

Zu den Beschlüssen des Europäischen Rates zur künftigen Vermeidung und Bewältigung von Staatsschuldenkrisen

Die aktuelle Schuldenkrise einiger EWU-Staaten hat gezeigt, dass die bisherigen Regeln zur Verhinderung und Lösung solcher Krisen unzureichend sind. Der Europäische Rat hat vor diesem Hintergrund am 25. März 2011 ein umfassendes Reformpaket verabschiedet, um die bestehenden Verfahren zu verbessern. Leitgedanke war dabei, den grundlegenden Rahmen der Währungsunion beizubehalten und insbesondere die Eigenverantwortlichkeit der Mitgliedstaaten für ihre Finanzpolitik sowie die der Investoren für ihre Anlageentscheidungen zu bestätigen.

Im Wesentlichen wurden Änderungen am Stabilitäts- und Wachstumspakt, die Einführung eines Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten, der „Euro-Plus-Pakt“ sowie die Errichtung eines Europäischen Stabilitätsmechanismus beschlossen.

Das Gesamturteil über das Reformpaket ist gemischt. So weitens die Reformen die Präventions- und Krisenlösungsverfahren deutlich aus und verstärken die Koordination. Die Stärkung der Prävention zielt zwar in die richtige Richtung, speziell beim Stabilitäts- und Wachstumspakt erscheint der Ansatz jedoch zu zaghaft. Die Wirksamkeit der vorbeugenden Maßnahmen hängt weiterhin entscheidend davon ab, dass der politische Wille vorhanden ist, die beschlossenen Regeln auch konsequent anzuwenden. Diesbezüglich besteht vor dem Hintergrund der bisherigen Erfahrungen kein Anlass für großen Optimismus. Mit den Entscheidungen zum Krisenlösungsmechanismus wurden Risiken stärker vergemeinschaftet. Die Stringenz und Wirksamkeit der Verfahren bleibt auch hier letztlich maßgeblich von der konkreten zukünftigen Umsetzung abhängig. Einige Aspekte sind noch nicht abschließend geregelt. Mit den noch zu treffenden Entscheidungen zu diesen offenen Fragen sollte der stabilitätspolitische Rahmen der Währungsunion in die Richtung verbesserter Anreize für solide Finanzpolitiken und wirksamer Disziplinierung durch die Finanzmärkte gestärkt werden.

*Gesamtpaket
zielt auf
verbesserte
Prävention und
Krisenlösung*

Die aktuelle Schuldenkrise einiger EWU-Staaten hat gezeigt, dass die bisherigen Verfahren zur Prävention und Lösung solcher Krisen unzureichend sind. Darauf hat der Europäische Rat mit einem Gesamtpaket von Reformen reagiert, ohne jedoch den grundlegenden Rahmen der Währungsunion zu ändern. So wurde nicht zuletzt das „No-bail-out-Prinzip“ ausdrücklich bestätigt und damit die Eigenverantwortlichkeit der Mitgliedstaaten für ihre Finanzpolitik sowie der Investoren für ihre Anlageentscheidung deutlich gemacht. Das Reformpaket umfasst im Wesentlichen Änderungen am Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP), die Einführung eines Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten, den „Euro-Plus-Pakt“ (EPP) sowie die Errichtung eines Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM).¹⁾ Insgesamt wurden die Präventions- und Krisenlösungsverfahren deutlich ausgeweitet. Die Stringenz und Wirksamkeit der Verfahren bleibt aber letztlich entscheidend von der konkreten politischen Umsetzung abhängig. Diesbezüglich besteht vor dem Hintergrund der bisherigen Erfahrungen kein Anlass für großen Optimismus. Bei den noch offenen Punkten und der erforderlichen Konkretisierung sollte der grundlegende Rahmen der Währungsunion gestärkt und darauf hingewirkt werden, dass die Anreize für solide Finanzpolitiken und die Voraussetzungen für eine wirksame Disziplinierung durch die Finanzmärkte verbessert werden und nicht etwa die Vergemeinschaftung von Risiken noch ausgebaut wird.

Hinsichtlich des Zieles, künftig besser als bislang Staatsschuldenkrisen vorzubeugen, spielt die Reform des SWP eine besondere

Rolle. Diesbezüglich sind vor allem ein etwas verschärfter Sanktionsmechanismus und eine stärkere Berücksichtigung des Schuldenkriteriums vorgesehen. Finanzielle Sanktionen sollen in Zukunft bereits im präventiven Arm des Paktes verhängt werden können – allerdings nur in Form verzinslicher Einlagen. Insgesamt können Sanktionen im SWP dann von erhöhten Berichtspflichten über verzinsliche und unverzinsliche Einlagen bis hin zu Strafzahlungen schrittweise verschärft werden. Zwar kommt der Europäischen Kommission künftig teilweise eine etwas stärkere Stellung bei der Beschlussfassung zu, weil die Abstimmungsregeln im Rat an einigen Stellen modifiziert werden. Allerdings bleibt weiterhin eine Entscheidung des Rates ausschlaggebend, so dass kein wesentlich stärkerer Automatismus erreicht wurde. Darüber hinaus wurde das Schuldenkriterium konkretisiert. Aufgrund zahlreicher Ausnahmefaktoren erscheint hier eine stärkere Bindungswirkung allerdings fraglich. Kritisch ist zudem, dass das Defizitkriterium gegenüber den bestehenden Regeln gelockert werden soll, wenn die Schuldenquote unterhalb des Referenzwertes liegt. Zwar sind diese Reformpläne des Europäischen Rates noch mit dem Europäischen Parlament zu verhandeln, bevor sie bis Juni verabschiedet werden sollen; insgesamt droht die Reform aber zu zaghaf auszufallen.²⁾ Die Wirksamkeit der Regeln wird weiterhin vom

*Reform des
Stabilitäts- und
Wachstums-
paktes droht
zu zaghaf
auszufallen*

*Anreize für
solide Finanz-
politiken im
weiteren
Verlauf noch
zu stärken*

¹ Die Beschlüsse sind in den Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom 25. März 2011 veröffentlicht. Die Regelungen zum ESM finden sich in der Anlage II. Das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten und die Änderungen am SWP sollen bis Juni zwischen Rat und Europäischem Parlament ausgehandelt werden.

² Siehe zu den Reformen am SWP auch: Opinion of the European Central Bank of 16 February 2011 on economic governance reform in the European Union (CON/2011/13).

politischen Willen zu ihrer strikten Anwendung abhängig bleiben.

*Verfahren
bei makro-
ökonomischen
Ungleich-
gewichten ...*

Zusätzlich soll die Stabilität im Euro-Raum einerseits durch die Einführung des unionsrechtlichen Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten auf Basis von Artikel 121 Absatz 4 AEUV sowie, andererseits, durch die politische Vereinbarung des EPP auf der Ebene der Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder und weiterer Mitgliedstaaten, deren Währung nicht der Euro ist, abgesichert werden. Das neuartige unionsrechtliche Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten ist im Grundsatz eine sinnvolle Ergänzung zu dem auf die Finanzpolitik fokussierten SWP. Es ist in zwei Stufen angelegt. So wird ein Frühwarnsystem auf der Grundlage einer begrenzten Anzahl von Indikatoren installiert, die außen- und binnenwirtschaftliche makroökonomische Fehlentwicklungen frühzeitig anzeigen sollen. Wenn in einer dadurch ausgelösten vertieften länderspezifischen Untersuchung schwerwiegende Ungleichgewichte festgestellt werden, soll in der zweiten Stufe politischer Druck zur Umsetzung von wirtschaftspolitischen Empfehlungen aufgebaut werden, die auf eine Korrektur der Fehlentwicklungen abzielen. In dieser Stufe sollen bei Missachtung der Empfehlungen auch finanzielle Sanktionen möglich sein.

*... und EPP
sollen
Prävention
stärken*

Der EPP zielt als von den Staats- und Regierungschefs vereinbarter politischer Pakt über die unionsrechtlichen Maßnahmen hinaus vor allem auf Reformen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit, zur Förderung der Beschäftigung sowie zur Sicherung der Trag-

fähigkeit der öffentlichen Finanzen und der Finanzstabilität. Zudem soll die Steuerpolitik besser koordiniert werden. Allerdings liegt die Auswahl der nationalen Reformschwerpunkte allein in der Verantwortung des jeweiligen Mitgliedstaates. Neben den verpflichtend teilnehmenden EWU-Ländern können sich am EPP auch EU-Staaten beteiligen, die nicht zum Euro-Raum gehören. Die Zielerreichung wird auf der Ebene der Staats- und Regierungschefs der teilnehmenden Staaten politisch bewertet. Entsprechend dem politischen Charakter des Paktes sind keine verbindlichen Empfehlungen oder Sanktionen vorgesehen.

Da die beiden Verfahren die bestehenden Kompetenzen im Bereich der Wirtschaftspolitik nicht ändern, sondern diese weiter grundsätzlich auf nationaler Ebene liegen, sollte sich die Diskussion dabei auf Problemfälle konzentrieren, die Risiken für andere EU- und insbesondere EWU-Staaten bergen. Dabei ist eine Schwächung leistungsstarker Länder ebenso zu vermeiden wie der Versuch einer gesamtwirtschaftlichen Feinsteuerung, die aufgrund der Diagnoseprobleme und Umsetzungsschwierigkeiten im politisierten Prozess nicht Erfolg versprechend ist.

*Konzentration
auf stabilitäts-
relevante
Problemfälle
angezeigt*

Darüber hinaus hat die Krise gezeigt, dass für den Notfall – falls die Präventionsinstrumente nicht ausreichen – ein Krisenlösungsmechanismus zur Abwendung einer Gefahr für die Stabilität des Euro-Raums sinnvoll ist. Auch dabei ist aber der grundlegende Ordnungsrahmen der EWU zu beachten. Insbesondere dürfen die Anreize für eine solide Finanzpolitik der Mitgliedsländer und die Disziplinie-

*Einführung
eines Krisen-
lösungs-
mechanismus
grundsätzlich
sinnvoll*

rungsfunktion der Finanzmärkte nicht ausgehebelt werden.³⁾

*Wichtige
Grundpfeiler
der ESM-Ver-
einbarungen*

Der ESM soll im Falle einer Gefährdung der Stabilität des gesamten Euro-Raums unter bestimmten Umständen Liquiditätshilfen an notleidende Länder leisten dürfen. Es ist vorgesehen, dass die finanzielle Hilfe (in Form von Hilfskrediten und im Ausnahmefall durch Primärmarktkäufe von Staatsanleihen der betroffenen Länder) nur unter strikten wirtschafts- und finanzpolitischen Auflagen erfolgen darf. Der ESM hat intergouvernementalen Charakter und seine Errichtung erfolgt durch den Abschluss eines völkerrechtlichen Vertrages. In Abhängigkeit von der jeweiligen Behandlung völkerrechtlicher Verträge in den Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten ist regelmäßig, so auch in Deutschland, eine Ratifizierung dieses Vertrages durch die nationalen Parlamente erforderlich. Auch bei zukünftigen Hilfsprogrammen führt das im Rahmen der Willensbildung in den ESM-Organen bestehende Einstimmigkeitserfordernis in zentralen Fragen zu einem Vetorecht jedes einzelnen Staates, das vor allem für die Hilfe leistenden Länder von großer Bedeutung ist. Durch die politische Vereinbarung eines bevorrechtigten Gläubigerstatus für den ESM werden die Steuerzahler der Hilfe leistenden Länder zudem zu einem gewissen Grad vor Verlusten geschützt. Auch sind ab Mitte 2013 einheitliche Collective Action Clauses (CACs) für alle Staatsanleihen des Euro-Raums mit einer Laufzeit von über einem Jahr vorgesehen, die eine Beteiligung des Privatsektors bei Solvenzproblemen erleichtern sollen.

Allerdings steht die Konkretisierung dieser Eckpfeiler des ESM teilweise noch aus, und in einigen anderen zentralen Punkten ist die Ausgestaltung problematisch. In der weiteren Umsetzung sollte verhindert werden, dass die oben genannten Grundstrukturen beeinträchtigt werden, um nicht die mit den bisherigen Vereinbarungen in einigen wichtigen Punkten ohnehin geschwächten Anreize zur soliden Fiskalpolitik und zur Disziplinierung durch den Finanzmarkt weiter zu verringern.

*Ausgestaltung
in einigen
zentralen
Punkten
problematisch
bzw. noch zu
konkretisieren*

Die Zinsen für ESM-Hilfskredite sollen in den ersten drei Jahren nur zwei Prozentpunkte über den Refinanzierungskosten des ESM liegen (nach drei Jahren drei Prozentpunkte). Gegenüber den ursprünglich im Rahmen der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) vereinbarten Aufschlägen bedeutet dies eine Verbilligung der Hilfskredite um etwa einen Prozentpunkt. Hierdurch wird die Hemmschwelle zur Inanspruchnahme der Rettungsprogramme gesenkt, und die Anreize zur Rückkehr an den Kapitalmarkt werden verringert. Der Aufschlag ist zudem nun deutlich niedriger als bei vergleichbaren IWF-Krediten – obwohl diese gegenüber ESM-Krediten vorrangig und damit weniger risikobehaftet sind. Auf Basis der derzeit vorgesehenen Regelungen wäre außerdem eine noch darüber hinausgehende Lockerung der Zinskonditionen durch den Verwaltungsrat des ESM nicht ausgeschlossen. Um Fehl-anreize durch die günstigen Zinsbedingungen zu begrenzen, ist es umso wichtiger, die Kon-

*Absenkung der
Zinsaufschläge
senkt Anreize
für solide
Finanzpolitik*

³ Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Auf dem Weg zu einem Europäischen Stabilitätsmechanismus, Monatsbericht, Februar 2011, S. 68f.

ditionalität der Hilfen und deren Einhaltung strikt abzusichern. Die Art und Weise, in der bereits im Rahmen der existierenden EFSF Konditionalität durchgesetzt wird, dürfte diese Anreize nachhaltig prägen. Vor diesem Hintergrund ist zentral, die EFSF-Hilfen nur gegen ein glaubwürdiges und entschlossenes Anpassungsprogramm und die entsprechende Umsetzung durch das um Hilfe ersuchende Land zu gewähren.

*Solvenz als
zwingende
Voraussetzung
für Hilfen
sicherstellen*

Eine verpflichtende Beteiligung der privaten Gläubiger im Falle von Solvenzproblemen ist ein zentrales Element, um die Erwartung der Finanzpolitik und der Finanzmarktakteure auf eine Schuldenübernahme durch Dritte einzudämmen und so eine Disziplinierung durch den Markt zu erhalten.⁴⁾ Bei Solvenzproblemen könnten Hilfsleistungen ohne verpflichtende Beteiligung privater Gläubiger dem Haftungsverbot widersprechen, und die Transfers an die Hilfe empfangenden Länder und die Finanzinvestoren wären noch größer als bei einer Liquiditätshilfe. Die jetzt getroffene Vereinbarung erscheint hinsichtlich der Beteiligung privater Gläubiger zur Herstellung der grundsätzlichen fiskalischen Tragfähigkeit weniger klar als die Beschlüsse vom Dezember 2010. Bis zum Vertragsabschluss sollte daher eindeutig sichergestellt werden, dass die Solvenz eine notwendige, erforderlichenfalls neben Konsolidierungsmaßnahmen auch durch eine angemessene Gläubigerbeteiligung wiederherzustellende Voraussetzung für Hilfsleistungen ist.

Der Beschluss des Europäischen Rates sieht keine Sekundärmarktkäufe zur Unterstützung von Ländern mit Finanzproblemen vor. Aller-

dings wird nicht explizit geregelt, wie die Kapitaleinlage in den ESM in Höhe von 80 Mrd € angelegt wird. Wenn Sekundärmarktkäufe als Instrument der Hilfgewährung ausgeschlossen werden sollen,⁵⁾ wäre eine klare Vorgabe zur Anlage der ESM-Mittel ausschließlich in Titel erstklassiger Bonität festzuschreiben. Im Übrigen überrascht, dass der Verwaltungsrat des ESM offensichtlich großen Spielraum zu nicht näher spezifizierten Änderungen am Instrumentarium des ESM erhält. Es hängt von der Ausgestaltung der nationalen Ratifikationsakte ab, ob in der Zukunft erfolgende Änderungen erneut einer parlamentarischen Bestätigung bedürfen.

Zudem sind in den aktuellen Beschlüssen die Regelungen zum Instrument der Primärmarktkäufe nicht eindeutig gefasst. So ist unklar, ob diese zu einer Erweiterung der Hilfsleistungen genutzt werden und unter weicheren Bedingungen erfolgen können als die übrigen Finanzhilfen. Wenn dies ausgeschlossen werden soll, wäre klarzustellen, dass sowohl die verpflichtende Konditionalität wie auch der bevorrechtigte Gläubigerstatus für den ESM gleichermaßen für Primärmarktkäufe gelten. Zudem wäre zu verdeutlichen, dass auch über Primärmarktkäufe keine Hilfsleistungen erfolgen dürfen, die über die Finanzierung von Defiziten und die Refinanzierung auslaufender Schuldtitel

*Kapitaleinlage
nur in erst-
klassige
Bonitäten
anlegen und
Instrumen-
tarium fest-
schreiben*

*Rahmen für
Primärmarkt-
käufe konkretisieren*

⁴ Vgl. diesbezüglich einen Vorschlag zur Einführung einer in den Anleihebedingungen festgeschriebenen automatischen Prolongation der ausstehenden Schuldtitel zu gleichen Konditionen: A. Weber, J. Ulbrich und K. Wendorff, Krisenhilfe ohne Gemeinschaftshaftung, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 3. März 2011, S. 12.

⁵ Vgl. zur Begründung: Deutsche Bundesbank, Zur Diskussion um Sekundärmarktkäufe des künftigen Europäischen Stabilitätsmechanismus, Monatsbericht, Februar 2011, S. 72 f.

hinausgehen. Dieser Rahmen sollte nicht ausgeweitet werden, um Rückkäufe von Schuldverschreibungen am Sekundärmarkt seitens des unterstützten Staates zu ermöglichen.

Mehrheitsregeln und Gesamtvolumen der Haftung präzisieren

Darüber hinaus wäre es wichtig, die Anwendung der jeweiligen Mehrheitsregeln im ESM-Verwaltungsrat und im ESM-Direktorium zu präzisieren. Es liegt nahe, in allen wesentlichen Fällen entweder Einstimmigkeit oder eine Entscheidung mit qualifizierter Mehrheit (80 % der gewichteten Stimmen) vorzusehen. Zur Vermeidung von Interessenkollisionen erscheint es dabei erforderlich, dass diejenigen Mitgliedstaaten, die bereits Hilfe empfangen oder sie beantragen, keine Stimmberechtigung erhalten, so wie es gegenwärtig bei einstimmigen Beschlussfassungen im Rahmen der EFSF gehandhabt wird. In diesem Zusammenhang erscheint auch nicht eindeutig gesichert, dass das Gesamtvolumen der Haftung der einzelnen Länder nach oben limitiert ist. Offensichtlich kann im Hinblick auf die Kapitaleinlage eine Nachschusspflicht bei Verlusten mit nur einfacher Mehrheit des ESM-Verwaltungsrates beschlossen werden oder im Einzelfall automatisch eintreten, und es scheint nicht klar ausgeschlossen zu sein, dass damit auch die nationale Haftungsgrenze steigt.

Mit Blick auf die künftig vorgesehenen CACs, die die Beteiligung des Privatsektors an einer Krisenbewältigung erleichtern sollen, wurden Staatsanleihen mit einer Fälligkeit von unter einem Jahr ausgenommen. Diese Einschränkung setzt Anreize zur Emission von kurzfristigen Schuldverschreibungen, obwohl gemäß den Beschlüssen des Europäischen Rates vom vergangenen Dezember ein stärkeres Gewicht auf mittel- bis langfristige Laufzeiten gelegt werden soll. Grundsätzlich sollten CACs in die Grundlage für sämtliche Staatsschulden einbezogen und nicht auf die Wertpapierschuldung beschränkt sein. Die Beteiligung des Privatsektors könnte auch durch ein noch zu entwickelndes Verfahren, das insgesamt den Umgang mit staatlichen Solvenzproblemen näher regelt, erleichtert werden.

Umfassenderer Ansatz bei Anwendungsbereich der CACs

Für eine möglichst reibungslose Beteiligung des Privatsektors ist es im Übrigen wichtig, dass der ESM durch eine zielführende Finanzmarktregulierung ergänzt wird, die das Risiko systemischer Probleme bei den Finanzmarktakteuren spürbar reduziert und so die Notwendigkeit eines staatlichen Einschreitens in diesem Sektor so weit wie möglich begrenzt.

Zielführende Finanzmarktregulierung wichtig