

Ohne Finanzmarktreformen keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise

In den letzten Monaten haben die Länder der Europäischen Währungsunion in Kooperation mit dem IWF eine Reihe weit reichender Maßnahmen getroffen, um hoch verschuldete Mitgliedstaaten zu unterstützen. Bisheriger Höhepunkt war die Schaffung eines Rettungsschirms im Volumen von 750 Mrd. Euro. Das hat an den Kapitalmärkten dazu geführt, dass sich die Kurse der Staatsanleihen hoch verschuldeter Mitgliedstaaten des Euroraumes zunächst stabilisiert haben. Dafür wurde jedoch ein hoher Preis gezahlt. Die No-Bailout-Klausel, einer der Grundpfeiler der Währungsunion, wurde zumindest vorübergehend außer Kraft gesetzt. Diejenigen, die bereits hoch verschuldeten Mitgliedstaaten weitere Kredite zu entsprechend hohen Zinsen gegeben haben, und Spekulanten, die auf eine Rettungsaktion gesetzt haben, wurden belohnt. Das ging allerdings auf Kosten der Steuerzahler in niedriger verschuldeten Ländern, die zumindest ein hohes Risiko eingehen, am Ende zur Kasse gebeten zu werden.

Diese Notoperation hat deutlich gemacht, dass die Europäische Währungsunion auf Verschuldungskrisen einzelner Mitgliedstaaten nicht angemessen vorbereitet war, obwohl die Möglichkeit derartiger Krisen bei der Gründung der Union durchaus Gegenstand ausführlicher Debatten gewesen ist und der Stabilitäts- und Wachstumspakt eigens dafür konstruiert war, derartige Verschuldungskrisen zu verhindern.

Die Schaffung des Rettungsschirms, der zunächst bis zum Jahr 2015 bestehen soll, wirft die Frage auf, ob die No-Bailout-Klausel künftig wieder Bestand haben wird. Vor allem in Deutschland, aber auch in anderen Ländern der Eurozone wird öffentlich diskutiert, ob sich die Währungsunion zu einer Transfergemeinschaft entwickelt, in der einzelne Mitgliedstaaten die Kosten übermäßiger Verschuldung auf andere abwälzen können. Die Regierungen der Mitgliedstaaten und die Europäische Kommission versichern jedoch, dass die Verantwortung einzelner Länder für ihre Schulden aufrechterhalten werden müsse. Derzeit werden auf europäischer Ebene unterschiedliche Vorschläge für eine Reform der fiskalpolitischen Regeln in der Eurozone kontrovers diskutiert.

Um zu identifizieren, wo Reformen ansetzen müssen, ist es zunächst notwendig zu klären, warum die bisher geltenden Regeln des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes und die No-Bailout-Klausel umgangen wurden. Von zentraler Bedeutung ist, warum man sich entschieden hat, sich über die No-Bailout-Klausel hinwegzusetzen. Hauptgrund dafür war die Sorge, dass eine Zahlungsunfähigkeit eines einzelnen Mitgliedstaats eine neuerliche Bankenkrise und eine Kettenreaktion auslösen könnte, in deren Verlauf auch andere hoch verschuldete Mitgliedstaaten das Vertrauen der Kapitalanleger verlieren.

Dass die Zahlungsunfähigkeit eines einzelnen, noch dazu recht kleinen Mitgliedstaats eine Bankenkrise auslöst, wäre zu erwarten, wenn einzelne Banken ihre Kapitalanlagen so stark in Anleihen des betreffenden Staats konzentriert haben und dies so wenig mit Eigenkapital unterlegt ist, dass diese Banken durch eine Insolvenz des Mitgliedstaats selbst insolvent zu werden drohen. In einem gesunden Finanzmarktumfeld stellt die Insolvenz und nachfolgende Umschuldung eines kleinen oder mittelgroßen Mitglieds der Eurozone kein systemisches Risiko dar: Folgen die Kapitalgeber vernünftigen Strategien der Portfoliodiversifikation, dann ist der Anteil, den Anleihen eines solchen Mitgliedstaats der Eurozone am Anlageportfolio von Kapitalgebern haben, eine Größe,

deren Verlust die Kapitalgeber verschmerzen können. Wenn die Sorgen wegen möglicher Finanzmarkturbulenzen also berechtigt waren, dann u.a. deshalb, weil es durch die Finanzmarktregulierung bis heute nicht gelungen ist, eine Konzentration von Risiken bei dieser Art der Anlage zu verhindern.

Hinzu kommt, dass die Verteilung der Risiken so unüberschaubar sein kann, dass nicht einzuschätzen ist, welche Banken von einer Insolvenz bedroht wären und welche systemischen Auswirkungen sich daraus ergeben würden. In diesem Fall ist die Ursache in mangelnder Transparenz an den Finanzmärkten zu suchen.

Problematisch kann darüber hinaus sein, dass eine staatliche Insolvenz einen so großen Teil des Eigenkapitals in Teilen des Bankensektors vernichtet, dass die Banken in starkem Umfang ihre Bilanzen verkürzen müssen, also Aktiva auf den Markt werfen und Kredite kündigen müssen (deleveraging), um die von der Regulierung verlangte Eigenkapitalausstattung aufrechtzuerhalten. Daraus können Verkaufswellen an den Wertpapiermärkten und eine Kreditkontraktion entstehen, die in eine Finanz- und Wirtschaftskrise münden.

In allen diesen Fällen wird deutlich, dass letztlich die mangelnde Krisenresistenz der Finanzmärkte die Hauptursache dafür ist, dass man das Risiko eines No-Bailout, und damit einer staatlichen Insolvenz, nicht eingehen konnte.

Da die Bedeutung der Finanzmarktstabilität schon bei der Einführung der Währungsunion zu wenig beachtet wurde, waren von Anfang an Zweifel an der Wirksamkeit der No-Bailout-Klausel angebracht. Da dies auch den Investoren an den Kapitalmärkten bekannt war, konnten sie mit hoher Wahrscheinlichkeit davon ausgehen, dass das Risiko, hoch verschuldeten Mitgliedstaaten weitere Kredite zu geben, begrenzt ist. Das hat sicherlich dazu beigetragen, dass viele dieser Länder überhaupt so hohe Schulden aufbauen konnten, also in so hohem Umfang Kredite erhalten konnten, bevor die Kapitalanleger nervös wurden. Eine Disziplinierung von Schuldnern durch die Kapitalmärkte kann also nur bei einer glaubwürdigen No-Bailout-Klausel funktionieren.

Daraus folgt, dass der Schlüssel zu einer Wiederherstellung der Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten in der Finanzpolitik in erster Linie darin besteht, die Finanzmärkte weniger krisenanfällig gegenüber einer staatlichen Insolvenz zu machen. Erst wenn das gelingt, können die Staaten des Euroraumes glaubwürdig ankündigen, eine No-Bailout-Klausel einhalten zu wollen.

Welche Rolle kommt in diesem Kontext einer Verschärfung der fiskalpolitischen Überwachung zu, die derzeit offenbar im Vordergrund der Debatte steht? Unseres Erachtens ist dieser Aspekt in der europäischen Diskussion durchaus wichtig. Für die dringend gebotene Wiederherstellung der Eigenverantwortung ist damit aber nichts gewonnen. Die Verschuldungsregeln des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes sind nicht deshalb gebrochen worden, weil es an Kontroll- und Sanktionsinstrumenten gefehlt hätte. Was fehlte, war die Bereitschaft der Regierungen der Eurozone, auch Deutschlands, diese Instrumente tatsächlich einzusetzen. Dabei besteht eine Tendenz, um der guten Zusammenarbeit willen oder als Gegenleistung für die Unterstützung bei anderen Entscheidungen, die vorhandenen Ermessensspielräume im Sinne einer Vermeidung von Sanktionen auszuschöpfen. Zudem wäre die Überwachung von Staatsschulden und Budgetdefiziten auch bei automatischen und selbst bei verschärften Sanktionen keine Garantie dafür, dass Finanzkrisen in einzelnen Mitgliedstaaten verhindert werden können. Wenn eine Regierung sich dafür entscheidet, lieber Sanktionen in Kauf zu nehmen als die politischen Kosten einer Sanierung des Staatshaushaltes zu tragen, kann eine supranationale Überwachung der Fiskalpolitik sie kaum daran hindern. Und eine supranationale Überwachung mit automatischen Sanktionen ist nicht dagegen gefeit, dass diese

Sanktionen diskretionär ausgesetzt werden. Die Geschichte der Eurozone kennt dafür Beispiele. Deren wichtigstes ist der Garantieschirm. Zudem kann es auch Fälle schwerer Wirtschaftskrisen geben, in denen einzelne Mitgliedstaaten unfreiwillig in so hohe Verschuldung geraten, dass ihre Solvenz bedroht ist. Häufig wird eine Mischung aus beiden Faktoren vorliegen.

Eine Konzentration auf die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes würde wahrscheinlich darauf hinauslaufen, dass eine verschärfte Überwachung der nationalen Haushalte mit einer Fortführung der Rettungsschirmpolitik oder Varianten wie beispielsweise der Einführung von Europäischen Anleihen kombiniert wird. Es könnte auch dazu kommen, dass Hilfen einem Insolvenzverfahren vorgeschaltet werden. In beiden Fällen würden die Anreize für eine verantwortliche Haushaltspolitik in Europa dauerhaft verschüttet.

Im Mittelpunkt muss deshalb der Versuch stehen, auf den Finanzmärkten für Bedingungen zu sorgen, die es ermöglichen, eine staatliche Insolvenz zu überstehen, ohne dass dies in eine allgemeine Finanzkrise einmündet. Wenn es gelingt, durch mehr Risikovorsorge und Pflicht zur Diversifizierung eine Situation an den Finanzmärkten herbeizuführen, in der eine Umschuldung eines hoch verschuldeten Mitgliedstaats weder zu großen Finanzmarkturbulenzen noch zu Ansteckungseffekten für andere Staaten der Eurozone führen würde, kann der Stabilitäts- und Wachstumspakt unverändert fortbestehen.

Angesichts eines glaubhaften Ausschlusses gegenseitiger Hilfen und einer Umschuldung als Konsequenz einzelstaatlich unsolider Haushaltspolitik würde der Pakt fortan die haushaltspolitisch disziplinierende Wirkung entfalten, die sich seine Gründer von ihm versprochen hatten. Eine Änderung des Europäischen Primärrechts wäre nicht erforderlich. Auch eine stärkere Koordinierung der Haushaltspolitik innerhalb der Eurozone wäre verzichtbar. Jedenfalls wäre eine solche Koordinierung nicht zur Prävention bzw. zur Korrektur möglicher staatlicher Verschuldungsfehlansätze erforderlich.

Diskutiert wird derzeit auch, ein auf Staaten der Eurozone zugeschnittenes Umschuldungsverfahren einzuführen.¹ Zwingend erforderlich ist die Schaffung eines solchen Verfahrens nicht. Gläubiger und Schuldner könnten die vorhandenen Foren (Pariser Club, Londoner Club) oder eventuell neu zu schaffende Foren für Verhandlungen nutzen. Allerdings hätte ein formalisiertes Insolvenzverfahren durchaus auch Vorteile. Insbesondere werden dadurch die Erwartungen der Gläubiger strukturiert. Sie können sich darauf verlassen, dass die Insolvenz ordentlich abläuft und kein anderer Gläubiger bevorzugt behandelt wird, der dies nicht für alle vorab feststellbar durchsetzen konnte. Eine neutrale Schiedsstelle kann zudem Streitfragen unter den Gläubigern und zwischen Gläubigern und Schuldnern klären helfen. Insgesamt werden die Transaktionskosten einer Umschuldung gesenkt. Im Fall einer tatsächlich vorliegenden Staateninsolvenz begünstigen niedrigere Transaktionskosten eine politische Entscheidung zu Gunsten einer Umschuldung und gegen ein multilaterales Rettungsprogramm.

Eine sorgfältig erarbeitete Insolvenzordnung allein gewährleistet indes noch nicht, dass sie im Sanierungsfall auch zur Anwendung kommt. Hierfür ist, wie oben dargelegt, eine unabdingbare Voraussetzung, die Finanzmärkte so zu stärken, dass sie eine Insolvenz einzelner Länder aushalten. Der Beirat ist deshalb der Auffassung, dass eine Rückkehr zur Eigenverantwortung in der

¹ Im Folgenden verwenden wir die Begriffe Umschuldung, Restrukturierung und Insolvenz synonym. Dabei geht es im Wesentlichen um eine Beteiligung der Gläubiger an den Kosten der Bewältigung von Schuldenkrisen in einzelnen Ländern. Es ist zu betonen, dass ein Insolvenzverfahren sich fundamental von der aus dem Privatrecht bekannten Liquidation von gescheiterten Unternehmen durch Konkurs unterscheidet. Ziel des staatlichen Insolvenzverfahrens ist die Sanierung der Staatsfinanzen und die Möglichkeit zum Neuanfang.

Verschuldungspolitik in der Eurozone nur dann erreichbar ist, wenn bei den anstehenden Verhandlungen zwei Ziele in den Mittelpunkt gestellt werden:

1. Die Finanzmarktregulierung muss so schnell wie möglich reformiert werden, um eine größere Krisenresistenz zu erreichen.²
2. Die Staaten der Eurozone müssen sich darauf einstellen, dass eine Restrukturierung der Verschuldung überschuldeter Mitgliedstaaten notwendig und durchführbar ist. Dabei kann ein formelles Insolvenzverfahren helfen.

² Dazu liegen verschiedene Vorschläge vor. Siehe etwa Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2010), Reform der Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise, Berlin.