

Ansatzpunkte zur Stärkung des Ordnungsrahmens der Europäischen Währungsunion

Die Finanz- und Staatsschuldenkrise hat die Europäische Währungsunion (EWU) und ihre Mitgliedstaaten vor große Herausforderungen gestellt und ist immer noch nicht überwunden. In etlichen Politikbereichen wurden Reformen durchgeführt und Maßnahmen ergriffen. Eine teilweise auch geforderte politische oder fiskalische Union und eine grundlegende Änderung der EU-Verträge werden nach dem Beschluss zur Gründung der Bankenunion gegenwärtig jedoch wohl nicht mehr angestrebt. Für eine spürbare Abgabe nationaler Souveränität scheinen sich keine politischen Mehrheiten abzuzeichnen. Solange dies so bleibt, kommt es darauf an, den bestehenden Ordnungsrahmen der Währungsunion mittel- bis langfristig so auszugestalten und zu stärken, dass er das Versprechen einer Stabilitätsunion dauerhaft verlässlich einlösen kann.

In der Währungsunion haben die Mitgliedstaaten in der Wirtschafts- und Finanzpolitik trotz aller Koordinierungsmechanismen weitgehende Entscheidungsautonomie. Im Gegenzug sind grundsätzlich die einzelnen Staaten für ihre Schulden verantwortlich, und eine Finanzierung durch die Notenbank oder eine Gemeinschaftshaftung sind untersagt. Dies entspricht dem Grundprinzip der Eigenverantwortung von Staaten, aber auch von Investoren. Insofern muss in der Währungsunion auch der Extremfall einer Insolvenz eines Mitgliedstaates möglichst verkräftbar sein. Der ursprüngliche Rahmen trug diesem Aspekt – und insbesondere den damit verbundenen Auswirkungen auf die Finanzstabilität – nicht ausreichend Rechnung. Im Zuge der Krisenbekämpfung wurden zwar zahlreiche Reformen in Angriff genommen. An etlichen Stellen wurde allerdings die Balance hin zu mehr gemeinschaftlichen Haftungselementen verschoben. Insgesamt besteht noch eine Reihe von Herausforderungen, bis ein konsistenteres Konzept geschaffen ist, das künftigen Krisen wirksamer vorbeugt und insbesondere auch eine primär auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik absichert.

Der Aufsatz skizziert verschiedene Ansatzpunkte, um die Ausgestaltung der Währungsunion künftig krisenfester zu machen. Hierzu gehört eine Stärkung der Finanzstabilität. Dazu sollten unter anderem die Risiken für das besonders systemrelevante Bankensystem bei staatlichen Zahlungsschwierigkeiten begrenzt werden, zum Beispiel indem die Privilegierung von Staatsschuldtiteln in der Bankenregulierung mittelfristig zurückgedrängt und langfristig beendet wird. Aber auch negative Rückwirkungen von Bankenschief lagen auf den Staat sind möglichst gering zu halten. Dazu muss die Verlustabsorptionsfähigkeit der Banken weiter gestärkt werden. Auch große, verflochtene Finanzinstitute müssen notfalls geregelt abgewickelt werden können, ohne dass dazu staatliche Finanzmittel notwendig sind. Im Bereich der Finanzpolitik sollten die Haushaltsüberwachung und die Umsetzung der fiskalischen Regeln verbessert und eine institutionelle Neuordnung erwogen werden. Darüber hinaus erscheint es geboten, die Disziplinierung der Finanzpolitik durch die Finanzmärkte zu stärken und einen anreizkompatibleren Krisenbewältigungsmechanismus zu entwickeln. Für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik ist es wichtig, dass sie dem Druck widersteht, im Fall einer Überschuldung von Banken oder Staaten in die Verantwortung genommen zu werden.

■ Überblick

*Staatsschulden-
krise schwere
Belastungsprobe
für Währungs-
union*

Die Währungsunion wurde mit der Finanz- und Schuldenkrise auf eine schwere Belastungsprobe gestellt. Auf dem Höhepunkt der Krise verloren einige Mitgliedstaaten den Zugang zum Kapitalmarkt, und es wurde über das Ausscheiden einzelner Länder und sogar über den Bestand der Währungsunion diskutiert. Während die Situation in Griechenland erneut extrem angespannt ist, haben sich insgesamt die akuten Bedrohungen an den Finanzmärkten zurückgebildet, und auch gesamtwirtschaftlich ist eine Besserung in Sicht. Ungeachtet dessen ist die Lage der öffentlichen Haushalte in einigen Mitgliedstaaten nach wie vor problematisch. Knapp die Hälfte der Mitgliedstaaten weist immer noch übermäßige Defizite auf, und die Staatsverschuldung hat in einigen Ländern ein äußerst hohes Niveau erreicht. Gleichzeitig ist das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum niedrig. Die Arbeitslosigkeit tendiert zwar seit Mitte 2013 nach unten, ist aber immer noch sehr hoch. Strukturreformen sind weiterhin ebenso notwendig wie eine Rückführung der teilweise noch sehr umfangreichen Verschuldung im privaten Sektor. Dabei wird die Verantwortung für die akute Krisenbekämpfung in starkem Maße der Geldpolitik zugewiesen. Diese hat durch zahlreiche Sondermaßnahmen dazu beigetragen, die Krise und ihre Folgen einzudämmen, operiert aber teilweise zumindest im Grenzbereich ihres Mandats. So wurden unter anderem Programme aufgelegt, die auf den Kauf von Staatsanleihen speziell von Ländern mit hohen Risikoprämien abzielen.¹⁾ Der Sicherheitenrahmen für geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte wurde stark erweitert, und durch Notfallmaßnahmen wurden umfangreiche Finanzmittel bereitgestellt.

*Schwerpunkt
des Aufsatzes
liegt bei Vor-
schlägen, die
Währungsunion
krisenfester zu
gestalten und
die Geldpolitik
besser abzu-
sichern*

Im Folgenden wird zunächst ein knapper Rückblick auf wichtige Ursachen der Krise und offensichtlich gewordene Schwachpunkte des Ordnungsrahmens der Währungsunion gegeben. Zudem wird kurz skizziert, was in ausgewählten Feldern bereits unternommen wurde, um ähnliche Krisen zukünftig zu verhindern (siehe

S. 16 ff.). Der Schwerpunkt liegt dann aber im weiteren Verlauf auf verschiedenen sich ergänzenden Vorschlägen, wie nach wie vor bestehende Gefahrenherde eingedämmt werden können und die Währungsunion künftig grundlegend krisenfester aufgestellt werden kann. Dadurch soll nicht zuletzt gewährleistet werden, dass sich die Geldpolitik auf ihr Mandat und ihr Kernziel Preisstabilität konzentrieren kann und nicht für die Ziele anderer Politikbereiche vereinnahmt wird. Im Fokus stehen hier wichtige noch fehlende Bausteine in den Bereichen der Finanzstabilität (siehe S. 22 ff.), die sich als offene Flanke des bisherigen Ordnungsrahmens erwiesen hat, und der im Zentrum der Staatsschuldenkrise stehenden Finanzpolitik (siehe S. 30 ff.). Aber auch gesamtwirtschaftliche (siehe S. 35 f.) und geldpolitische Aspekte (siehe S. 36 f.) werden kurz angesprochen.

■ Offene Flanken des ursprünglichen Ordnungsrahmens und eingeleitete Reformen

Die Grundpfeiler des bestehenden Ordnungsrahmens

Der 1992 im Maastricht-Vertrag festgelegte geld- und wirtschaftspolitische Ordnungsrahmen für die Währungsunion basiert auf zwei Säulen:²⁾ Erstens wurde das Eurosystem mit einer weitreichenden Unabhängigkeit ausgestattet und mit klarem Mandat vorrangig auf das Ziel Preisstabilität verpflichtet. Damit einhergehend wurde es ihm verboten, staatlichen Stellen Kredite zu gewähren oder unmittelbar

*Im Maastricht-
Vertrag Absiche-
rung stabilitäts-
orientierter
Geldpolitik über
klares Mandat
und weitgehende
Unabhängigkeit
der Notenbank
sowie ...*

¹ Dies betrifft das Programm für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme: SMP) und die OMT (Outright Monetary Transactions).

² Vgl.: Europäische Union (2010), Konsolidierte Fassungen des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union, Charta der Grundrechte; sowie Europäische Kommission (2015), Wirtschafts- und Währungsunion und der Euro – Für Stabilität, Wachstum und Wohlstand in ganz Europa, Die Europäische Union erklärt, Schriftenreihe.

deren Schuldtitel zu erwerben (Verbot der monetären Staatsfinanzierung). Auf diese Weise sollte verhindert werden, dass das Preisstabilitätsziel aufgrund anderweitiger politischer Interessen zurückgedrängt wird. Dahinter stand die Erkenntnis, dass der klare Fokus auf stabile Preise langfristig den besten Beitrag darstellt, den die Geldpolitik zu nachhaltigem Wirtschaftswachstum und einem anhaltend hohen Beschäftigungsstand leisten kann und dass die Unabhängigkeit nur durch ein eindeutiges und eng abgegrenztes Mandat der Zentralbanken legitimiert ist.

... Anreize zu soliden öffentlichen Haushalten durch ...

Zweitens versuchte der Vertrag von Maastricht die Unabhängigkeit des Eurosystems nicht nur formal, sondern auch materiell abzusichern. So kann bei einer unsoliden Finanzpolitik, die zu einem Zahlungsausfall eines Staates zu führen droht, auch eine formal unabhängige Zentralbank unter erheblichen Druck geraten, die hohen kurzfristigen volkswirtschaftlichen Kosten einer staatlichen Insolvenz durch Monetisierung abzuwenden. Um dieser Gefahr vorzubeugen, sollten die öffentlichen Finanzen so solide aufgestellt werden, dass staatliche Zahlungsfähigkeit jederzeit vollständig gewährleistet ist, ohne dass dies der Unterstützung durch die Zentralbank bedarf.

... Fiskalregeln und ...

Solide öffentliche Finanzen in den Mitgliedstaaten der Währungsunion sollten auf zwei Wegen gewährleistet werden. Zum einen wurden Haushaltsregeln beschlossen und dabei insbesondere Obergrenzen für die staatlichen Defizit- und Schuldenquoten festgelegt. Problematische Entwicklungen sollen durch ein Haushaltsüberwachungsverfahren erkannt und zeitnah korrigiert werden. Für den Fall anhaltender und gravierender Regelverletzungen wurden Sanktionsmöglichkeiten geschaffen. Allerdings gibt es keine direkten korrektiven Eingriffsmöglichkeiten in die nationalen Haushalte durch die europäische Ebene.

... Disziplinierung über Finanzmärkte

Zum anderen sollten Marktmechanismen wesentliche Anreize zu einer soliden Finanzpolitik liefern.³⁾ Bei unsoliden Staatsfinanzen drohen

aufgrund der gestiegenen Risiken der Anleger höhere Zinsforderungen, was dazu beitragen sollte, dass die finanzpolitischen Entscheidungsträger eine disziplinierte Haushaltspolitik verfolgen. Nicht zuletzt um diesen Korrekturmechanismus wirken zu lassen, wurde es – neben dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung – den Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft untersagt, für die Schulden eines anderen Mitgliedstaates einzustehen (Nicht-Haftungs- bzw. No-Bail-out-Klausel). Der finanzpolitische Rahmen des Maastricht-Vertrages setzt damit sowohl auf die Eigenverantwortlichkeit der Investoren als auch der nationalen Finanzpolitiken und schließt die fiskalische Tragfähigkeit sichernde Maßnahmen durch die Geldpolitik und eine Haftungsübernahme durch die Staatengemeinschaft oder die anderen Mitgliedstaaten grundsätzlich aus. So soll sichergestellt werden, dass diejenigen, die Entscheidungen treffen, auch die Folgen tragen (Gleichgewicht von Haftung und Kontrolle). Dass ein Mitgliedstaat im Extremfall auch insolvent werden kann, wenn er seine Schulden nicht bedienen will oder kann, ist damit implizit fester Bestandteil der Europäischen Währungsunion.

Schwachstellen des ursprünglichen Ordnungsrahmens

Dieser Ordnungsrahmen hat die Staatsschuldenkrise nicht verhindert. Die Regeln für die Finanzpolitik sind zwar grundsätzlich geeignet, die finanzpolitische Disziplin zu stärken. Sie wurden in der Vergangenheit aber nicht konsequent um- und durchgesetzt. Außerdem machten Regeländerungen und Ausnahmen das Regelwerk intransparent und schwächten die Bindungswirkung.⁴⁾ In der Folge war es für die Öffentlichkeit schwer nachzuvollziehen, ob

Unzureichende Anreize zu strikter Umsetzung der Fiskalregeln und ...

³ Vgl.: Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989), Report on economic and monetary union in the European Community.

⁴ Bspw. widersetzten sich Frankreich und Deutschland im Jahr 2003 einer Verschärfung ihrer Defizitverfahren. In der Folge wurde der Stabilitäts- und Wachstumspakt im Jahr 2005 aufgeweicht.

... unzulängliche statistische Basis

Auswirkungen gesamtwirtschaftlicher Ungleichgewichte, ...

eine Grenzwertüberschreitung entschuldigt war. Schon vor der im Jahr 2008 aufflammenden Finanz- und Wirtschaftskrise wurden die Fiskalregeln häufig nicht eingehalten, und der politische Druck zu ihrer Beachtung hielt sich in Grenzen. Die öffentlichen Haushalte vieler Staaten waren daher schon im Vorfeld der Krise in einer ungünstigen Ausgangsposition. Die tatsächliche Problemlage wurde allerdings teilweise auch durch eine unzulängliche statistische Basis verdeckt. Kreative Buchführung und – im Fall Griechenlands – über einen langen Zeitraum massiv geschönte Statistiken ließen die Haushaltslage mitunter in einem zu günstigen Licht erscheinen.

Die Zweifel an der Zahlungsfähigkeit einiger Staaten in der Schuldenkrise resultierten aber nicht nur aus finanzpolitischen Fehlentwicklungen. In den ersten zehn Jahren der Währungsunion hatten sich in einigen Mitgliedstaaten gravierende gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte aufgebaut. Im Zuge eines relativ kräftigen Wachstums der Inlandsnachfrage und der Lohnstückkosten sowie in einigen Ländern eines Booms am Immobilienmarkt verschlechterte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit erheblich, die Abhängigkeit von Kapitalimporten stieg, und die Produktionsfaktoren konzentrierten sich zunehmend in binnenwirtschaftlich orientierten Sektoren. Das Zinsumfeld begünstigte dabei eine stark zunehmende Verschuldung von privaten Haushalten und Unternehmen, die hauptsächlich über die jeweiligen Bankensysteme finanziert wurde. Insgesamt wurden die Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung, die Einkommensperspektiven und der dauerhafte Wert vieler Investitionen und Vermögenspositionen erheblich überschätzt. Die öffentlichen Haushalte profitierten zunächst deutlich von der starken Inlandsnachfrage, dem kräftigen Lohnwachstum und den günstigeren Finanzierungsbedingungen. Als nach dem Ausbruch der Krise die gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte massiv korrigiert und die Fehlallokationen offensichtlich wurden und sich die Wachstumsperspektiven drastisch eintrübten, verschlechterten sich die Staatsfinanzen.

Die ursprünglichen Einschätzungen über die strukturelle Haushaltsposition und die finanzpolitischen Spielräume stellten sich ex post als viel zu optimistisch heraus.⁵⁾

In einigen Ländern trugen zur massiven Eintrübung der Lage und Perspektiven der Staatsfinanzen umfangreiche staatliche Stützungsmaßnahmen für Finanzinstitute bei. Diese waren im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise in finanzielle Schieflagen geraten, da sich die von ihnen mitfinanzierte hohe Verschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten als nicht tragfähig erwiesen hatte. Begründet wurden die staatlichen Hilfen an diese Institute und die damit verbundene Umwandlung von privaten in öffentliche Schulden zumeist damit, dass nur so eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems abgewendet werden konnte.

Die Finanzmärkte haben insgesamt erst sehr spät in stärkerem Maß zwischen Ländern (und auch Banken) mit unterschiedlicher Bonität differenziert. Bis zum Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise unterschieden sich die langfristigen Zinsen auf Staatsanleihen nur geringfügig, und die Gefahr steigender Risikoprämien hatte kaum eine abschreckende Wirkung auf die Finanzpolitik. Dies dürfte zum Teil darauf zurückzuführen sein, dass seitens der Märkte von Anfang an eine Staatsinsolvenz für unrealistisch gehalten und für den Fall einer Zuspitzung auch eine europäische Rettungsaktion unterstellt wurde. Zum Teil dürfte aber schlicht die Nachhaltigkeit der makroökonomischen Entwicklung und somit auch der grundlegenden Lage der öffentlichen Haushalte in einzelnen Ländern falsch eingeschätzt worden sein. Mit der einsetzenden Neubewertung der Staatsfinanzen weiteten sich die Zinsdifferenzen mit zunehmendem Vertrauensverlust in die Tragfähigkeit der Schuldenentwicklung aber mitunter abrupt und stark aus. Der Finanzpolitik gelang es teilweise nicht, dieser Entwicklung durch eine durchgrei-

... Stützungsmaßnahmen für Finanzinstitute, ...

... unzureichende Disziplinierung der Finanzpolitik durch die Finanzmärkte und ...

⁵ Vgl. ausführlicher zu diesem Themenkomplex verschiedene Aufsätze in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Januar 2014.

fende und glaubwürdige Änderung der finanzpolitischen Ausrichtung kurzfristig in ausreichendem Maß entgegenzuwirken.

... Gefahren unsolider öffentlicher Finanzen für die Finanzstabilität nicht hinreichend beachtet

In einigen Fällen drohten im Ergebnis Staaten in Zahlungsschwierigkeiten zu geraten. Auch aus den Bankensystemen einzelner Euro-Länder kam es zu starken Mittelabflüssen. Angesichts erheblicher Gefahren für die Finanzstabilität in der Währungsunion wurden Ausnahmeregelungen für finanzielle Hilfeleistungen durch andere EWU-Staaten geschaffen und Hilfspakete beschlossen. Das Eurosystem geriet stark unter Druck und beschloss neben dem Einsatz seiner traditionellen Instrumente Sondermaßnahmen, die zum Teil im Graubereich seines Mandats lagen. Im Ergebnis wurden einerseits Zuspitzungen von krisenhaften Entwicklungen verhindert und die begünstigten Länder entlastet. Andererseits wurden die Eigenverantwortlichkeit der Staaten sowie der Investoren und die Glaubwürdigkeit des Haftungsausschlusses geschwächt. Der Druck auf die Politik zu umfangreicheren institutionellen Reformen der Währungsunion wurde gemindert. Ausschlaggebend für die bei Gründung der Währungsunion nicht vorgesehenen Notmaßnahmen waren insbesondere die befürchteten Gefahren, die ein Zahlungsausfall eines EWU-Staates für die Finanzstabilität nicht nur in dem betroffenen Land selbst, sondern in der gesamten Währungsunion haben könnte. Diese Gefahren wurden bei Gründung der Währungsunion unterschätzt.

Bislang umgesetzte und angestoßene Reformen

Einige Reformen bereits umgesetzt bzw. angestoßen in den Bereichen Finanzmarktregulierung, ...

Seit Beginn der Krise wurde eine Reihe von Reformen umgesetzt, um künftig Krisen besser vorzubeugen oder diese leichter zu bewältigen. Im Bereich der Finanzmarktregulierung und Bankenaufsicht wurden Maßnahmen ergriffen, um möglichst zu verhindern, dass in Schieflage geratene Banken – insbesondere potenziell systemrelevante – mithilfe staatlicher Mittel gerettet werden müssen (Too-big-to-fail-Problema-

tik). So soll die Gefahr eines wechselseitig negativen Verstärkungseffekts von Problemen im Bankenbereich und bei den öffentlichen Finanzen (Banken-Staat-Nexus) vermindert werden. Zu diesen Maßnahmen gehört unter anderem ein spezielles Abwicklungsregime für Banken. Dieses sieht insbesondere eine regelmäßige Verlustbeteiligung von Anteilseignern und Gläubigern im Abwicklungsfall vor und soll staatliche Stützungsmaßnahmen möglichst entbehrlich machen.⁶⁾ Die Regelungen zum Abwicklungsregime werden von Vorschriften flankiert, die Banken widerstandsfähiger machen sollen. Dazu zählen insbesondere Vorgaben für ein quantitativ und qualitativ höheres Eigenkapital aller Banken und speziell derjenigen mit Systemrelevanz. Andere Reformbausteine sollen systemische Risiken verringern. So kann beispielsweise einem Aufbau von Risiken im Finanzsystem zukünftig mit makroprudenziellen Instrumenten wie einem antizyklischen Kapitalpuffer und einer variablen Kapitalunterlegung von privaten und gewerblichen Realkrediten begegnet werden.⁷⁾

Im Bereich der Bankenaufsicht und -abwicklung werden gegenwärtig im Zuge der neugeschaffenen Bankenunion erhebliche Änderungen vorgenommen, auch mit dem übergeordneten Ziel, die Ansteckung der Staatshaushalte durch Schieflagen im Finanzsektor zu vermeiden.⁸⁾ Die einheitliche europäische Bankenaufsicht zielt darauf ab, in allen teilnehmenden Mitgliedstaaten einheitliche Aufsichtsstandards durchzusetzen. Damit soll unter anderem dem Anreiz nationaler Aufsichtsbehörden entgegengewirkt werden, durch eine weniger strikte Aufsicht dem heimischen Bankensektor Wettbewerbsvorteile zu verschaffen, während die daraus

... Bankenaufsicht und -abwicklung, ...

⁶ In der Europäischen Union wurden die auf der globalen Ebene getroffenen Vereinbarungen über die Ausgestaltung solcher Abwicklungsregime durch die Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Banken (BRRD) umgesetzt. Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Die neuen europäischen Regeln zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten, Monatsbericht, Juni 2014, S. 31 ff.

⁷ Für systemrelevante Banken gibt es weitere Puffer.

⁸ Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Der Start in die Bankenunion – Der einheitliche Aufsichtsmechanismus in Europa, Monatsbericht, Oktober 2014, S. 45 ff.

resultierenden Stabilitätsrisiken grenzüberschreitende Folgen haben können, die möglicherweise durch die Staaten getragen werden müssen. Die Regelungen zur Sanierung und Abwicklung von Banken und dem einheitlichen europäischen Abwicklungsmechanismus sollen künftig ebenfalls dazu führen, dass staatliche Mittel im Normalfall nicht mehr in Anspruch genommen werden. Gemäß der vorgesehenen Haftungskaskade bei einer Abwicklung werden, wie auch bei regulären Insolvenzverfahren üblich, bei Verlusten zunächst die Anteilseigner und dann die Gläubiger herangezogen. Diese haften grundsätzlich in voller Höhe der nach Herabschreibung und Umwandlung relevanter Kapitalinstrumente noch verbleibenden Kapitallücke, wobei sie nicht schlechter gestellt werden dürfen als bei einem regulären Insolvenzverfahren. Haften Eigentümer und Gläubiger der Bank in Höhe von mindestens 8% der Verbindlichkeiten, kann in Einzelfällen anschließend der Abwicklungsfonds einen Beitrag zur Abwicklungsfinanzierung leisten. Dessen Mittel sind in nationale Kammern unterteilt, die über einen Zeitraum von acht Jahren vergemeinschaftet werden. Sollten diese Maßnahmen nicht ausreichen, können als Ultima Ratio öffentliche Mittel in Anspruch genommen werden.⁹⁾ Bis zum Errichten eines gemeinsamen fiskalischen Absicherungsmechanismus, über dessen Ausgestaltung während der Übergangszeit eine Einigung erzielt werden soll, müssen vorrangig nationale öffentliche Mittel herangezogen werden. Sollte der betroffene Mitgliedstaat sich nicht ausreichend finanzieren können, steht es ihm offen, unter Auflagen Mittel vom Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zu beantragen. Als Ultima Ratio wurde auch die Möglichkeit geschaffen, unter strengen Auflagen Banken mit Mitteln des ESM direkt zu rekapitalisieren, sofern weitere ESM-Hilfskredite die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung gefährden würden.¹⁰⁾ Schließlich soll die Harmonisierung der Einlagensicherung den Binnenmarkt stärken und den Schutz der Sparer verbessern.

Im fiskalischen Bereich wurde zum Höhepunkt der Krise im Gegenzug zu umfangreichen Hilfsfonds eine Härtung der bestehenden Haushaltsregeln angekündigt und Maßnahmen beschlossen, um Fehlentwicklungen wie in den Jahren vor der Krise künftig zu vermeiden. Mit den Ende des Jahres 2011 in Kraft getretenen Änderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts sollte insbesondere eine Verfehlung des mittelfristigen Zieles eines strukturell nahezu ausgeglichenen Staatshaushalts für Euro-Länder mit Sanktionen geahndet werden können. Auch bei Verfehlungen gegen die Vorgaben zur Korrektur eines übermäßigen Defizits können finanzielle Strafen nun früher verhängt werden. Daneben wurde es dem Rat der Finanzminister durch besondere Mehrheitserfordernisse schwerer gemacht, eine von der Europäischen Kommission empfohlene Sanktion zurückzuweisen. Die Rolle der Kommission wurde grundsätzlich gestärkt, weil ihr damals – im Vergleich zum Rat – eine stringenter Herangehensweise getraut worden war. Außerdem wurde konkretisiert, wie über der Obergrenze von 60% liegende staatliche Schuldenquoten zurückzuführen sind, und es wurden Maßnahmen beschlossen, um die Qualität der Haushaltsstatistiken zu verbessern. Darüber hinaus haben sich 25 Mitgliedstaaten der Europäischen Union mit dem sogenannten Fiskalpakt verpflichtet, in ihrem jeweiligen nationalen Recht einheitliche Haushaltsziele zu verankern, die weitgehend den europäischen Vorgaben zur mittelfristig annähernd ausgeglichenen strukturellen Haushaltsposition entsprechen.

Nachdem zunächst mit der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und dem Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) vorübergehende fiskalische Hilfsmechanismen geschaffen wurden, entstand schließlich der ESM. Letzterer stellt einen dauer-

... Haushaltsüberwachung, ...

... Krisenbewältigungsmechanismus und ...

⁹ Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Die vorgesehene Rolle der öffentlichen Haushalte bei der europäischen Bankenabwicklung, Monatsbericht, Juni 2014, S. 55–57.

¹⁰ Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Implikationen der Bankenunion für die Finanzstabilität, Finanzstabilitätsbericht 2014, S. 73 ff.

haften Hilfsfonds dar, der illiquiden, aber nicht überschuldeten Staaten vorübergehend Liquiditätshilfen gewähren kann, wenn ohne die Hilfszahlungen Gefahren für die Finanzstabilität des Euro-Währungsgebietes insgesamt oder eines Mitgliedslandes gesehen werden. Dabei sind die Liquiditätshilfen grundsätzlich an Anpassungsprogramme mit wirtschafts- und finanzpolitischen Auflagen zu knüpfen.¹¹⁾

... gesamtwirtschaftliche Überwachung

Im gesamtwirtschaftlichen Rahmen wurde das neue Verfahren für makroökonomische Ungleichgewichte eingeführt.¹²⁾ Es soll helfen, drohende oder bereits bestehende makroökonomische Ungleichgewichte in den Mitgliedstaaten zu vermeiden, zu identifizieren und gegebenenfalls zu beheben, wenn diese die wirtschaftliche Stabilität in dem jeweiligen Mitgliedstaat, dem Euro-Raum und der Europäischen Union (EU) gefährden. Ähnlich wie beim Stabilitäts- und Wachstumspakt können finanzielle Sanktionen verhängt werden, wenn sich ein Mitgliedstaat einer Zusammenarbeit bei der Korrektur einer übermäßigen Ungleichgewichtsposition wiederholt verweigert.

Reformen gehen zwar vielfach in richtige Richtung, reichen aber nicht aus

Im Ergebnis knüpfen viele der genannten Reformen an die Erfahrungen aus der Krise an und können einen Beitrag zur Krisenprävention und -bewältigung leisten. Die Stabilität des Finanzsystems dürfte gefördert, die aus dem Bankenbereich resultierenden Gefahren für die nationalen Staatsfinanzen reduziert und die Verantwortung der Investoren für ihre Anlageentscheidung gestärkt worden sein. Insgesamt betrachtet wurde, unter anderem mit den fiskalischen Hilfsfonds, dem einheitlichen Bankenabwicklungsfonds und einigen Maßnahmen des Eurosystems, der Grad an gemeinschaftlicher Haftung spürbar erhöht. Gleichzeitig wurde zwar die Überwachung und Koordination auf der europäischen Ebene ausgeweitet. Die Ausgestaltung und Umsetzung fielen und fallen aber teilweise unbefriedigend aus und lassen aus heutiger Sicht durchaus erhebliche Zweifel an einer stringenten Regelanwendung aufkommen.¹³⁾ Im Ergebnis wurde die wirtschafts- und finanzpolitische Souveränität der

Mitgliedstaaten nicht grundlegend angetastet. Alles in allem reichen die Reformen nicht aus, und mit Ausnahme der Bankenunion steht der stärkeren gemeinschaftlichen Haftung kein entsprechender Ausbau der gemeinschaftlichen Kontrolle gegenüber.¹⁴⁾ Die Währungsunion scheint damit nicht ausreichend gegen erneute gravierende Krisen und die damit einhergehende Gefahr, dass die Geldpolitik in das Schlepptau der Finanzpolitik geraten könnte, abgesichert.

Leitbilder für weitere Reformen

Grundsätzlich kann sich ein anreizkompatibler Ordnungsrahmen für die Währungsunion an zwei Leitbildern orientieren. Beide sollen jeweils sicherstellen, dass diejenigen, die Entscheidungen treffen, auch die daraus resultierenden Folgen tragen (Einheit von Haftung und Kontrolle). Das erste Leitbild folgt einem dezentralen Ansatz und liegt dem Maastricht-Vertrag zugrunde. Es basiert jenseits der gemeinschaftlichen Geldpolitik auf weitgehender nationaler Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten. Diese kann durch europäische Regeln beispielsweise im Fiskalbereich zwar eingeschränkt werden, aber es gibt in letzter Konsequenz keine direkten Durchgriffsrechte der europäischen Ebene. Mit der weitgehenden Entscheidungsauto-

Grundsätzlich zwei Leitbilder für anreizkompatiblen Ordnungsrahmen denkbar: Dezentraler Ansatz und ...

¹¹ Das erste Hilfsprogramm für Griechenland vom Frühjahr 2010 wurde über bilaterale Kredite der EWU-Länder finanziert. Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Auf dem Weg zu einem Europäischen Stabilitätsmechanismus, Monatsbericht, Februar 2011, S. 68 f.

¹² Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Zur wirtschaftspolitischen Koordinierung in der Europäischen Union, Geschäftsbericht 2012, S. 37–40.

¹³ Vgl. z.B.: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Gebiet, Monatsbericht, Mai 2014, S. 73 ff.; und Deutsche Bundesbank, Zur Umsetzung der fiskalischen Regeln in der Europäischen Währungsunion, Monatsbericht, Dezember 2014, S. 8 ff.

¹⁴ Vgl. z.B.: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Zukunft der Währungsunion, DIW Wochenbericht 24/2014, S. 527 ff.; Deutsche Bundesbank, Zu den Beschlüssen des Europäischen Rates zur künftigen Vermeidung und Bewältigung von Staatsschuldenkrisen, Monatsbericht, April 2011, S. 53 ff.; Deutsche Bundesbank, Bankenunion mittelfristig sinnvolle Ergänzung zu Europa, Finanzstabilitätsbericht 2012, S. 84 f.; Deutsche Bundesbank, Implikationen der Bankenunion für die Finanzstabilität, Finanzstabilitätsbericht 2014, S. 73 ff.

... Fiskalunion mit Vergemeinschaftung von Risiken und Transfer von Budget-souveränität

nomie der Mitgliedstaaten korrespondieren der Ausschluss der Haftung für ihre Schulden durch andere Staaten oder die Gemeinschaft und die Möglichkeit eines Zahlungsausfalls eines Mitgliedstaates.¹⁵⁾

Das andere Leitbild fußt unter den Stichworten „Fiskalunion“ oder „Politische Union“ auf einer wirtschafts- und finanzpolitischen Integration. Hierbei werden Haftung und Kontrolle dadurch im Gleichgewicht gehalten, dass eine stärkere Vergemeinschaftung von Risiken durch die Abgabe von (zumindest finanzpolitischer) Souveränität auf eine zentrale europäische Ebene aufgefangen wird.¹⁶⁾ Eine Weiterentwicklung in diese Richtung wurde während der akuten Zuspitzung der Krise von verschiedenen Seiten gefordert.¹⁷⁾ In der Tat ist eine konsistente, von breiten politischen Mehrheiten in allen Ländern und gemeinsamen wirtschaftspolitischen Vorstellungen getragene Fiskalunion oder politische Union – ein Bundesstaat – insgesamt weniger krisenanfällig als eine Währungsunion eigenverantwortlicher Mitgliedstaaten, wenn bei letzterer eine Insolvenz einzelner Staaten als nicht verkraftbar erscheint. Zuletzt scheinen aber nach dem Beschluss zu einer Bankenunion eine spürbar stärkere Integration oder grundlegende Vertragsänderungen politisch nicht mehr intensiver verfolgt zu werden, da offenbar hierfür und insbesondere für eine verstärkte Abgabe nationaler Souveränität keine Mehrheiten in den Mitgliedstaaten gesehen werden.

Im Folgenden Stärkung des dezentralen Leitbilds im Fokus

Solange dies so bleibt, muss es für die weiteren Reformen darum gehen, den bestehenden Rahmen widerstandsfähiger zu machen, was jedoch nicht den Blick darauf verstellen darf, dass ein Regelwerk sein Ziel immer nur dann erfüllen kann, wenn es auch konsequent angewendet wird. Vor diesem Hintergrund werden im Folgenden Ansatzpunkte für eine Stärkung des bestehenden, auf Eigenverantwortung basierenden Ordnungsrahmens skizziert. Dessen Leitlinien sind nach wie vor in den Europäischen Verträgen verankert und stellen daher die Grundlage der Währungsunion dar. Sie umfassen die Nicht-Haftungsklausel, die weitgehende

wirtschaftspolitische und finanzielle Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten, ihrer Bürger und von Investoren sowie die rechtliche und faktische Unabhängigkeit der Geldpolitik, die vorrangig dem Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet ist. Im Folgenden werden wichtige Bausteine einer besseren Absicherung der Finanzstabilität (siehe S. 22 ff.) und solider öffentlicher Finanzen (siehe S. 30 ff.) ausführlicher diskutiert, ehe auch kurz auf Verbesserungsmöglichkeiten im Bereich der gesamtwirtschaftlichen Koordinierung sowie die Rolle der Geldpolitik eingegangen wird (vgl. die Übersicht auf S. 23).

Bausteine zur Absicherung der Finanzstabilität

Eine wichtige Grundlage für die Finanzstabilität in der Währungsunion ist, dass die Mitgliedstaaten solide Staatsfinanzen und eine gesamtwirtschaftliche Entwicklung ohne dauerhafte, gravierende Ungleichgewichte aufweisen. Eine weitreichende Absicherung der Finanzstabilität erfordert jedoch, dass diese letztlich auch dann Bestand hat, wenn es in einzelnen Mitgliedstaaten nicht gelingen sollte, makroökonomische Ungleichgewichte oder eine ausufernde Staatsverschuldung bis hin zu einem Zahlungsausfall eines Staates zu verhindern. Dabei bildet das Bankensystem aufgrund seiner besonderen systemischen Bedeutung für die Finanzstabilität den wichtigsten Anknüpfungspunkt. Doch müssen auch weitere potenziell systemrelevante

Absicherung von Finanzstabilität wichtig, um Gefahr von Druck auf die Geldpolitik zu mindern

¹⁵ Vgl. zu diesem Ansatz auch: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland, Jahresgutachten 2012/13, S. 102 ff.; und Gegen eine Rückwärtsgewandte Wirtschaftspolitik, Jahresgutachten 2013/14, S. 156 ff.

¹⁶ Vgl. hierzu z. B.: A. Sapir und G. Wolff, Euro-Area governance: What to reform and how to do it, Bruegel policy brief, 2015/01. Ohne entsprechenden Transfer von Entscheidungskompetenzen wäre eine effektive Kontrolle gemeinschaftlicher Haftungsinstrumente nicht gewährleistet. Vgl.: Expert Group on Debt Redemption Fund and Eurobills, Finaler Bericht, 31. März 2014.

¹⁷ Vgl.: H. van Rompuy, J. Barroso, J.-C. Juncker und M. Draghi, Towards a genuine economic and monetary union, Bericht zum Europäischen Rat, Dezember 2012.

Überblick über ausgewählte Empfehlungen und Maßnahmen		
Finanzstabilität	Finanzpolitik	Wirtschaftspolitik
Verlustresistenz von Banken erhöhen: Eigenkapitalanforderungen und/oder Leverage Ratio Makroprudenzielles Instrumentarium konsequent einsetzen und weiterentwickeln Integration Eigen- und Fremdkapitalmärkte verbessern – Einheitlicher Rechtsrahmen – Diversifizierte Kreditvergabe Trennung von Geldpolitik und Bankenaufsicht Einheitlicher Abwicklungsmechanismus (SRM) – Ausreichendes Bail-in fähiges Kapital – Bail-in strikt anwenden und nicht lebensfähige Banken konsequent abwickeln – Gemeinsamer fiskalischer Absicherungsmechanismus mit nationalem Selbstbehalt Auch Finanzsystem außerhalb des Bankensektors angemessen regulieren (z. B. Schattenbanken)	Unabhängige Institution zur Haushaltsüberwachung schaffen Fiskalregeln – Einfacher und transparenter ausgestalten und stringent umsetzen – Einheitliche und nachvollziehbare Überwachung – Weniger diskretionärer Entscheidungsspielraum – Automatismus bei Korrekturmaßnahmen erhöhen – Schuldenquote stärker berücksichtigen ESM – Konditionierte Liquiditätshilfen – Zinsaufschläge bei Hilfen – Stärkere Rolle im etwaigen Insolvenzprozess – Außerordentliche fiskalische Maßnahmen, um Schuldenschnitt abzuwenden beziehungsweise abzumildern	Ungleichgewichtsverfahren überprüfen und gegebenenfalls anpassen, sobald ausreichende Erfahrungen vorliegen; stringent umsetzen Europäische Koordinationsmechanismen straff und transparent gestalten Grenzüberschreitende Wechselwirkungen beachten, aber keine wirtschaftspolitische Feinsteuerung durch zentrale Ebene
Geldpolitik		
Kernziel Preisstabilität im Fokus halten Grenzen des Mandats eher eng auslegen, um Unabhängigkeit zu legitimieren Einheit von Haftung und Kontrolle in anderen Bereichen nicht unterlaufen, Marktprozesse nicht verzerren	Keine Verantwortung für Finanzstabilitätsrisiken aus Solvenzproblemen von Staaten und Banken übernehmen Keine Gemeinschaftshaftung für staatliche Solvenzrisiken über die Bilanz der Zentralbanken erwirken Institutionelle Trennung von Geldpolitik und Bankenaufsicht	
Deutsche Bundesbank		

Teile des Finanzsystems, wie zum Beispiel das Schattenbankensystem, berücksichtigt werden.¹⁸⁾ Um Finanzsystemkrisen vorzubeugen, kommt der Regulierung und Aufsicht eine entscheidende Rolle zu. Treten dennoch Probleme bei Finanzinstituten auf, ist es Aufgabe der Geldpolitik, illiquiden, aber nicht überschuldeten Banken vorübergehend Liquiditätshilfen zu gewähren. Es ist dagegen Aufgabe der Abwicklungsbehörde und letztlich der Finanzpolitik, überschuldete Finanzinstitute unter Beteiligung der Eigentümer und Gläubiger zu rekapitalisieren oder geordnet abzuwickeln, wenn anderenfalls die Stabilität des Finanzsystems bedroht wäre. Ein Grund hierfür ist, dass mit dieser Aufgabe

erhebliche Umverteilungsentscheidungen verbunden sind. Kommt die Finanzpolitik der Aufgabe nicht nach, kann die Geldpolitik unter Druck geraten, hier notfalls einzuschreiten.

Mit Blick auf die Übertragung von Risiken vom Staatssektor auf die Banken muss einerseits angestrebt werden, die Finanzstabilität möglichst auch im nicht auszuschließenden Extremfall

¹⁸ Das Schattenbankensystem lässt sich allgemein definieren als „credit intermediation involving entities and activities outside the regular banking system“. Vgl.: Financial Stability Board, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations of the Financial Stability Board, Bericht, Oktober 2011, S. 1.

*Ansteckungs-
kanal von Risiken
zwischen Banken
und Staaten
muss in beide
Richtungen
wirksam durch-
brochen werden*

eines Schuldenschnitts bei Staatsanleihen zu bewahren. Eine solche Absicherung ist eine wesentliche Voraussetzung, um das Prinzip der nationalen Eigenverantwortung und die Nicht-Haftungsklausel aufrechterhalten zu können. Aber andererseits muss auch die andere Ansteckungsrichtung – die Übertragung von Belastungen im Bankenbereich auf den Staat – wirksam reduziert werden.

Minderung der Ansteckungsrisiken vom Banken- auf den Staatssektor

*Verlustresistenz
von Banken ist
wichtiger
Schlüssel, um
Ansteckungen
vom Banken-
sektor auf den
Staat zu durch-
brechen*

Die bislang im Bereich der Finanzstabilität ergriffenen Maßnahmen zielen hauptsächlich auf die Wirkungsrichtung von Banken auf den Staat. Trotz der bereits erzielten Fortschritte besteht noch Handlungsbedarf. Um die Ansteckungsgefahren weiter zu mindern, muss vor allem eine hohe Verlustabsorptionsfähigkeit insbesondere systemrelevanter Banken sichergestellt werden. Diese steigt unter anderem mit der Höhe des Eigenkapitals, das anfallende Verluste auffängt und dadurch die Fortführung des Geschäftsbetriebs sicherstellen kann. Dem wird mitunter entgegengehalten, dass höhere Eigenkapitalanforderungen mit steigenden Finanzierungskosten für die Banken und damit unter Umständen mit gesamtwirtschaftlichen Wachstumseinbußen verbunden sein könnten.¹⁹⁾ Grundsätzlich sind aber eventuell höhere Finanzierungskosten dem gesamtwirtschaftlichen Nutzen aus der potenziell verbesserten Finanzstabilität gegenüberzustellen. Soweit höhere Finanzierungskosten allerdings daraus resultieren, dass durch strengere Eigenkapitalvorgaben implizite Staatsgarantien entfallen oder verringert werden, sollte dies höheren Eigenkapitalanforderungen nicht im Wege stehen. Letztlich würde hierdurch lediglich eine unangemessene Subventionierung der Fremdkapitalfinanzierung der Banken beseitigt.

*Eigenkapital-
anforderungen
kritisch zu
überdenken*

Um die Verlustresistenz von Banken zu erhöhen, sollten die neuen Eigenkapitalforderungen nach Basel III noch einmal kritisch überprüft wer-

den.²⁰⁾ Dabei ist insbesondere zu hinterfragen, ob den Risiken, die in den Risikomodellen nicht oder nicht ausreichend erfasst werden, eine angemessene Eigenkapitalausstattung entgegensteht (z. B. durch die verschiedenen Kapitalpuffer). Unter anderem im Hinblick auf solche Risiken wurden die risikogewichteten Eigenkapitalanforderungen durch die Einführung eines explizit nicht risikoorientierten Instrumentes, der Leverage Ratio, ergänzt. Ab dem Jahr 2018 wäre für diese der Übergang von einer Beobachtungskennziffer hin zu einer verbindlichen Maßnahme möglich. Auch hier gilt es zu prüfen, ob die gegenwärtig vom Baseler Ausschuss getestete Mindestanforderung von 3% angemessen ist.

Die makroprudenzielle Überwachung und Politik trägt dazu bei, das Finanzsystem noch widerstandsfähiger zu machen und auch zyklische Entwicklungen systemischer Risiken angemessen einzudämmen. Die hierzu auf der europäischen und nationalen Ebene zumindest für den Bankensektor geschaffenen Instrumente, wie der antizyklische Kapitalpuffer, der Systemrisikopuffer oder die Möglichkeit erhöhter Risikogewichte für bestimmte Kreditforderungen, sind grundsätzlich geeignet, Fehlentwicklungen relativ zielgenau entgegenzutreten. Die Wirksamkeit der makroprudenziellen Politik

*Makropruden-
zielle Über-
wachung wirkt
unterstützend,
ist aber kein
Allheilmittel*

¹⁹ Dieses Argument kann jedoch infrage gestellt werden. So besagt das Modigliani-Miller-Theorem, dass bei vollkommenen Märkten die Finanzierungskosten eines Unternehmens von der Finanzierungsform unabhängig sind: Mit steigender Eigenkapitalquote sinkt die Unsicherheit des Zahlungsstromes sowohl für Eigen- als auch für Fremdkapitalgeber und somit die Risikoprämie für beide Finanzierungsformen. Die Mehrkosten aufgrund des höheren Anteils des teureren Eigenkapitals werden somit ausgeglichen. Zwar kann es etwa aufgrund von Marktfraktionen, asymmetrischer Informationsverteilung oder Steuern durchaus zu einem Anstieg der Eigenkapitalkosten kommen. Allerdings deuten empirische Studien darauf hin, dass die Mehrkosten nicht substantiell ausfallen. Vgl. dazu: Europäische Zentralbank (2011), Common equity capital, banks' riskiness and required return on equity, Financial Stability Review, S. 125 ff.

²⁰ Diese sehen grundsätzlich eine Unterlegung von mindestens 8% der risikogewichteten Aktiva mit Eigenkapital vor. Ergänzend sollen die Banken zukünftig aber verschiedene Eigenkapitalpuffer über die Mindestanforderungen hinaus vorhalten, um das Risiko einer Unterschreitung der Mindestkapitalanforderungen zu senken. Zudem sind Eigenkapitalzuschläge für systemrelevante Banken vorgesehen.

wird aber vor allem davon abhängen, wie groß die Bereitschaft ist, die Instrumente tatsächlich konsequent einzusetzen sowie Fehlentwicklungen gegebenenfalls auch gegen politischen Druck zu begegnen, und inwieweit etwaige Ausweichreaktionen unterbunden werden können. Die makroprudenzielle Politik darf nicht überstrapaziert werden. Sie kann Fehlentwicklungen, die in einer riskanten nationalen Wirtschafts- oder Finanzpolitik begründet liegen, nur bedingt entgegensteuern, weil sie nicht an deren Ursachen ansetzen kann. So begünstigt beispielsweise die Steuergesetzgebung in vielen Mitgliedstaaten derzeit die Fremd- gegenüber der Eigenkapitalfinanzierung. Dies schwächt für sich genommen tendenziell die Eigenkapitalbasis von Unternehmen, sodass Bankkredite bei negativen Schocks schneller notleidend werden können. Damit wird die Stabilität des Finanzsystems geschwächt. Diesbezüglich kann die makroprudenzielle Politik zwar die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors stärken und die zyklische Dynamik des Finanzsystems dämpfen. Der steuerpolitische Fehlanreiz bleibt aber bestehen. Das Vorhandensein makroprudenzieller Instrumente darf daher nicht als Argument für eine laxere Regulierung an anderer Stelle oder für eine weniger umsichtige Wirtschaftspolitik dienen. Dies gilt umso mehr, als die verfügbaren makroprudenziellen Instrumente vorrangig Fehlentwicklungen einzudämmen suchen, die im Bankensektor ihren Ausgang nehmen. So steht die Entwicklung des makroprudenziellen Instrumentariums in anderen Bereichen, zum Beispiel für den Versicherungssektor oder das Schattenbankensystem, noch am Anfang.

Positive Effekte könnten auch von Kapitalmarktunion und ...

Unter dem Schlagwort Kapitalmarktunion wird derzeit eine bessere Integration der Fremd- sowie vor allem der Eigenkapitalmärkte vorangetrieben. Der Abbau von diesbezüglichen Hemmnissen und Beschränkungen kann hier einen Beitrag leisten. Dadurch könnte die Wirkung asymmetrischer Schocks über die Finanzmärkte innerhalb der EU breiter gestreut und besser abgedeckt werden. Eine ähnliche Wirkung hätte die angestrebte stärkere Diversifika-

tion zwischen kapitalmarkt- und bankbasierter Finanzierung.

Darüber hinaus würde eine stärker diversifizierte Kreditvergabe der Banken im Euro-Raum Risiken breiter streuen und damit den Bankensektor bei auf einzelne Mitgliedstaaten beschränkten Problemen stärken. So wären heimische Banken beispielsweise von den Folgen finanzpolitischer Fehlentwicklungen in einem Land bis hin zum Extremrisiko eines staatlichen Schuldenschnitts weniger betroffen, der in der Regel überdies mit einer Rezession und steigenden Kreditausfällen in diesem Land verbunden ist. Voraussetzung ist aber, dass die Kreditrisiken nicht aufgrund der Diversifizierung steigen.

... stärker diversifizierter Kreditvergabe der Banken ausgehen

Zur umfassenden Absicherung der Finanzstabilität bedarf es einer unabhängigen und strikten Bankenaufsicht. Die Übertragung der Bankenaufsicht auf einen einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism: SSM) war ein erster wichtiger Schritt.²¹⁾ Um Interessenkonflikten mit der Geldpolitik vorzubeugen, sollte in längerfristiger Betrachtung aber die Bankenaufsicht nicht bei der EZB sondern bei einer eigenständigen Institution mit Letztentscheidungsrecht in aufsichtlichen Fragen angesiedelt oder zumindest innerhalb der EZB die geldpolitischen von den bankaufsichtlichen Entscheidungsstrukturen klar getrennt werden. Vor diesem Hintergrund sollte perspektivisch eine Änderung des europäischen Primärrechts angestrebt werden.

Unabhängige und strikte Bankenaufsicht weitere zentrale Säule

Ferner kann die wirtschaftliche Erholung eines Landes beschleunigt werden, wenn der Marktaustritt insolventer Banken und der Eintritt neuer Banken erleichtert würde. Europaweit einheitliche und beschleunigte Insolvenzverfahren für private Haushalte und Unternehmen könnten Unsicherheiten verringern, indem sie eine zügigere Feststellung der tatsächlichen bilanziellen Lage der Banken ermöglichen.

Zügigere Marktaustritte insolventer Banken und Eintritte neuer Banken

21 Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Der Start der Bankenunion – Der einheitliche Aufsichtsmechanismus in Europa, Monatsbericht, Oktober 2014, S. 45 ff.

Nachbesserungsbedarf beim Abwicklungsmechanismus, um effiziente Abwicklung von Banken zu gewährleisten

Beim einheitlichen Abwicklungsmechanismus, der eine geordnete Abwicklung auch von systemrelevanten Banken ermöglichen soll, ohne dass dabei auf staatliche Stützungsmaßnahmen zurückgegriffen werden muss, besteht Korrekturbedarf. Angesichts der sehr komplexen Entscheidungsstruktur bestehen erhebliche Zweifel, ob Bankenabwicklungen bei gegebenem engen Zeitfenster effizient durchgeführt werden können.²²⁾ Daher sollte weiterhin eine Primärrechtsänderung angestrebt werden, die eine Rechtsgrundlage für eine echte europäische Abwicklungsbehörde mit effizienten eigenen Entscheidungsbefugnissen schafft.

Staatliche Stützungsmaßnahmen für Banken weitestgehend abschließen durch konsequente Umsetzung und ...

Weiterhin besteht noch erheblicher Nachbesserungsbedarf, um das Risiko von Bankinsolvenzen tatsächlich bei den Investoren zu belassen und die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß zukünftiger Belastungen aus dem Finanzsektor auf die öffentlichen Haushalte wirksam zu reduzieren. Problematisch ist insbesondere, dass die Anwendung des Bail-in-Instruments auch auf Fremdkapitalgeber mit einem großen diskretionären Spielraum verbunden ist. Hinzu kommt, dass nicht sicher ist, inwieweit die politische Ankündigung, den Bankensektor gegebenenfalls durch Ex-post-Abgaben zur Finanzierung von Verlusten heranzuziehen, eingelöst wird. Um die öffentlichen Haushalte verlässlich zu entlasten und Investoren Risiken verstärkt selbst tragen zu lassen, sind neben den bereits angesprochenen höheren Eigenkapitalquoten verschiedene Ansätze denkbar. So ist es in der konkreten Umsetzung entscheidend, dass nicht mehr lebensfähige Banken tatsächlich konsequent abgewickelt werden, ohne auf Steuergelder zurückzugreifen. Dadurch kann eine Reputation aufgebaut werden, die der in gewissem Umfang weiter bestehenden Erwartung einer impliziten Staatsgarantie entgegen wirkt.

... ausreichend bail-in-fähiges Fremdkapital

Zudem könnte der Bail-in von Kapitalgebern ex ante glaubhafter ausgestaltet werden, indem Banken dazu verpflichtet werden, ausreichend Eigen- und Fremdkapital vorzuhalten, das im Verlustfall zuverlässig für den Bail-in zur Verfügung steht.²³⁾ Darauf zielen die vom Finanz-

stabilitätsrat (Financial Stability Board) für global systemrelevante Banken angestrebten Mindestanforderungen an die Verlustabsorptionsmasse ab, die unter dem Namen „total loss absorbing capacity“ (TLAC) geführt werden und eine ausreichende Ausstattung mit haftendem Eigen- und Fremdkapital im Abwicklungsfall sicherstellen sollen. Damit dies gelingt, ist allerdings darauf zu achten, dass der im November vergangenen Jahres vom Finanzstabilitätsrat vorgelegte Entwurf im laufenden Abstimmungsprozess nicht verwässert wird.²⁴⁾ Um Ansteckungseffekten vorzubeugen, muss zudem das Halten von TLAC-Instrumenten seitens anderer Banken durch regulatorische Vorschriften beschränkt werden. Auch in der Bank Resolution and Recovery Directive (BRRD) sind Mindestanforderungen für haftendes Eigen- und Fremdkapital enthalten, und zwar in Form von Mindestanforderungen an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten („minimum requirements for own funds and eligible liabilities“: MREL).²⁵⁾ Damit die Haftung im Abwicklungsfall ex ante glaubwürdig ist, müsste hier jedoch sichergestellt werden, dass neben den Eigenmitteln vor allem die unter die Mindestanforderungen fallenden Verbindlichkeiten im Abwicklungsfall auch tatsächlich zur Haftung herangezogen werden können. Hierzu müssten

²² Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Die neuen europäischen Regeln zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten, Monatsbericht, Juni 2014, S. 31ff.

²³ Hierzu hat der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium der Finanzen einen Vorschlag unterbreitet. Demnach wäre eine wesentliche Anforderung an das sog. bail-in-fähige Kapital, dass es weder direkt noch indirekt (z. B. über Credit Default Swaps (CDS)) von Banken gehalten werden darf, um Ansteckungsrisiken über das Bankensystem zu vermeiden. Zudem sollte bei der Ausgestaltung der Anleihebedingungen ein klarer Auslöser für den Haftungsfall festgelegt werden und das Fremdkapital dann (vergleichbar mit sog. Coco-Bonds) automatisch in Eigenkapital umgewandelt werden. Schließlich wäre sicherzustellen, dass andere Fremdkapitalpositionen durch die Existenz dieser Bail-in-Anleihen nicht automatisch vom Bail-in ausgeschlossen sind. Vgl.: Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen, Stellungnahme zur aktuellen Entwicklung der Europäischen Bankenunion – Plädoyer für ein glaubwürdiges Bail-in, 01/2014.

²⁴ Vgl.: Financial Stability Board, Adequacy of loss-absorbing capacity of global systemically important banks in resolution, Consultative Document, November 2014.

²⁵ Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Die neuen europäischen Regeln zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten, Monatsbericht, Juni 2014, S. 31ff.

mögliche Ansteckungskanäle im Finanzsystem so weit wie möglich geschlossen werden. Gleichzeitig wäre der diskretionäre Entscheidungsspielraum im Abwicklungsfall deutlicher zu begrenzen.

*Gemeinsamer
fiskalischer
Absicherungs-
mechanismus
anreizkom-
patibel auszu-
gestalten*

Durch die angesprochenen Ergänzungen der bereits umgesetzten Vorkehrungen auf den vorgelagerten Stufen sollen staatliche Stützungsmaßnahmen möglichst ausgeschlossen werden. Dennoch kann eine glaubhafte fiskalische Absicherung an letzter Stelle der Haftungskaskade erforderlich sein, um notfalls auch systemrelevante Banken geordnet abwickeln zu können und übermäßiger Unsicherheit an den Märkten vorzubeugen. Hierdurch würde verhindert, dass die Zentralbanken unter Druck gesetzt werden, solche Banken durch umfangreiche und anhaltende Liquiditätsbereitstellung am Leben zu erhalten und so Abwicklungen mit erheblichen Risiken für die Finanzstabilität zu vermeiden. Um Haftung und Kontrolle bei der Bankenaufsicht in Einklang zu bringen, wäre es nach dem Übergang der Bankenaufsicht von der nationalen auf die europäische Ebene grundsätzlich nachvollziehbar, einen fiskalischen Absicherungsmechanismus gleichfalls auf der europäischen Ebene anzusiedeln. Dies setzt allerdings voraus, dass die noch unter nationaler Verantwortung entstandenen Altlasten in den Bankbilanzen zuvor umfassend bereinigt wurden. Außerdem müsste bei der Ausgestaltung darauf geachtet werden, dass hierdurch keine Fehlreize gesetzt werden, die soliden Staatsfinanzen und einer nachhaltigen Wirtschaftspolitik entgegenstehen. Der Einfluss der nationalen Wirtschafts- und Finanzpolitik auf Risiken im nationalen Bankensystem ist umso größer, je weniger die Banken über die Ländergrenzen hinweg diversifiziert sind. Es würde tendenziell eine riskante Wirtschafts- und Fiskalpolitik begünstigen, wenn deren Risiken vollständig gemeinschaftlich getragen werden, während zeitweilige Vorteile vor allem auf der nationalen Ebene anfallen. Je nachdem wie schwerwiegend diese Anreizprobleme angesehen werden und wie effektiv die Korrektive durch Diversifizierung, Bail-in, die europäischen Verfahren zur

Haushalts- und Wirtschaftsüberwachung und die makroprudenzielle Politik eingeschätzt werden, wäre ein mehr oder weniger umfangreicher nationaler Selbstbehalt bei Kosten der Abwicklung einer europäisch beaufsichtigten Bank sinnvoll.²⁶⁾

Schließlich muss für eine umfassende Absicherung der Finanzstabilität gewährleistet sein, dass sich keine systemischen Risiken in anderen Bereichen des Finanzmarkts, wie beispielsweise im sogenannten Schattenbankensektor, aufbauen. Konkret sollten mit Blick auf die derzeit ebenfalls unter dem Schlagwort Kapitalmarktunion angestrebte Verbesserung und weitere Harmonisierung der Rahmenbedingungen für dezentrale Strukturen im Finanzsystem (wie z. B. für nicht bankbasierte direkte und indirekte Unternehmensfinanzierung) in ähnlicher Weise wie für den Bankensektor makroprudenzielle Instrumente entwickelt werden, um unerwünschten Entwicklungen hieraus entgegenwirken zu können.

*Schattenbanken-
sektor darf nicht
zur neuen Quelle
systemischer
Risiken werden*

Minderung des Ansteckungsrisikos vom Staats- auf den Bankensektor

Als mindestens ebenso dringlich wie Reformen hinsichtlich der Wirkungsrichtung vom Banken- und Finanzsystem auf den Staat erscheinen Reformen mit Blick auf die umgekehrte Wirkungsrichtung, vom Staat auf Banken und das Finanzsystem. Diese sollten darauf abzielen, die Finanzstabilität unabhängiger von der Entwicklung der staatlichen Finanzen zu machen und diese selbst im Fall einer Restrukturierung staatlicher Verbindlichkeiten mit hoher Wahrscheinlichkeit zu wahren. Dies würde ebenfalls Druck von der Geldpolitik nehmen, in die Verantwortung für die Finanzstabilität oder die staatliche Schuldentragfähigkeit genommen zu werden. Ein zentraler Ansatzpunkt ist dabei ebenfalls die

*Beseitigung von
Ansteckungs-
effekten vom
Staat auf Finanz-
system auch für
Fall einer Staats-
insolvenz*

²⁶ Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Die vorgesehene Rolle der öffentlichen Haushalte bei der europäischen Bankenabwicklung, Monatsbericht, Juni 2014, S. 55 ff.

Banken- und Finanzmarktregulierung. Ziel von Änderungen muss es sein, das Risiko von Banken aufgrund von Forderungen gegenüber dem Staat so zu begrenzen, dass auch stark vernetzte, systemrelevante Banken fiskalische Schieflagen bis hin zu einem vergleichsweise umfangreichen staatlichen Schuldenschnitt absorbieren können oder sie gegebenenfalls geordnet abgewickelt werden können. Dabei sind auch Zweitrundeneffekte zu berücksichtigen, die sich daraus ergeben, dass ein staatlicher Zahlungsausfall regelmäßig von einem Einbruch der Wirtschaftstätigkeit und einer steigenden Zahl notleidender Kredite privater Schuldner des betroffenen Landes begleitet wird.

Ansatzpunkte zur Begrenzung des Risikos von Banken aufgrund von Forderungen gegenüber dem Staat

Ansatzpunkte, um das Risiko des Bankensystems aus Forderungen gegenüber Staaten zu begrenzen, sind eine risikoadäquate Unterlegung von Staatsanleihen mit Eigenkapital, eine Volumenbegrenzung der von einer Bank gehaltenen Forderungen gegenüber einem Staat (Großkreditgrenzen) und eine dem tatsächlichen Liquiditätsgrad dieser Papiere entsprechende Behandlung in der Liquiditätsregulierung. Hier ließe sich schon viel erreichen, wenn die bislang geltenden regulatorischen Ausnahmen für Staatsschuldtitel in der Eigenkapitalunterlegung und bei den Großkreditgrenzen beendet oder zumindest substanziell eingeschränkt würden.²⁷⁾ Gegenwärtig müssen Forderungen von Banken gegenüber Staaten in nationaler Währung faktisch nicht mit Eigenkapital unterlegt werden, obwohl die Staatsschuldenkrise eindrücklich gezeigt hat, dass Staatsschuldtitel keineswegs risikolos sind. Auch von den geltenden Großkreditgrenzen sind Forderungen gegenüber Staaten bislang weitgehend ausgenommen. Mit der Großkreditregelung sollen Klumpenrisiken im Bankensystem verhindert werden. So soll vermieden werden, dass eine Bank durch den Zahlungsausfall eines Schuldners selbst in Schwierigkeiten gerät.²⁸⁾

Ergänzung durch andere Ausgestaltung von Staatsanleihen erwägenswert

Die Folgen eines staatlichen Schuldenschnitts für Banken könnten möglicherweise durch eine andere Ausgestaltung staatlicher Schuldtitel weiter vermindert werden. Das Ziel wäre es dabei, auch in Krisenzeiten ein für die Banken hin-

reichend großes Volumen an nationalen Anleihen mit relativ guter Bonität zu schaffen und die Risiken eines Zahlungsausfalls möglichst in stärkerem Maß von den Bankbilanzen in Bereiche des Finanzmarkts zu verlagern, in denen etwaige Verluste aus einem Schuldenschnitt nicht zu einer systemischen Finanzkrise führen. Hier könnte geprüft werden, ob es vorteilhaft wäre, wenn die einzelnen nationalen Staatsanleihen jeweils aus einem „first loss“- und „second loss“-Teil bestehen könnten, um die oben angesprochene Änderung der Bankenregulierung zu ergänzen.²⁹⁾

Neben der Bankenregulierung können auch solche Ansätze einen Beitrag zur Finanzstabilität leisten, die darauf abstellen, bei einer etwaigen staatlichen Insolvenz eines EWU-Staats rechtzeitig ein entsprechendes Verfahren auszulösen, zügig durchzuführen und vorhersehbarer zu gestalten. Ohne solche Mechanismen bestehen sowohl für das Schuldnerland als auch für dessen Gläubiger Anreize, einen Schuldenschnitt zu verschleppen: Die Regierung des Schuldnerlandes befürchtet einen Verlust an Wählerstimmen und Reputation sowie negative Auswirkungen auf das heimische Finanzsystem. Gläubiger kurzfristig fällig werdender Forderungen können derzeit darauf setzen, dass der Schuldenschnitt so lange hinausgezögert wird, bis ihre Forderungen vollständig bedient wurden.³⁰⁾ Dies erschwert eine rasche Wiederherstellung

Ansätze zur Verbesserung des Prozesses bei Staatsinsolvenzen können Finanzstabilität in gewissem Umfang erhöhen

²⁷ Der Baseler Ausschuss hat bereits begonnen, die Privilegierung von Krediten an Staaten bei den regulatorischen Anforderungen zu überprüfen.

²⁸ Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Abbau der regulatorischen Privilegierung von Staatsschulden, Geschäftsbericht 2014, S. 23 ff.

²⁹ Eine zwangsweise Risikodiversifikation durch eine Bündelung von Anleihen aller EWU-Staaten in einer einzigen Anleihe wie von der Euro-nomics group vorgeschlagen scheint dazu nicht erforderlich. Vgl. hierzu: Euro-nomics group, European safe bonds (ESBies), Mimeo, 30. September 2011. Vielmehr sind mit dem Vorschlag der Euro-nomics group in gewissem Maß gemeinschaftliche Haftungselemente verbunden, die dem Leitbild des ordnungspolitischen Rahmens entgegenstehen. Eine angemessene Risikostreuung ließe sich – wie ausgeführt – besser durch eine adäquate Bankenregulierung erreichen.

³⁰ Gläubiger mit kurzfristig fälligen Forderungen, die über eine Sperrminorität verfügen, könnten bspw. glaubwürdig signalisieren, einer etwaigen Umschuldung nicht zuzustimmen.

der staatlichen Zahlungsfähigkeit, verlängert die Unsicherheit an den Finanzmärkten über die anstehenden Schritte und erhöht über die Ausstrahlungseffekte auf die Realwirtschaft die volkswirtschaftlichen Kosten eines staatlichen Schuldenüberhangs.³¹⁾ Reformansätze zur Milderung negativer Rückwirkung von staatlichen Zahlungsschwierigkeiten auf die Stabilität des Finanzsystems sollten daher auf eine rechtzeitige Auslösung einer staatlichen Insolvenz und ein möglichst verlässliches, effizientes und transparentes Verfahren zu einer raschen Wiederherstellung der staatlichen Zahlungsfähigkeit abzielen.³²⁾ Insgesamt ist aber auch darauf zu achten, dass Vertragstreue und rechtsstaatliche Prinzipien gewahrt werden und sich Länder keinesfalls zu leicht von vertraglichen Vereinbarungen im Zusammenhang mit Staatsschulden entledigen können.

2013 eingeführte CACs könnten noch gestärkt werden

Seit dem 1. Januar 2013 müssen alle von den Euro-Staaten emittierten Staatsanleihen mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr vertragliche Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses: CACs) enthalten.³³⁾ Diese sollen im Bedarfsfall eine effiziente Restrukturierung ausstehender Verbindlichkeiten sicherstellen, indem sie für alle Gläubiger bindende Änderungen der wesentlichen Anleihebedingungen einer Schuldtitel-Serie erleichtern. Dazu schreiben sie vertraglich fest, dass das Mehrheitserfordernis zur Änderung der Anleihebedingungen für die einzelne Anleiheserie sinkt, wenn eine qualifizierte Mehrheit über alle Anleiheserien hinweg für eine Anpassung stimmt. Dadurch reduziert sich der etwaige Anreiz für Investoren, auf Kosten der Gläubigergemeinschaft auf eine volle Erfüllung ihrer Forderungen zu setzen (Holdout-Problematik). Dieses zweistufige Verfahren kann aber nicht verhindern, dass ein finanzstarker Investor durch den Erwerb einer Sperrminorität bei einer einzelnen Anleiheserie deren Restrukturierung blockiert. Hier könnten auf längere Sicht einstufige aggregierte Abstimmungen Abhilfe schaffen, bei denen eine qualifizierte Mehrheit über alle begebenen Staatsanleihen genügt, um unabhängig vom Abstimmungsergebnis einzelner Anleiheserien eine bindende

Schuldenrestrukturierung für alle Anleihen auszulösen.³⁴⁾

Um die Anreize zum Holdout effektiver zu unterbinden, könnten darüber hinaus die standardisierten Anleiheverträge der Staaten des Euro-Raums im Hinblick auf eine Einschränkung der Pari-passu-Klausel kritisch überprüft werden.³⁵⁾ Diese Klausel soll grundsätzlich eine ranggleiche Behandlung von Anleihegläubigern

Modifizierte Pari-passu-Klausel würde Holdout-Problematik mindern

31 Die aktuelle Diskussion über einen Schuldenschnitt in Griechenland findet vor einem grundlegend anderen Hintergrund statt. Hier gab es bereits einen Schuldenschnitt für private Gläubiger, und der überwiegende Teil der griechischen Schulden besteht aus Hilfskrediten von öffentlichen Gläubigern. Zwar ist die griechische Schuldenquote immer noch außerordentlich hoch, allerdings erfolgte hier eine umfangreiche Entlastung durch die sehr niedrige Verzinsung der Hilfskredite (aus ökonomischer Sicht sind die Gewährung sehr niedriger Zinssätze und der Verzicht auf zeitnahe Tilgungsleistungen einem Schuldenerlass sehr ähnlich). Insofern stellt sich die Tragfähigkeit der griechischen Staatsfinanzen aufgrund der sehr begrenzten Zinslasten deutlich entspannter dar als allein mit Blick auf die Schuldenquote. Gemäß der jüngsten Prognose der Europäischen Kommission liegen die griechischen Zinsausgaben bspw. im laufenden Jahr in Relation zum Bruttoinlandsprodukt unter denjenigen von Irland, Italien und Portugal, obwohl die Schuldenquote Griechenlands deutlich höher ist.

32 Vgl. u. a.: Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2011), Übersuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Gutachten Nr. 01/11; Committee on International Economic Policy and Reform, Revisiting Sovereign Bankruptcy, Diskussionspapier, Oktober 2013; und C. Fuest et al., Die Krise im Euroraum nachhaltig überwinden, Studie des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) für die Vereinigung der Bayerischen Wirtschaft (vbw), April 2014.

33 Vgl.: EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets, Collective Action Clause Explanatory Note, 26. Juli 2011; und Model Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, 26. März 2012. Die Integration von CACs in die Anleihebedingungen der regionalen und lokalen staatlichen Einheiten der Mitgliedstaaten ist allerdings nicht zwingend.

34 Vgl.: Internationaler Währungsfonds, Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring, IMF Policy Paper, 2. September 2014.

35 Im globalen Kontext hat der IWF zur Stärkung vertragsbasierter Umschuldungen neben Vorschlägen für Modellklauseln mit der Möglichkeit zu einstufigem Mehrheitserfordernis auch Vorschläge für eine Neufassung der Pari-passu-Klausel unterbreitet und zur Anwendung bei künftigen internationalen Anleiheemissionen empfohlen. Vgl.: Internationaler Währungsfonds, a. o. O. Die IWF-Vorschläge lehnen sich an die kurz zuvor überarbeiteten Modellklauseln der International Capital Markets Association (ICMA) an. Vgl.: ICMA, Standard Aggregated Collective Action Clauses („CACs“) for the Terms and Conditions of Sovereign Notes, August 2014; und ICMA, Standard Pari Passu Provision for the Terms and Conditions of Sovereign Notes, August 2014.

durch den Emittenten gewährleisten.³⁶⁾ Zumindest sollten aber vorhandene Auslegungsspielräume ausgeschlossen werden, sodass Gläubiger, die sich einer Umschuldung verweigert haben (Holdout-Gläubiger), nicht unter Berufung auf die Pari-Passu-Klausel Druckpotenzial aufbauen können, indem sie Zahlungen an die restrukturierten Anleihen zu blockieren drohen. Dies reduziert den Anreiz für Gläubiger zum Holdout und stärkt somit den Anreiz für alle Gläubiger, an einer Restrukturierung teilzunehmen. Damit sinkt die Gefahr eines ungeordneten Zahlungsausfalls eines Staates.³⁷⁾

Geregelter Insolvenzprozess für Staaten des Euro-Raums könnte negative Folgen für Finanzstabilität weiter mildern

Darüber hinaus könnte auf längere Sicht ein Rahmen und Verfahren entwickelt werden, mit dem eine Restrukturierung von Staatsanleihen geordneter und strukturierter ablaufen könnte als derzeit.³⁸⁾ Damit könnten die Unsicherheit über die zur Wiederherstellung der staatlichen Zahlungsfähigkeit erforderlichen Schritte eingedämmt und systemische Ansteckungseffekte und negative Folgen für die Finanzstabilität gemildert werden. Etwaige Liquiditätseinschränkungen bei den zu restrukturierenden Schuldtiteln, die Auswirkungen auf die heimische Realwirtschaft und die Höhe eines erforderlichen Schuldenschnitts könnten sich potenziell weiter begrenzen lassen. Ungeachtet eines solchen Rahmens ist aber sicherzustellen, dass die Finanzstabilität auch bei einer weiterhin nicht auszuschließenden ungeordneten Staatsinsolvenz möglichst weitgehend gesichert ist.

ESM könnte im Insolvenzprozess hervorgehobene Rolle erhalten

Im Zusammenhang mit einem potenziell geordneteren Rahmen einer Staatsinsolvenz könnte dem ESM eine stärkere Rolle zukommen, und er könnte zu einem Ausgleich der Interessen von Schuldern und privaten Gläubigern sowie zu einer schnelleren Einigung auf eine Restrukturierung beitragen. Der staatliche Schuldner kann unter bestimmten Voraussetzungen ohnehin auf Liquiditätshilfen des ESM zurückgreifen, bis er wieder Zugang zum Kapitalmarkt erhält. Die Aussicht auf solche Liquiditätshilfen dürfte dem Schuldnerstaat die Zustimmung erleichtern. Die Gläubiger dürften sich leichter auf einen Schuldenschnitt einlassen, wenn sie durch

eine glaubhafte Bindung der ESM-Hilfen an strukturelle Reformen und fiskalische Konsolidierung eine höhere Sicherheit erhalten, dass ihre verbleibenden Forderungen dann tatsächlich bedient werden.

Ansatzpunkte zur Verankerung einer stabilitätsorientierten Finanzpolitik

Im bestehenden Ordnungsrahmen der Währungsunion liegt die Verantwortung für die Finanzpolitik hauptsächlich bei den Mitgliedsländern. Diese entscheiden über die konkrete Ausgestaltung der Finanzpolitik und auch darüber, ob die nationalen Staatsschulden letztlich bedient werden. Dieser weitreichenden Entscheidungsautonomie steht grundsätzlich ein Haftungsausschluss der Staaten füreinander gegenüber. Zentrales Ziel stabilitätsorientierter Reformen im Bereich Finanzpolitik muss es sein, die Anreize für solide öffentliche Finanzen zu erhöhen.

Anreize für solide Finanzpolitik erhöhen

Haushaltsüberwachung und Umsetzung fiskalischer Regeln verbessern

Hinsichtlich der fiskalischen Regeln ist das Hauptproblem weniger ihre grundsätzlich man-

³⁶ Für Staatsemissionen hat sie insoweit nur beschränkte Bedeutung als die Idee eines Ranges die Möglichkeit einer Liquidation des Vermögens des Emittenten (und der anschließenden Verteilung der unzureichenden Erlöse an die Gläubiger) voraussetzt. Die Liquidation des Vermögens eines zahlungsunfähigen Souveräns ist jedoch mit dem modernen Staatsbegriff und der Unveräußerlichkeit seiner Hoheitsrechte schwer vereinbar.

³⁷ Anreize zum Holdout könnten auch ohne Änderung der Pari-passu-Klausel effektiv unterbunden werden, wenn die Zahlungsströme der an einer Restrukturierung beteiligten Parteien gegenüber Forderungsansprüchen jener Gläubiger immunisiert werden, die nicht an einer Restrukturierung teilnehmen. Vgl. hierzu: Committee on International Economic Policy and Reform, a. a. O. Unten (S. 32 und S. 34) wird mit einer automatischen Laufzeitverlängerung bei Gewährung eines ESM-Programms eine weitere Änderung der Bedingungen von Staatsanleihen vorgeschlagen.

³⁸ Vgl. u. a.: F. Gianviti et al. (2010), A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, Bruegel blueprint series, Volume 10.

*Unabhängige
europäische
Fiskalbehörde
könnte zu bes-
serer Umsetzung
der Regeln
beitragen*

gelnde Eignung, als vielmehr die wenig konsequente Ausgestaltung und Umsetzung. Dies zeigen beispielsweise die jüngsten Entscheidungen der Europäischen Kommission, die Flexibilität der Regeln künftig noch stärker zur Aufweichung der Vorgaben zu nutzen und die Vorgaben auch für Staaten zu lockern, die offenbar die bisherigen Empfehlungen des Europäischen Rates nicht einhielten. Gegenwärtig kommt der Kommission bei der Überwachung der Haushaltsentwicklung und der Auslegung der europäischen Fiskalregeln eine entscheidende Rolle zu. Sie ist trotz der rechtlichen Unabhängigkeit dabei jedoch erheblichem politischen Druck ausgesetzt und verfolgt zudem viele verschiedene Zielsetzungen gleichzeitig. Eine neue europäische Fiskalbehörde, die in Anlehnung an die unabhängigen nationalen Fiskalräte mit einem klaren Mandat allein der Bewertung der Haushaltsentwicklungen mit Blick auf die Einhaltung der Fiskalregeln verpflichtet ist, sollte tendenziell besser eine objektive Überwachung und transparente und nachvollziehbare Analysen gewährleisten können. Sie könnte in dem Verfahren die Rolle der Kommission übernehmen und wäre weniger der Gefahr ausgesetzt, unangemessene Kompromisse zulasten der Haushaltsdisziplin einzugehen.

*Einfache und
transparente
Regeln schaffen
Verlässlichkeit
und fördern eine
effektive Haus-
haltsüber-
wachung*

Unabhängig von dieser institutionellen Frage können die fiskalischen Regeln effektiver werden, indem sie wieder deutlich einfacher und transparenter gestaltet werden. Dies würde es der Öffentlichkeit und auch der politischen Opposition in den jeweiligen Ländern ermöglichen, etwaige Verstöße klar festzustellen. Gerade dies ist eine wichtige Voraussetzung für eine stärkere Bindungswirkung, da von einer solchen öffentlichen Kontrolle eine disziplinierende Wirkung der Regeln auf die politischen Entscheidungsträger ausgeht. Erforderlich wäre es dazu, alle Daten öffentlich zugänglich zu machen, den bisher in den Regeln angelegten diskretionären Entscheidungsspielraum bei der Festlegung fiskalischer Zielvorgaben und der Beurteilung ihrer Einhaltung weitgehend zu beseitigen sowie Ausnahmen von den Regeln eng zu begrenzen und klar zu definieren. Da die Ver-

antwortung für solide Staatsfinanzen weiterhin bei den Mitgliedstaaten verbleibt, erscheint es ratsam, etwaige Vorgaben der europäischen Ebene stärker als bislang auf den voraussichtlich notwendigen Umfang der Konsolidierung und die Fristen zu deren Umsetzung zu beschränken. Das grundlegende Ziel der angedachten Neugestaltung der Regeln sollte nicht darin liegen, durch eine weitere kleinteilige Ausgestaltung jeder denkbaren Besonderheit Rechnung tragen zu wollen, sondern vielmehr durch Betonung klarer Obergrenzen deren Durchsetzungsfähigkeit zu stärken. Nicht das (vermeintliche) Bemühen eines Mitgliedstaates, sondern das Ergebnis sollte letztlich die entscheidende Bewertungsgröße sein. Dabei muss zu einem gewissen Maß in Kauf genommen werden, dass die Regeln nicht jedem Einzelfall vollständig gerecht werden können und nicht alle unerwarteten Entwicklungen entschuldigt werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es sich bei den Fiskalregeln um vereinbarte Obergrenzen handelt und ohnehin weitgehende Handlungsfreiheit für die Mitgliedstaaten besteht, sofern sie eingehalten werden.³⁹⁾

Die Absicherung der Tragfähigkeit durch ein einfaches und transparentes fiskalisches Regelwerk könnte noch verstärkt werden, indem bei Verfehlungen der Konsolidierungsumfang so festgelegt wird, dass nicht nur das Defizit korrigiert, sondern auch die aufgrund der Abweichung zwischenzeitlich entstandene höhere Verschuldung wieder abgebaut wird. Auch könnte die Bindungswirkung der europäischen Haushaltsregeln entscheidend verbessert werden, wenn die Mitgliedstaaten schon im Vorfeld etwaiger Verstöße konkrete Maßnahmen festlegen, die dann quasi automatisch in Kraft treten und allenfalls durch vollständig spezifizierte,

*Automatische
Korrektur-
mechanismen
bedenkenswert*

³⁹ Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Gebiet, Monatsbericht, Mai 2014, S. 73 ff.

aufkommensgleiche Maßnahmen ersetzt werden können.⁴⁰⁾

Anreize zu solider Finanzpolitik durch die Finanzmärkte fördern

Funktionierende Disziplinierung durch die Finanzmärkte wichtiger Anreiz für nachhaltige Finanzpolitik

Tatsächliche oder drohende Zinsaufschläge bei unsoliden Staatsfinanzen sind in der Währungsunion weiterhin ein wichtiger Anreiz für eine nachhaltige nationale Finanzpolitik. Dazu müssen Gläubiger tatsächlich den vollen Risiken einer Investition in staatliche Schuldtitel ausgesetzt sein und diese angemessen einschätzen.⁴¹⁾ Durch entsprechende Zinssignale werden Regierungen dann zu einer nachhaltigen Finanzpolitik angehalten. Erwarten Finanzmarktteilnehmer jedoch in einem Krisenfall fiskalische oder monetäre Rettungsmaßnahmen, vermindert sich das wahrgenommene Ausfallrisiko einer fehlgeleiteten nationalen Fiskalpolitik, und die Marktteilnehmer werden allenfalls noch geringe länderspezifische Risikoaufschläge einfordern. Eine Disziplinierung durch die Finanzmärkte wird von vornherein geschwächt.

Wiederherstellung des Haftungsausschlusses und Beachtung des Verbots monetärer Staatsfinanzierung

Insofern ist es wichtig, dass künftig die Eigenverantwortung der Investoren und der Mitgliedstaaten wieder fest verankert wird. Es darf nicht darauf gebaut werden, dass letztlich entweder der Haftungsausschluss anderer Mitgliedstaaten oder das Verbot der monetären Staatsfinanzierung durch die Zentralbanken ausgehebelt werden können. Dafür ist es aber bedeutsam, dass die Risiken für die Finanzmarktstabilität aus einer drohenden staatlichen Zahlungsunfähigkeit durch die angesprochenen Reformen (vgl. S. 22 ff.) hinreichend begrenzt werden, denn die Furcht vor einem Kollaps der Finanzmärkte führte letztlich in der Krise zur Dehnung dieser Vorgaben.⁴²⁾

Die im Jahr 2013 für EWU-Staaten eingeführten Umschuldungsklauseln können nicht nur wie ausgeführt zu mehr Finanzstabilität beitragen, sondern sind auch ein erstes wichtiges Signal, dass Anleger bei einem staatlichen Überschuldungsproblem mit einem Schuldenschnitt rech-

nen müssen. Dieses Signal könnte noch unterstrichen werden durch die gleichfalls im Zusammenhang mit der Stärkung der Finanzstabilität bereits erwähnten Vorschläge zu einer Neugestaltung der Bedingungen von Staatsanleihen und der Einführung eines geordneteren Insolvenzprozesses für Staaten des Euro-Raums. Hiermit könnte die Glaubwürdigkeit eines Schuldenschnitts auch dadurch gesteigert werden, dass die Implikationen für das Finanzsystem und die Einbußen für die Realwirtschaft gemildert würden und der Schuldenschnitt daher politisch leichter durchsetzbar wird. Gleichzeitig gilt es darauf zu achten, dass eine Insolvenz von einem Schuldnerstaat nicht als einfacher Ausweg angesehen wird. Hierzu können – wie folgend ausgeführt – wirtschafts- und finanzpolitische Auflagen einer Koordinierungsbehörde, etwa dem ESM, dienen.

Auch eine in den Anleihebedingungen verankerte automatische Verlängerung der Laufzeit von Staatsanleihen bei Gewährung eines ESM-Hilfsprogramms kann einen wichtigen Beitrag leisten. Dadurch ließe sich wirksam verhindern, dass private Gläubiger kurzfristig fälliger Titel zulasten öffentlicher Hilfegeber ausgezahlt

Geregelter staatlicher Insolvenzprozess für Länder des Euro-Raums verbessert Glaubwürdigkeit des Haftungsausschlusses und Haftung von Investoren

Automatische Verlängerung der Laufzeit von Staatsanleihen bei ESM-Hilfsprogramm

⁴⁰ Eine nachhaltige Sicherung stabiler öffentlicher Finanzen könnte auch durch direkte (abgestufte) Eingriffsrechte der europäischen Ebene bei gravierenden und anhaltenden Verstößen gegen die fiskalischen Regeln gewährleistet werden. Auch diese könnten in Form von Zuschlägen auf gängige Besteuerungsinstrumente oder Abschläge bei bestimmten Ausgabenkategorien erfolgen, die vorab von den Mitgliedstaaten zu bestimmen sind und deren Höhe mit dem Ausmaß der Grenzwertüberschreitung variiert. Solche Eingriffsrechte implizieren jedoch eine spürbare Einschränkung der nationalen Fiskalsouveränität (und damit einen Ansatz, der im Rahmen dieses Aufsatzes nicht weiter ausgeführt wird) und dürften derzeit wohl kaum konsensfähig sein.

⁴¹ Voraussetzungen für eine angemessene Einschätzung dieser Risiken aus einer Investition in staatliche Schuldtitel sind u. a. verlässliche Statistiken, eine verzögerungsfreie Bereitstellung relevanter Informationen und transparente Verfahren und Methoden im Rahmen der Haushaltsüberwachung.

⁴² Auch wenn der Geldpolitik generell eine gewisse Rolle bei der Sicherung der Finanzstabilität zukommt, ist sie insofern durch das Verbot der monetären Staatsfinanzierung begrenzt, als eine staatliche Solvenzsicherung außerhalb ihres Mandats liegt. Darüber hinaus geht im Fall widerstreitender Interessen das Ziel der Gewährleistung der Preisstabilität der Finanzstabilität vor. Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Die Bedeutung der makroprudenziellen Politik für die Geldpolitik, Monatsbericht, März 2015, S. 41 ff.

werden. Zudem wäre den privaten Anlegern klar, dass sie bei einem später eventuell doch notwendigen Schuldenschnitt herangezogen würden – ihr Risiko wäre entsprechend erhöht, was tendenziell zu einer stärkeren Disziplinierung der Fiskalpolitik durch die Finanzmärkte beitragen dürfte.⁴³⁾

Abschaffung von Privilegien von Staatsanleihen in Bankenregulierung fördert risikoadäquate Zinsen

Darüber hinaus dürften die angesprochenen Änderungen der Bankenregulierung – risikoadäquate Unterlegung auch staatlicher Schuldtitel mit Eigenkapital, Anpassungen bei den Einstufungen im Rahmen der Liquiditätsanforderungen und eine Großkreditregulierung auch für Forderungen gegenüber öffentlichen Schuldner – zu einer Stärkung der Disziplinierung der Finanzpolitik durch die Finanzmärkte beitragen. Die Banken dürften infolge einer Abschaffung der bisherigen Privilegien für Staatsschuldentitel ihre Nachfrage nach Schuldpapieren insbesondere von Staaten mit geringerer Bonität einschränken.⁴⁴⁾ Insgesamt sollten die Maßnahmen die Risikoprämien für Staatsanleihen mit einer höheren Ausfallwahrscheinlichkeit erhöhen und es damit für diese Länder unattraktiver machen, ihre Verschuldung auszuweiten. Dies stärkt ihren Anreiz zu einer stabilitätsorientierteren Ausrichtung der Finanz- und Wirtschaftspolitik, um über eine perspektivisch günstigere Entwicklung der Schuldenquote auch wieder günstigere Finanzierungsbedingungen zu erlangen.

Schwachpunkte einer Begrenzung der Verschuldungsneigung der Finanzpolitik durch die Finanzmärkte

In der Vergangenheit litt eine effektive Begrenzung der Verschuldungsneigung der Finanzpolitik durch die Finanzmärkte vor allem an zwei Schwachpunkten. Zum einen reagierten die Investoren auf eine sich verschlechternde fiskalische Tragfähigkeit recht spät, dann aber häufig abrupt.⁴⁵⁾ Die dann bei kurzfristiger Verschuldung des Staates vergleichsweise schnell steigenden Zinslasten machten es der Finanzpolitik zum Teil schwerer, noch rechtzeitig gegenzusteuern. In diesem Zusammenhang wäre es hilfreich, den regelmäßigen Finanzierungsbedarf durch eine eher lang laufende Verschuldung zu decken, um sich auch bei abrupten Neueinschätzungen noch gewisse zeitliche

Handlungsspielräume zu bewahren. Zum anderen reagierten die finanzpolitischen Entscheidungsträger zum Teil auch erst spät auf die Zinssignale. Die aufgeführten Vorschläge dürften helfen, diese Probleme abzumildern. Gleichwohl hat die Disziplinierung durch die Finanzmärkte – ebenso wie die Fiskalregeln – wohl auch künftig Grenzen. Daher scheint es richtig, auf beide Wege zu setzen, um dauerhaft solide Staatsfinanzen zu erreichen.

Krisenbewältigungsmechanismus anreizkompatibel ausgestalten

Trotz Reformen des finanzpolitischen Rahmens und ergänzender Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzstabilität kann nicht ausgeschlossen werden, dass auch künftig Mitgliedstaaten in Zahlungsschwierigkeiten geraten und dann systemische Risiken bestehen. Für diesen Fall bedarf es eines Krisenbewältigungsmechanismus, dessen Durchsetzung glaubwürdig ist. Im Idealfall sollte er weder Fehlanreize für die nationale Fiskalpolitik setzen noch den Haftungsausschluss und somit die Disziplinierung der Finanzpolitik durch die Finanzmärkte untergraben und systemische Ansteckungseffekte in der Finanzwirtschaft sowie die damit verbundenen realwirtschaftlichen Folgen verhindern. Das grundlegende Ziel sollte in einer raschen Wiederherstellung des Vertrauens in die Zahlungsfähigkeit eines Staates liegen.

Mechanismus zur Krisenbewältigung sollte auf schnelle Wiederherstellung der Zahlungsfähigkeit abzielen

Wie dazu vorzugehen ist, hängt davon ab, ob der betroffene Staat lediglich illiquide, seine Schuldenentwicklung aber grundsätzlich tragbar

⁴³ Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Ein Vorschlag zu einer zielführenden Privatsektorbeteiligung für Anleiheemissionen ab Mitte 2013, Monatsbericht, August 2011, S. 72–75; und Bank of England, Sovereign default and state-contingent debt, Financial Stability Paper 27, November 2013.

⁴⁴ Vgl.: Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, ESRB report on regulatory treatment of sovereign exposures, März 2015.

⁴⁵ Vgl.: Europäische Zentralbank, The determinants of Euro Area sovereign bond yield spreads during the crises, ECB Monthly Bulletin, Mai 2014, S. 67–83.

Bei Illiquidität Reform- und Konsolidierungsprogramm und gegebenenfalls ergänzend Liquiditätshilfen durch öffentliche Institutionen

ist, oder ob er überschuldet ist.⁴⁶ Im ersten Fall kann die Sicherung des Kapitalmarktzugangs und der Zahlungsfähigkeit möglicherweise schon durch die Vereinbarung eines nachhaltigen Reform- und Konsolidierungsprogramms gelingen. Typischerweise dürfte aber auch bei lediglich illiquiden Staaten erst dessen Umsetzung das Vertrauen der Kapitalmärkte in die dauerhafte Zahlungsfähigkeit oder -willigkeit des Staates wiederherstellen. Daher dürfte darüber hinaus eine temporäre Bereitstellung von Hilfen durch den ESM oder andere öffentliche Institutionen oder ein Schuldenmoratorium erforderlich sein. Eine finanzielle Beteiligung der Notenbanken am Krisenbewältigungsmechanismus ist aufgrund des Verbots der monetären Staatsfinanzierung ausgeschlossen.

Bei Überschuldung einmalige Vermögensabgabe als Instrument zur Krisenbewältigung zu erwägen

Im Fall eines überschuldeten Staats ist zunächst eine als tragfähig eingestufte Schuldenentwicklung herzustellen. Dies ist auch Voraussetzung für die Gewährung von Liquiditätshilfen durch den ESM. Ist die Tragfähigkeit stark gefährdet und durch konventionelle Konsolidierungsmaßnahmen und Reformen eher nicht herzustellen, sind hierfür auch außerordentliche fiskalische Maßnahmen in Erwägung zu ziehen, um einen staatlichen Schuldenschnitt möglichst abzuwenden. Insbesondere wenn einem staatlichen Schuldenüberhang umfangreiche private Vermögen in dem betroffenen Mitgliedstaat gegenüberstehen, wäre beispielsweise durchaus eine einmalige Vermögensumschichtung innerhalb des überschuldeten Landes in Betracht zu ziehen, bevor auf eine Restrukturierung der ausstehenden Verbindlichkeiten zurückgegriffen wird. Diese könnte beispielsweise in Form einer einmaligen Abgabe auf das Nettovermögen von Inländern erfolgen. Damit könnte ein merklicher Beitrag zur Sicherung der staatlichen Schuldentragfähigkeit geleistet werden. Im Prinzip würden die Wahlberechtigten so in der Verantwortung für ihre Wahlentscheidungen gehalten und für deren Bedeutung sensibilisiert. Dies sollte die Anreize erhöhen, auf eine grundsätzlich stabilitätsorientierte Finanzpolitik hinzuwirken. Mit der Möglichkeit, eine einmalige Vermögensabgabe als Teil eines An-

passungsprogramms oder auch einer Umschuldung zu fordern, kann verhindert werden, dass sich die Schuldnerstaaten (und damit ihre Wahlberechtigten) bei zunehmender Zahlungsunfähigkeit oder -unwilligkeit allzu leicht auf Kosten der Gläubiger entlasten können.⁴⁷

Sollte bei Überschuldung ein staatlicher Schuldenschnitt vorgenommen werden, wäre wie beschrieben ein geregeltes Verfahren im Rahmen eines möglichst gut vorstrukturierten staatlichen Insolvenzprozesses – eventuell mit dem ESM als Koordinierungsbehörde – einem unregelmäßigen Vorgehen vorzuziehen. Wenn der ESM in diesem Rahmen finanz- und wirtschaftspolitische Auflagen aushandelt und Liquiditätshilfen davon abhängig macht, dass sie eingehalten werden, erleichtert dies potenziell auch den privaten Gläubigern die Zustimmung zu einem erforderlichen Schuldenschnitt. Zudem würden die Auflagen etwaigen Anreizen für den Schuldnerstaat, sich zu leicht seiner Schulden auf Kosten der Gläubiger zu entledigen, entgegenwirken und damit auch einer unsoliden Finanzpolitik im Vorfeld.

Die bereits vorgeschlagene, standardmäßig in die Anleihebedingungen zu integrierende automatische Laufzeitverlängerung von Staatsanleihen der Länder des Euro-Raums bei Gewährung eines ESM-Hilfsprogramms ist in diesem Zusammenhang besonders vorteilhaft. Sie verbessert nicht nur den disziplinierenden Einfluss der Finanzmärkte auf die Finanzpolitik. Sie reduziert auch das erforderliche öffentliche Hilfsvolumen entscheidend, da die Finanzinvestoren bei Ge-

Im Falle eines Schuldenschnitts geregeltes Verfahren vorzuziehen

Automatische Laufzeitverlängerung von Staatsanleihen der Länder des Euro-Raums bei Gewährleistung eines ESM-Hilfsprogramms vorteilhaft

⁴⁶ Die Unterscheidung zwischen Illiquidität und Überschuldung ist in der Praxis sehr schwierig. Bislang wurde für alle EWU-Länder, die durch ein Hilfsprogramm unterstützt wurden, Illiquidität, aber Solvenz angenommen. Während die Mehrzahl ihre Programme inzwischen erfolgreich beenden und an den Kapitalmarkt zurückkehren konnte, wurde für von privaten Gläubigern gehaltene griechische Staatsanleihen knapp zwei Jahre nach Programmbeginn ein Schuldenschnitt durchgeführt.

⁴⁷ Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Einmalige Vermögensabgabe als Instrument zur Lösung nationaler Solvenzkrisen im bestehenden EWU-Rahmen?, Monatsbericht, Januar 2014, S. 52–54; sowie G. Kempkes und N. Stähler, A one-off wealth levy? Assessing the pros, the cons and the importance of credibility, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 29/2014.

währung eines ESM-Hilfsprogramms in der Haftung für ihre Anlageentscheidung gehalten würden.⁴⁸⁾ So können sie bei einer später eventuell doch noch notwendigen Schuldenrestrukturierung herangezogen werden.

Anreizkompatible Ausgestaltung von ESM-Hilfskrediten erforderlich

Hilfskredite des ESM zur Überbrückung vorübergehender Liquiditätsschwierigkeiten sind strikt an die Einhaltung des mit dem jeweiligen Staat vereinbarten Reform- und Konsolidierungsprogramms zu knüpfen. Auch bei einem Regierungswechsel in dem Hilfe empfangenden Staat oder den Geberländern dürfen diese Vereinbarungen nicht grundsätzlich infrage gestellt werden. Verlässliche Konditionalität ist eine wesentliche Voraussetzung dafür, dass die Ursachen der Zahlungsprobleme behoben werden, das Land schnell Vertrauen erwirbt und dann auch wieder aus eigener Kraft Zugang zu den Kapitalmärkten erhält. Sie ist auch zentral für die Akzeptanz in den hilfeleistenden Ländern, die durch die Kreditvergabe quasi in Vorleistung treten. Spürbare Zinsaufschläge auf die Refinanzierungskosten der Hilfskredite sollten den Regierungen gleichfalls Anreize setzen, durch eine rasche Sanierung ihrer öffentlichen Haushalte die Risikoprämien möglichst zügig zu senken und an den Kapitalmarkt zurückzukehren. Außerdem spricht der Schutz der Steuerpflichtigen der Hilfe gebenden Mitgliedstaaten dafür, wie gegenwärtig für Hilfskredite des ESM grundsätzlich vereinbart, die öffentlichen Hilfsmittel von einer etwaigen Umstrukturierung im weiteren Verlauf weitgehend auszuschließen.

Gesamtpaket verbessert Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen und begrenzt systemische Risiken eines Schuldenchnitts

Insgesamt können die vorgeschlagenen Maßnahmen zur konsequenteren Umsetzung der europäischen Haushaltsregeln, zur Stärkung der Rolle der Finanzmärkte als Gegengewicht zur Verschuldungsneigung der Finanzpolitik und zur Verbesserung des Krisenbewältigungsmechanismus zu einer nachhaltigeren Entwicklung der öffentlichen Finanzen beitragen. Zusammen mit den angesprochenen begleitenden Reformen zur Stärkung der Verlustresistenz des Finanzsystems und zur besseren Abwickelbarkeit systemrelevanter Banken ließen sich systemische Risiken aus einem dennoch nicht auszuschließenden

Schuldenschnitt eindämmen und die Glaubwürdigkeit des Haftungsausschlusses sichern.

Makroökonomische Fehlentwicklungen verhindern oder korrigieren

Mit dem Verfahren zur Überwachung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte wurde die Währungsunion um einen wichtigen und bislang fehlenden Baustein im Hinblick auf eine Prävention von Krisen ergänzt. Mit ihm soll grenzüberschreitenden Risiken und wirtschaftspolitischen Entwicklungen mit negativen Wechselwirkungen auf andere Mitgliedstaaten und insbesondere die Funktionsfähigkeit der Währungsunion entgegengewirkt werden. Die Reform wurde im bestehenden rechtlichen und institutionellen Rahmen implementiert, das heißt, die vertraglich gesicherte nationale Souveränität im Bereich der Wirtschaftspolitik wurde nicht angetastet. Damit hängt die Umsetzung der wirtschaftspolitischen Empfehlungen der europäischen Ebene von der Bereitschaft und der Fähigkeit des Mitgliedstaates ab, diese im Rahmen seiner Wirtschaftspolitik zu berücksichtigen. Dabei ist es hilfreich, dass im Zuge der Überwachung die gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte durch nachvollziehbare Analysen offengelegt werden können, da hierdurch die Wahlberechtigten und auch die Kapitalmarktakteure auf Probleme hingewiesen werden und auf eine Korrektur hinwirken können.

Nationale Souveränitäten auch beim Ungleichgewichtsverfahren nicht angetastet

Die Europäische Kommission hat Ende November 2014 eine Mitteilung zur Überprüfung der neuen Verordnungen der wirtschaftspolitischen Steuerung der Union vorgelegt.⁴⁹⁾ Dabei ist die Quintessenz der Stellungnahme nachvollziehbar, dass es angesichts der kurzen Zeitspanne seit der Implementierung des Verfahrens für eine belastbare Bewertung der Verfahrenswir-

Noch zu früh für belastbare Verfahrensbewertung

⁴⁸ Es würden für den Zeitraum der Laufzeitverlängerung nur noch Mittel zur Finanzierung der Defizite benötigt und nicht mehr zur Ablösung fällig werdender Staatsanleihen.

⁴⁹ Vgl.: Europäische Kommission, Economic Governance Review, November 2014.

kungen zu früh sei. Dies gilt umso mehr, als sich zum Zeitpunkt der Implementierung des Ungleichgewichtsverfahrens im Jahr 2011 bei den makroökonomischen Ungleichgewichten in einer Vielzahl von EU-Ländern bereits eine Korrektur abzeichnete, sodass die Bewährungsprobe in Phasen der Entstehung von Ungleichgewichten noch aussteht.

Unzureichende Ausschöpfung des Verfahrens durch die Kommission und zu starker Verlass auf Reformzusagen der Mitgliedsländer

In diesem Zusammenhang ist jedoch kritisch zu sehen, dass die Kommission offensichtlich wenig Bereitschaft zeigt, die möglichen Verfahrensschritte vollständig auszuschöpfen. So ist die Zahl der Länder, in denen sie ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt hat, von null im Jahr 2012 auf fünf im Jahr 2015 gestiegen. In den vergangenen Jahren hat die Kommission jedoch in keinem einzigen Fall ein Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht eröffnet, und auch in diesem Jahr hat sie bisher noch keinen Vorschlag zur Eröffnung eines solchen Verfahrens unterbreitet. Zudem legt die Kommission bei der Beurteilung des Ausmaßes von Ungleichgewichten ein zu hohes Gewicht auf Reformzusagen der Mitgliedsländer, die dann erfahrungsgemäß nicht oder nur unvollständig umgesetzt werden.⁵⁰⁾

Akzeptanz auf nationaler Ebene ungelöstes Problem

Ein generelles Problem, das letztlich auch das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten betrifft, ist allerdings die oftmals geringe Akzeptanz der auf der EU-Ebene formulierten wirtschaftspolitischen Empfehlungen in den einzelnen Mitgliedsländern, die häufig als Eingriffe in die nationale Souveränität empfunden werden. Die Kommission fordert deshalb im Rahmen ihrer Überprüfung Anreize für eine bessere Umsetzung der Reformempfehlungen durch die Mitgliedstaaten, ohne sich jedoch konkret zu äußern, wie diese Anreize gestaltet werden sollen. Dabei ist aber auch zu bedenken, dass die zentrale Ebene nicht zwingend über eine bessere Diagnosefähigkeit als die Mitgliedstaaten verfügt. Dies spricht dafür, dem Subsidiaritätsprinzip so weit wie möglich Rechnung zu tragen und Feinsteuerungsversuchen seitens der Kommission vorzubeugen. Andererseits kann eine rein nationale Sichtweise, die

negative Auswirkungen auf andere Mitgliedstaaten und die Währungsunion vernachlässigt, problematisch sein. So könnte beispielsweise bei kleineren Ländern eine Neigung zu einer risikoreichen Strukturpolitik – beispielsweise bei der Förderung eines großen Finanzsektors – bestehen, wenn der Eindruck vorherrscht, dass eventuelle Vorteile auf nationaler Ebene anfallen, während ein größerer Teil der negativen Risiken – zum Beispiel über die Bankenunion – auf die Gemeinschaft abgewälzt werden kann.

Der im Zusammenhang mit einer möglichen Weiterentwicklung der Wirtschafts- und Währungsunion gemachte Vorschlag, nationale Widerstände gegen Reformempfehlungen aus Brüssel mit umfangreichen finanziellen Zuwendungen zu überwinden, erscheint nicht überzeugend.⁵¹⁾ Hierdurch würden unter anderem Anreize geschaffen, zunächst einmal starken Widerstand gegen Reformen zu leisten und dann hohe finanzielle Forderungen im Hinblick auf eine Umsetzung zu stellen. Es wäre wohl nur schwer zu vermitteln, wenn Fördermittel dann gewährt werden, wenn Fehlentwicklungen aufgetreten sind und korrigiert werden, nicht aber, wenn diese erst gar nicht entstanden sind.

Finanzielle Reformanreize nicht überzeugend

Erfahrungsgemäß kann ein durchgreifender Reformprozess in einem betroffenen Mitgliedsland nur dann in Gang kommen und zum Erfolg führen, wenn große Teile der nationalen Politik und der Bevölkerung von der Notwendigkeit der empfohlenen Anpassungen überzeugt werden können und dann auch bereit sind, diese mitzutragen. Eine stärkere Einbindung der nationalen Parlamente könnte daher hilfreich sein. Insgesamt sollten die Verfahren bei künftigen Überarbeitungen der Koordinationsmechanismen aber nicht zu kompliziert ausgestaltet werden.

Stärkere Einbindung der Parlamente möglicherweise hilfreich

⁵⁰ Vgl.: Europäische Zentralbank, Wirtschaftsbericht, Ausgabe 2/2015, S. 53 ff.

⁵¹ Vgl. zu diesem Vorschlag: Europäische Kommission, A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union: Launching a European debate, Communication from the Commission, November 2012.

■ Zur Rolle der Geldpolitik

Konzentration auf Preisstabilität unter Beachtung marktwirtschaftlicher Grundsätze

Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken ist die Gewährleistung von Preisstabilität. Hierfür wurde es mit Unabhängigkeit insbesondere von den nationalen Regierungen ausgestattet. Das unverzichtbare Gegenstück zu dieser Unabhängigkeit ist eine möglichst enge Ausrichtung der Geldpolitik auf ihr Preisstabilitätsmandat und Abstand zu fiskalischen Aktivitäten. Dieses Ziel hat die Geldpolitik zudem unter Beachtung marktwirtschaftlicher Grundsätze zu verfolgen. In den auch für das Eurosystem maßgeblichen europäischen Verträgen spielt der Gedanke eine wichtige Rolle, dass der freie Wettbewerb eine notwendige Voraussetzung für eine effiziente Ressourcenallokation darstellt. Hierzu ist es entscheidend, dass die Geldpolitik nicht dazu beiträgt, dass Haftung und Kontrolle in anderen Politikbereichen aus dem Gleichgewicht geraten.

Marktkräfte durch Geldpolitik nicht konterkarieren

Dies bedeutet, dass die Geldpolitik bei ihrer Umsetzung darauf zu achten hat, dass die Verantwortung für das Liquiditätsmanagement letzten Endes bei den Geschäftsbanken selbst verbleibt und die Finanzierungskosten der Banken am Markt bestimmt werden.⁵²⁾ Banken, denen eine Mittelbeschaffung am Geld- und Kapitalmarkt nicht oder nur zu prohibitiv hohen Kosten möglich ist, dürfen nicht dauerhaft durch die Zentralbank am Leben gehalten werden. Ansonsten droht eine Fehlallokation von Ressourcen.

Langfristig Geldpolitik und Bankenaufsicht institutionell trennen

Die Bankenaufsicht sollte nicht bei der EZB sondern bei einer eigenständigen Institution mit Letztentscheidungsrecht in aufsichtlichen Fragen angesiedelt oder zumindest innerhalb der EZB die geldpolitischen Entscheidungsstrukturen klar von den bankaufsichtlichen getrennt werden, um Interessenkonflikten mit der Geldpolitik vorzubeugen. Vor diesem Hintergrund sollte langfristig eine Änderung des europäischen Primärrechts angestrebt werden, die eine institutionelle Trennung zwischen Geldpolitik und Bankenaufsicht auf europäischer Ebene ermöglichen würde.⁵³⁾

Für die Berührungspunkte der Geld- zur Fiskalpolitik gilt – analog zu den vorangegangenen Ausführungen zur privaten Verantwortung für Risiken im Finanzsystem –, dass die Risiken der Fiskalpolitik von den nationalen Regierungen verantwortet und von den Mitgliedstaaten selbst getragen werden müssen. Für die Geldpolitik bedeutet dies, dass sie auch hier die disziplinierenden Markteinflüsse nicht unterlaufen darf. Maßnahmen, die beispielsweise darauf ausgerichtet sind, die Finanzierungskosten einzelner Mitgliedstaaten, die von steigenden Risikoprämien betroffen sind, zu reduzieren, sind hier kritisch zu beurteilen. Ebenso darf die Geldpolitik über die Zentralbankbilanz keine Gemeinschaftshaftung für Staatsschulden durch die Hintertür einführen.

Geldpolitik darf Ordnungsrahmen für Fiskalpolitik nicht unterlaufen

Da sowohl die Geldpolitik als auch die makroprudenzielle Politik am Finanzsektor ansetzen, kommt es zwangsläufig zu Wechselwirkungen zwischen den Politikbereichen. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind die Erfahrungen und das Wissen über die Wirkungsweise makroprudenzieller Instrumente, ihre Kalibrierung sowie ihre Interaktionen untereinander und mit der Geldpolitik jedoch noch recht begrenzt. Die jüngere Vergangenheit hat aber gezeigt, dass insbesondere die Risikoneigung der Finanzmarktakteure von der geldpolitischen Ausrichtung beeinflusst werden kann. Die Geldpolitik sollte daher bei ihren Entscheidungen auch die Auswirkungen ihrer Maßnahmen auf die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes berücksichtigen. Dies kann sie aber nur insoweit tun, wie es ihrem Mandat nicht zuwiderläuft. Letztlich legt dies eine symmetrische Ausrichtung der Geldpolitik über den Finanzzyklus sowie das Abwägen mittel- und längerfristiger Risiken für die Preisstabilität nahe. Eine in diesem Sinne symmetrische Geldpolitik könnte dazu beitragen, eine zu starke

Geldpolitik und makroprudenzielle Politik

⁵² Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Implikationen der Geldmarktsteuerung des Eurosystems während der Finanzkrise, Monatsbericht, April 2014, S. 39 ff.

⁵³ Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Der Start in die Bankenunion – Der einheitliche Aufsichtsmechanismus in Europa, Monatsbericht, Oktober 2014, S. 45 ff.

Risikoübernahme seitens der Finanzmarktteilnehmer zu vermeiden.⁵⁴⁾

■ Schlussbemerkungen

Um konsistenten wirtschaftspolitischen Rahmen zu erreichen, ...

Durch die Krise wurde der Reformbedarf am Ordnungsrahmen der Währungsunion deutlich. Inzwischen wurden vielfältige Reformen und Änderungen vorgenommen, mit denen häufig kurzfristig auf krisenhafte Entwicklungen reagiert wurde. Dabei wurde auch die Frage diskutiert, ob grundsätzlich eine fiskalische oder politische Union angestrebt werden soll. Angesichts offenbar geringer politischer Unterstützung in den Mitgliedstaaten scheint dies inzwischen wohl ebenso wie umfassende Änderungen des EU-Primärrechts nicht weiter verfolgt zu werden. Solange dies so bleibt, kommt es darauf an, den bestehenden Ordnungsrahmen mittel- und langfristig möglichst krisenfest zu machen.

... Korrekturen und Ergänzungen in verschiedenen Bereichen erforderlich

Die Ausweitung von gemeinschaftlichen Haftungselementen, währungsunionsweite Finanzstabilitätsrisiken aufgrund potenzieller nationaler Fehlentwicklungen und eine weitgehende nationale wirtschafts- und finanzpolitische Eigenverantwortung stehen derzeit in einem Spannungsverhältnis. Dadurch ist die Währungsunion anfällig für erneute Krisen, und es besteht die Gefahr, dass die Geldpolitik unter Druck gerät, das Ziel der Preisstabilität zugunsten eigentlich von anderen Politikbereichen sicherzustellender Randbedingungen wie beispielsweise Finanzstabilität oder Zahlungsfähigkeit des Staates zurückzustellen. Soll an den gegenwärtigen wirtschaftspolitischen Grundprinzipien der Währungsunion wie der weitgehenden Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten für ihre Wirtschafts- und Finanzpolitik festgehalten werden, sind daher auf verschiedenen Gebieten Korrekturen und Ergänzungen angezeigt.

Im Bereich der Finanzstabilität können weitere Maßnahmen zur Stärkung der Verlustabsorptionsfähigkeit der Banken und zur besseren Ab-

wickelbarkeit von Finanzinstituten dazu beitragen, dass künftig bei Schieflagen von Banken allenfalls noch in Extremfällen auf staatliche Mittel zurückgegriffen werden muss, um eine systemische Krise zu verhindern. Umgekehrt sind auch negative Rückwirkungen unsolider Staatsfinanzen auf die Finanzstabilität einzudämmen. Dazu ist es entscheidend, dass künftig ein staatlicher Schuldenschnitt möglich ist, ohne dass deshalb eine systemische Finanzkrise zu befürchten ist. Nur dann wird es glaubwürdig, dass weder andere Staaten oder die Gemeinschaft noch die Geldpolitik für die Schulden eines Staates haften werden, und die Finanzmärkte werden das Risiko einer staatlichen Zahlungsunfähigkeit oder Zahlungsunwilligkeit angemessener bewerten. Hier kann ein erheblicher Fortschritt erreicht werden, wenn die bisherige Bevorzugung von Staatsschuldtiteln in der Bankenregulierung mittelfristig zurückgedrängt und langfristig beendet wird. Dann wären auch diese Forderungen von Banken risikoadäquat mit Eigenkapital zu unterlegen, und auch für sie gälten Regeln zu Großkreditgrenzen.

Im Bereich der Finanzpolitik könnte die Haushaltsüberwachung auf eine eigenständige Institution übertragen werden, die allein dem Ziel solider öffentlicher Haushalte verpflichtet ist. Außerdem sollten die europäischen Regeln für die Finanzpolitik, insbesondere der Stabilitäts- und Wachstumspakt, stringenter ausgestaltet und vor allem umgesetzt werden. Wenn keine Eingriffsrechte in die Budgetsouveränität der Mitgliedstaaten auf die gemeinschaftliche Ebene übertragen werden sollen, kommt der disziplinierenden Funktion der Finanzmärkte für die Finanzpolitik ungeachtet der Fiskalregeln eine wichtige Rolle zu. Schließlich sollten die gegenwärtigen Krisenbewältigungsmechanismen verbessert werden. So können die Bedingungen für Staatsanleihen angepasst (einstufige Umschuldungsklauseln, Pari-passu-Klausel,

Finanzstabilität durch bessere Verlustabsorptionsfähigkeit und Abwickelbarkeit von Banken sowie Aufhebung der Begünstigung von Staatsschuldtiteln in der Bankenregulierung stärken

Regeln für Finanzpolitik verbessern, disziplinierende Rolle der Finanzmärkte stärken und Krisenbewältigungsmechanismus überarbeiten

⁵⁴ Vgl. ausführlicher: Deutsche Bundesbank, Die Bedeutung der makroprudenziellen Politik für die Geldpolitik, Monatsbericht, März 2015, S. 41 ff.

automatische Laufzeitverlängerung bei einem ESM-Programm) und ein Rahmen für einen möglichst geordneten Insolvenzprozess für Staaten erarbeitet werden. Hier könnte dem ESM eine wichtige Rolle zugeordnet werden.

staaten erscheinen eine stärkere Beteiligung der Parlamente wie auch eine möglichst straffe und fokussierte Ausgestaltung der insgesamt recht komplizierten europäischen Koordinationsmechanismen erwägenswert.

Weiterer Handlungsbedarf bezüglich makroökonomischer Ungleichgewichte noch nicht verlässlich abzuschätzen

Im Hinblick auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung ist mit dem Verfahren zur Überwachung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte bereits ein wichtiger Schritt getan worden. Ob hier weitere Reformen erforderlich sind, lässt sich gegenwärtig noch nicht verlässlich abschätzen, wobei bislang eine wenig stringente Umsetzung durch die Europäische Kommission erfolgt ist. Im Hinblick auf die Akzeptanz der Empfehlungen bei den Mitglied-

Alles in allem würde vor allem mit den vorgeschlagenen Reformen in den Bereichen Finanzstabilität und Finanzpolitik die Gefahr gemindert, dass die Geldpolitik unter Druck gerät, Aufgaben außerhalb oder zumindest im Grenzbereich ihres Mandats zu übernehmen. Insgesamt könnte damit ein wichtiger Beitrag zur Absicherung einer stabilitätsorientierten Währungsunion geleistet werden.

Mit vorgeschlagenen Reformen würde Druck von der Geldpolitik genommen und Beitrag zu stabilitätsorientierter Währungsunion geleistet