

Am 21. Juli 2011 hatten die Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebiets und die EU-Organe umfangreiche Maßnahmen vereinbart, um die sich erneut verschärfende Staatsschuldenkrise einzudämmen.<sup>1)</sup> Insbesondere wurde das Instrumentarium der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) um vorsorgliche Kreditlinien, Darlehen zur Rekapitalisierung von Finanzinstituten auch an EWU-Staaten, die sich nicht in einem Hilfsprogramm befinden, und die Möglichkeit von Interventionen am Sekundärmarkt für Staatsanleihen erweitert. Außerdem wurde Griechenland ein zweites Hilfsprogramm in Aussicht gestellt und eine freiwillige Beteiligung privater Gläubiger an der Bewältigung der Haushaltsprobleme Griechenlands angestrebt. Schließlich wurden die Zinsen der Hilfskredite an Griechenland, Irland und Portugal erheblich gesenkt und die Kreditlaufzeiten verlängert. Die Ausweitung des Instrumentenkastens der EFSF wurde ebenso wie die bereits zuvor beschlossene Erhöhung des Volumens auf effektiv 440 Mrd € im Oktober von den letzten Mitgliedstaaten ratifiziert. Die Beschlüsse haben allerdings nicht zu einer nachhaltigen Entspannung der Lage an den Finanzmärkten geführt. Vielmehr stiegen beispielsweise die Renditen lang laufender Staatsanleihen Spaniens und vor allem Italiens trotz Interventionen des Eurosystems rasch wieder an. Ausschlaggebend hierfür waren Zweifel am fiskalischen Konsolidierungskurs einiger als problematisch eingestufte EWU-Staaten, Vertrauensverluste im europäischen Bankensektor und sich eintrübende gesamtwirtschaftliche Perspektiven. Dabei haben sich diese Faktoren wechselseitig verstärkt.<sup>2)</sup> Vor diesem Hintergrund haben der Europäische Rat und der Eurogipfel am 26./27. Oktober erneut Beschlüsse gefasst, die die gegenwärtige Krise entschärfen sollen. So soll das europäische Finanzsystem durch höhere Eigenkapitalanforderungen und staatliche Garantien für längerfristige Bankverbindlichkeiten gestärkt werden. Gleichzeitig soll dafür Sorge getragen werden, dass die Kreditvergabe an die Realwirtschaft nicht über Gebühr eingeschränkt wird. Große, international tätige Banken in der EU müssen ab Juli 2012 vorübergehend eine Quote harten Kernkapitals von mindestens 9% nach Berücksichtigung der Marktbewertung von Positionen gegenüber Staaten des Europäischen Wirtschaftsraumes aufweisen. Die Aufnahme von längerfristigem Fremdkapital soll durch staatliche Garantien erleichtert werden können. Diese Maßnahmen können dazu beitragen, die Widerstandsfähigkeit der Finanzinstitute gegen Schocks zu erhöhen. Um die Steuerzahler zu schützen und Wettbewerbsverzerrungen im Finanzsektor gering zu halten, sollten eventuell erforderliche staatliche Mittel aber nur unter geeigneten Auflagen für die jeweiligen Finanzinstitute und gegen entsprechende Mit-

spracherechte sowie unter Berücksichtigung des Beihilferechts vergeben werden.

Hinsichtlich der Eigenkapitalanforderungen ist es wichtig, dass sie wie vorgesehen weitestmöglich durch Rückgriff auf private Kapitalquellen erfüllt werden, wozu auch die Umwandlung von Schuldtiteln in Eigenkapitalinstrumente und Einschränkungen hinsichtlich der Ausschüttung von Dividenden sowie der Gewährung von Bonuszahlungen gehören können. Nur falls dies nicht in ausreichendem Maß gelingt, ist eine Unterstützung durch die nationalen Regierungen gerechtfertigt. Erst wenn auch dies nicht im erforderlichen Umfang möglich sein sollte, kann die EFSF an Euro-Länder zweckgebundene Darlehen vergeben. Direkte finanzielle Hilfen der EFSF an Kreditinstitute würden die Kongruenz von nationaler Verantwortung für die Bankenaufsicht und Haftung untergraben und sind konsequenterweise nicht vorgesehen.

Bei staatlichen Garantien für Bankschuldtitel ist auf ausreichende Eigenkapitalmittel der Institute zu achten. Die angestrebte Koordinierung auf EU-Ebene hinsichtlich der Zugangskriterien und der Konditionen kann dazu beitragen, Wettbewerbsverzerrungen innerhalb Europas so gering wie möglich zu halten. Die Garantien sollten angemessen entgolten und in absehbarer Zeit wieder abgebaut werden. Die Unterstützungsmaßnahmen der EFSF dürfen nicht dazu führen, dass notwendige Restrukturierungsmaßnahmen in den betroffenen Bankensystemen unterbleiben.

Das durch die EFSF effektiv einsetzbare Finanzvolumen soll durch zwei Hebelungsmodelle, mit denen zusätzlich privates Kapital mobilisiert werden soll, nochmals deutlich erhöht werden – von der EFSF wird ein Umfang von bis zu 1 Billion € genannt. Im ersten Modell sollen private Gläubiger neu emittierter Staatsanleihen durch eine Sicherheitenstellung von Verlustrisiken im Fall eines etwaigen Schuldenschnitts bis zu einem noch festzulegenden Prozentsatz abgeschirmt werden. Im zweiten Modell beteiligen sich öffentliche Stellen an speziellen Fonds mit einer nachrangigen Einlage. Im Gegensatz zum ersten Modell sind in der Fondsvariante auch Interventionen am Sekundärmarkt für Staatsanleihen und die Einbindung anderer öffentlicher Geldgeber wie zum Beispiel des IWF beziehungsweise dessen Kapitaleigner möglich. Die effektive Hebelwirkung und die potenzielle Verlustverteilung hängen in beiden Fällen von der noch offenen Ausgestaltung und der sich fortentwickelnden Einschätzung durch die Marktteilnehmer ab. In keiner der Varianten ist eine Beteiligung des Eurosystems an der Hebelung vorgesehen. Sowohl der Vorschlag einer Refinanzierung der EFSF über die Zentralbank als auch die zwischenzeitlich diskutierte Bereitstellung von Währungsreserven als Sicherheit stünden nicht im Einklang mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung. Bei der noch

ausstehenden Konkretisierung der Hebelungsmodelle würde das Verlustrisiko für die EFSF und damit für die Steuerzahler der garantierenden Staaten begrenzt, wenn die EFSF in beiden Modellen zunächst Kredite an den Hilfe empfangenden Mitgliedstaat vergibt, der dann im nächsten Schritt mit diesen Mitteln Sicherheiten stellt (Modell 1) beziehungsweise die Absicherung der nachrangigen Tranche der Finanzierung des Fonds (Modell 2) übernimmt. Diese Vorgabe ist auch im Rahmenvertrag der EFSF enthalten, der Kredite lediglich an Mitgliedstaaten vorsieht. Grundsätzlich verringern komplexe Hebelungsmodelle die Transparenz und erschweren damit die Kontrolle über die Hilfsinstrumente. Die Haftungssumme Deutschlands steigt durch die Hebelung zwar nicht, wohl aber das Risiko in Form eines höheren Verlusts bei Inanspruchnahme.

Durch die mit den Beschlüssen vom Juli eingeleitete Umgestaltung der EFSF wird die Vergemeinschaftung von Haftungsrisiken insgesamt merklich ausgeweitet. Die Anreize zu einer soliden Finanzpolitik werden vor allem im Zusammenspiel mit der weitgehenden Abschaffung der Zinsaufschläge für Hilfskredite und die erweiterten Unterstützungsmöglichkeiten mit potenziell stark abgeschwächter Konditionalität gemindert, ohne dass dem zusätzliche Eingriffsrechte der zentralen Ebene in die nationalen Haushaltspolitiken gegenüberstehen.

**Für Griechenland streben die Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder einen freiwilligen Forderungsverzicht privater Gläubiger von Staatsanleihen an. Dazu soll Anfang 2012 ein Anleihtausch durchgeführt werden. Mit einem nominellen Abschlag von 50% des Nennwerts soll der Beitrag des privaten Sektors deutlich über das im Juli zunächst avisierte Maß hinaus gehen.**

Die EWU-Mitgliedstaaten werden sich mit bis zu 30 Mrd € an der Absicherung der umgetauschten Anleihen beteiligen. Auf dieser Basis wurde in Aussicht gestellt, bis 2014 öffentliche Gelder in Höhe von bis zu 100 Mrd € für ein neues Anpassungsprogramm bereitzustellen. Das neue Programm soll bis Ende 2011 vereinbart werden und auch eine Rekapitalisierung griechischer Banken umfassen. Grundsätzlich ist eine Beteiligung der privaten Gläubiger bei einer Restrukturierung von Staatsschulden ein wichtiger Bestandteil des Ordnungsrahmens der Währungsunion. Allerdings birgt ein solches Vorgehen auch Risiken, insbesondere darf dabei keinesfalls die Erwartung ausgelöst werden, dass das Verfehlen einer vereinbarten Konsolidierungslinie letztlich zu einem Schuldenerlass, geringeren Konsolidierungsanforderungen und zusätzlichen Hilfen anderer Länder führt und das betroffene Land somit Eigenanstrengungen auf diese Weise verringern kann. Anderenfalls hätte dies zur Folge, dass die Anreize für das Erreichen solider Staatsfinanzen zusätzlich gemindert würden und das Vertrauen der Kapitalmärkte weiter erodieren würde.

Weiterhin wurden die Mitgliedstaaten der EWU aufgefordert, bis Ende 2012 die Vorgabe eines strukturell ausgeglichenen Haushalts in ihren Verfassungen oder auf einer gleichwertigen rechtlichen Ebene zu verankern und die Haushaltsplanungen auf der Basis unabhängiger Wachstumsprognosen zu erstellen. Dies kann einen deutlichen Fortschritt darstellen. Allerdings kommt es im Hinblick auf die Wirksamkeit solcher Regeln auf die Ausgestaltung im Detail an, die zum Beispiel Schlupflöcher eröffnen kann.<sup>3)</sup> Entscheidend sind letztlich eine stringente und zielgerechte Umsetzung der Regeln und das Vertrauen, dass sich die jeweiligen politischen Mehrheiten in den Ländern auch tatsächlich an die neuen Regeln gebunden fühlen.

Italien wurde aufgefordert, Strukturreformen durchzuführen, die Privatisierungen, Deregulierungen, Arbeitsmarktreformen und eine Anhebung des gesetzlichen Rentenalters umfassen. Diesbezüglich wurde eine engmaschige Überwachung durch die Europäische Kommission in Aussicht gestellt.<sup>4)</sup> Schließlich wurde vereinbart, den institutionellen Rahmen der Währungsunion weiterzuentwickeln. So werden Kommission und Rat ermächtigt, nationale Haushaltsentwürfe vor Annahme durch die jeweiligen nationalen Parlamente zu prüfen und zu ihnen Stellung zu nehmen. Die Institutionen auf EWU-Ebene sollen deutlich ausgebaut werden (u. a. halbjährliche Eurogipfel unter der Leitung eines Präsidenten). Außerdem wurde eine Arbeitsgruppe damit beauftragt, Maßnahmen zu erarbeiten, mit denen die wirtschaftliche Konvergenz in der EWU gestärkt, die finanzpolitische Disziplin verbessert und die Wirtschaftsunion vertieft werden können. Dazu sollen auch begrenzte Änderungen des AEU-Vertrages in Betracht kommen.

Insgesamt bleibt weiterhin offen, wie der Ordnungsrahmen der Währungsunion künftig konsistent ausgestaltet sein soll. Hier gilt es zu entscheiden, ob der bisherige Rahmen mit finanzpolitischer Eigenverantwortung unter Vorgabe einiger gemeinschaftlicher Regeln und mit dem Ausschluss von Gemeinschaftshaftung gestärkt werden soll oder ob eine finanzpolitische Entscheidungsstruktur mit ultimativen Eingriffsrechten einer zentralen Ebene in die nationale Budgetsouveränität geschaffen werden soll. Der gegenwärtig beschrittene Weg einer Ausweitung der gemeinschaftlichen Haftungselemente und der damit verbundenen Absenkung der Anreize zum eigenverantwortlichen Erreichen solider Staatsfinanzen ohne gleichzeitige deutliche Stärkung der Eingriffsrechte in die nationalen Haushalte führt zu einem zunehmend inkonsistenten Rahmen für die Währungsunion. Hierdurch erhöht sich die Gefahr unsolider Staatshaushalte, und auch das Konfliktpotenzial mit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik nimmt deutlich zu.

Zu den Beschlüssen des Europäischen Rates und des Eurogipfels vom 26./27. Oktober 2011  
Quelle dieses Textes: Deutsche Bundesbank im Monatsbericht vom November 2011

**1** Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu den Beschlüssen der Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebiets und der EU-Organen vom 21. Juli 2011, Monatsbericht, August 2011, S. 66 – 69. — **2** Vgl. auch S. 39 ff. in diesem Bericht und: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2011. — **3** Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Schuldenbremse in Deutschland – Wesentliche Inhalte und deren Umsetzung, Monatsbericht, Oktober 2011, S. 15 – 40. — **4** Wenig später wurde beschlossen, auch den IWF in diese Überwachung einzubeziehen.