt entscheidend davon ab, wie schnell antizyklische Impulse in der Realwirtschaft ankommen. Falls die Stimulation mit zu großer Verzögerung einsetzt und die betreffende Volkswirtschaft die Talschwelle bereits hinter sich gelassen hat, wäre der Effekt sogar pro-zyklisch. Außerdem ist der fiskalische Multiplikator zu Beginn einer Rezession größer und eine expansive Fiskalpolitik dann am sinnvollsten.

Wenn Abweichungen von zuvor festgelegten Indikatoren (z.B. der Abweichung des BIP vom Potenzialoutput) als Auslöser für Unterstützungen fungieren, ist zu bedenken, dass diese rückwirkend erhoben werden. Unterstützungszahlungen könnten allerdings auch in einen mehrphasigen Mechanismus eingebettet werden. In der ersten Phase könnte ein Teil der Mittel bereits zugeteilt werden, wenn sich in den Prognosen ein starker Abschwung abzeichnet. In der nächsten Phase könnten Transfers dann bei Prognosefehlern entsprechend nach oben oder unten angepasst werden.

Eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung würde automatisch auf einen Anstieg der Arbeitslosigkeit reagieren. Allerdings schlägt sich eine Abschwungphase nicht sofort auf den Arbeitsmarkt nieder, da Unternehmen zunächst Aufträge abarbeiten und es institutionelle Rigiditäten gibt, beispielsweise Kündigungsfristen.

Keine unzumutbaren finanziellen Belastungen für nationale Haushalte

Ein europäischer Fiskalmechanismus ist nur sinnvoll, wenn er schlagkräftig genug ist, um auch einem größeren Land oder einer kleinen Gruppe von Ländern effektiv helfen zu können. Andererseits dürfen die Einzahler ins System nicht unzumutbar in ihrer wirtschaftspolitischen Handlungsfähigkeit eingeschränkt werden. Schließlich sollte ein Land bei einem sich abzeichnenden Abschwung



Alle Wege führen in die Fiskalunion?

selbst in der Lage sein, frühzeitig mit antizyklischen Impulsen dagegen zu steuern.

A-priori fiskalische Neutralität

Ein politisch entscheidendes Kriterium könnte eine weitgehende Finanzierungsneutralität sein. Vorrangiges Ziel einer Fiskalkapazität sollte nicht eine Angleichung der Einkommen innerhalb der Eurozone sein, sondern lediglich die kurzfristige Abfederung länderspezifischer Schocks. Notleidende Staaten sollten kurzfristig zusätzliche Mittel erhalten, aber keine dauerhaften Empfänger werden.

Eine tiefere fiskalische Integration dürfte ohne eine gewisse Umverteilungskomponente kaum auskommen, was ökonomisch durchaus sinnvoll sein mag. Die Schaffung einer dauerhaften Transferunion wäre aber bei den mutmaßlichen Nettozahlern nur schwer durchzusetzen. Zumindest sollten keine Anreize geschaffen werden, permanenter Nettoempfänger zu bleiben.

Sanktionierungs- und Korrekturmöglichkeiten bei Fehlentwicklungen

Die Erfahrungen aus dem Stabilitäts- und Wachstumspakt zeigen, wie wichtig glaubwürdige Sanktionsmöglichkeiten sind. Es ist utopisch zu glauben, dass umfassende fiskalpolitische Änderungen in der Eurozone von Beginn an reibungslos funktionieren und sich alle Regierungen im Interesse der anderen Mitgliedstaaten verhalten würden. Praktikable Korrekturmechanismen müssen deshalb ein integraler Bestandteil einer diskussionswürdigen Option sein. Dabei gibt es zwei wichtige Teilaspekte: die Disziplinierung von Mitgliedsstaaten und die Anpassung des Mechanismus an sich verändernde Gegebenheiten.

Welche Optionen sind in der Diskussion?

Für eine tiefere fiskalische Integration sind verschiedene Optionen denkbar, von denen jede einen starken Einschnitt in den bestehenden wirtschaftspolitischen Rahmen der Europäischen Union bzw. der Eurozone darstellen würde. Die nachfolgende Übersicht stellt die zu Grunde liegende Logik verschiedener Vorschläge kurz vor.

Option 1: Ein gemeinsames Budget für die Eurozone

Der Van Rompuy Report (2012) fordert, die oberste Ebene der Eurozone mit einem Mitspracherecht bei nationalen Budgets oder der Entscheidungshoheit über ein eigenes Budget auszustatten. Analog zum EU-Haushalt könnte ein gemeinsames Budget aus Beiträgen der Mitgliedstaaten in Relation zu ihrer Wirtschaftskraft gespeist werden. Alternativ kommt als Finanzierungsquelle auch ein fixer Anteil an nationalen Steuern (z.B. Mehrwertsteuer) in Frage, oder eine gemeinsame europäische Steuer wie die Finanztransaktionssteuer, die dann allerdings in allen Euro-Ländern erhoben werden müsste.

Wenn sich in einem Land bzw. einer kleinen Gruppe von Ländern eine Rezession abzeichnet, könnten Mittel aus dem gemeinsamen Budget zur Verfügung gestellt werden, um konjunkturstützende Maßnahmen zu ermöglichen und langfristig schädliche Kürzungen (z.B. bei Investitionen in Infrastruktur, Bildung oder Forschung und Entwicklung) zu vermeiden. Das Budget müsste ausreichend sein, um auch ein großes Euroland oder mehrere wirtschaftlich eng verflochtene

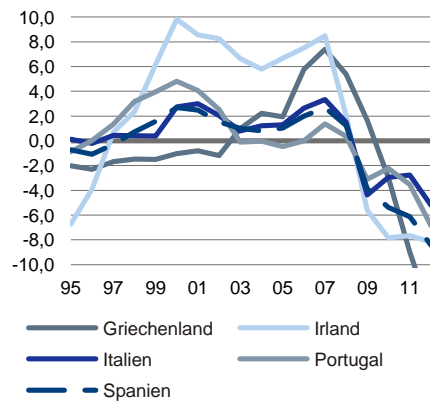


Alle Wege führen in die Fiskalunion?

Output gap: GIIPS

3

in % des BIP



Quelle: OECD

Länder (beispielsweise Spanien und Portugal) effektiv stützen zu können. Dafür dürfte eine Summe in Höhe von etwa 2% des Bruttoinlandsprodukts der Eurozone nötig sein.¹⁰ Eine „kleinere“ Lösung mit deutlich geringerem Budget hätte eher Alibicharakter.

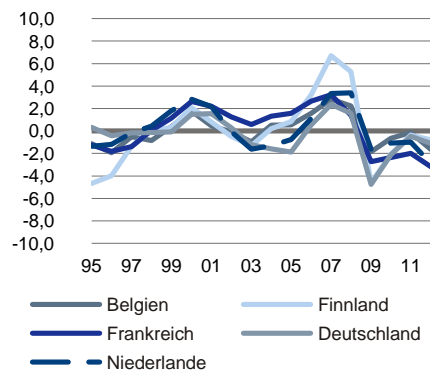
Neben der Finanzierung des Budgets ist eine entscheidende Gestaltungsfrage, wer über die Allokation der Mittel entscheiden sollte. Dies könnte auf Ebene der Euro-Finanzminister passieren oder in einer neu zu schaffenden Euro-Finanzbehörde. Ebenso müsste geklärt werden, ob bindende Vorgaben für die Mittelverwendung gemacht würden, oder ob nationale Regierungen darüber diskretionär verfügen dürften. In erstem Fall würde sich die Frage der demokratischen Legitimation stellen. Im zweiten Fall besteht die Gefahr, dass man ausgerechnet einer Regierung, die einen falschen wirtschaftspolitischen Kurs verfolgt, zusätzlichen Spielraum verschafft.

Option 2: Ein fiskalischer Versicherungsmechanismus gegen Outputschwankungen

Output gap: Weitere Euroländer

4

in % des BIP



Quelle: OECD

Bei diesem Modell zahlen in normalen Jahren alle Länder Beiträge ins System ein. Der Versicherungsfall tritt ein, sobald ein Land einen starken negativen Schock erlebt. Ein Maßstab könnte sein, dass die Abweichung vom Potenzialoutput eine bestimmte Schwelle überschreitet (z.B. eine Output-Lücke von 2%). Dann würde das entsprechende Land Zahlungen aus dem Versicherungstopf erhalten, die einen bestimmten Anteil der Lücke (z.B. 25%) kompensieren. Da extreme negative Schocks eine überproportionale fiskalische Gegenreaktion erfordern, könnte eine nicht-lineare Auszahlungsfunktion sinnvoll sein.

Die Attraktivität dieses Modells liegt vor allem darin, dass es in der Theorie tatsächlich annähernd finanzierungsneutral sein sollte. In den Jahren 2004 und 2005 wies beispielsweise Deutschland das niedrigste Potenzialwachstum in der Eurozone auf und hätte Zahlungen von expandierenden Ländern wie Spanien, Irland und Griechenland erhalten können (siehe Grafik 3 bzw. 4). Ein Problem gibt es, wenn – wie von 2009 bis 2012 – fast alle Länder eine negative Outputlücke aufweisen, da das System dann nicht mehr zu finanzieren ist.

Output Gap

5

Die Output Gap bzw. Outputlücke ist die Abweichung des BIP vom langfristigen Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft. Eine positive Lücke ist ein Indikator für eine hohe Auslastung und den Aufbau inflationären Drucks. Die möglichst zeitnahe Kenntnis der Output-Lücke ist wichtig für das Timing antizyklischer Impulse. Schätzungen der Output Gap werden unter anderem von der OECD, dem IWF und der Europäischen Kommission veröffentlicht.

Die erste Komponente, das BIP, ist eher unproblematisch. Erheblich komplexer ist die Schätzung des Potenzialwachstums, also der maximalen Wachstumsrate, die eine Volkswirtschaft langfristig erreichen kann, ohne dass inflationärer Druck entsteht. Eine einfache Methode ist die Bereinigung vierteljährlicher BIP-Reihen mit dem Hodrick-Prescott-Filter. Dieser Trend kann als Potenzialwachstum gedeutet werden. Internationale Organisationen schätzen das Potenzialwachstum mit makroökonomischen Produktionsfunktionen.

Die Wahl eines geeigneten Maßes für die Festsetzung von Ein- und Auszahlungen ist allerdings problematisch. Die Abweichung des BIP-Wachstums vom langfristigen Potenzialwachstum ist ein theoretisch attraktiver Indikator, aber mit enormen Messproblemen behaftet. Die Schätzung des Potenzialoutputs unterliegt insbesondere für Perioden am aktuellen Rand sehr großen Unsicherheiten und ist abhängig von der gewählten Methode (siehe Box 5). Als Entscheidungsgrundlage für Transfers in der angedachten Größenordnung erscheint das Potenzialwachstum daher eher ungeeignet. Der Report der Padoa-Schioppa Gruppe¹¹ schlägt als einfachere Auszahlungsregel die Abweichung vom durchschnittlichen BIP-Wachstum in der Eurozone vor, was jedoch die unterschiedlichen Wachstumspotenziale der Länder nicht berücksichtigt. Zwar ist die Unsicherheit bei der Ermittlung des BIP deutlich geringer als beim Potenzialoutput, aber auch hier würden Entscheidungen auf Basis provisorischer Daten getroffen, die nachträglich revidiert werden können.

Unabhängig von der Entscheidungsgrundlage für Auszahlungen wäre ein starrer Mechanismus potenziell anfällig für Moral Hazard der beteiligten Staaten. Beispielsweise könnten eigene Konjunkturimpulse aufgeschoben werden, um möglichst bald Zugang zu den Mitteln zu erhalten. Statt einer fixen Schwelle sollte deshalb eine phasenweise Auszahlungsregel implementiert werden.

¹⁰ Siehe z.B. Wolff (2012).

¹¹ Siehe Enderlein (2012).



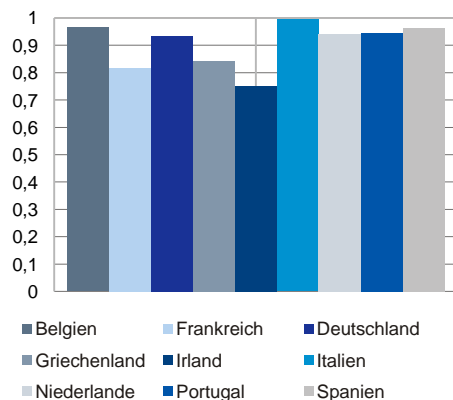
Alle Wege führen in die Fiskalunion?

Ein gravierendes Problem ist die Genauigkeit der Schätzung am aktuellen Rand. Neue und revidierte BIP-Zahlen führen oft zu einer gravierenden Neueinschätzung des Potenzialwachstums. Eine einmal festgestellte Output Gap kann also im Nachhinein noch deutlich nach oben oder unten revidiert werden.

Grafik 6 vergleicht die Schätzungen der Output-Lücke von OECD und IWF von 2000-2012 für eine Reihe von Ländern. Ein Koeffizient von 1 bedeutet, dass beide Institutionen die Entwicklung der Output-Lücke gleich einschätzen, was für einige Länder tatsächlich annähernd der Fall ist (Italien: 0,99; Belgien und Spanien: 0,96). Anders verhält es sich aber z.B. für Frankreich, Irland oder Griechenland, wo die Schätzungen von OECD und IWF deutlich voneinander abweichen.

Korrelation der Output Gap-Schätzung von OECD und IWF (2000-2012)

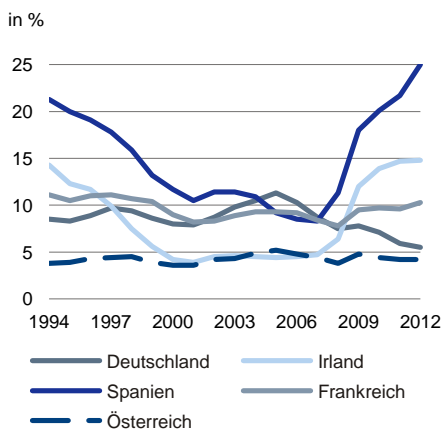
6



Quellen: OECD, IWF

Arbeitslosenquoten in Europa

7



Quelle: Eurostat

Option 3: Eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung

Eine Arbeitslosenversicherung wirkt als automatischer Stabilisator, d.h. sie ermöglicht eine antizyklische Fiskalpolitik auch ohne aktives Eingreifen der Politik. Wenn in Folge eines Konjunkturreinbruchs die Arbeitslosenquote ansteigt, erhält eine größere Zahl von Personen Transferzahlungen aus dem Staatshaushalt. Bei sich verbessernder Wirtschaftslage steigt die Beschäftigung wieder an und der Staat reduziert automatisch seine Zahlungen über diesen Kanal.

Eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung in der Eurozone würde Teile der nationalen Versicherungen auf der europäischen Ebene zentralisieren. Damit wird ein Land bei einem starken Anstieg der Arbeitslosigkeit entlastet, da es zusätzliche Mittel für die Arbeitslosenunterstützung nicht allein bereitstellen muss. Der gemeinsame Topf könnte auf die Zahlung kurzfristiger Leistungen beschränkt werden, also etwa für eine Arbeitslosigkeitsdauer von bis zu einem Jahr.¹² Die nationalen Systeme würden weiterhin parallel fortbestehen und sich auf die Unterstützung von Langzeitarbeitslosen beschränken. Diese Zweiteilung soll sicherstellen, dass die Länder auch weiterhin direkt an den Kosten beteiligt werden und einen Anreiz haben, die Arbeitslosigkeit effektiv zu bekämpfen. Das Kriterium der Finanzneutralität würde eine europäische Arbeitslosenversicherung nur dann erfüllen, wenn die Arbeitslosenquote nicht in einigen Ländern der Eurozone im langjährigen Mittel systematisch über bzw. unter dem Durchschnitt liegt. Wie Grafik 7 zeigt, war dies in den letzten 20 Jahren für Deutschland, Frankreich und – mit deutlich größeren Schwankungen – auch Irland in etwa der Fall. Im Gegensatz dazu lag die Arbeitslosenquote beispielsweise in Österreich im langjährigen Mittel deutlich unter dem Durchschnitt und in Spanien meist weit darüber. Beitragszahler aus Ländern mit strukturell niedriger Arbeitslosigkeit wie Österreich, Luxemburg und den Niederlanden würden also Länder mit hoher Arbeitslosigkeit subventionieren.

Momentan weisen die sozialen Sicherungssysteme im Euroraum beträchtliche Unterschiede auf. Dies gilt für das Verhältnis, in dem Arbeitgeber und Arbeitnehmer in die Versicherung einzahlen, aber auch für die Bedingungen für den Bezug von Leistungen, sowie deren Höhe und Bezugsdauer. Eine europäische Versicherung würde eine teilweise Harmonisierung der Eckdaten erfordern. Länder mit besonders großzügigen Bezugsregeln wären aber vermutlich nicht bereit, diese stark nach unten anzupassen, da die Regierungen auf starke politische Widerstände treffen würden. In Ländern mit einem vergleichsweise niedrigen Niveau an Arbeitslosenunterstützung führt eine Anpassung nach oben allerdings zu negativen Arbeitsmarkteffekten und verringert Migrationsanreize.

¹² Siehe Dullien und Fichtner (2012).



Option 4: Ein Zinslastenausgleich über eine europäische Schuldenagentur

Die Motivation dieses Vorschlages ist es, fundamental nicht gerechtfertigte Zinsdifferenzen zwischen Ländern zu reduzieren. Bis durch das „Outright Monetary Transactions“-Programm (OMT) die Möglichkeit geschaffen wurde, dass die EZB Staatsanleihen von Ländern unter EFSF/ESM -Überwachung kaufen kann, mussten die europäischen Krisenstaaten gegen immer weiter steigende Risikoprämien ankämpfen, während sich die als „sichere Häfen“ geltenden Länder zu historisch niedrigen Zinsen refinanzieren konnten. Paradoxe Weise erhielten auf diese Weise nicht nur wirtschaftlich solide Staaten wie Finnland, Luxemburg oder die Niederlande einen fundamental nicht gerechtfertigten Zinsvorteil, sondern beispielsweise auch das selbst hoch verschuldete Belgien. In dieser Hinsicht profitieren diese Länder also sogar von der schwierigen Finanzierungssituation der südeuropäischen Staaten. ESM-Chef Klaus Regling schätzt, dass Deutschland dadurch jährlich ein Vorteil von EUR 10-20 Mrd. entsteht.¹³

Die Padoa-Schioppa-Gruppe¹⁴ schlägt vor, dass zukünftig alle Länder einen Teil ihrer Staatsanleihen (z.B. in Höhe von 10% des BIP) über eine Europäische Schuldenagentur herausgeben. Damit würde ein liquider Markt geschaffen, der etwa der Hälfte der deutschen Staatsanleihen entspricht. Alle Länder würden denselben Zinssatz für diese Anleihen zahlen. Falls ein Mitgliedland in eine Solvenzkrise gerät und die Zinsen für eigene Anleihen stark ansteigen, könnte es eine weitere Tranche gemeinschaftlich garantierter Anleihen in Anspruch nehmen (vorausgesetzt es erfüllt die EU-Fiskalregeln). Verschärft sich die Krise weiter und kann sich ein Land nur noch zu unzumutbaren Konditionen finanzieren, erhält es Zugang zu einer weiteren Tranche (z.B. in Höhe von 20% des BIP), allerdings gegen höhere Zinsen und nur unter der Bedingung, der Schuldenagentur Kontroll- und Entscheidungsrechte im nationalen Haushalt einzuräumen. Auf einem ähnlichen Prinzip basiert der vom Institut für Weltwirtschaft vorgeschlagene Zinsausgleichsfonds.¹⁵

Eine Alternative zur Verringerung des „Sicherer-Hafen“-Effekts sind die von der Gruppe euro-nomics vorgeschlagenen ESBies (European Safe Bonds).¹⁶ Dafür würde die Schuldenagentur einen Großteil der Anleihen eines jeden Landes (etwa 60%) zu aktuellen Marktpreisen kaufen und sie wie bei Collateralised Debt Obligations (CDOs) in einer Senior- und einer Junior-Tranche neu bündeln. Die Senior Tranche (ESBies) sollte etwa einen Umfang von 70% der gekauften Anleihen haben, so dass die ESBies selbst bei einem Zahlungsausfall eines Landes noch annähernd risikofrei wären. Die restlichen 30% würden eine deutlich riskantere Anlageklasse mit Junk-Qualität und höherer Rendite darstellen. Durch dieses Konstrukt hätte jedes Land Zugang zu einer extrem sicheren Anlageklasse, was die Flucht der Anleger in sichere Häfen wie Deutschland stoppen und die durchschnittliche Zinslast von Ländern mit geringerer Bonität reduzieren würde.

Wie wirkungsvoll wären diese Instrumente?

Engler und Voigts (2012) simulieren in einem DSGE-Modell mit zwei Ländern die Wirkungskanäle eines Nachfrageschocks in einem der beiden Länder. Das

¹³ <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/esm-chef-klaus-regling-glaubt-an-zukunft-der-euro-zone-a-879665.html>

¹⁴ Siehe Enderlein (2012).

¹⁵ Auf einem ähnlichen Prinzip basiert ein Vorschlag des Instituts für Weltwirtschaft (siehe Kieler Krisen-Kompass, 2013).

¹⁶ Siehe Brunnermeier et al. (2012).



Alle Wege führen in die Fiskalunion?

Referenzszenario sind zwei Länder, die eine unabhängige Geld- und Wechselkurspolitik betreiben, so dass ein negativer Nachfrageschock im Inland über die Abwertung der heimischen Währung abgefedert werden kann. Das zweite Szenario ist eine Währungsunion ohne konjunkturelles Ausgleichssystem. In diesem Fall kann eine Angleichung der Konjunkturzyklen nur erreicht werden, wenn beide Länder sehr stark realwirtschaftlich integriert sind, da sich so ein Nachfrageschock gleichmäßig auf in- und ausländische Güter verteilt. Falls die Länder einer Währungsunion aber nur gering realwirtschaftlich integriert sind, funktioniert dies nicht. Engler und Voigts (2012) zeigen aber, dass eine Stabilisierung in diesem Fall über ein Ausgleichssystem mit Transfers vom relativ stärker wachsenden Land an das relativ schwächer wachsende erreicht werden kann.

Pisani-Ferry et al. (2013) vergleichen, wie sich unterschiedliche Mechanismen auf die Verschuldung von Griechenland, Irland, Portugal und Spanien im Zeitraum von 2008 bis 2014 ausgewirkt hätten.¹⁷ Dabei zeigt sich, dass die fiskalische Entlastungswirkung sehr heterogen gewesen wäre. Irland und Spanien hätten vor allem von einer europäischen Arbeitslosenversicherung profitiert, die ihren Schuldenstand bis einschließlich 2014 um etwa 11 Prozentpunkte hätte senken können. Für Griechenland wäre der stärkste Effekt von einer Output-Versicherung ausgegangen. Beide Optionen hätten die Verschuldung in den Krisenländer pro Jahr um etwa 0,5 bis 1 Prozentpunkte reduzieren können. Gemeinschaftlich herausgegebene Anleihen wären weniger effektiv; die durchschnittliche Verschuldung wäre 2014 um weniger als 5 Prozentpunkte niedriger.

Diese Berechnungen sind zwar hilfreiche Illustrationen, aber können mögliche Verhaltensänderungen der Akteure naturgemäß nicht berücksichtigen. Durch eine stärkere fiskalische Absicherung hätten Politiker einen Anreiz gehabt, ihre Reformanstrengungen zu reduzieren. Andererseits hätten Firmen, Investoren und Konsumenten womöglich mehr Vertrauen in die konjunkturelle Erholungskraft gehabt und dementsprechend mehr investiert und konsumiert. Außerdem unterstellt die Berechnung implizit, dass die benötigten Mittel quasi unbegrenzt zur Verfügung gestanden hätten.

Eine geeignete Referenzperiode zur Bewertung der Optionen ist die aktuelle Krise nicht, da sich der status quo seither verändert hat. Schließlich wurden seither die Fiskalregeln reformiert (Fiskalpakt, „six-pack“), der ESM geschaffen und die Bankenunion auf den Weg gebracht. Außerdem hat die EZB ihre Bereitschaft zu notfalls unbegrenzten Anleihekäufen signalisiert, was die Risikoprämien der Krisenländer deutlich nach unten korrigiert hat. Die gegenwärtige Krise wäre weniger heftig ausgefallen, wenn diese Maßnahmen bereits vor 2008 installiert und konsequent angewandt worden gewesen wären. Angesichts der veränderten Rahmenbedingungen ist die entscheidende Frage also, wie groß der *zusätzliche* Beitrag einer fiscal capacity noch sein könnte. Die Antwort darauf könnte deutlich nüchterner ausfallen als die Berechnungen von Pisani-Ferry et al. (2013).

Offene Gestaltungsfragen

Eine funktionsfähige Umsetzung dieser Optionen und ihre Einbettung ins existierende Regelwerk von EU und EWU wären äußerst komplex. Unabhängig davon, welche Möglichkeit(en) sich in der politischen Diskussion etablieren werden, stellen sich eine Reihe grundsätzlicher Fragen.

¹⁷ Pisani-Ferry et al. (2013).



Finanzierung: Nationale Beiträge vs. europäische Steuern?

Bei einer europäischen Arbeitslosenversicherung würden die Einnahmen analog zu den nationalen Sozialsystemen aus den Beiträgen der Versicherten stammen. Ein europäisches Budget würde hingegen eine andere Art der Finanzierung erfordern. Denkbar wären einerseits Beiträge aus nationalen Budgets in Abhängigkeit der Wirtschaftskraft eines Landes, ähnlich dem EU-Budget. Sinnvoller und einfacher wäre jedoch die Finanzierung über einen bestimmten Anteil an zyklisch sensitiven Steuern, z.B. aus der Einkommens- und der Körperschaftssteuer. So würde sich die Beitragslast automatisch an die konjunkturelle Situation anpassen. Auch eine europäische Steuer wie die Finanztransaktionssteuer wäre denkbar, aber dann müsste sie parallel in allen Ländern der Eurozone eingeführt werden. Die erwarteten Einnahmen aus der Finanztransaktionssteuer in Höhe von 0,3-0,4% des Eurozonen-BIP wären allerdings selbst akkumuliert über mehrere Jahre noch nicht ausreichend.¹⁸

Demokratische Legitimation: Welche Mitsprache haben die Bürger?

Die Bündelung zusätzlicher Kompetenzen auf Ebene der Eurozone wirft die Frage auf, welche demokratische Legitimation eine Euro-Finanzbehörde hätte. Für eine effektive Überwachung und Kontrolle wäre eine weitgehende Unabhängigkeit von den nationalen Regierungen wünschenswert. Daher könnte dem Europäischen Parlament eine tragende Rolle zukommen. Im Gegensatz zur EZB, deren Unabhängigkeit unverzichtbar für die Erfüllung ihres Mandates ist, müsste eine fiscal capacity stärker in die demokratische Willensbildung in Europa eingebunden werden. Zu klären wäre außerdem, wie das Zusammenspiel mit der Europäischen Kommission aussehen würde.

Flexibilität: Automatische Mechanismen vs. diskretionäre Spielräume?

Eine fiscal capacity könnte auf ex-ante eindeutig definierten Regeln basieren, oder zumindest teilweise mit flexiblen Handlungsspielräumen ausgestattet sein. Automatisch greifende Regeln haben den Vorteil, dass nationale Regierungen keine formale Möglichkeit hätten, Einfluss auf Entscheidungen zu nehmen. Eine zentrale Entscheidungsinstanz mit diskretionären Spielräumen könnte schneller auf sich anbahnende konjunkturelle Einbrüche reagieren, wäre aber auch politischem Druck ausgesetzt.

Wichtig ist in diesem Zusammenhang auch die Frage, wie man mit Mitgliedstaaten umgehen sollte, die gegen gemeinsame Prinzipien verstoßen oder sich in einem weitgehend finanzierungsneutralen System als chronische Nettoempfänger herausstellen. Dafür müssten klar definierte Sanktionsmöglichkeiten geschaffen werden, die nicht nachträglich umgangen werden können.

Legacy: Wie wäre der Übergang aus der aktuellen Situation heraus zu gestalten?

Zur Bekämpfung der gegenwärtigen Krise kommt eine fiscal capacity zu spät, so dass sich die Diskussion vor allem an der mittel- bis langfristigen Perspektive orientieren sollte. Zumindest kurzfristig läuft jeder Mechanismus unweigerlich auf eine Umverteilung zu Gunsten der GIIPS-Staaten hinaus. Die Frage, wie der

¹⁸ Die Gemeinschaftsstudie von PwC und HWWI (2013) schlägt zur Finanzierung eine europäische Einkommensteuer von 10% vor.



Alle Wege führen in die Fiskalunion?

Übergang aus der jetzigen Situation gestaltet werden könnte, hat mehrere Facetten. Kann es eine Fiskalunion der unterschiedlichen Geschwindigkeiten geben? Müssen die Länder Bedingungen für den Zutritt erfüllen, z.B. über mehrere Jahre die EU-Fiskalregeln eingehalten und Strukturreformen umgesetzt haben? Müssen Konvergenzkriterien erfüllt werden, z.B. eine Erwerbslosenquote von weniger als 15% für den Zutritt zur Arbeitslosenversicherung? Bedarf es gerade beim letzten Punkt umfassenderer Angleichung von beschäftigungspolitischen Regelungen oder wenigstens Mindeststandards?

Elemente einer Fiskalunion im Rahmen bestehender fiskalischer Regelungen

Der ESM sichert die Liquidität von Ländern, die sich auf dem Kapitalmarkt nicht mehr finanzieren könnten. Damit ist er in seiner jetzigen Ausgestaltung ein reines Kriseninterventionsinstrument. Da eine europäische Schuldenagentur im Prinzip einer Zwangsteilnahme am ESM entspricht, könnte ein Zinsausgleichsinstrument in den bestehenden Rahmen eingebettet werden.

Fiskalische Stabilisierungselemente könnten statt in die EWU auch in einen EU-Rahmen eingebettet werden. Bei einem Versicherungsmechanismus gegen Outputschwankungen wäre ein größerer Kreis an Einzählern im Sinne einer besseren Risikostreuung sogar sinnvoll, denn dadurch würden die Beiträge pro Land sinken. Eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung ließe sich ebenso auf EU-Ebene installieren, wobei der politisch gewünschte Grad an Umverteilung über die Länge der Bezugsdauer aus dem europäischen Topf gesteuert werden könnte. Außerdem existiert auf EU-Ebene bereits ein gemeinsames Budget, das allerdings nur ein Volumen von etwa 1% des EU-BIP hat. Davon entfallen jeweils mehr als 35% auf Strukturfonds und auf die gemeinsame Agrarpolitik. Die Strukturfonds sind per Konstruktion nicht auf kurzfristige Stabilisierungsmaßnahmen, sondern auf langfristige Konvergenz ausgerichtet. Instrumente zur Stabilisierungspolitik gibt es gegenwärtig nicht. Eine mittelfristige Neuorientierung könnte eine bessere makroökonomische Koordination und eine größere Stabilitätsorientierung zum Ziel haben. Realistisch ist eine EU-weite Lösung allerdings nicht, da die Zustimmung der Nicht-Euroländer als ausgeschlossen gelten kann.

Wie werden Fehlanreize für die Mitgliedstaaten vermieden?

Auf politischer Ebene führt eine tiefere fiskalische Integration dazu, dass nationale Regierungen die Konsequenzen für wirtschaftspolitische Fehler in geringerem Maße selbst tragen müssen. Wenn ein europäischer Ausgleichsmechanismus bewirkt, dass Staaten trotz falscher Wachstums-, Haushalts- und Beschäftigungspolitik und fehlender Reformbereitschaft von anderen EWU-Ländern subventioniert werden, schwächt dies die nationale Eigenverantwortung. Durch die Garantie einer Unterstützung geht ein wichtiges Korrektiv verloren, das durch eine starke Kontrollinstanz aufgefangen werden müsste.

Bei einer sich abzeichnenden Rezession könnte eine Regierung versucht sein, zu Beginn auf eigene antizyklische Maßnahmen zu verzichten, um möglichst schnell Mittel aus einem gemeinsamen Budget oder einer Output-Versicherung zu erhalten. Umgekehrt könnte sie sich in guten Phasen zu sozialpolitischen Wohltaten hinreißen lassen, um die Einzahlungen des Landes zu minimieren. Die exzessive Verschuldung in der Eurozone ist vor allem die Folge von zu geringen Überschüssen in guten Zeiten. Daher sind bindende und durchsetzbare Wohlverhaltensregeln für Boomphasen nötig.

Auch die mit einer europäischen Arbeitslosenversicherung einhergehende Harmonisierung der Regeln wäre nicht unproblematisch. Wenn Länder mit weniger



Alle Wege führen in die Fiskalunion?

großzügigen Sozialsystemen ihre Konditionen nach oben anpassen, sind negative Arbeitsmarkteffekte zu befürchten. Selbst wenn nur kurzfristige Arbeitslosigkeit durch die europäische Arbeitslosenversicherung getragen wird, könnten Staaten mit hoher Arbeitslosigkeit die dadurch gesparten Ausgaben zur Erhöhung anderer Sozialleistungen verwenden. Dadurch würden negative Migrationsanreize geschaffen, was angesichts der ohnehin geringen Binnenmobilität in der Eurozone nicht wünschenswert sein kann.

Der Zugang zu günstigeren Anleihen würde die finanziellen Kosten des Schuldenmachens reduzieren, aber auch die politischen Kosten. Deshalb kann diese Option nur durch eine enge Bindung an die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes funktionieren.

Fazit

Verglichen mit den USA als einer seit langem erfolgreichen Währungsunion hat die Eurozone erhebliche Defizite bei der Absorption regionaler Schocks. Dies ist die Folge einer geringeren finanz- und realwirtschaftlichen Integration und einer föderalen Architektur ohne reaktive Stabilisationselemente. Daher können fiskalische Instrumente zur Angleichung von Konjunkturzyklen und zur Dämpfung asymmetrischer Schocks durchaus im gemeinsamen Interesse aller Euroländer sein.

Die gegenwärtig diskutierten Optionen würden einen fundamentalen Einschnitt in den europäischen Rahmen bedeuten. Dabei stellt sich vor allem die Frage, wie sie praktisch umgesetzt werden könnten, ohne zu irreversiblen Fehlentwicklungen zu führen. Schließlich ist die Eurozone in vieler Hinsicht ein deutlich heterogenerer Wirtschaftsraum als die Vereinigten Staaten, mit einem geringer ausgeprägten Solidaritätsempfinden zwischen den Regionen. Angesichts der fundamentalen Ungleichgewichte in Europa wird eine fiskalische Integration aber nicht ohne Umverteilungselemente auskommen.

Die aktuelle Krise als Rechtfertigung für eine Fiskalunion zu nehmen, ist allerdings irreführend. Der Ursprung der Staatsschuldenkrise war die Kombination aus einem weitgehend symmetrischen Schock, der erst im Laufe der Zeit stark asymmetrische Effekte entwickelte, und schweren länderspezifischen Schocks. Da der Anteil der GIIPS-Staaten am BIP der Eurozone bei ca. 25% liegt, wäre die Finanzierung einer fiscal capacity für die weniger stark betroffenen Länder wohl nur unter negativen Auswirkungen auf das eigene Wachstum möglich gewesen. Die strukturellen Probleme der Mitgliedsländer würde eine fiscal capacity ohnehin nicht lösen; im ungünstigsten Fall würde sie deren Behebung eher verzögern, da sie den unmittelbaren Reformdruck senkt. Jeder Schritt in Richtung einer wie auch immer ausgestalteten fiscal capacity erfordert deshalb eine starke Überwachungsinstanz, die sich nicht nur gegen opportunistische Regierungen durchsetzen kann, sondern auch in der Lage ist, auf strukturelle Fehlentwicklungen in den Länder Einfluss zu nehmen.

Stefan Vetter (+49 69 910-21261, stefan.vetter@db.com)



Alle Wege führen in die Fiskalunion?

Literatur

- Asdrubali, P., B. E. Sorensen und O. Yosha (1996). Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990. *Quarterly Journal of Economics*, 111(4), S. 1081-110.
- Balli F., S. Kalemni-Ozcan und B. E. Sorensen (2012). Risk sharing through capital gains. *Canadian Journal of Economics*, 45(2), S. 472-492.
- Blanchard, O. und D. Leigh (2013). Growth forecast errors and fiscal multipliers. IMF Working Paper.
- Brunnermeier, M., L. Garicano, P. Lane, M. Pagano, R. Reis, T. Santos, S. Van Nieuwerburgh und D. Vayanos (2011). *European Safe Bonds (ESBies)*.
- Checherita-Westphal C., C. Nickel und P. Rother (2009). The role of fiscal transfers for regional economic convergence in Europe. ECB Working Paper No. 1029.
- Dullien S. und S. Fichtner (2012). Eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung für den Euroraum. *DIW Wochenbericht* 44/2012, S. 9-15.
- Eggertsson, G. B. (2010). What fiscal policy is effective at zero interest rates? *NBER Macroeconomic Annual*, 25(1), S. 59-112.
- Enderlein, H., P. Bofinger, L. Boone, P. de Grauwe, J.-C. Piris, J. Pisani-Ferry, M. João Rodrigues, A. Sapir und A. Vitorino(2012). Completing the Euro. A road map towards fiscal union in Europe (Report of the 'Tommaso Padoa-Schioppa Group'). *Notre Europe*.
- Engler, P., Voigts, S. (2012). A Transfer Mechanism for a Monetary Union. *DIW Discussion Paper*.
- Europäische Kommission (2008). *EMU@10: Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union*. *European Economy* 2/ 2008.
- Frankel, J. A. und A. K. Rose (1998). The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *Economic Journal*, 109(454), S.1009-1025.
- Kalemli-Ozcan, S., B. E. Sorensen und O. Yosha (2005). Asymmetric shocks and risk-sharing in a monetary union: updated evidence and policy implications for Europe, in: *The internationalisation of asset ownership in Europe*. Hrsg: H. Huizinga und L. Jonung. Cambridge University Press.
- Nickel, C. und E. Tudyka (2013). Fiscal stimulus in times of high debt: reconsidering multipliers and twin deficits. *ECB Working Paper* No. 1513.
- Pisani-Ferry, J., E. Vihriälä und G. Wolff (2013). Options for a Euro-area fiscal capacity. *Bruegel Policy Contribution*.
- PwC und Hamburgisches Weltwirtschaftsinstitut (2013). *Die Eurozone braucht eine Fiskalunion*.
- Wolff, G. (2012). A budget for Europe's monetary union. *Bruegel Policy Contribution*.

© Copyright 2013. Deutsche Bank AG, DB Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen. Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg