

Volkswirtschaft Spezial

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE THEMEN IM FOKUS



Weiterentwicklung der E(W)U: über kleine Schritte zum großen Wurf?

Nach dem Rückgang populistischer Tendenzen bekommt die Europäische Union auf politischer und konjunktureller Ebene derzeit neuen Rückenwind. Dieser sollte genutzt werden, um EU und EWU so zu reformieren, dass sie krisenfester werden.

Dies ist auch deshalb notwendig, weil das europäische Projekt seit der Finanz- und Schuldenkrise darunter leidet, dass die wirtschaftliche Entwicklung in den Mitgliedsländern wieder auseinandergeht. Unter anderem deshalb sinkt in der Bevölkerung die Zufriedenheit mit der EU beziehungsweise EWU.

Nach wie vor leidet die Währungsunion darunter, dass die Geldpolitik zentralisiert ist, die Fiskalpolitik jedoch nicht. Dies liegt auch an der mangelnden regelgebundenen Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Für einen optimalen Währungsraum ist ein engeres fiskalisches Zusammenrücken nötig. Dies ginge jedoch nur über die Abgabe nationaler Souveränität und würde einen großen Sprung Richtung Weiterentwicklung der EU bedeuten.

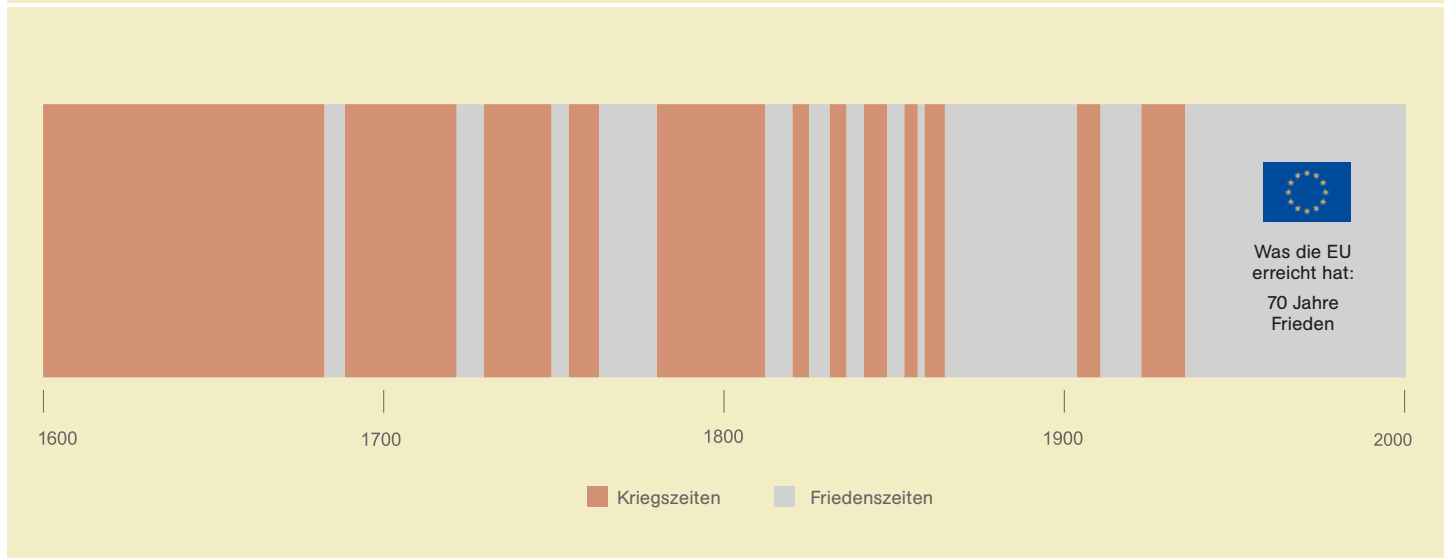
Dafür erscheint die Zeit noch nicht reif. Kurzfristig dürften zunächst die seit der Finanzkrise begonnenen Reformen umgesetzt werden (Vollendung der Banken- und Finanzmarktunion, Vertiefung des Binnenmarktes). Dies wird in der öffentlichen Wahrnehmung zwar nicht so im Vordergrund stehen, die EWU aber insgesamt krisenfester machen.

Frankreich strebt die Einrichtung einer Wirtschaftsregierung mit einem EU-Finanzminister an. Solange dieser aber nur auf das aktuell bestehende Instrumentarium zurückgreifen kann (Stabilitäts- und Wachstumspakt, Europäisches Semester), bleibt diese neu geschaffene Institution Kosmetik. Erst wenn er mit Durchgriffsrechten in die nationalen Haushalte ausgestattet würde, könnte die Einhaltung der fiskalischen Regeln gewährleistet werden.

Aufgrund der großen wirtschaftlichen Divergenzen erscheint es zudem sinnvoll, einen konjunkturellen Ausgleichsmechanismus zu etablieren. Wir gehen davon aus, dass sich die EWU auf einen von allen Ländern gemeinsam besparten Fonds einigen wird. Dieser soll Konjunkturspitzen ausgleichen und stellt damit einen vorsichtigen Einstieg in eine sinnvolle Umverteilung dar.

Wir gehen davon aus, dass das Thema „Weiterentwicklung Europas“ keine Eintagsfliege ist, sondern ein Dauerprojekt, das auf den Treffen der Staats- und Regierungschefs regelmäßig besprochen wird. Weitere Schritte in Richtung eines tieferen politischen Zusammenwachsens erfordern noch mehr Mut und Willen als die wirtschaftlichen. Erste Ansatzpunkte für eine größere Geschlossenheit könnten die Verteidigungs- und Flüchtlingspolitik sein. Darüber hinaus müssen langfristig gesehen Schritte unternommen werden, die das „Demokratiedefizit“ der EWU beheben. Wir werden ein Europa der zwei Geschwindigkeiten bekommen.

KRIEG UND FRIEDEN IN DER EUROPÄISCHEN GESCHICHTE



Quelle: European Political Strategy Centre

ZEIT FÜR EINE WEITERENTWICKLUNG EUROPAS

„So kann es nicht weitergehen in Europa!“ – das war vor kurzem noch das vorherrschende Gefühl in der Europäischen Union. Nach dem Brexit-Votum, der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten und vor den anstehenden Wahlen in den Niederlanden und Frankreich mit der Gefahr, dass die Welle des Populismus ihre Fortsetzung in Kernländern der Eurozone finden könnte, war die „Europhorie“ auf dem Tiefpunkt angekommen. Vor allem durch das Erstarken des Front National in Frankreich dominierte die Angst vor einem möglichen Zerfall des Euro – ausgelöst durch einen Austritt Frankreichs aus der Währungsunion.

Inzwischen hat sich die Stimmung deutlich gedreht: Zum einen hat Donald Trump den Europäern vor Augen geführt, dass der Schutzschirm, den die USA über Europa aufspannt, nicht mehr so verlässlich ausfällt wie in der Vergangenheit; dass Europa viel stärker für sich selbst sorgen muss. Zum anderen hat Frankreich mit Emmanuel Macron einen proeuropäisch geprägten Präsidenten gewählt. Erstmals seit langem wurde mit Europa als positiver Errungenschaft im Wahlkampf geworben. Die neue Regierung in Frankreich will der deutsch-französischen Achse zu neuem Schwung verhelfen und Europa reformieren. Auch von deutscher Seite zeigt man sich gegenüber grundlegenden institutionellen Veränderungen aufgeschlossener. Der Zeitpunkt erscheint günstig: Abgesehen von Italien finden in der nächsten Zeit in keinem der größeren Länder weitere Parlamentswahlen statt. Zudem hat sich die konjunkturelle Situation aufgehellt. Zeit, sich grundsätz-

lich mit der Frage zu beschäftigen, ob und wie die Währungsunion weiterentwickelt werden kann, um sie insgesamt krisenfester zu machen.

Auch wenn eine solche Fragestellung sehr komplex ist und nie abschließend beantwortet werden kann, wollen wir in diesem Volkswirtschaft Spezial die aktuelle Lage und die Zukunftsperspektiven der EWU analysieren. Dabei stellen wir dem Status quo eine Ideallösung, einen „optimalen Währungsraum“, gegenüber. Dieser ist weniger als konkreter Vorschlag zur Lösung der aktuellen Widrigkeiten der EWU zu begreifen, sondern soll vielmehr als Beurteilungsmaßstab für die Maßnahmen dienen, die bereits auf den Weg gebracht wurden oder sich derzeit in der Diskussion befinden.

DIE EU STEHT FÜR FRIEDEN UND WOHLSTAND

Nach den katastrophalen Erfahrungen des Zweiten Weltkrieges war das europäische Projekt immer auch ein Friedens- und ein Wohlstandsversprechen. Das erste Versprechen wird nun – zum Glück – seit über 70 Jahren eingelöst. Das ist eine in Europa noch nie da gewesene Zeitspanne des Friedens, was kaum hoch genug eingeschätzt werden kann. Letztlich sollte auch die Einführung des Euro diesem übergeordneten politischen Ziel dienen: Der Euro sollte nach der deutschen Wiedervereinigung auch die europäische Einigung unumkehrbar machen beziehungsweise sie weiter forcieren.

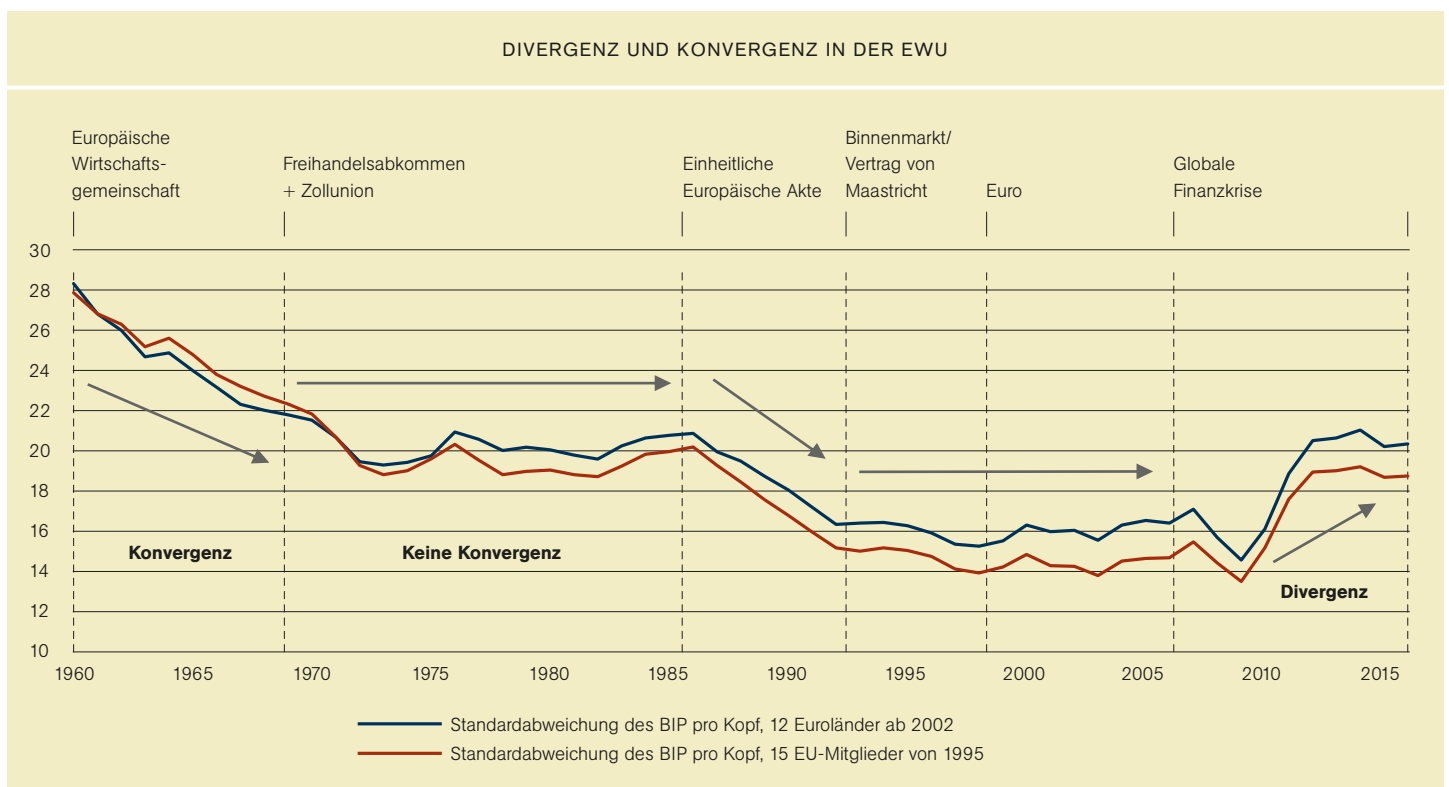
Zugleich sollte der Euro aber auch dem zweiten Ziel, dem Wohlstand, dienen. Und zunächst erfüllte sich diese Hoffnung auch: Gerade den

schwächeren Ländern der Peripherie bescherte der Euro rückläufige Inflationsraten und einen kräftigen, langanhaltenden Aufschwung. Die Lebensumstände, gemessen beispielsweise am Bruttoinlandsprodukt pro Kopf, glichen sich an.

Doch die internationale Finanzkrise legte die wirtschaftlichen Probleme des Eurozonen-Konstruktes schonungslos offen. Der vor allem auf einem Immobilienboom beruhende Aufschwung in einigen Peripheriestaaten kam abrupt zu seinem Ende und stürzte vor allem die südeuropäischen Staaten in eine schwere Krise. Deutschland profitierte dagegen von den Reformen, die die Regierung Schröder eingeleitet hatte. Seit der Finanzkrise nimmt die wirtschaftliche Heterogenität in der Eurozone zu. Gemessen am pro Kopf erwirtschafteten Bruttoinlandsprodukt läuft die Entwicklung der Euroländer wieder auseinander: Die Arbeitslosigkeit erreicht in den Peripherieländern Höchststände, während der Norden weiter prosperiert. Der Euro hat sich vom „Kitt Europas“ – seiner eigentlichen Bestimmung – zum Spaltpilz entwickelt.

Man kann trefflich darüber streiten, ob es ökonomisch klug war, die Gemeinschaftswährung einzuführen. Klar ist, dass – da sie nun einmal eingeführt ist – eine Abkehr vom gemeinsamen Währungsraum Europa deutlich zurückwerfen würde. Dies dürfte einige

Staaten nicht nur finanziell überfordern, es hätte massive politische Folgen, wenn die EWU wieder in Kleinstaaterei zurückfallen würde. Der Westen verliert ohnehin kontinuierlich an Bedeutung. Ökonomisch gesehen holt der Rest der Welt – vor allem Asien – auf, zumal Europa unter demografischen Gesichtspunkten zu den Verlierern zählt: War um 1900 noch jeder vierte Erdenbürger ein Europäer, so wird Europas Anteil an der Weltbevölkerung in wenigen Jahren nur noch bei 10% liegen. Der eigentliche Westen, die USA und die EU, liefern derzeit nur noch ein Drittel des Brutto-weltprodukts, Tendenz fallend. Das wirtschaftliche Wachstum findet woanders statt: Inzwischen stammen drei Viertel des Wachstums aus den Entwicklungs- und Schwellenländern, insbesondere aus Asien. Dieser (relative) Bedeutungsverlust geht auch an den Überzeugungen und Grundwerten des Westens nicht spurlos vorbei. Jedes Land hat eine andere Art, damit umzugehen, aber die Strahlkraft des Westens verblasst. Das Brexit-Votum und die Wahl Donald Trumps sind einerseits Ausdruck dessen und haben andererseits noch einmal vor Augen geführt, wohin die Abkehr von Weltoffenheit und Globalisierung führen. Allmählich reift die Erkenntnis, dass Europa sich diesem Sog nur entziehen kann, wenn es geeint auftritt. Nur dann kann es gelingen, ein zumindest gleich großes Stück am kleiner werdenden Kuchen der politischen Gestaltungsmöglichkeiten zu ergattern.



Quelle: Europäische Zentralbank

EWU: DER WEG ZUM OPTIMALEN WÄHRUNGSRAUM IST NOCH WEIT

Im Regelfall fallen Währungsraum und Staatsgebiet zusammen. Das hat zwei Konsequenzen: Zum einen wird die Fiskalpolitik des Staates diszipliniert, denn die Märkte reagieren mit steigenden Zinsen oder einer Abwertung der Landeswährung auf eine mangelhafte Haushaltsdisziplin. Zum anderen ist die Zentralbank in der Lage, für die jeweilige konjunkturelle Situation der Volkswirtschaft eine angemessene Geldpolitik zu finden. In schweren Krisen kann sie als „lender of last resort“, also als Geldgeber der letzten Instanz, auftreten, um das Finanzsystem zu stabilisieren. Die dabei unvermeidlich auftretenden Umverteilungseffekte bleiben auf das jeweilige Staatsgebiet beschränkt.

Die Europäische Währungsunion startete mit einem Gebiet, das keinen optimalen Währungsraum darstellte. Zwar wurde insbesondere von deutscher Seite viel Wert darauf gelegt, die fehlende Disziplinierung, die die Fiskalpolitik zuvor über die Märkte erfahren hatte, durch geeignete Verträge, wie den Stabilitäts- und Wachstumspakt, zu ergänzen. Allerdings entfalten die Verträge nicht die rechtliche Bindungskraft, die man sich von ihnen erhofft hatte. Und ein zweites Problem offenbarte sich: Die Voraussetzungen für eine auf alle Mitglieder passende Geldpolitik sind bis heute nicht erfüllt.

Wie müsste ein optimaler Währungsraum aussehen? Idealerweise handelt es sich bei dem Währungsgebiet um einen homogenen Wirtschaftsraum. Treffen nämlich ökonomische Schocks alle Mitgliedsländer des Währungsraums im gleichen Maße, dann ist auch zu jedem Zeitpunkt die einheitliche Geldpolitik für alle Mitgliedsstaaten gleichermaßen richtig. Offensichtlich ist diese ideale Konstellation in der

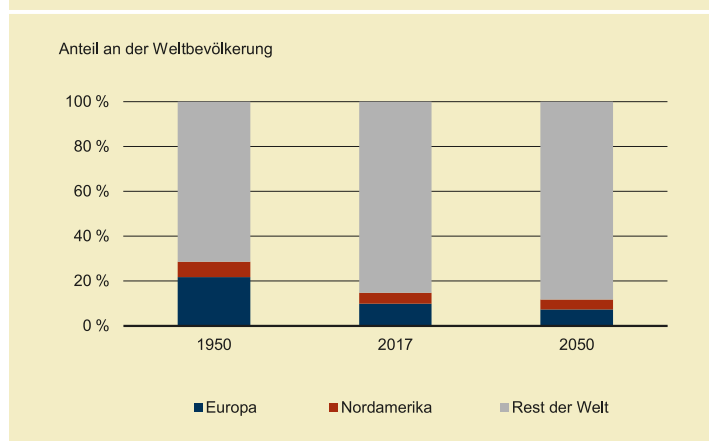
Eurozone nicht gegeben. Allerdings trifft man sie vermutlich kaum auf der Welt an. Auch in den USA gibt es Regionen, die sich seit Jahren auf dem absteigenden Ast befinden, während andere boomen.

Wenn sich also nun die einzelnen Mitgliedstaaten in unterschiedlichen Konjunkturphasen befinden, dann muss es in einem Währungsraum Möglichkeiten geben, diese Schocks zu absorbieren. Eine Möglichkeit wäre die völlige Mobilität der Faktoren Kapital und Arbeit. Für den Faktor Kapital ist dies – auch in der EWU – weitgehend der Fall, für den Faktor Arbeit jedoch nicht. Zögen die Arbeitskräfte immer dorthin, wo ihre Arbeitskraft gebraucht wird, so würden sich die Arbeitslosenquoten angleichen. Selbst in den USA, wo die Mobilität größer ist als in der EWU, ist dies nicht unbegrenzt der Fall, das zeigen die stark unterschiedlichen Arbeitslosenquoten in den einzelnen Bundesstaaten. In der Eurozone wird die Mobilität schon allein aufgrund der Sprachbarrieren, der kulturellen Unterschiede und der grundverschiedenen Berufsqualifikationen begrenzt.

ENGERES FISKALISCHES ZUSAMMENRÜCKEN NÖTIG

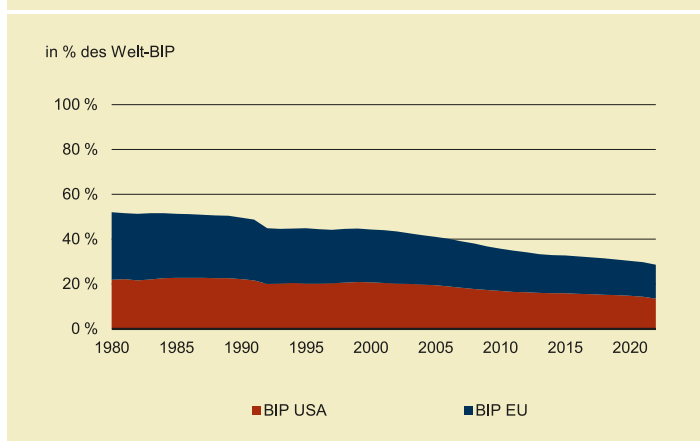
Wenn aber die Faktoren Arbeit und Kapital nicht mobil und auch die Faktorpreise nicht hinreichend flexibel sind, dann müssen andere Mechanismen den notwendigen Ausgleich herbeiführen. Dort, wo Nationalstaat und Währungsraum identisch sind, sorgen im Regelfall die automatischen Stabilisatoren, also die Staatshaushalte und die Sozialversicherungen, für einen konjunkturellen Ausgleich. Dies ist auch in der Eurozone der Fall, nur findet dieser Austausch dort ausschließlich innerhalb der Landesgrenzen statt und nicht zwischen den Staaten. Solange die Eurozone ein Staatenverbund ist, bleibt dieses Problem bestehen. Die Geldpolitik ist zentralisiert, die Fiskalpolitik ist es trotz des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht.

EUROPAS ANTEIL AN DER WELTBEVÖLKERUNG SINKT, ...

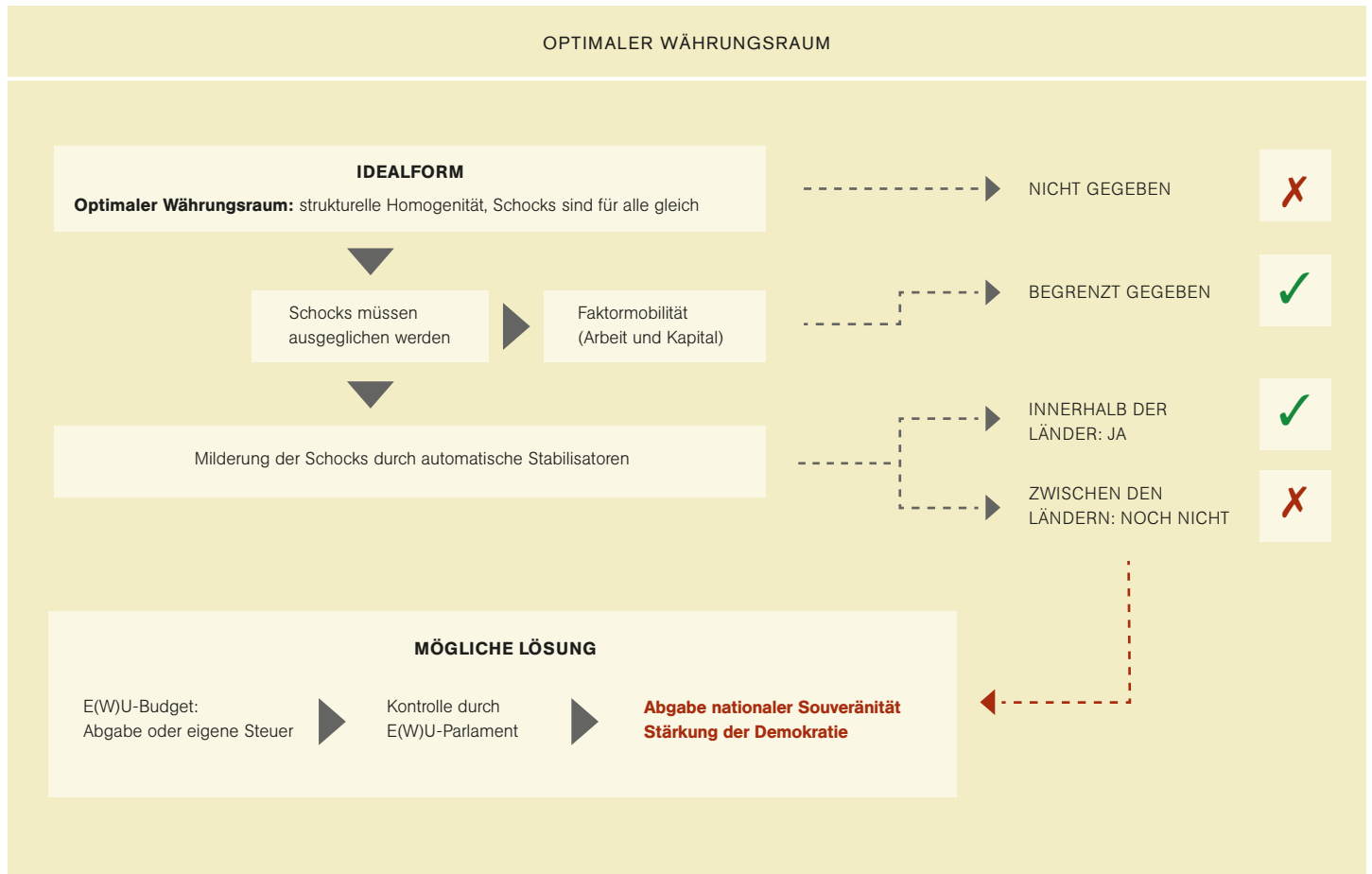


Quelle: OECD

... EBENSO WIE DER ANTEIL AM WELT-BIP



Quelle: OECD



Quelle: Sal. Oppenheim KGaA

Auch wenn es derzeit unrealistisch erscheint, ist es mittel- bis langfristig doch denkbar, dass die EWU Schritte in Richtung einer föderalen Union unternimmt: weg von einem Staatenverbund, hin zu einem Bundesstaat. Dies wäre allerdings mit einer spürbaren Abgabe von Souveränität verbunden, was bisher noch als kaum denkbar gilt. Zudem wären umfangreiche Änderungen in den EU-Verträgen nötig, die sich sehr lange hinziehen dürften. Käme es dennoch irgendwann dazu, müsste eine EWU-Regierung von einem EWU-Parlament (dies könnte ein Teil des EU-Parlaments sein) gewählt werden und wäre diesem rechenschaftspflichtig. Dabei würde der EWU-Finanzminister direkt ein Budget erhalten, das sich aus Steuereinnahmen speist. Alternativ wäre es denkbar, dass die EWU-Staaten einen definierten Spielraum bei der Ausgestaltung ihrer Haushaltspolitik besäßen. Doch wenn eine zuvor festgelegte Defizitgrenze gebrochen würde, dürfte der europäische Finanzminister auf die nationalen Haushalte durchgreifen. Damit würden die Mitgliedsstaaten mehr Souveränität an den EWU-Finanzminister abgeben, als sie momentan zugunsten des Stabilitäts- und Wachstumspakts aufgegeben haben.

So wäre im Grunde ein großer Schritt in Richtung eines europäischen Bundesstaates vollbracht: Die EWU würde durch eine Regierung vertreten, die einem „richtigen“ Parlament gegenüber verantwortlich wäre, das über ein eigenes Budget verfügen könnte.

KRITIK AN EU UND EWU: DEMOKRATIEDEFIZIT ...

Um sich in Richtung dieses Optimums zu bewegen, bedürfte es der Abgabe nationaler Souveränität. Und das war für die meisten Länder bis zuletzt nicht akzeptabel und daher nicht verhandelbar – wenn nicht gar undenkbar.

Wie könnte ein solcher Zusammenschluss je Zustimmung erfahren, wenn EU und EWU bereits jetzt ein erhebliches Akzeptanzproblem in der Bevölkerung haben? So werden Wahlen zum EU-Parlament häufig nicht besonders ernst genommen und zum Protest genutzt, um der eigenen Regierung einen Denkmittel zu verpassen nach dem Motto: „Meine Stimme zählt ohnehin nicht.“ Auf der anderen Seite wird das Demokratiedefizit vor allem dann empfunden, wenn es um die Frage geht, was die Parlamentarier im

EU-Parlament überhaupt tun, wenn die Entscheidungen letztlich doch von den Staats- und Regierungschefs in nächtlichen Marathonsitzungen getroffen werden.

... UND MANGELNDE REGELDURCHSETZUNG

Der andere Punkt, der vor allem von deutscher Seite bemängelt wird, betrifft die fehlende Bereitschaft, Regeln einzuhalten. In der Vergangenheit sind Währungsunionen häufig an der Nichteinhaltung der Fiskaldisziplin gescheitert. Um dies zu verhindern, hat Deutschland bei der Konstruktion der Währungsunion auf die Einführung des Stabilitäts- und Wachstumspakts bestanden, in dem insbesondere die Einhaltung der Defizitgrenze von 3% des BIP verankert ist. De facto ist diese Regel in den letzten 15 Jahren mehr als 100 Mal gebrochen worden. Besonders fatal war der Regelbruch, den die deutsche und die französische Regierung 2003 begingen, denn er lieferte eine Blaupause für die späteren Regelbrüche anderer Länder. Da die EU-Kommission keine Durchgriffsrechte auf die Haushalte der EWU-Länder hat, kann sie nur Empfehlungen geben. Dabei ist sie aber immer auf die Mitarbeit der Länder angewiesen, diese Vorgaben auch zu befolgen. Einzelne Länder, wie beispielsweise Frankreich, konnten in der Vergangenheit vom Wohlwollen der EU-Kommission profitieren, um eine erneute Fristenverlängerung bis zur Erreichung der Defizitziele zu bekommen, „weil es eben Frankreich ist“, wie EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker einmal sagte.

Viele Länder und auch Politiker lehnen den Stabilitätspakt ab, weil sie sich dadurch in ein enges Korsett gezwängt sehen, das ihnen die „Luft zum Atmen“ nehme. Dabei wurde vor allem der Sparkurs, dem sich einige Länder während der Finanz- und Staatsschulden-

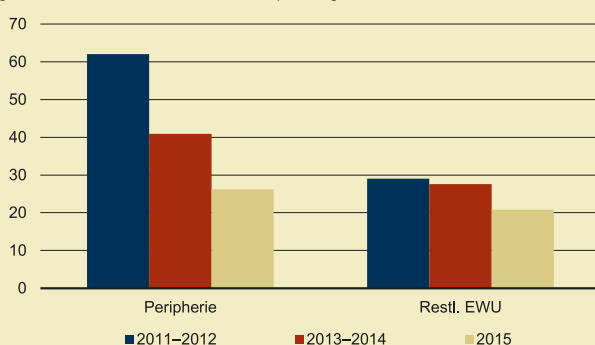
krise aussetzen mussten, heftig kritisiert, weil er die Wirtschaft, die ohnehin schon hohen Belastungen durch die Finanzkrise ausgesetzt war, noch weiter belastete. Dies – zusammen mit dem Ausbleiben struktureller Reformen – hat die Zunahme ökonomischer Divergenzen in der Eurozone forciert. Das wiederum führt zu Unzufriedenheit in der Bevölkerung und schürt den Zwist zwischen Gewinner- und Verliererländern. Kein Wunder, dass populistische Parteien offen zum Austritt aus der Gemeinschaftswährung aufrufen und den Sinn der EU-Mitgliedschaft anzweifeln. Das Dilemma zwischen den Ländern, die auf Regeleinhaltung pochen, und jenen, die nach höherer Selbstbestimmung verlangen, offenbart aber gleichzeitig auch die politischen Gegensätze in der EWU, durch die wirtschaftliche Divergenzen noch verstärkt werden. Vielleicht entsteht nun durch die konjunkturelle Erholung, die den gesamten Währungsraum erfasst hat, ein Zeitfenster, um eine Brücke über diese Kluft zu schlagen. Dann würde man auf dem Weg zur engeren Union vorankommen.

MEHR EUROPA WAGEN?

Die Kluft zwischen dem möglichen Optimum und dem derzeitigen Zustand der EU/EWU ist gewaltig. Doch während das Pendel bis vor kurzem noch in Richtung „weniger Europa“ ausschlug, kam durch die Wahl von Emmanuel Macron zum französischen Staatspräsidenten ein konträrer Schwung in die Debatte. Mit einem europafreundlichen Kurs hat er die Wahl gewonnen und will nun sogar „mehr Europa wagen“. Könnte dies der Wendepunkt sein? Doch wie will er die Skeptiker ins Boot holen? Bevor wir uns mit den französischen Vorstellungen und anderen Ideen zu den institutionellen Veränderungen befassen, wollen wir zunächst auf die politischen Projekte eingehen, die bereits jetzt in der Pipeline sind.

NACHLASSENDER REFORMEIFER

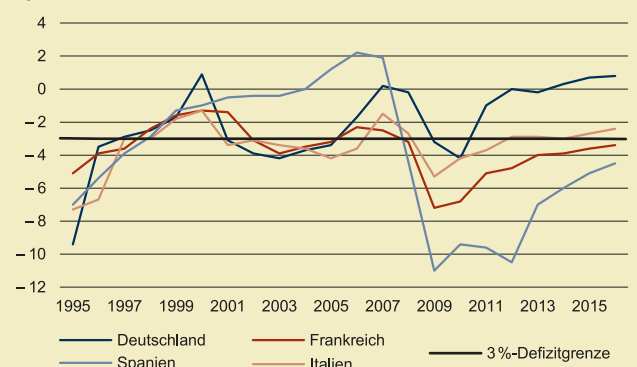
Umgesetzte Reformen in % der OECD-Empfehlungen



Quelle: OECD Going for Growth, 2016

VERFEHLUNG DER DEFIZITGRENZE

Budgetdefizit in % des BIP



Quelle: Haver Analytics Inc.

ERSTE SCHRITTE – UNTER DRUCK – GEMACHT

In der Staatsschuldenkrise, die die Eurozone an den Rand ihrer Existenz gebracht hat, wurden aus der Not heraus institutionelle Veränderungen eingeführt. Dazu zählt die Errichtung des „Europäischen Stabilitätsmechanismus“ (ESM), der sich aus Mitteln der EWU-Staaten speist und den in Not geratenen Ländern Kredite einräumt, gleichzeitig aber auch Reformen und Haushaltskonsolidierung verlangt. Darüber hinaus hat die Krise vor allem deutlich gemacht, dass Banken und Staat in vielen Ländern so stark miteinander verwoben sind, dass sie durch finanzielle Probleme des jeweils anderen in eine Solvenzkrise geraten könnten. Erklärtes Ziel der Bankenunion ist es, diese Verstrickung aufzuheben. Dazu haben die Schaffung einer einheitlichen europäischen Bankenaufsicht sowie die Verständigung auf ein Verfahren zur Bankenabwicklung bereits wesentlich beigetragen.

WEITERENTWICKLUNG DES FINANZSEKTORS

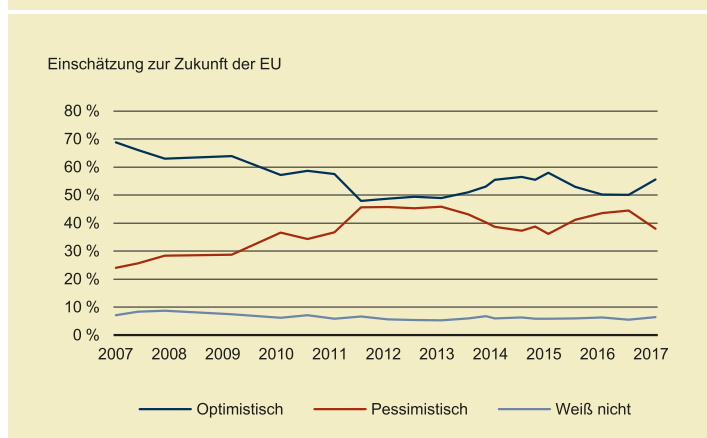
Zur Vollendung der Bankenunion fehlt bis 2025 allerdings noch das fiskalische „Fangnetz“ eines einheitlichen Bankenabwicklungsfonds. Dieser sollte dann als letzte Instanz zum Einsatz kommen, falls der Finanzierungsbedarf durch den von den Banken vorfinanzierten Abwicklungsfonds nicht ausreichen sollte. Außerdem besteht noch immer keine gemeinsame europäische Einlagensicherung. Alle EU-Länder sind zwar verpflichtet, bankenfinanzierte Einlagensicherungsfonds aufzubauen, damit im Entschädigungsfall Bankeneinlagen bis zu 100.000 Euro garantiert sind. Bis jetzt scheiterte aber ein einheitlicher Mechanismus am Einspruch Deutschlands.

Darüber hinaus strebt die EU-Kommission in ihrem „Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion“ bis

2025 eine Vollendung der Finanzmarktunion an. Dazu zählt auch eine Strategie für die Behandlung notleidender Kredite. Dies betrifft nicht nur die Aufsicht, sondern auch Maßnahmen zur Entwicklung eines Sekundärmarkts für notleidende Kredite. Nicht zu vergessen ist zudem die Schaffung einer Kapitalmarktunion. Dabei soll es nicht darum gehen, die bankseitige Kreditvergabe aufzugeben, die bisher einen Anteil von 80 % an der gesamten Finanzierung hat, sondern sie um Kapitalmarktfinanzierungen zu ergänzen. Welche Potenziale sich dadurch ergeben, zeigt ein Blick auf die Größe des US-amerikanischen Aktienmarktes oder auf den dortigen Markt für Verbriefungen und Wagniskapital. Nicht zuletzt sollte auch an der weiteren Vertiefung des Binnenmarktes gearbeitet werden, denn gerade im Dienstleistungsbereich, der rund 70 % der Wirtschaft ausmacht, ist der Handel aufgrund von Regulierungen noch immer stark beschränkt.

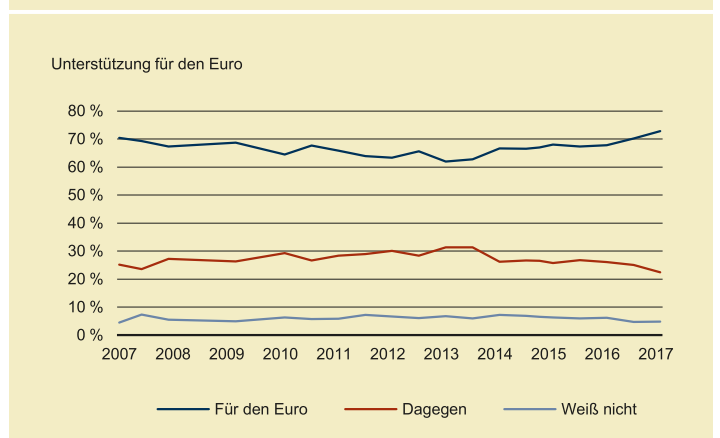
In all diesen Punkten rechnen wir mit einer Umsetzung innerhalb der nächsten fünf Jahre, optimistisch sind wir vor allem bei den Maßnahmen zur Vollendung der Finanzunion. Allerdings werden sich diese Erfolge der öffentlichen Wahrnehmung vermutlich weitgehend entziehen. Da der Finanzsektor noch immer als die Achillesferse der Eurozone gilt, wäre es unserer Meinung nach aber durchaus sinnvoll, an dieser Stelle anzusetzen. Gerade die unzureichende Sanierung der Banken in den Peripherieländern ist immer noch ein wesentlicher Grund dafür, dass die wirtschaftliche Erholung verhalten ausfällt. Darüber hinaus sind diese Projekte schon Teil der Diskussion innerhalb der EU-Kommission und der Eurogruppe, das heißt, es gibt bereits einen Grundkonsens, diese Projekte anzugehen. Dies ist ein nicht zu unterschätzender Vorteil, wenn es um die Umsetzung geht.

EU-BÜRGER WERDEN WIEDER OPTIMISTISCHER ...



Quelle: EU-Kommission, Eurobarometer Frühjahr 2017

... UND SCHÄTZEN DEN EURO



Quelle: EU-Kommission, Eurobarometer Frühjahr 2017

WIE KANN ES WEITERGEHEN?

Während die oben beschriebenen Punkte eher eine Vielzahl kleinerer Schritte auf dem Weg zu einem geeinteren Europa erwarten lassen, erweckt der neue französische Präsident den Eindruck, als habe er größere Lösungen für Europa und besonders für die Eurozone im Sinn. Von eigenen Budgets für bestimmte Ressorts, aber auch von einem europäischen Finanzminister wird gesprochen. Auch die deutsche Kanzlerin ist einigen seiner Vorschläge anscheinend nicht abgeneigt. Allerdings spricht sie eher von einem „Fahrplan für eine Weiterentwicklung der Wirtschafts- und Währungsunion“, bei dem ein gemeinsamer Finanzminister dann vorstellbar wäre, wenn die Rahmenbedingungen stimmen und nicht an falscher Stelle vergemeinschaftet wird.

Dabei macht die Bundeskanzlerin deutlich, dass Deutschland nicht an eine Transferunion denkt, sondern gerade in Haftungsfragen die Kontrolle bei den einzelnen Nationalstaaten belassen will. Dies

verdeutlicht, wie weit die Positionen, die Deutschland und Frankreich vertreten, immer noch voneinander entfernt liegen, trotz des gemeinsamen Ziels einer weiteren Integration Europas. Wir gehen im Folgenden auf die Punkte ein, die vor allem vom französischen Präsidenten in die Diskussion eingebracht werden:

WIE SINNVOLL IST EINE WIRTSCHAFTSREGIERUNG?

In der gerade von Frankreich initiierten politischen Diskussion um die Weiterentwicklung der EU geht es um eine Wirtschaftsregierung, durch die eine stärkere Koordination in der Wirtschafts- und Finanzpolitik erreicht werden könnte. Dabei könnte ein ernannter EWU-Finanz- oder -Wirtschaftsminister diese Aufgabe übernehmen. De facto findet dies bereits statt, seit das „Europäische Semester“ 2012 eingeführt wurde. Durch diese Vereinbarung sind die EU-Mitgliedstaaten gehalten, ihre Wirtschafts- und Fiskalpolitik aufeinander abzustimmen. Vorgesehen ist eine Koordination in drei Hauptbereichen: Dazu zählen Strukturreformen, eine Fiskalpolitik, die im

MÖGLICHE AUFGABENVERTEILUNG WIRTSCHAFTSREGIERUNG / FINANZMINISTER

	KONJUNKTUR	STRUKTURPOLITIK
EBENE DER MASSNAHMEN (WIRTSCHAFTS-REGIERUNG)	„Wirtschaftsregierung“: koordinierte Wirtschaftspolitik  	Empfehlungen / Best Practice (sollte verpflichtend sein)  
		Strukturreformen als Auflage der Wirtschafts- bzw. Finanzregierung (Geld gegen Reformen) (verpflichtend)  
FINANZIELLE MITTEL (FINANZMINISTER)	„Konjunktureller Spitzenausgleich“, z. B. gemeinsamer Arbeitslosenfonds  	Aufstockung Regionalförderfonds etc.  
	1. Eigenes Budget (eigene Steuer oder Steuermittel von Mitgliedstaaten) mit Haushaltsrecht des EU-Parlamentes, d. h. Abgabe von staatlicher Souveränität 2. „Durchgriffsrecht“ der EU (analog zum deutschen Stabilitätsrat)	



Diskussionsfortschritt



Effektivität

Einklang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt steht und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sicherstellen soll, sowie die Vermeidung makroökonomischer Ungleichgewichte.

Wir erwarten, dass sich die Mitgliedstaaten Frankreich zuliebe auf eine Wirtschaftsregierung einigen werden, die dann formal von einem Mitglied der EU-Kommission geleitet wird. Diese Person würde zum „Europäischen Finanz- und Wirtschaftsminister“ ernannt. Den wirtschaftlichen Nutzen einer solchen Maßnahme sehen wir aber als begrenzt an, denn das Kernproblem der Missachtung fiskalischer Regeln würde auch ein europäischer Finanz- und Wirtschaftsminister nicht lösen können. Letztlich wäre auch er auf die Kooperation der Staaten angewiesen, die Regeln einzuhalten. Ohne wirkliche Durchgriffsrechte stünde er bei Regelverstößen ebenso hilflos da wie andere EU-Kommissare vor ihm. Solange Staaten ihre nationalen Interessen höher gewichten, helfen auch keine proforma-institutionellen Reformen.

Des Weiteren wird über ein gemeinsames Investitionsbudget diskutiert. Auch dies besteht eigentlich bereits seit 2015 in Form des Juncker-Investitionsfonds, aber auch in Gestalt der verschiedenen EU-Regional- und -Kohäsionsfonds. Ein Finanz- oder Wirtschaftsminister könnte diesem Etat vorstehen, er wäre aber mehr ein Verwalter als ein Gestalter. Letztlich würden damit vermutlich weitere finanzielle Mittel aktiviert. Es bleibt aber die Frage, ob die Nationalstaaten diese Projekte nicht eher durch eigene Initiativen fördern könnten, statt sie an Brüssel abzutreten. Dem Prinzip der Subsidiarität würde damit eher gedient.

EIN ERSTER SCHRITT:

VORSICHTIGER EINSTIEG IN DIE UMVERTEILUNG

Wie bereits im Abschnitt „Der Weg zu einer optimalen Währungsunion“ erläutert, bedarf es einer Art Ausgleichsmechanismus, um die EWU gegenüber Schocks resistenter zu machen. Dies könnte ein Länderfinanzausgleich wie in Deutschland sein oder Transferzahlungen an verschiedene Regionen beziehungsweise Nationalstaaten. Diese Mittel könnten im Krisenfall von der jeweiligen nationalen Regierung angeordnet werden. Auch wenn es sich bei der EWU eigentlich um eine Wirtschafts- und Währungsunion handelt, darf die politische Dimension hier nicht unterschätzt werden. Am deutlichsten wurde dies durch den Bruch der „No-Bailout“-Klausel, als Griechenland seinen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen konnte. Aufgrund großer wirtschaftlicher Divergenzen erscheint es sinnvoll, das politische Ziel eines konjunkturellen wirtschaftlichen Ausgleichs stärker in den Fokus zu rücken. Strukturell erfolgt dies bereits über den EU-Kohäsionsfonds und den EU-Regionalfonds. Deshalb könnten wir uns einen Fonds vorstellen, der beispielsweise

dazu dient, „Konjunkturspitzen“ auszugleichen. Anders aber als die „Rainy Days Funds“ in den USA würde ein solches Konstrukt nicht nur dem Ausgleich über die Konjunkturzyklen hinweg, sondern auch zwischen den Staaten dienen. So wäre es denkbar, dass alle EWU-Mitgliedstaaten zunächst Beiträge nach der Leistungsfähigkeit erbringen, um Geld für schlechte Zeiten bereitzustellen. Länder, die sich in Abschwungphasen befinden, würden nicht nur von den Beitragszahlungen befreit, sondern könnten auch – je nach zuvor festgelegter „Bedürftigkeit“ – Gelder aus diesem Fonds erhalten. Über diese Verteilung könnte der europäische Finanzminister wachen. Damit hätte die EWU ein zusätzliches Instrument, um die fatalen Auswirkungen tiefer Rezessionen zu glätten.

Der Vorteil eines solchen Fonds läge unserer Meinung nach darin, dass die Mittel nur für Krisensituationen verwendet werden dürften. Es würde sich also nicht um dauerhafte Transfers handeln, um schwächere Regionen in einigen Ländern zu unterstützen. Gleichwohl birgt dieser Vorschlag erhebliche Brisanz. Derzeit würde jeder davon ausgehen, dass ein wirtschaftlich starkes Land wie Deutschland andere Länder unterstützt. Ein Blick auf das Jahr 2009 zeigt jedoch, dass es auch anders ausgehen könnte: Deutschland befand sich zu diesem Zeitpunkt wegen seiner hohen Exportabhängigkeit in einer tiefen Rezession. Das BIP schrumpfte um 5,6 %, während es in Spanien und Frankreich „nur“ um 3,6 % zurückging. Hätten sich die Hilfen am BIP-Rückgang orientiert, hätte Deutschland relativ mehr Geld aus dem Fonds erhalten als Spanien – das im weiteren Krisenverlauf in eine noch tiefere und längere Rezession abrutschte.

Eine Umverteilung würde also nicht ausschließlich von Norden nach Süden, sondern könnte – je nach Situation – auch umgekehrt erfolgen. Dies würde die bisherige Praxis auf den Kopf stellen und müsste von den einzelnen Staaten erst einmal akzeptiert werden. Damit wäre Streit vorprogrammiert. Wir rechnen daher eher mittelfristig mit der Einführung eines solchen Fonds, wobei auf eine klare Abgrenzung der Auszahlungskriterien, die ein bedürftiges Land erfüllen muss, zu hoffen sein wird.

NICHT NUR WIRTSCHAFTLICHE INTEGRATION

ERFORDERLICH

Die bisher angesprochenen Punkte betreffen eher wirtschaftliche Aspekte, um die Funktionsfähigkeit der Währungsunion zu verbessern. Aber wäre die Politik darüber hinaus bereit, weitere Schritte in Richtung einer politischen Union zu gehen? Dies erscheint derzeit vor dem Hintergrund der Divergenzen innerhalb der EU nur schwer vorstellbar. Nach dem Brexit und den damit verbundenen Zerfallerscheinungen (man konnte sich politisch nur auf ein

„Weiter so“ einigen) ist es fraglich, wer den Mut und die Entschlossenheit aufbringen soll, um solche gravierenden politischen Veränderungen herbeizuführen. Ganz ähnliche Fragen wurden allerdings auch in den 1980er- und 1990er-Jahren aufgeworfen. Es erforderte sehr viel Mut, mit dem Europäischen Binnenmarkt auch eine Europäische Währungsunion anzustreben. Aber der politische Wille war vorhanden und so wurde die Umsetzung dieses übergeordneten Ziels im Delors-Plan verankert. Staaten wie Italien haben dann sogar den politischen Willen aufgebracht, wirtschaftliche Einbußen hinzunehmen, um an der Währungsunion teilhaben zu können. Wenngleich dies vor allem ökonomisch begründet war, scheint doch einiges möglich zu sein, wenn man nur will.

Für einen ähnlich großen Wurf wie in den 1980er- und 1990er-Jahren erscheint es uns zu früh. Dazu sind EU und EWU mittlerweile zu groß und die Interessen der „alten EU-Staaten“ und der osteuropäischen Staaten liegen zu weit auseinander. Doch gerade angesichts der US-Politik scheint vielen Menschen klarzuwerden, was ihnen verloren ginge, wenn die E(W)U scheitern würde. Ansatzpunkte für eine größere Geschlossenheit böten sich in der Verteidigungs- und vor allem auch in der Flüchtlingspolitik. Es wäre viel gewonnen, wenn auf diesen Gebieten enger zusammengearbeitet würde, zumal ein geschlossenes Auftreten verdeutlichen könnte, warum eine EU-Mitgliedschaft sinnvoll ist.

MEHR MACHT FÜR DAS PARLAMENT!

Darüber hinaus sollte man auf jeden Fall beim gefühlten Demokratiedefizit der EU ansetzen, was sich insbesondere an der Kritik am Europäischen Parlament festmacht. Ein „echtes“ Parlament sollte die Regierung – in diesem Fall die Kommission – kontrollieren und die Macht der nationalen Staats- und Regierungschefs deutlich beschränken und einen Souveränitätsverlust für die Nationalstaaten bedeuten. Im ersten Schritt könnte ein Budget für EU-weite Aufgaben eingerichtet werden (Flüchtlinge, Verteidigung). Über die Nutzung der Mittel wären die zuständigen EU-Minister dem Parlament rechenschaftspflichtig.

All dies scheint ferne Zukunftsmusik zu sein, wenn man bedenkt, wie sehr das Vertrauen durch die Regelverstöße in den letzten Jahren beschädigt wurde. Dennoch halten wir es für möglich, dass die Diskussion darüber beginnt und dass dieser Punkt auf den verschiedenen Gipfeln auf die Tagesordnung kommt und nicht schnell wieder in der Schublade verschwindet. Zwar dürfte noch viel Zeit verstreichen, bis sich tatsächlich etwas ändert; gleichwohl wäre allein die verbindliche Ankündigung, dass an dem Thema „politische Union“ gearbeitet wird, ein positives Signal. Gerade für Investoren, die von außen auf die EU/EWU schauen, wäre dies ein

Zeichen, dass sich in Europa etwas bewegt. Angesichts der Vielzahl der Länder, die mittlerweile in der EU sind, sehen wir die Chance für eine Stärkung der politischen Komponente aber vor allem innerhalb der EWU, wodurch das Europa der zwei Geschwindigkeiten weiter forciert würde.

FAZIT: NOCH EIN WEITER WEG ...

Frankreich und Deutschland preschen derzeit in der Europapolitik voran. Wir erwarten, dass nach der Bundestagswahl Vorschläge zur Weiterentwicklung der EU/EWU auf den Tisch kommen werden. Bisher ist von den anderen 19 EWU-Staaten und den acht weiteren EU-Staaten (ohne Großbritannien) noch nicht viel zu hören und es bleibt abzuwarten, wie sie diese Entwicklung einschätzen beziehungsweise welche Positionen sie vertreten wollen. Dabei spielt sicherlich auch der Ausgang der Parlamentswahl in Italien im kommenden Frühling eine entscheidende Rolle. Wir gehen aber in unserem Basisszenario davon aus, dass die populistische Fünf-Sterne-Bewegung nicht an einer Regierung beteiligt werden wird. Unserer Meinung nach ist positiv, dass das Thema „Weiterentwicklung Europas“ im positiven Sinne wieder auf der Agenda steht. Dabei scheint eine breite Diskussion über die Werte und Aufgaben von EU und EWU zwingend notwendig, und zwar nicht nur in den Feuilletons, sondern in der breiten Bevölkerung. Es muss klar sein, was mit diesem europäischen Bündnis erreicht werden soll. Idealerweise sollte eine europaweite Kampagne lanciert werden.

Wichtig ist festzuhalten, dass es keinen einfachen Weg gibt, die wirtschaftliche Lage, gerade in den Peripherieländern, schnell zu verbessern – es sei denn, man einigte sich auf umfangreiche Transfers, was innerhalb der EU nicht mehrheitsfähig wäre. Auch durch die in dieser Publikation diskutierten institutionellen Veränderungen würde sich die wirtschaftliche Situation nicht automatisch bessern, perspektivisch gewönne die EWU aber an Handlungsfähigkeit. Der Verdrossenheit in der Bevölkerung über die wirtschaftliche Lage, für die vielfach die EU verantwortlich gemacht wird, kann letztlich nur in den Nationalstaaten selbst begegnet werden. Und dies kann nicht über eine laxe Haushaltspolitik erfolgen. Letztlich führt kein Weg an strukturellen Reformen vorbei, denn nur so wird das Wachstumspotenzial gestärkt. Frankreich hat nun offensichtlich diesen Weg eingeschlagen und Reformen am Arbeitsmarkt auf den Weg gebracht. Dabei hat das Land konjunkturellen Rückenwind, was die zu erwartenden Einschnitte mildern sollte. Über eine parallele Haushaltskonsolidierung soll in Frankreich zudem versucht werden, die Vorgaben des Stabilitätspakts zu erfüllen, um Vertrauen zu gewinnen. Italien hat diesen Weg aber immer noch vor sich.

Nach den Erwartungen, die der französische Präsident geschürt hat, sollte das Ergebnis mehr als nur eine neue Verpackung alter Zöpfe sein. Die angedachte verstärkte Koordinierung der Wirtschafts- und Finanzpolitik allein würde den Status quo nicht wesentlich ändern. Die Kernfrage bleibt: Wie können die Regeln des Stabilitätspakts eingehalten werden, und welche Sanktionsmöglichkeiten gibt es bei Nichteinhaltung? Da wir kurzfristig nicht erwarten, dass einem europäischen Finanzminister Durchgriffsrechte auf die nationalen Budgets eingeräumt würden, blieben die wirtschaftlichen Effekte einer solchen Koordinierung begrenzt.

Mehr Erfolg könnte dagegen ein Fonds haben, der aus nationalen Mitteln gespeist würde, um konjunkturelle Rückschläge abzufedern. Es wäre auf jeden Fall ein erster Schritt in Richtung einer engeren Gemeinschaft, ohne gleich in eine Transferunion einzutreten. Doch auch bei der Frage, wie die Mittel verteilt werden, steckt der Teufel im Detail. Es gehört auch hier Mut dazu, einen solchen Fonds ins Leben zu rufen, denn schließlich könnten sich wirtschaftliche Situationen ergeben, in denen der „arme“ Süden für den „reichen“ Norden zahlen müsste. Allerdings könnte vor allem das zuletzt wieder größer gewordene wirtschaftliche Gefälle zwischen den Kern- und den Peripheriestaaten dazu führen, dass sich die Staats- und Regierungschefs auf ein solches Konstrukt einigen.

Besonders viel Mut würde die Weiterentwicklung in Richtung einer engeren politischen Union erfordern. Hier sind unserer Meinung nach die größten Fragezeichen zu sehen, ob die Politiker der EWU- und EU-Staaten die Entschlossenheit haben, um nach dem Brexit mehr, nicht weniger politischen Zusammenhalt zu zeigen. Schnell wird das nicht gehen und vor allem viel Überzeugungsarbeit kosten. Wir erwarten eine anhaltende und verbindliche Diskussion über weitreichendere Befugnisse für das E(W)U-Parlament.

... ABER ES GEHT VORAN

Was bleibt am Ende übrig, wenn man von außen auf die EWU/EU schaut? Wie in der Vergangenheit werden es zunächst eher die kleinen Schritte sein, die uns voranbringen werden. Dazu zählen die Vertiefung des Binnenmarkts, vor allem im Dienstleistungsbereich, eine Vertiefung der Finanzunion und mittel- bis langfristig mehr politische Koordination, vor allem in der Verteidigungs- und Flüchtlingspolitik. Positiv ist vor allem, dass das Thema „Weiterentwicklung Europas“ keine Eintagsfliege ist, sondern ein Dauerprojekt, das regelmäßig auf der Agenda der Staats- und Regierungschefs weit oben bleibt. Mit dem aktuellen politischen Rückenwind gibt es wieder das Potenzial, die E(W)U konstruktiv enger zusammenwachsen zu lassen, statt den Fliehkräften nachzugeben. Das hätte vor einem Jahr niemand erwartet.

AUTOREN:

Ulrike Kastens, Tel. +49 221 145-2348, ulrike.kastens@oppenheim.de
Katrín Löhken, Tel. +49 221 145-2146, katrin.loehken@oppenheim.de
Dr. Martin Moryson, Tel. +49 221 145-2099, martin.moryson@oppenheim.de

HINWEIS UND HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Bei dieser Publikation handelt es sich um Werbemitteilungen der Sal. Oppenheim jr. & Cie. AG & Co. KGaA („Sal. Oppenheim“).

Diese Publikation erfüllt deshalb nicht die gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Insbesondere gilt bei dieser Publikation im Gegensatz zu Finanzanalysen nicht das Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung. Es ist auch nicht ausgeschlossen, dass Sal. Oppenheim, mit ihr verbundene Unternehmen oder deren Mitarbeiter Eigengeschäfte in den hier genannten oder anderen Finanzinstrumenten abgeschlossen haben oder abschließen werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen beinhalten **keine Anlageberatung** oder auf Ihre individuellen Verhältnisse abgestimmte Handlungsempfehlungen. Sie ersetzt in keinem Fall die vorgeschriebenen Informationsmitteilungen von Finanzinstrumenten und die vor jeder Anlageentscheidung zu empfehlende Beratung durch dazu qualifizierte Personen. Bitte sprechen Sie bei Interesse Ihren Berater an und konsultieren Sie zusätzlich Ihren rechtlichen und/oder steuerlichen Berater.

Diese Publikation impliziert auch **kein Angebot zum Kauf** von Finanzinstrumenten, sondern dient allein als Hilfe zu Ihrer selbständigen Meinungsbildung. Sie enthält generelle Einschätzungen, die auf der Grundlage ausgewählter öffentlich zugänglicher Informationen und Daten („Informationen“) von Sal. Oppenheim gegeben werden. Die Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt und Quellen entnommen, die Sal. Oppenheim als zuverlässig erachtet hat. Eine Gewähr für die Vollständigkeit und Fehlerfreiheit der Informationen wird nicht übernommen, ebenso wenig eine Haftung für den Eintritt von (Kapital-)Marktprognosen, Wertentwicklungen und anderen Annahmen oder Vermutungen einschließlich der Eignung der beschriebenen Anlagen für eine Anlagestrategie.

Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen geben die **aktuelle Einschätzung** von Sal. Oppenheim wieder. Die Einschätzung kann sich – auch sehr kurzfristig – jederzeit ändern, ohne dass Sal. Oppenheim Sie dann darauf hinweisen würde. Diese Publikation ist daher auch nicht als mittel- oder langfristige Grundlage für Handlungsentscheidungen geeignet.

Der Kauf von Finanzinstrumenten ist generell mit **finanziellen Risiken** verbunden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Der Wert von Anlagen kann sowohl sinken als auch steigen, und der Anleger erhält unter Umständen nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Auch können Wechselkursschwankungen den Wert einer Anlage steigern oder verringern. Soweit Kursangaben beziehungsweise Preisangaben gemacht werden, sind diese freibleibend.

Diese Publikation ist **urheberrechtlich** geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Weitergabe oder Verbreitung, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, Sal. Oppenheim vorbehalten; eine Vervielfältigung ist nur in den Grenzen des UrhG der Bundesrepublik Deutschland in seiner jeweils gültigen Fassung zulässig. Zuwiderhandlungen können den Strafbestimmungen des UrhG unterliegen. Die Verteilung dieser Publikation außerhalb Deutschlands sowie an US-Residents und US-Staatsbürger ist untersagt.

Alle **Markenrechte** liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.
Köln, September 2017

Sal. Oppenheim jr. & Cie. AG & Co. KGaA

Unter Sachsenhausen 4
50667 Köln

Telefon +49 221 145-01 Telefax +49 221 145-1512

www.oppenheim.de