

Europa

# Stabilität der Eurozone und europäische Finanzmarktarchitektur

Studie

Stand: Oktober 2019

Eine vbw Studie, erstellt von Prof. Dr. Christoph Kaserer

Die bayerische Wirtschaft

vbw



## Hinweis

Zitate aus dieser Publikation sind unter Angabe der Quelle zulässig.

## Vorwort

### Auf Erfolgen der bisherigen Stabilitätspolitik aufbauen

Die Eurozone hat in den letzten Jahren beachtlich an Stabilität gewonnen. Bestätigt hat sich das zuletzt im Kontext der Schuldenpolitik Italiens: es hat sich gezeigt, dass Ansteckungsgefahren dieser Art krisenhafter Entwicklungen mittlerweile relativ gut beherrschbar geworden sind.

Das ist beruhigend und für die Eurozone wie die EU insgesamt wichtig. Es darf aber nicht davon ablenken, dass der Verschuldungsgrad und allzu zurückhaltende Reformanstrengungen einzelner Mitgliedsstaaten sowie die übermäßige Belastung einiger Banken gerade in hoch verschuldeten Staaten mit ausfallgefährdeten Krediten weiter Zweifel an der Zukunftsfähigkeit der Eurozone mit sich bringen.

Vorschläge für Reformen zur weiteren Stabilisierung der Eurozone liegen auf dem Tisch. Die vorliegende Studie verdeutlicht, dass ein Teil davon unangemessene Anreize setzt und den Herausforderungen nicht entspricht. Das gilt insbesondere für Überlegungen, die Verbindung von Haftung und Verantwortung aufzuweichen. Dazu darf es nicht kommen.

Zugewinn an Stabilität versprechen Vorschläge, die Verantwortung und Reformbereitschaft stärken. Das gilt speziell für die Einführung einer Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen und für wirksamere politische Anreize für Länder mit hoher öffentlicher Verschuldung, notwendige wirtschafts- und fiskalpolitische Anpassungsmaßnahmen auch tatsächlich anzugehen. In diesem Zusammenhang bieten die vertraglichen Grundlagen des Europäischen Stabilitätsmechanismus ESM interessante Möglichkeiten.

Eine zentrale Rolle in der künftigen Finanzmarkt- und Fiskalarchitektur muss in diesem Sinne dem geplanten Europäischen Währungsfonds EWF zukommen. Der EWF kann und soll sich aus dem ESM entwickeln. Die Erfolge des ESM bestätigen, dass EU und Eurozone mit dem bisherigen Reformweg hervorragende Voraussetzungen für notwendige nächste Schritte geschaffen haben. Darauf gilt es aufzubauen.

Bertram Brossardt  
15. Oktober 2019

# Inhalt

1	<b>Executive Summary</b>	<b>1</b>
2	<b>Ausgangslage</b>	<b>3</b>
3	<b>Reaktionen auf den Finanzmärkten</b>	<b>6</b>
3.1	Ansteckungseffekte auf Ebene der Mitgliedsländer	6
3.2	Ansteckungseffekte auf Ebene der Banken	11
4	<b>Wirkungsmechanismen der Finanzmarktreformen</b>	<b>17</b>
4.1	Der ESM	17
4.2	Die Bankenunion	19
4.3	Die Rolle der EZB	24
5	<b>Handlungsempfehlungen</b>	<b>27</b>
5.1	Reform des ESM	27
5.2	Anpassungen der Bankenunion	28
5.3	Wirtschafts- und fiskalpolitische Reformen	31
	Glossar	33
	Ansprechpartner / Impressum	35

# 1 Executive Summary

## Die Stabilitätsgewinne sind beachtlich – dennoch besteht Handlungsbedarf in der Finanzmarkt- und Fiskalarchitektur der Eurozone

Ausgehend von den jüngsten Streitigkeiten um die Haushaltspolitik der neuen italienischen Regierung und den damit verbundenen Turbulenzen auf den Kapitalmärkten beschäftigt sich diese Studie mit der Frage, ob und, falls ja, wie weit sich die Stabilität der Eurozone im Vergleich zu der Situation während der europäischen Staatsschuldenkrise 2010 bis 2012 verbessert hat. Danach werden einige Überlegungen angestellt, welche Reformmaßnahmen vor dem Hintergrund dieser Erfahrungen angezeigt erscheinen.

Die wichtigsten Ergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Die Auseinandersetzung um die Haushaltspolitik der italienischen Regierung hat gezeigt, dass die Ansteckungsgefahren auf den europäischen Finanzmärkten deutlich geringer geworden sind. Bemerkenswerterweise gilt dies, obwohl die Finanzmärkte heute einen Austritt Italiens aus der Währungsunion für wesentlich wahrscheinlicher halten als noch vor zwei Jahren. Als Gründe für diesen Zuwachs an Stabilität werden die Etablierung des ESM, die Bankenunion und die geldpolitischen Maßnahmen der EZB identifiziert.

Trotz dieses Zuwachses an Stabilität ist es bislang nicht gelungen, den Teufelskreis aus Staatsverschuldung und Refinanzierungskosten des Bankensektors zu durchbrechen. Dies hängt im Wesentlichen mit einem fundamentalen ökonomischen Mechanismus zusammen, der dazu führt, dass die Risikoeinschätzung einer inländischen Staatsanleihe aus Sicht einer inländischen Bank geringer ausfällt als aus der Sicht eines ausländischen Investors.

Derzeit werden verschiedene Reformmaßnahmen zur Stärkung der Wirtschafts- und Währungsunion diskutiert. Die meisten betreffen Reformen des ESM und der Bankenunion. Viele dieser Vorschläge sind nachvollziehbar, werden aber an den grundlegenden wirtschafts- und fiskalpolitischen Problemen der Eurozone nicht viel ändern. In diesem Zusammenhang sind etwa die Vorschläge betreffend die Überarbeitung der Vertragsklauseln bei europäischen Staatsanleihen zu erwähnen, die zukünftig verhindern sollen, dass kleine Gläubigergruppen Restrukturierungsvereinbarungen blockieren können.

Die Vorschläge zur Einführung des sogenannten Backstop sind insoweit schon deutlich weitreichender, als sie als erster Schritt zu einer indirekten Einführung einer europäischen Einlagensicherung interpretiert werden können. Zwar ist es nicht von der Hand zu weisen, dass damit das Vertrauen in das europäische Bankensystem zusätzlich gestärkt wird. Gleichzeitig gibt es in der konkreten Umsetzung aber auch Risiken, weil damit bestehende Disziplinierungswirkungen auf nationaler Ebene unterhöhlt werden.

Noch kritischer sind die Vorschläge zu beurteilen, die auf eine Aufweichung des Konditionalitätsprinzips bei den Stützungsmaßnahmen des ESM hinauslaufen, weil damit die Tür

[Executive Summary](#)

zu reinen Umverteilungsmaßnahmen geöffnet werden könnte. Vielmehr sollte geprüft werden, ob der ESM im gegebenen vertraglichen Rahmen den Mitgliedstaaten präventive Liquiditätshilfen geben sollte, um von den Staaten selbst entwickelte Anpassungsprogramme abzusichern. Zudem müsste die Governance-Struktur des ESM auf größere politische Unabhängigkeit ausgerichtet werden.

Hingegen dürfte die ebenfalls diskutierte Einführung einer Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen tatsächlich einen wesentlichen Beitrag zur Durchbrechung des Teufelskreises von Staatsverschuldung und Refinanzierungskosten des Bankensektors leisten. Diese Idee sollte man weiterverfolgen, wenngleich sie mit erheblichen Implementierungsproblemen und -risiken verbunden ist.

Nachdem man sich in den vergangenen sieben Jahren vor allem um die Anpassung der EU-Finanzmarktarchitektur gekümmert hat, ist es nun an der Zeit, die politischen Anreize in der Wirtschafts- und Währungsunion zu verbessern, damit die notwendigen wirtschafts- und fiskalpolitischen Anpassungsmaßnahmen, insbesondere in Ländern mit hoher öffentlicher Verschuldung, auch tatsächlich in Angriff genommen werden. Die Etablierung einer fiskalpolitischen, unabhängigen Aufsichtsinstanz, die mit entsprechenden Eingriffsinstrumenten ausgestattet ist, könnte hier ein Lösungsansatz sein.

## 2 Ausgangslage

### Trotz – vorerst – glimpflichen Verlaufs: der Fall Italien ist Beleg für offene Hausaufgaben der Eurozone

Durch die Schaffung der Währungsunion im Rahmen des Maastricht-Vertrags gab es die Notwendigkeit für eine gegenseitige fiskalpolitische Überwachung der Mitgliedstaaten. Die hierfür geschaffenen Rechtsgrundlagen werden als Stabilitäts- und Wachstumspakt bezeichnet. Zentrale Vorschriften hierfür finden sich in Art 126 TFEU (Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union), dem dem Maastrichter Vertrag angefügten Protokoll Nr. 12, sowie in der Verordnung (EG) Nr. 1467/97. Danach ist es Aufgabe der Kommission, die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zu überprüfen.

Im Rahmen dieser Überprüfung kann die Kommission nach Art. 126 (5) TFEU unter Berücksichtigung einer Stellungnahme des Wirtschafts- und Finanzausschusses das Vorhandensein eines übermäßigen Defizits feststellen und den Rat unterrichten. Dieser kann dann nach Art. 126 (6) TFEU das Vorliegen eines übermäßigen Defizits feststellen. Tut er dies, so hat er gemäß Art 126 (7) TFEU gleichzeitig im Einvernehmen mit der Kommission Empfehlungen an den betreffenden Mitgliedsstaat zu richten, die geeignet sind, dieses übermäßige Defizit innerhalb einer bestimmten Frist von höchstens sechs Monaten abzubauen. Diese Empfehlungen sind zunächst nicht öffentlich. Erst wenn der Mitgliedsstaat den Empfehlungen innerhalb der gesetzten Frist nicht Folge leistet, können diese gemäß Art. 126 (8) TFEU veröffentlicht werden. Soweit der Mitgliedsstaat auch dann noch nicht einlenkt, kann er vom Rat gemäß Art. 126 (9) TFEU in Verzug gesetzt werden.

Solange sich der Mitgliedsstaat in Verzug befindet, können gemäß Art. 126 (10) TFEU verschiedene Sanktionen ergriffen werden, zu denen insbesondere eine Einschränkung der Darlehensvergabe durch die Europäische Investitionsbank, die Hinterlegung einer unverzinslichen Einlage in Höhe von 0,2 Prozent des BIP sowie Geldbußen in Höhe von maximal 0,5 Prozent des BIP gehören. Weitergehende Sanktionsmaßnahmen sind nicht vorgesehen; insbesondere gibt es keinerlei Eingriffsrechte in die der nationalen Souveränität unterliegende Haushaltspolitik oder gar die Möglichkeit eines Ausschlusses aus der Währungsunion.

Zu welchen Schwierigkeiten diese Situation führen kann, wird der Öffentlichkeit in der nunmehr seit Oktober 2018 andauernden Auseinandersetzung zwischen der Kommission und der italienischen Regierung ins Bewusstsein gerufen. Seit dem 01. Juni 2018 ist in Italien eine neue Regierung unter dem parteilosen Ministerpräsidenten Giuseppe Conte im Amt. Deren politische Grundlage ist ein Koalitionsvertrag zwischen der rechtskonservativen Lega unter Führung des derzeitigen Innenministers Matteo Salvini und der links-populistisch ausgerichteten Fünfsternebewegung (Movimento 5 Stelle) unter Führung des derzeitigen Entwicklungsministers Luigi di Maio. Beide hatten im Wahlkampf Versprechungen abgegeben, deren Auswirkungen auf den Staatshaushalt mit dem EU-Stabilitätspakt nicht zu vereinbaren waren. Folgerichtig kam es nach Bekanntwerden des Regierungs-

## Ausgangslage

programms und der Haushaltspläne zu Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten, die zu einer erneuten Diskussion um die Stabilität der Eurozone geführt haben.

Gemäß dem mit der Kommission vereinbarten Stabilitätspakt war für das Jahr 2018 ein Haushaltsdefizit von 1,6 und für das Jahr 2019 von 0,8 Prozent vorgesehen. Für die Jahre 2020 und 2021 wurde ein Haushaltsüberschuss von 0,2 Prozent erwartet.<sup>1</sup> Diese Ziele wurden in dem von der neuen Regierung am 16. Oktober 2018 bzw. in überarbeiteter Fassung am 13. November 2018 der Kommission vorgelegten Haushaltsentwurf klar verfehlt. So wurde darin das Haushaltsdefizit für 2018 mit 1,8 Prozent, für 2019 mit 2,4 Prozent und für 2020 mit 2,1 Prozent geschätzt. Aufgrund vorsichtigerer Wachstumsschätzungen erwartete die Kommission für das Jahr 2019 sogar ein Haushaltsdefizit von 2,9 Prozent und für 2020 von 3,1 Prozent.<sup>2</sup> Da die Verletzung des Stabilitätspaktes zudem nicht durch einmalige strukturelle Anpassungen erklärt werden kann, empfahl die Kommission in ihrem Bericht vom 21. November 2018 die Eröffnung eines Defizitverfahrens gemäß Art. 126 TFEU.

Diese Empfehlung wurde nach mehreren Verhandlungsrunden mit der italienischen Regierung am 19. Dezember 2018 rückgängig gemacht, nachdem diese zusicherte, das Haushaltsdefizit für das Jahr 2019 auf 2,04 Prozent zu begrenzen.<sup>3</sup> Nachdem mittlerweile die Wachstumserwartungen für das Jahr 2019 für Italien von mehreren Seiten nach unten korrigiert worden sind,<sup>4</sup> geht die Kommission in ihrer neuesten Schätzung davon aus, dass auch diese Defizitgrenze nicht eingehalten werden kann. Sie schätzt das Haushaltsdefizit für 2019 nunmehr auf 2,5 Prozent des BIP und für 2020 sogar auf 3,5 Prozent. Zudem hat sich bestätigt, dass es im Jahr 2018 bei 2,4 Prozent gelegen hat und damit die ursprünglich vereinbarten 1,6 Prozent bei weitem verfehlte.<sup>5</sup> Vor diesem Hintergrund hat die Kommission am 05. Juni 2019 die Eröffnung eines Defizitverfahrens gegenüber Italien empfohlen.<sup>6</sup> Unter dem Druck dieser Androhung hat die italienische Regierung verschiedene kleinere Sparmaßnahmen beschlossen. Aus Sicht der Kommission waren diese ausreichend, um von der Empfehlung zur Eröffnung eines Defizitverfahrens abzuweichen. Dies wurde der italienischen Regierung mit Schreiben vom 04. Juli 2019 mitgeteilt.<sup>7</sup> Auch wird in diesem Schreiben darauf hingewiesen, dass man die weitere Entwicklung in Italien

---

<sup>1</sup> Vgl. Assessment of the 2018 Stability Programme for Italy, 23 May 2018, abrufbar unter:

[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/12\\_it\\_assessment\\_of\\_2018\\_sp.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/12_it_assessment_of_2018_sp.pdf).

<sup>2</sup> Vgl. Report from the Commission: Italy COM(2018), 809 final, 21 November 2018, abrufbar unter:

[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/1263\\_commission\\_report\\_211118\\_-\\_italy\\_en\\_1.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/1263_commission_report_211118_-_italy_en_1.pdf).

<sup>3</sup> Eine entsprechende Ankündigung wurde von dem zuständigen Kommissar Dombrovskis auf einer Pressekonferenz am 19. Dezember 2018 gemacht, abrufbar unter: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-18-6886\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-18-6886_en.htm).

<sup>4</sup> Die OECD geht mittlerweile von einem negativen Wachstum von -0,2 Prozent im Jahr 2019 aus; vgl. <http://www.oecd.org/economy/wide-ranging-reforms-needed-to-ensure-italy-s-economic-recovery.htm>. Mittlerweile geht auch die italienische Regierung nur mehr von einem Wachstum von 0,1 Prozent im Jahr 2019 aus, wie sich aus den vorläufigen Haushaltsplanungen ergibt; vgl. Documento di Economia e Finanza 2019, abrufbar unter <http://www.mef.gov.it/documenti-pubblicazioni/doc-finanza-pubblica/index.html>.

<sup>5</sup> Vgl. Economic forecast for Italy, abrufbar unter: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-performance-country/italy/economic-forecast-italy\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-performance-country/italy/economic-forecast-italy_en).

<sup>6</sup> Vgl. die entsprechende Mitteilung des Vizepräsidenten Dombrovskis, abrufbar unter: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-19-2888\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-19-2888_en.htm).

<sup>7</sup> Vgl. Brief des Vizepräsidenten Valdis Dombrovskis vom 4. Juli 2019, abrufbar unter [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact/corrective-arm-excessive-deficit-procedure/closed-excessive-deficit-procedures/italy\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact/corrective-arm-excessive-deficit-procedure/closed-excessive-deficit-procedures/italy_en).

#### Ausgangslage

genau beobachten werde. Insoweit ist davon auszugehen, dass die Auseinandersetzung mit der italienischen Regierung zwar aufgeschoben, nicht aber aufgehoben ist.

Unabhängig von der konkreten weiteren Entwicklung in diesem Fall wirft dieser gesamte Vorgang eine Reihe von Fragen auf. Von besonderem Interesse ist in diesem Gutachten der Aspekt, inwieweit sich acht Jahre nach dem Ausbrechen der europäischen Staatsschuldenkrise die Stabilität und Widerstandsfähigkeit der Eurozone erhöht hat. Das Gutachten zeigt, dass eine solche erhöhte Stabilität tatsächlich festgestellt werden kann und insoweit zumindest einige der in der Vergangenheit angegangenen Finanzmarktreformen auch eine gewisse Wirkung entfaltet haben müssen.

Gleichzeitig zeigt eine genauere Betrachtung aber auch, dass es durchaus noch relevante Stabilitätsrisiken und insoweit auch Handlungsbedarf gibt. Jedenfalls ist es kein Zufall, dass sich die Eurogruppe auf ihren Sitzungen vom 14. Dezember 2018 und 13. Juni 2019 mit der Frage beschäftigt hat, welche Maßnahmen für eine weitere Vertiefung und damit Stabilisierung der Wirtschafts- und Währungsunion ergriffen werden könnten.

## 3 Reaktionen auf den Finanzmärkten

### Ansteckungsgefahren zwischen überforderten Staatshaushalten und Bankbilanzen sind noch nicht ausreichend eingedämmt

Für die weitere Diskussion der Ereignisse rund um die Auseinandersetzung über das Haushaltsdefizit der italienischen Regierung und die damit verbundenen Implikationen ist es hilfreich, sich die Reaktionen der Finanzmärkte auf beides anzusehen. Dabei ist zu unterscheiden zwischen den Kursanpassungen bei Staatsanleihen und der Veränderung der Refinanzierungskosten der Banken. Dies ist wichtig, weil für eine Betrachtung der Stabilität der Eurozone es sowohl darauf ankommt, ob es im Bereich der Refinanzierungskosten der öffentlichen Haushalte Ansteckungseffekte gibt, als auch auf die Frage, ob sich eine Erhöhung derselben auch direkt auf die Refinanzierungskosten des Bankensektors auswirkt.

#### 3.1 Ansteckungseffekte auf Ebene der Mitgliedsländer

Zur Diskussion eventueller Ansteckungseffekte wird in den Abbildungen 1 und 2 der Verlauf des Spreads (also der Renditedifferenz) der zehnjährigen Staatsanleihen von Frankreich, Italien und Spanien gegenüber der zehnjährigen Bundesanleihe dargestellt. Auf den ersten Blick fällt auf, dass es seit den Parlamentswahlen in Italien im März 2018 zu einem massiven Anstieg des Spreads bei italienischen Staatsanleihen gekommen ist, und zwar von 129 Basispunkten im Durchschnitt des Monats April auf 308 im Durchschnitt des Monats November. Hierin kam die Einschätzung der Investoren zum Ausdruck, dass die wirtschafts- und fiskalpolitischen Maßnahmen der neuen Regierung das Insolvenzrisiko Italiens erhöhen. So hat etwa die US-amerikanische Ratingagentur Moody's die Kreditwürdigkeit der italienischen Regierung am 19. Oktober 2018 von Baa2 auf Baa3 mit der Begründung herabgestuft, dass die Haushaltspläne der neuen Regierung mit fiskalischen Risiken verbunden seien und sich im Übrigen auch die Wachstumsaussichten verschlechterten.<sup>8</sup>

Interessant ist nun allerdings der aus Abbildung 2 abzuleitende Eindruck, dass sich diese veränderte negative Einschätzung nicht auf andere Länder übertragen hat. So ist der Spread Frankreichs im gleichen Zeitraum nur von 30 auf 45 Basispunkte gestiegen und auch jener Spaniens nur von 73 auf 128 Basispunkte. Grob vereinfachend könnte man dieses Ergebnis so interpretieren, dass die Zunahme in der Insolvenzwahrscheinlichkeit Italiens rund drei Mal so stark war wie die Zunahme der Insolvenzwahrscheinlichkeit Spaniens.<sup>9</sup> Dasselbe gilt auch in Bezug auf andere Länder, wie z. B. Portugal, deren Spread hier aus Gründen der Übersichtlichkeit nicht dargestellt ist.

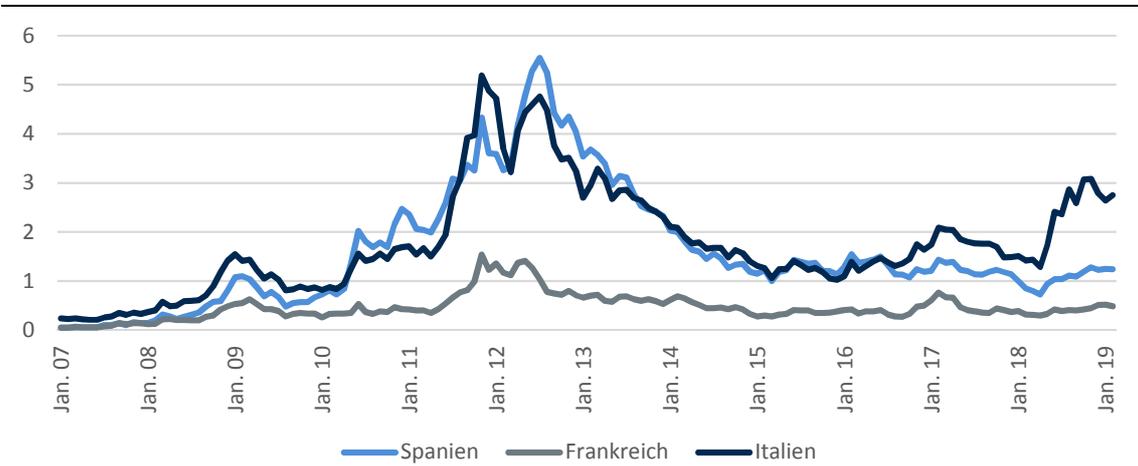
---

<sup>8</sup> Vgl. [https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-Italys-ratings-to-Baa3-stable-outlook--PR\\_390302](https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-Italys-ratings-to-Baa3-stable-outlook--PR_390302).

<sup>9</sup> Der Faktor 3 leitet sich aus der Zunahme im Spread der beiden Länder ab. Konkret gilt  $(308-129)/(128-73)=3,25$ . Sei  $\Delta PD$  die Zunahme in der einjährigen Insolvenzwahrscheinlichkeit eines Landes und  $\Delta \text{Spread}$  die Zunahme des Spreads des jeweiligen Landes, dann gilt für zwei Länder  $i$  und  $j$  approximativ  $\Delta PD_i / \Delta PD_j \approx \Delta \text{Spread}_i / \Delta \text{Spread}_j$ , sofern man bei beiden Ländern von der gleichen Befriedigungsquote im Konkursfall (Recovery Rate) ausgeht und die Spreads „klein“ sind.

Abbildung 1

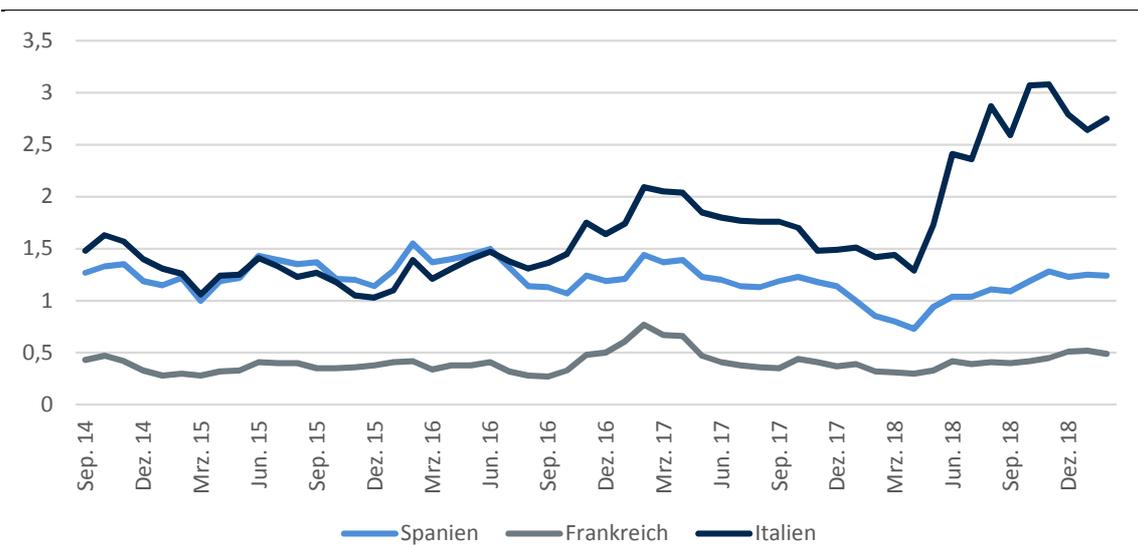
Spread der zehnjährigen Staatsanleihen gegenüber der Bundesanleihe



Anmerkung EZB, eigene Berechnungen. Spreads sind als Monatsdurchschnitte über den Zeitraum Januar 2007 bis Februar 2019 berechnet und auf der Y-Skala in Prozentpunkten (ein Prozentpunkt = 100 Basispunkte) dargestellt.

Abbildung 2

Spread der zehnjährigen Staatsanleihen gegenüber der Bundesanleihe



Anmerkung EZB, eigene Berechnungen; Spreads sind als Monatsdurchschnitte über den Zeitraum September 2014 bis Februar 2019 berechnet und auf der Y-Skala in Prozentpunkten (ein Prozentpunkt = 100 Basispunkte) dargestellt.

In diesem Punkt scheint sich die Situation im Jahr 2018 klar von jener während der Staatsschuldenkrise 2010 zu unterscheiden. Es spricht einiges dafür, dass es damals zu deutlichen Ansteckungseffekten kam, die insbesondere von der spanischen Banken- und Immobilienkrise auf Italien überschwappten, obwohl es zum damaligen Zeitpunkt in Italien weder eine Immobilien- noch eine Bankenkrise gab. Der in Abbildung 1 dargestellte Verlauf des Spreads von spanischen und italienischen Staatsanleihen spricht jedenfalls für diese Vermutung.

Nun muss man bei der Diskussion solcher Ansteckungseffekte etwas vorsichtig sein, denn erstens ist es gar nicht so einfach, diese eindeutig zu identifizieren, und zweitens können sie unterschiedliche Ursachen haben, die zu ganz unterschiedlichen Schlussfolgerungen in Bezug auf die Stabilität der Währungsunion führen.

Konkret scheint in diesem Zusammenhang der folgende Punkt von zentraler Bedeutung zu sein: Man muss bei solchen Ansteckungseffekten unterscheiden zwischen fundamentalen wirtschaftlichen Ursachen und vom Markt befürchteten Dominoeffekten, die sich aus der Instabilität der Währungsunion ergeben könnten.

Wenn es etwa in einem Land zu einem Zusammenbruch der Immobilienpreise kommt und dies eine Banken- und Wirtschaftskrise auslöst, dann ist es nicht unwahrscheinlich, dass in anderen Mitgliedsländern der Währungsunion ähnliche Entwicklungen zu beobachten sind. Denn die hierfür verantwortlichen fundamentalen Gründe, also beispielsweise rückläufiges Wirtschaftswachstum und steigende Arbeitslosigkeit infolge einer Abschwächung der Weltkonjunktur, treffen häufig nicht nur ein einzelnes Land. Außerdem führt die wirtschaftliche Verflechtung, die in einer Währungsunion naturgemäß hoch ist, notwendigerweise dazu, dass sich ein solcher ökonomischer Schock auch in anderen Ländern fortpflanzt. Damit werden sich die Wachstumsaussichten in beiden Ländern eintrüben und dies wird sich negativ auf den Staatshaushalt des anderen Landes und damit dessen Refinanzierungsbedingungen auswirken.

Ein solcher Ansteckungseffekt ist hauptsächlich fundamental bedingt und kann völlig unabhängig davon auftreten, ob die Marktteilnehmer den Bestand der Währungsunion in Zweifel ziehen. In einer wirtschaftlich hoch integrierten Region, wie es die EU ist, treten solche Effekte naturgemäß auf.

Davon zu unterscheiden sind aber Ansteckungseffekte, die nur deshalb auftreten, weil die Marktteilnehmer die fiskalischen Schwierigkeiten eines Landes zum Anlass nehmen, den Bestand der Währungsunion insgesamt in Frage zu stellen. Die Dramatik der Ereignisse in den Jahren 2010 bis 2012 sind sicherlich zu einem erheblichen Teil durch diese Befürchtung getrieben worden. Es gab die weit verbreitete Meinung, dass die Währungsunion den Zusammenbruch eines (großen) Mitgliedslandes nicht überstehen könne, weshalb die Verschlechterung der Refinanzierungsbedingungen in einem Land sich unmittelbar auch auf andere Länder übertrug, unabhängig davon, ob die dafür ursächlichen ökonomischen Probleme überschwappten könnten.

Das bemerkenswerte an der Entwicklung seit dem zweiten Halbjahr 2018 ist nun, dass diese aus einer befürchteten Instabilität der Währungsunion resultierende Ansteckungseffekte deutlich geringer geworden zu sein scheinen. Dafür spricht zunächst allein schon der optische Eindruck aus Abbildung 2. Dieser Eindruck lässt sich durch die folgende Analyse deutlich erhärten.

Hierfür muss man zunächst wissen, dass sich die Kapitalmarktteilnehmer über Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps, CDS) gegen die Insolvenz eines Staates absichern können. Diese Verträge werden typischerweise auf der Grundlage des ISDA Standardvertrags (Master Agreement) abgeschlossen, wo auch die sogenannten Kreditereignisse geregelt sind, die die Zahlung der Kreditausfallsversicherung auslösen. Nach dem alten ISDA Standardvertrag von 2003 war nun nicht klar geregelt, ob die Redenomination einer Staatsanleihe in einer neuen Währung ein Kreditereignis darstellt.<sup>10</sup> Jedenfalls ging man damals davon aus, dass dem nicht so war. Insoweit waren die Inhaber dieser Kreditausfallversicherungen nicht gegen einen Austritt Griechenlands oder Italiens aus der Währungsunion und eine Redenomination ihrer Staatsschulden in einer neuen Währung, z. B. einer neuen Drachme oder Lira, versichert.

Diese Unsicherheiten wurden durch den neuen ISDA Standardvertrag von 2014 beseitigt, wo klar geregelt ist, dass jede Redenomination, die nicht in einer der bestehenden Leitwährungen (Kanadischer Dollar, US-Dollar, Yen, Pfund Sterling, Schweizer Franken oder Euro) erfolgt, als Kreditereignis zu werten ist und damit die Zahlung durch den Kreditausfallversicherer auslöst.

Diese Situation ist nun deshalb interessant, weil es seit 2014 zwei Typen von CDS-Verträgen gibt, nämlich jene, die sich auf den Standardvertrag von 2003 und jene, die sich auf den Standardvertrag von 2014 beziehen. Hält man den Austritt eines Landes aus der Eurozone für äußerst unwahrscheinlich, sollten die Spreads dieser beiden Typen von CDS-Verträgen nahezu identisch sein. Tatsächlich kann man das etwa am Beispiel Deutschlands sehen, wo im Jahr 2018 der durchschnittliche fünfjährige CDS-Spread für 2003er Verträge bei 5,68 Basispunkte lagen, für die 2014er Verträge bei 7,16. Das ist ein minimaler und nahezu vernachlässigbarer Unterschied.

Naturgemäß sieht dies bei einem Land wie Italien anders aus, zumal die Möglichkeit eines Austritts Italiens aus der Eurozone nach dem Amtsantritt der neuen Regierung am 01. Juni 2018 nicht völlig ausgeschlossen war. Jedenfalls gab es in beiden Regierungsparteien zahlreiche Eurokritiker und die Ernennung eines euroskeptischen Wirtschafts- und Finanzministers wurde nur durch den italienischen Staatspräsidenten verhindert.

Tatsächlich bestätigt sich diese Vermutung in der nachstehenden Abbildung 3. Dort sieht man für Staatsanleihen einiger Staaten die Differenz der CDS-Spreads gemäß 2014er und 2003er-Verträgen. Bei italienischen Staatsanleihen steigt diese Differenz ab dem April

---

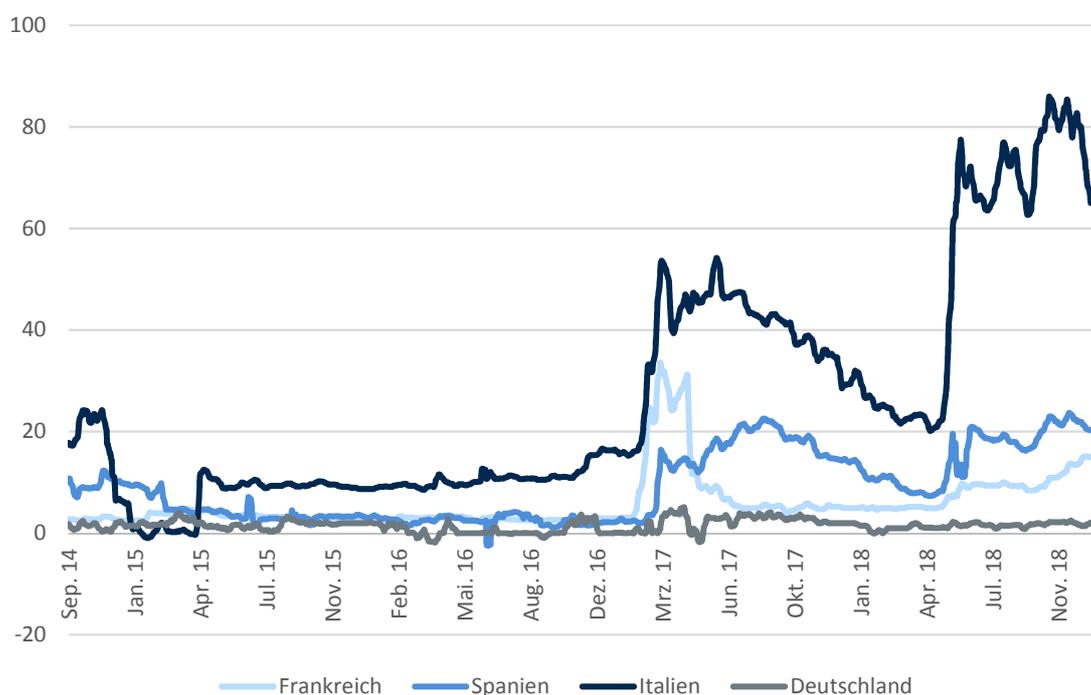
<sup>10</sup> Unter Redenomination versteht man die Umstellung einer Verbindlichkeit auf eine neue Währung, in der dann alle zukünftigen Zahlungen zu erfolgen haben. Eine solche Redenomination erfolgte anlässlich der Einführung des Euro, als die teilnehmenden Staaten die Zahlungen auf ihre Staatsanleihen auf Euro-Zahlungen umgestellt haben. Dasselbe – allerdings in umgekehrter Richtung – würde erfolgen, wenn ein Land aus dem Euro austreten und ein neues gesetzliches Zahlungsmittel einführen würde.

2018 deutlich an. Dies ist ein klares Indiz dafür, dass die Anleger zu diesem Zeitpunkt einen möglichen Austritt Italiens aus der Eurozone als realistisches Risiko angesehen haben.

Um diesen Punkt etwas zu verdeutlichen, sei folgende Beispielrechnung gemacht. Im Durchschnitt der Monate Juni bis Dezember 2018 lag der durchschnittliche fünfjährige CDS-Spread für Italien bei den 2003er Verträgen bei 111 Basispunkten, bei den 2014er Verträgen bei 184 Basispunkten. Unterstellt man eine 40-prozentige Verlustquote bei einem Kreditereignis, dann lassen sich diese Zahlen vereinfachend gesprochen so interpretieren, dass ein risikoneutraler Anleger im ersten Fall mit einer Kreditausfallwahrscheinlichkeit über die nächsten fünf Jahre von 13 Prozent rechnet, während er diese im zweiten Fall auf rund 21 Prozent taxiert. Somit würde er dann die Wahrscheinlichkeit für einen Euroaustritt Italiens auf acht Prozent über die nächsten fünf Jahre taxieren. Dies ist eine durchaus relevante Größenordnung. Zudem zeigt diese Beispielrechnung, dass der Anstieg in den CDS-Spreads in erheblichem Umfang dadurch getrieben war, dass man einem Euroaustritt Italiens nunmehr eine deutlich größere Wahrscheinlichkeit zuordnete.

Abbildung 3

Differenz der CDS-Spreads gemäß dem 2014er und 2003er ISDA Standardvertrag



Anmerkung Bloomberg, eigene Berechnungen; es werden die fünfjährigen CDS-Spreads über den Zeitraum September 2014 bis Februar 2019 verwendet und auf der Y-Skala in Basispunkten dargestellt.

Bemerkenswert ist nun an Abbildung 3, dass sich diese deutlich erhöhte Wahrscheinlichkeit für einen Austritt Italiens aus der Währungsunion kaum in den CDS-Spreads der anderen hier betrachteten Länder widerspiegelt. So sind die Spreads für die 2014er Verträge für eine Kreditausfallversicherung von Spanien oder Frankreich in diesem Zeitraum relativ zu den 2003er Verträgen nur unwesentlich angestiegen. Zwar zeigt sich bei Spanien ebenfalls ein geringfügiger Anstieg, aber dieser ist im Vergleich zu dem Anstieg, den man bei Italien sieht, nahezu vernachlässigbar. Dies ist ein fundamentaler Unterschied zu der Entwicklung, die man auf dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise 2011/12 beobachten konnte. Insofern lässt dies die Interpretation zu, dass der Markt einen Austritt Italiens für möglich hielt, ohne dass es deswegen zu einem Zusammenbruch des Euros insgesamt kommen müsse.<sup>11</sup>

Dies ist durchaus bemerkenswert, zumal sich im Frühjahr 2017 zeigte, dass solche Ansteckungseffekte auch in jüngerer Zeit noch relevant sein könnten. So kann man in Abbildung 3 sehen, dass es im Frühjahr 2017 zu einem deutlichen Anstieg der beschriebenen Differenz in den CDS-Spreads sowohl bei Frankreich als auch bei Italien und in geringem Umfang bei Spanien kam. Eine mögliche Ursache hierfür könnten die Nachrichten im Zusammenhang mit der Präsidentschaftswahl in Frankreich gewesen sein, die einen Sieg der Euroskeptiker nicht völlig unwahrscheinlich erschienen ließen. Das zeigt, dass zu diesem Zeitpunkt ein Euroaustritt Frankreichs nicht mehr für völlig unmöglich gehalten wurde. Nach dem Wahlsieg Macrons hat sich dieser Anstieg sofort wieder zurückgebildet.

Soweit man dieser Interpretation folgt, lässt sich die folgende Überlegung anstellen: Da der Anstieg der Spreaddifferenz für Frankreich einherging mit einem ebenso starken Anstieg für Italien und einem, allerdings deutlich geringeren, Anstieg für Spanien, könnte man daraus den Schluss ziehen, dass Ansteckungseffekte, die vom Zentrum der Währungsunion ausgehen, für die Peripherie durchaus von Bedeutung sind. Umgekehrt sind Ansteckungseffekte, die von der Peripherie ausgehen, aber deutlich zurückgegangen.<sup>12</sup>

Insgesamt kann aus diesen Betrachtungen also der vorsichtige Schluss gezogen werden, dass die Stabilität der Währungsunion zugenommen hat und der Austritt eines großen Landes wie Italien nicht notwendigerweise zu einem Zusammenbruch der gesamten Währungsunion führen dürfte.

### 3.2 Ansteckungseffekte auf Ebene der Banken

Wendet man nun den Blick auf mögliche Ansteckungseffekte zwischen der Bonität der jeweiligen Regierungen und der Bonität der in diesen Ländern beheimateten Banken, dann sind die Ergebnisse weniger klar.

---

<sup>11</sup> Auf eine weiterführende statistische Analyse wird hier aus Platzgründen verzichtet; es sei aber darauf hingewiesen, dass auch bei einer tiefergehenden Analyse nur schwache Anzeichen dafür gefunden werden, dass eine Erhöhung der Spreaddifferenz Italiens zu einer Erhöhung derselben bei anderen Ländern geführt hat.

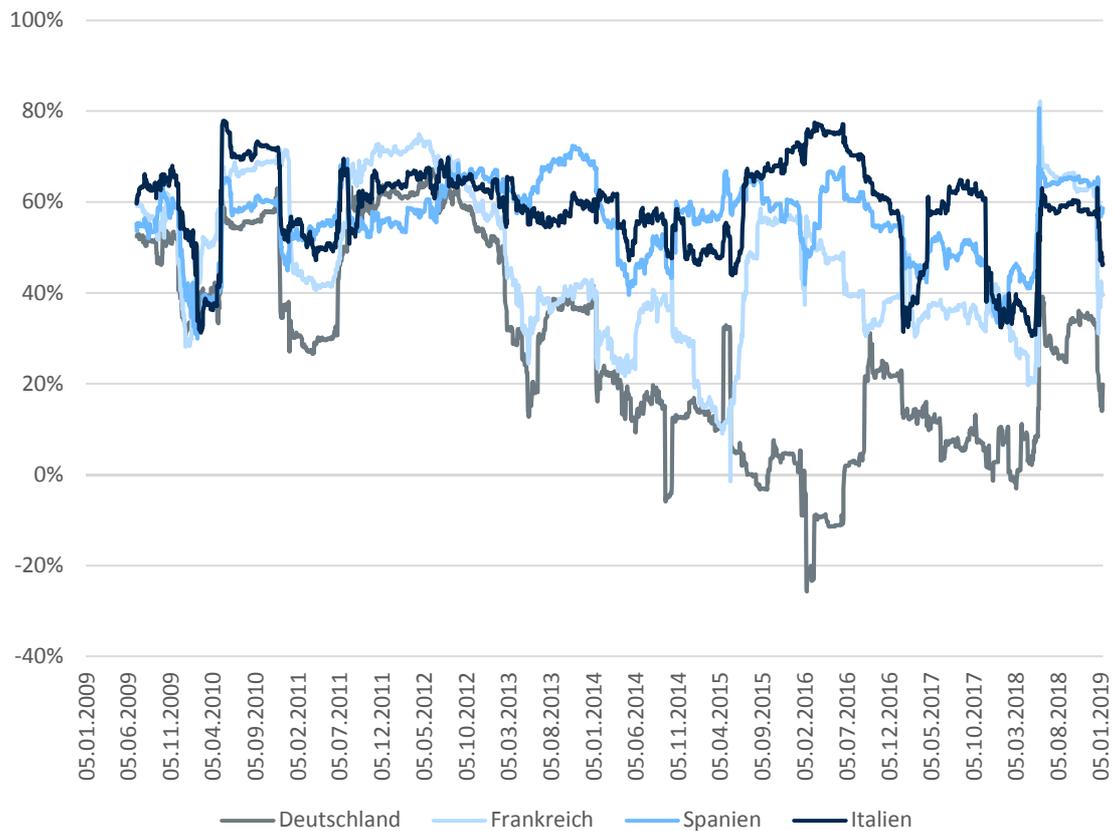
<sup>12</sup> De Santis (2015), A measure of redenomination risk, ECB Working Paper 1785, zeigt, dass im Zeitraum vor 2013 auch von Ländern wie Italien oder Spanien erhebliche Ansteckungseffekte ausgingen, die in einem möglichen Euroaustritt dieser Länder begründet waren.

Die zentrale Motivation für die Etablierung der Bankenunion bestand in der Übertragung der Bankenaufsicht auf die EZB (man spricht vom Single Supervisory Mechanism, SSM) und der Schaffung einer einheitlichen EU-Abwicklungsbehörde (man spricht vom Single Resolution Mechanism, SRM). Damit sollte insbesondere die starke Abhängigkeit der Bonitätseinschätzung der Banken von der Bonitätseinschätzung des jeweiligen Landes reduziert werden. Diese Abhängigkeit ist ökonomisch gut nachvollziehbar. Zum einen hat man während der Finanzmarktkrise gesehen, dass im Falle eines Zusammenbruchs einer Bank letztlich der nationale Steuerzahler einspringen muss. Zum anderen wird diese Abhängigkeit dadurch verstärkt, dass Banken große Bestände an Anleihen ihrer jeweiligen nationalen Regierungen halten.

Problematisch ist diese Abhängigkeit, weil sie krisenverschärfend wirkt. Im Falle einer Verschlechterung der Bonitätseinstufung der jeweiligen Regierung steigen auch die Solvenzrisiken einer Bank und damit deren Refinanzierungskosten. Dies führt letztlich zu einer Verteuerung von Krediten, was sich wiederum negativ auf Investitionen und damit Wachstum auswirkt. Dies wiederum führt zu sinkenden Steuereinnahmen und damit tendenziell zu einer weiteren Verschlechterung der Bonitätseinschätzung des jeweiligen Staates. Diesen Teufelskreis wollte man mit der Einführung der Bankenunion durchbrechen.

Somit wäre zu erwarten, dass eine erfolgreiche Implementierung der Bankenunion zu einem Rückgang dieser gegenseitigen Abhängigkeit der Bonität von Banken und ihren Regierungen führen müsste. Ob dies tatsächlich geschehen ist, kann man wiederum anhand der CDS-Spreads analysieren. Nach der Implementierung der Bankenunion sollte also eine Erhöhung des CDS-Spreads des jeweiligen Staates nicht mehr oder nur in deutlich geringem Umfang zu einer Erhöhung des CDS-Spreads der Banken führen. Diese gegenseitige Abhängigkeit der CDS-Spreads der Staaten und ihrer jeweiligen Banken lässt sich technisch über die Korrelation ihrer Veränderung messen. Eine Korrelation von 100 Prozent würde bedeuten, dass sich jede Veränderung im CDS-Spread des Staates in einer ebensolchen Veränderung des CDS-Spreads der Banken niederschlägt, wohingegen eine Korrelation von Null bedeuten würde, dass die beiden Größen völlig unabhängig voneinander sind. Eine negative Korrelation würde sogar bedeuten, dass sich die Refinanzierungskosten für den Staat und die in ihm beheimateten Banken gegenläufig entwickeln. Eine Erhöhung der Refinanzierungskosten des Staates würde also mit einer Reduktion der Refinanzierungskosten der Banken einhergehen. Ein solcher Zustand dürfte aber allenfalls vorübergehender Natur sein. Die Entwicklung dieser Korrelationen wird in Abbildung 4 dargestellt.

Abbildung 4  
 Korrelation der Veränderungen in CDS-Spreads von Staaten und Banken



Anmerkung Bloomberg, eigene Berechnungen; die Korrelationen des CDS-Spreads zwischen Staaten und Banken werden über rollierende 250-Tage-Fenster über den Zeitraum Juli 2009 bis Januar 2019 berechnet. Die CDS-Spreads der Banken werden als Mittelwerte von zwei Großbanken aus den jeweiligen Ländern berechnet. Bei diesen Banken handelt es sich um Commerzbank und Deutsche Bank für Deutschland, BNP Paribas und Credit Agricole für Frankreich, Banco Santander und BBVA für Spanien sowie Banco Intesa und Unicredit für Italien. Y-Achse: in Prozentpunkten

Vergleicht man nun die Situation vor Einführung der Bankenunion im November 2014 und danach, lässt sich ein klarer Rückgang dieser Abhängigkeit, also der Korrelation, nur für Deutschland feststellen. Hier kam es vorübergehend sogar zu einer negativen Korrelation. Für Frankreich gibt es zwischen 2012 und 2015 zwar ebenfalls einen klaren Rückgang, danach kommt es aber wieder zu einem deutlichen Anstieg, der per Saldo bis Anfang 2019 auch nicht mehr abgebaut wird. Für Spanien und Italien verhalten sich die Korrelationen sehr instabil. Allenfalls kann man sagen, dass es zwischen Ende 2015 und Frühjahr 2018 zu einem gewissen Rückgang kommt, der aber bis zum Jahresende 2018 wieder verschwunden ist. Somit kann man an dieser Stelle festhalten, dass sich die gewünschten Wirkungen

der Bankenunion in diesem Punkt noch nicht – oder jedenfalls nicht in ausreichendem Maße – entfaltet haben.<sup>13</sup>

Nun muss man bedenken, dass – wie beschrieben – das Problem dieses Teufelskreises vor allem in der Weitergabe der verschlechterten Refinanzierungsbedingungen der Banken an die Unternehmen und Verbraucher besteht, mit all den wachstumshemmenden Effekten, die daraus folgen. Damit stellt sich die Frage, ob eine solche Weitergabe tatsächlich, und falls ja, in welchem Ausmaß, erfolgt. Hier zeigt sich nun ein etwas gemischtes Bild.

Zunächst zeigt ein Blick auf die nachfolgende Abbildung 5, dass ein solcher Automatismus keineswegs offensichtlich ist. Betrachtet man etwa wie sich die Zinssätze, die die Banken auf Wohnungsbaukredite verlangen, in Deutschland und Italien verändert haben, dann kann man Folgendes sehen: Normiert man diese Zinsdifferenz im Januar 2012 auf Null, dann zeigt sich, dass diese zunächst noch bis Mitte 2013 ansteigt. Dies bedeutet, dass im Vergleich zu Wohnungsbaukrediten in Deutschland, jene in Italien in diesem Zeitraum teurer wurden. Danach bildet sich diese Differenz aber deutlich zurück, was wiederum darauf hindeutet, dass die Wohnungsbaukredite in Italien im Vergleich zu jenen in Deutschland günstiger geworden sind. Dieser Trend kehrt sich erst im Sommer 2018 wieder um, wobei der Anstieg mit 15 Basispunkten noch bescheiden ausfällt. Jedenfalls lässt sich an diesem Vergleich – wenn überhaupt – nur ein marginaler Einfluss des Anstiegs im Spread italienischer Staatsanleihen auf die Zinskonditionen italienischer Banken erkennen.

Man sollte bei der Interpretation dieser Zinsdifferenz aber etwas vorsichtig sein, da die von der Bundesbank und der Banca d'Italia zur Verfügung gestellten Zeitreihen nicht exakt die gleichen Sachverhalte erfassen. Zwar geben beide Zentralbanken den Durchschnittszins neu abgeschlossener Wohnungsbaufinanzierungen an, jedoch muss man bedenken, dass sich die mittleren Laufzeiten durchaus unterscheiden können. Hierüber gibt es aber keine Statistiken von der Banca d'Italia. Auch gibt es keine Informationen zu den konkreten Besicherungsmodalitäten. Sofern sich aber an den durchschnittlichen Laufzeiten und an den Besicherungsmodalitäten über den betrachteten Zeitraum nichts Wesentliches verändert hat, kann man die Veränderung über die Zeit als eine relative Veränderung der Zinskonditionen in den beiden Ländern interpretieren. Und nur hierauf kommt es im vorliegenden Zusammenhang an.

Betrachtet man allerdings Unternehmenskredite, dann scheint der Effekt wesentlich deutlicher zu sein. Jedenfalls sieht man, dass auch hier zwischen 2013 und 2018 die Differenz in den Zinssätzen deutlich gefallen ist. Allerdings kam es im Frühjahr 2018 zu einer Trendwende. Allein zwischen April und August 2018 sind die Unternehmenskredite in Italien relativ zu jenen in Deutschland um knapp 40 Basispunkte teurer geworden. Dies ist ein massiver Anstieg und es liegt die Vermutung nahe, dass hier die italienischen Banken die sich wegen des ausweitenden Spreads der Staatsanleihen verschlechterten Refinanzierungsbedingungen an die Unternehmen weitergegeben haben. Zudem wird es vermutlich auch indirekte Effekte gegeben haben, weil die Wachstumserwartungen in dieser Zeit nach

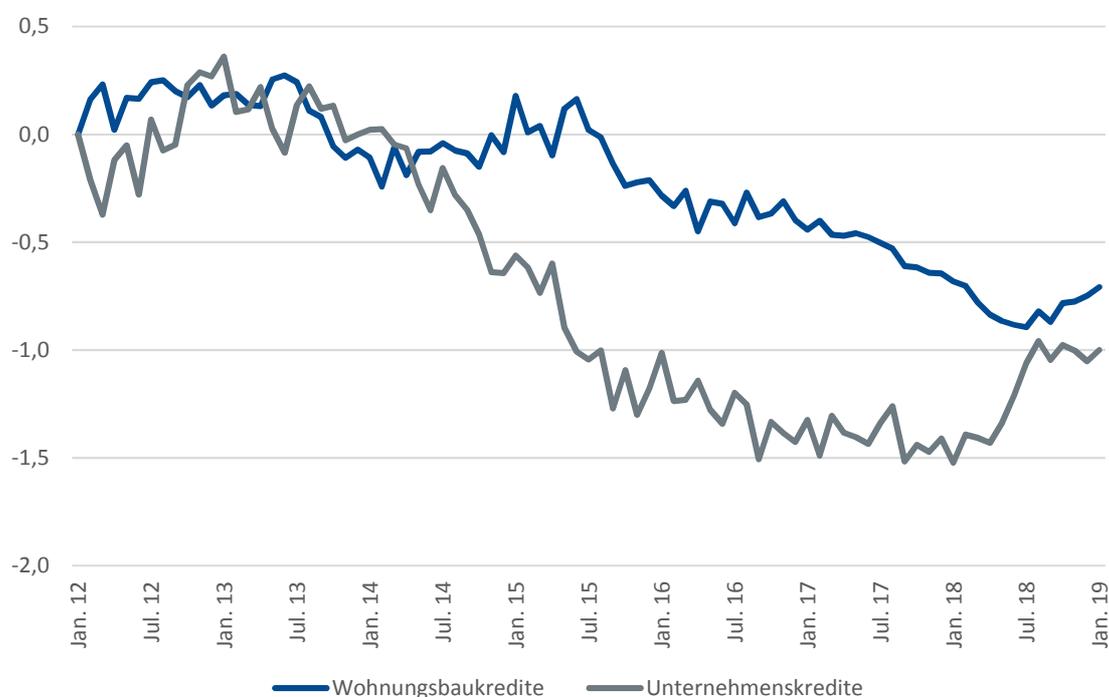
---

<sup>13</sup> Für eine in der Tendenz ähnliche Analyse vgl. Wollmershäuser (2019), The death of the Banking Union, EconPol Opinion 15, abrufbar unter [http://www.econpol.eu/opinion\\_15](http://www.econpol.eu/opinion_15).

unten korrigiert wurden und damit das Risiko von Unternehmenskrediten in Italien größer geworden ist. Da sich aber die Wachstumsaussichten auch in Deutschland in dieser Zeit eingetrübt haben, sollte sich dieser konjunkturelle Effekt durch die Differenzbildung zu einem guten Teil aufheben. Soweit es jedenfalls zu einem konjunkturell bedingten Zinsanstieg in beiden Ländern kommt, bleiben die in Abbildung 5 dargestellten Linien davon unberührt.

Abbildung 5

Veränderung der Zinsdifferenz für besicherte Wohnungsbau- und Unternehmenskredite zwischen Italien und Deutschland



Anmerkung Bundesbank, Banca d'Italia, eigene Berechnungen; der Zeitraum umfasst Januar 2012 bis Januar 2019. Y-Achse in Prozentpunkten. Die Zinsdifferenz wurde für Januar 2012 auf Null normiert. Die Grafik gibt somit nur Auskunft darüber, wie sich die Zinsdifferenz über die Zeit verändert hat.

Auch bei diesen Zahlen sollte man bei der Interpretation der Zinsdifferenz vorsichtig sein, da wiederum die von der Bundesbank und der Banca d'Italia zur Verfügung gestellten Zeitreihen nicht exakt die gleichen Sachverhalte erfassen. So gibt die Banca d'Italia nur einen Durchschnittszins über alle nicht revolvingen Unternehmenskredite an. Die von der Bundesbank verwendete Zeitreihe reflektiert Unternehmenskredite bis zu einer Million Euro mit einer anfänglichen Laufzeit von bis zu einem Jahr. Insofern dürften weder die Laufzeiten noch die durchschnittlichen Volumina in den beiden Zeitreihen genau übereinstimmen. Daher sollte man auch hier nur etwas über die relative Veränderung über die

Zeit ableiten. Das ist zumindest dann möglich, wenn man unterstellt, dass sich an den durchschnittlichen Laufzeiten über den betrachteten Zeitraum nichts Wesentliches verändert hat.

Insgesamt muss man also festhalten, dass es nur in Teilen gelungen ist, den oben besprochenen Teufelskreis zu durchbrechen. Bei Unternehmenskrediten jedenfalls liegt die Vermutung nahe, dass die nach unten revidierten Bonitätseinschätzungen für italienische Staatsanleihen über den so genannten Kreditkanal zu deutlich erhöhten Zinsen für Unternehmenskredite geführt haben. Damit muss man von weiterhin existierenden Ansteckungseffekten zwischen der Staatsverschuldung und dem Bankensektor und den damit verbundenen negativen Wachstumseffekten ausgehen.

## 4 Wirkungsmechanismen der Finanzmarktrefor-

### men

Aus Marktberuhigung entstandene Risiken für den Steuerzahler müssen durch langfristige Stabilitätspolitik abgebaut werden

Die Darstellungen im vorangegangenen Kapitel legen die Vermutung nahe, dass sich die Stabilität der Eurozone seit den Ereignissen um die europäische Staatsverschuldungskrise 2010 bis 2012 spürbar erhöht hat. Insbesondere scheinen die Ansteckungsgefahren auf Ebene der Mitgliedsländer heute niedriger zu sein als damals. Gleichzeitig muss man aber auch festhalten, dass gerade hinsichtlich der als kritisch eingestuften Abhängigkeiten zwischen dem Bankensektor und der Bonität der jeweiligen Staaten die Fortschritte noch überschaubar sind.

Im Folgenden soll daher diskutiert werden, welche Initiativen und Reformen der europäischen Finanzmarktarchitektur für diese Fortschritte, aber auch für den teilweisen Mangel an solchen Fortschritten, verantwortlich sind. Angesichts der Vielzahl an Initiativen und Reformen, die seit dem Jahr 2012 umgesetzt wurden, wäre dies ein sehr umfangreiches Unterfangen, das den Rahmen dieses Gutachtens sprengen würde. Die folgenden Ausführungen konzentrieren sich deshalb auf drei wesentliche Aspekte.

#### 4.1 Der ESM

In den ersten Wirren um die europäische Staatsschuldenkrise, insbesondere im Zusammenhang mit der drohenden Zahlungsunfähigkeit Irlands, Griechenlands und Portugals, wurden die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) gegründet. Die EFSF hat Stabilitätshilfen in Höhe von 174,6 Milliarden Euro geleistet.<sup>14</sup> Diese wurden im Jahr 2013 durch den dauerhaft angelegten Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) abgelöst.

Der ESM hat die Aufgabe, die Stabilität der WWU dadurch zu wahren, dass er in finanzielle Schwierigkeiten geratene Mitgliedsländer der Eurozone mit Finanzhilfen unterstützt. Dabei gilt der Grundsatz der Konditionalität, was bedeutet, dass diese Länder strikte wirtschafts- und fiskalpolitische Auflagen, etwa im Zusammenhang mit der Sanierung ihrer Haushalte, einhalten müssen. Die Instrumente, derer er sich bedienen kann, sind dabei breit gefächert und gehen von direkten Finanzhilfen an die Mitgliedsländer über Primär- und Sekundärmarkttransaktionen bis hin zu Rekapitalisierungen von Finanzinstitutionen.

---

<sup>14</sup> Das aktuell an diese drei Länder ausstehende Kreditvolumen aus EFSF und EFSM beträgt 44 Milliarden Euro für Irland, 50 Milliarden Euro für Portugal und 131 Milliarden Euro für Griechenland; vgl. BMF (2018), Überblick über die europäischen Finanzhilfen, Stand 31. Dezember 2018.

Der ESM verfügt über eine Gesamtfinanzierungszusage in Höhe von rund 705 Milliarden Euro durch alle Mitgliedsländer der Eurozone. Aktuell sind davon 80,5 Milliarden Euro tatsächlich in den ESM eingezahlt worden. Die von den Mitgliedsländern bereitzustellenden Quoten orientieren sich an ihrem Anteil am Kapital der europäischen Zentralbank, der für Deutschland 27 Prozent beträgt. Zusätzliche Finanzmittel nimmt der ESM über die Emission von Schuldverschreibungen auf. Für diese haften die ESM-Mitgliedsländer im Rahmen ihrer Gesamtfinanzierungszusage, so dass das Haftungsrisiko für Deutschland auf 190 Milliarden Euro begrenzt ist. Derzeit liegt ESM-Ausleihevolumen bei maximal 500 Milliarden Euro, wovon 90 Milliarden Euro tatsächlich verausgabt sind, und zwar aufgrund der mit Spanien, Zypern und Griechenland laufenden Programme.<sup>15</sup>

Im Jahr 2017 ist der ESM evaluiert worden.<sup>16</sup> In diesem Bericht wurde der Schluss gezogen, dass der ESM seinen Auftrag zur Stabilisierung der Eurozone erfüllt habe. Zwar ist dies eine sehr weitreichende Aussage, dennoch wird man ihr mit Einschränkungen zustimmen können. Jedenfalls reduziert das Vorhandensein einer Institution, die mit erheblichen Finanzmitteln Liquiditätskrisen bei der Refinanzierung einzelner Mitgliedsländer überbrücken kann, die Erfolgsaussichten von spekulativen Attacken. Gleichzeitig schafft das Knüpfen solcher Finanzhilfen an strenge wirtschafts- und fiskalpolitische Auflagen neues Vertrauen bei den Investoren. Beides gemeinsam sollte den Kapitalmarktzugang der betroffenen Länder erleichtern und damit auch die Überwindung der Krisenursachen.

Gleichzeitig müsse man, so der Evaluierungsbericht weiter, aber auch zugestehen, dass es noch Verbesserungsbedarf hinsichtlich des dem ESM zur Verfügung gestellten Instrumentenkastens, der Rechtzeitigkeit und Koordination der Stabilitätshilfen und der Einbindung in die europäische Aufsichtsarchitektur, insbesondere auch im Zusammenhang mit der Bankenunion und dem SRM, gibt. Diese Kritikpunkte haben die Eurogruppe dazu veranlasst, auf ihrer Sitzung vom 14. Dezember 2018 eine Erklärung zu beabsichtigten Maßnahmen zur Vertiefung der WWU abzugeben.<sup>17</sup> Diese Punkte sollten ursprünglich auf dem Gipfel des Europäischen Rats vom 20./21. Juni 2019 beschlossen werden.<sup>18</sup> Dort wurde dann ein Entwurf zur Änderung des ESM-Vertrags sowie ein Eckpunktepapier zur Einführung eines Eurozonenbudgets diskutiert, jedoch nicht verabschiedet. Eine endgültige Entscheidung über dieses Gesamtpaket wurde auf den Gipfel im Dezember 2019 vertagt.

Dabei geht es im Wesentlichen um drei Punkte. Erstens soll der ESM um einen Auffangmechanismus für den Bankenabwicklungsfonds (SRF) im Rahmen des SRM erweitert werden, ohne dass hierfür allerdings neue Finanzmittel zur Verfügung gestellt werden. Man spricht vom sogenannten Backstop. Dies soll spätestens bis 2024 der Fall sein, um im Falle einer schweren Bankenkrise, bei der die bis dahin voraussichtlich angehäuften 60 Milliarden Euro des SRF sich als nicht ausreichend herausstellen könnten, einen weiteren

---

<sup>15</sup> Vgl. hierzu BMF (2018), Überblick über die europäischen Finanzhilfen, Stand 31. Dezember 2018. Daraus ergibt sich, dass derzeit aus den Stabilitätshilfen von EFSF, EFSM und ESM insgesamt ein Kreditvolumen von 315 Milliarden Euro ausstehend ist.

<sup>16</sup> Der "EFSF/ESM Financial Assistance – Evaluation Report" ist abrufbar unter <https://www.esm.europa.eu/financial-assistance/evaluation-efsfesm-programmes>.

<sup>17</sup> Vgl. Erklärung zur Tagung des Euro-Gipfels, EURO 503/18, vom 14. Dezember 2018.

<sup>18</sup> Diese Punkte sind in einem Brief des Euro-Gruppe-Präsidenten Mario Centeno an den Ratspräsidenten Donald Tusk vom 25. Juni 2018 niedergelegt; abrufbar unter [www.consilium.europa.eu/media/35798/2018-06-25-letter-president-centeno-to-president-tusk.pdf](http://www.consilium.europa.eu/media/35798/2018-06-25-letter-president-centeno-to-president-tusk.pdf).

Auffangmechanismus und damit einen zusätzlichen Vertrauensschutz für das europäische Bankensystem zu haben.

Zweitens soll die Handhabung des Konditionalitätsprinzips überdacht werden. Bislang waren mit einer durch den ESM gewährten Stabilitätshilfe strenge wirtschafts- und fiskalpolitische Auflagen verbunden. Dies führte dazu, dass die politischen Hürden für die Inanspruchnahme solcher Programme sehr hoch waren. Daher besteht die Befürchtung, dass gerade Krisenpräventionsmaßnahmen des ESM kaum möglich sind, weil sie von den politischen Entscheidungsträgern der betroffenen Länder nicht akzeptiert würden. Dies könnte sich krisenbeschleunigend auswirken. Unklar ist allerdings, ob es hierfür tatsächlich eine Änderung von Art. 12 ESM-Vertrag braucht oder ob der bestehende Vertragstext nicht hinreichend Flexibilität gewähren würde. In diesem Zusammenhang wird auch vorgeschlagen, dass der ESM stärker in die Krisenprävention und die Ausarbeitung und Überwachung der Programme miteingebunden werden soll. Insoweit dient der IWF als Vorbild.

Drittens müssten in Abstimmung mit dem ESM die Vertragsklauseln bei europäischen Staatsanleihen dahingehend überarbeitet werden, dass es kleinen Gläubigergruppen nicht mehr möglich ist, Restrukturierungsvereinbarungen zu verhindern. Man spricht in diesem Zusammenhang von so genannten „single-club CACs“. Zwar wurden bereits auf der Grundlage von Art. 12 ESM-Vertrag solche Kollektivklauseln bei europäischen Staatsanleihen, die ab 2013 ausgegeben wurden, eingeführt, jedoch sind diese immer noch nicht frei von möglichen Fehlanreizen bei einzelnen Gläubigergruppen.

## 4.2 Die Bankenunion

Die Einführung der Bankenunion ist in engem Zusammenhang mit der Einführung des ESM zu sehen und vor allem eine Antwort auf Abhängigkeiten zwischen Banken und Staaten.

Während der europäischen Staatsschuldenkrise zeigte sich, dass ein zentrales krisenverschärfendes Element in den gegenseitigen Ansteckungseffekten zwischen dem Bankensektor und der Staatsverschuldung bestand. Da sich die Bonitätsverschlechterung des Staates sehr schnell in eine Bonitätsverschlechterung des Bankensektors übertrug, was nicht zuletzt mit den hohen Beständen an Staatsanleihen bei den Banken zusammenhing, kam es zu einem Rückgang der Kreditausreichungen, was sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirkte. Da sich dies wiederum in geringeren Steuereinnahmen und höheren Sozialausgaben niederschlug, trieb dies die öffentliche Verschuldung weiter an. Letztlich kam es zu einem Teufelskreis aus steigender Staatsverschuldung und sinkender Kreditvergabe.

Diese krisenverschärfende Dynamik wurde im Zusammenhang mit der spanischen Bankenkrise ab dem Jahr 2010 virulent, weshalb man auf europäischer Ebene begann, eine Durchbrechung dieses Teufelskreises durch eine Stützung des spanischen Bankensektors durch den EFSF bzw. ESM zu diskutieren. Allerdings sollten solche Finanzhilfen erst dann gewährt werden, wenn gewährleistet wäre, dass eine effektive und für alle europäischen Banken auf den gleichen Regeln beruhende Bankenaufsicht etabliert werden kann.

Damit war die Idee der Bankenunion geboren. Schließlich verständigte sich der Europäische Rat im Jahr 2013 darauf, eine auf drei Säulen beruhende Bankenunion zu etablieren. Diese besteht erstens aus einem einheitlichen Bankenaufsichtsmechanismus (SSM). Dabei wurde ab November 2014 der EZB die direkte aufsichtliche Verantwortung für 120 große Banken in der Eurozone übertragen, wohingegen die verbleibenden Banken von den nationalen Aufsichtsbehörden in Abstimmung mit der EZB kontrolliert werden. Diese neue Aufgabenverteilung in der Bankenaufsicht ist im Zusammenhang mit der Implementierung der Basel-III-Reformen gemäß CRD IV (Richtlinie 2013/36/EU) und CRR (Verordnung 575/2013) zu sehen. Damit wurde in der EU erstmals eine wirklich einheitliche bankaufsichtliche Grundlage geschaffen (Single Rule Book), die es jetzt der EZB erlaubt, die ihr unterstellten Banken nach einheitlichen Regeln zu überwachen.

Die zweite Säule besteht in der Schaffung eines einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRM), der dafür sorgen soll, dass Banken in der Eurozone in geordneter Weise restrukturiert oder abgewickelt werden können. Idealerweise sollte dies ohne den Einsatz von Steuergeldern geschehen, weshalb in einem solchen Fall neben den Anteilseignern und Gläubigern der Banken auch der so genannte Einheitliche Abwicklungsfonds (SRF) eingreifen kann. Dieser wird durch eine von den Banken zu entrichtende Abgabe gespeist und soll bis zum Ende des Jahres 2024 einen Zielwert von einem Prozent der geschützten Einlagen erreichen, was derzeit einem Volumen von rund 60 Milliarden Euro entspricht. Damit soll verhindert werden, dass es bei Bankenkrisen zu massiven staatlichen Interventionen kommt, die sich dann negativ auf die öffentlichen Finanzen und, auch wegen des oben beschriebenen Teufelskreises, damit auch auf die Realwirtschaft auswirken.

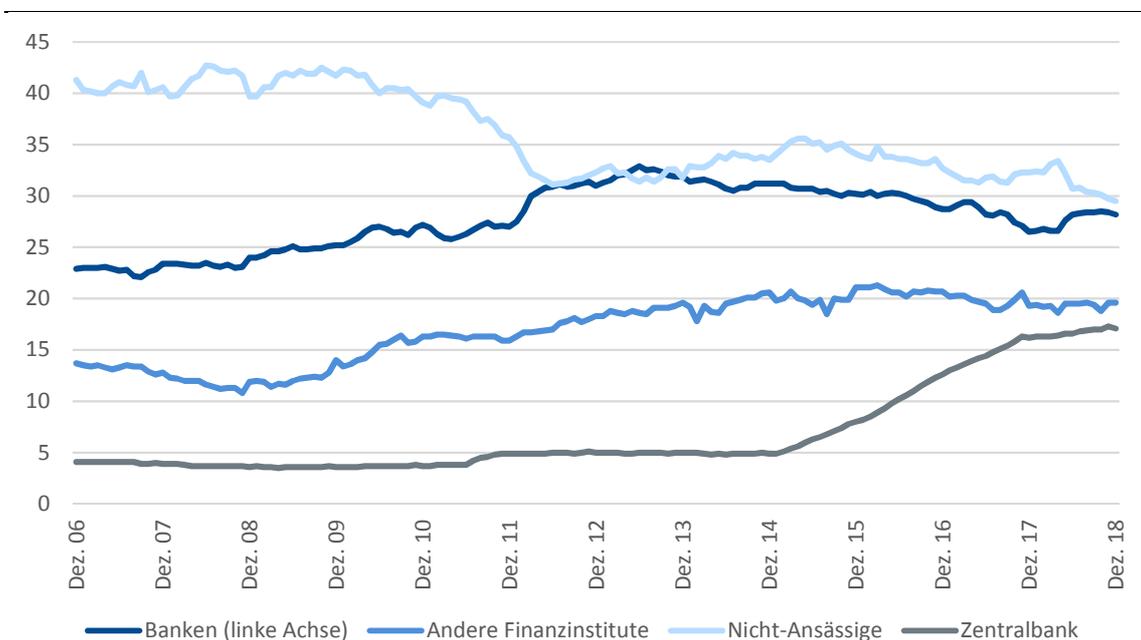
Als drittes Element der Bankenunion war die Etablierung einer einheitlichen europäischen Einlagensicherung vorgesehen, die aber bis heute nicht umgesetzt wurde. Dies war ein weiteres Element, um die oben beschriebenen Ansteckungseffekte zwischen dem Bankensektor und der Staatsverschuldung zu reduzieren. Wegen massiver Widerstände aus einigen Mitgliedsstaaten, u. a. auch Deutschland, ist es hierzu bis heute zu keiner endgültigen Einigung gekommen. Dabei ist zu beachten, dass diese Widerstände ihren Ursprung in unterschiedlichen Einlagensicherungssystemen haben, die sich in den verschiedenen Mitgliedsländern entwickelt haben. Insbesondere die im hiesigen Sparkassen- und Genossenschaftssektor etablierten indirekten Einlagensicherungssysteme sind mit einer EU-weiten Einlagensicherung nur schwer in Einklang zu bringen. Hinzu kommt die berechtigte Befürchtung, dass eine EU-weite Einlagensicherung zu einer Umverteilung von Risiken und damit letztlich zu einer Fehlallokation führen könnte. In diesem Zusammenhang ist insbesondere auf das in einigen EU-Staaten immer noch sehr hohe Niveau an notleidenden Krediten zu verweisen. Zwar wurden beim Abbau derselben in den letzten Jahren deutliche Fortschritte erzielt, jedoch gibt es nach wie vor enorme Unterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedsländern.

Es besteht kein Zweifel, dass mit der Bankenunion die europäische Finanzaufsichtsarchitektur grundlegend verändert wurde. Mit der Übertragung der Verantwortung für die Bankenaufsicht auf die EZB – und damit dem Schutz derselben vor nationalen politischen Interessen – wurde das Vertrauen in die Effektivität und Objektivität der Bankenaufsicht in der Eurozone sicherlich gestärkt. Gleichzeitig muss man aber auch feststellen, dass das Ziel

einer Entkoppelung der Bonität von Mitgliedsstaaten und des nationalen Bankensektors nicht vollständig erreicht wurde. Dies legen jedenfalls die in Abschnitt 3.2 dargelegten empirischen Ergebnisse nahe. Hierfür mögen verschiedene Aspekte verantwortlich sein. Zu diesen gehört sicherlich der Umstand, dass bei einer schweren Bankenkrise die im Rahmen des SRM etablierten Mechanismen vermutlich nicht ausreichen würden, um die Krise einzudämmen. Dies gilt schon allein deshalb, weil der SRF per 30. Juni 2018 knapp 25 Milliarden Euro an Mitteln eingesammelt hat und damit noch nicht über eine finanzielle Kapazität verfügt, die im Falle einer schweren Krise ausreichen würde.

Die Regeln der Bankenunion haben allerdings nichts daran geändert, dass Banken in erheblichem Umfang Anleihen der Regierung ihres jeweiligen Mitgliedsstaates halten. Dies sei hier am Beispiel Italiens und Spaniens belegt. Zunächst wird in Abbildung 6 der Fall Italien behandelt. Dort sieht man, dass es im Zuge der Staatsschuldenkrise zu einem massiven Verkauf von italienischen Staatsanleihen durch ausländische Investoren kam. Zwischen Juni 2012, dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise, und April 2018, also kurz vor Ernennung der neuen Regierung, stieg dieser Anteil dann geringfügig von 31 auf 33 Prozent. Seit der Amtsübernahme der neuen Regierung ist er wieder rückläufig und hat im Dezember 2018 erstmals seit Oktober 1999 wieder den Wert von 30 Prozent unterschritten.

Abbildung 6  
Aufteilung der italienischen Staatsverschuldung auf Investorengruppen

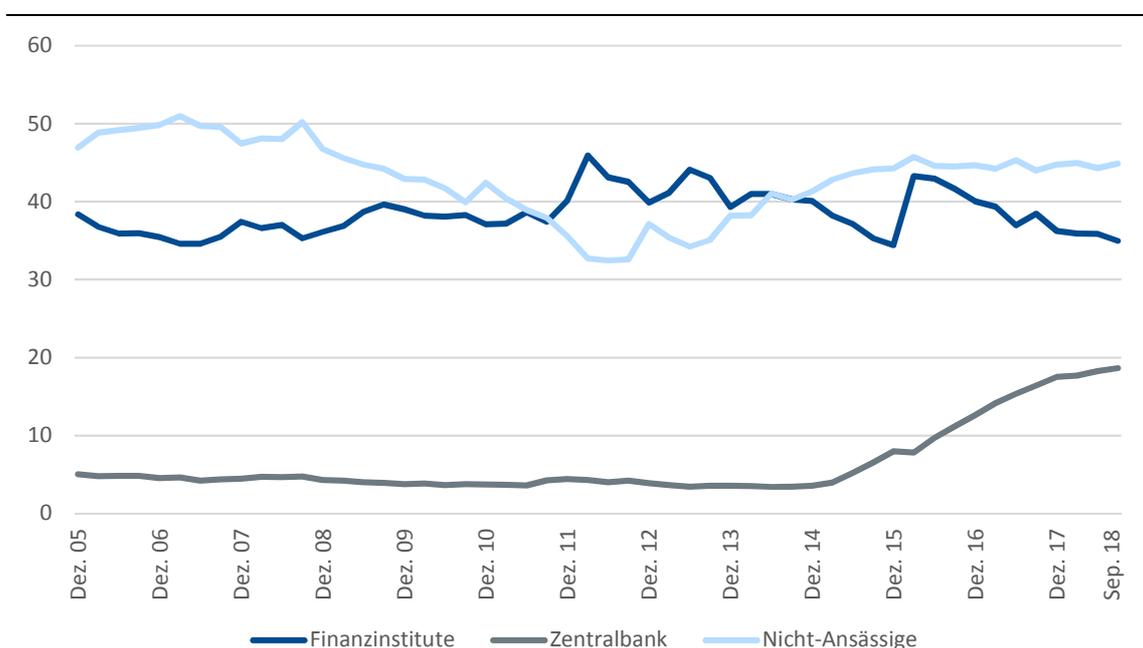


Anmerkung Banca d'Italia, eigene Berechnungen; es wird der Zeitraum von Dezember 2006 bis Dezember 2018 abgedeckt; Entwicklung des jeweiligen Anteils am Kuchen in Prozent.

Im Gegenzug ist das Bild bei den inländischen Finanzinstitutionen etwas gemischt. Betrachtet man die Nicht-Banken, also Pensionsfonds, Lebensversicherungen, Rentenfonds, etc., so ist deren Anteil seit der Finanzmarktkrise kontinuierlich gestiegen und verharrt in den letzten Jahren auf einem relativ konstanten Niveau von rund 20 Prozent. Demgegenüber haben die Banken zwischen Juni 2013 und April 2018 ihre Anteile tatsächlich von 33 auf 28 Prozent zurückgefahren. Dies ist zwar kein massiver, aber immerhin ein deutlicher Rückgang. Zu beachten ist allerdings, dass dieser Rückgang insoweit einem Substitutionseffekt geschuldet ist, als die Banca d'Italia bzw. die EZB im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP) in großem Umfang (auch) italienische Staatsanleihen aufgekauft haben. Dieser ist von rund fünf Prozent Ende 2014 auf mittlerweile rund 17 Prozent gestiegen.

Ein in der Tendenz anderes Bild zeigt sich allerdings für Spanien, wie man in Abbildung 7 sehen kann. Zunächst einmal fällt auf, dass im Unterschied zu Italien der von ausländischen Investoren gehaltene Anteil an der spanischen Staatsverschuldung vom Juni 2012 bis zum März 2016 von 33 auf 46 Prozent gestiegen ist und seither in etwa auf diesem Niveau verharrt. Dies ist ein deutlicher Unterschied zu Italien, wo es per Saldo keinen Anstieg der ausländischen Beteiligung an der inländischen Staatsverschuldung gegeben hat.

Abbildung 7  
Aufteilung der spanischen Staatsverschuldung auf Investorengruppen



Anmerkung Banco de España, eigene Berechnungen; es wird der Zeitraum Dezember 2005 bis September 2018 betrachtet.

Gleichzeitig zeigt sich, dass der von inländischen Finanzinstituten gehaltene Anteil der spanischen Staatsverschuldung rückläufig ist. Lag dieser auf dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise im März 2012 noch bei 46 Prozent, so beträgt er am aktuellen zeitlichen Rand nur mehr 35 Prozent. Zu welchem Anteil dieser Rückgang durch Banken und zu welchem Anteil er durch andere Finanzinstitute verursacht wird, weist die spanische Zentralbank in ihren Statistiken leider nicht aus. Festgehalten werden kann aber, dass in Spanien aktuell ein gutes Drittel der inländischen Staatsverschuldung von inländischen Finanzinstituten gehalten wird, während dieser Anteil in Italien rund die Hälfte beträgt. Zwar gilt auch für Spanien, dass dieser Rückgang mit einem massiven Anstieg der von der Zentralbank gehaltenen Staatsverschuldung einherging. Dennoch bleibt die Erkenntnis, dass in Spanien der von ausländischen Investoren gehaltene Anteil an der Staatsverschuldung seit dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise deutlich gestiegen ist.

Festzuhalten bleibt, dass spanische Finanzinstitute, zu denen insbesondere auch die Banken gehören, den von ihnen gehaltenen Anteil an der spanischen Staatsverschuldung deutlich zurückgefahren haben, nämlich von 46 Prozent im März 2012 auf 35 Prozent im September 2018. Im gleichen Zeitraum haben italienische Banken und andere Finanzinstitute ihren Anteil zusammengenommen von 46,7 auf 47,8 Prozent angehoben. Dies ist zwar für sich genommen nur ein geringer Anstieg, im Vergleich zu dem deutlich rückläufigen Anteil der spanischen Finanzinstitute aber eine bemerkenswerte Entwicklung. Häufig wird argumentiert, der wesentliche Grund für dieses Verhalten sei es, dass sich die Banken auf eine Rettung der inländischen Regierung durch die europäischen Institutionen verlassen und insoweit die hohen Zinsaufschläge der inländischen Staatsanleihen gegenüber der Bundesanleihe als eine Art Arbitragemöglichkeit sehen. Dieses Argument greift aber zu kurz. Vielmehr könnte der Anreiz, in inländische Staatsanleihen zu investieren, umso größer sein, je größer die Wahrscheinlichkeit für einen Austritt des jeweiligen Landes aus der Eurozone eingeschätzt wird. Betrachtet man nochmals den Fall Spaniens, dann sieht man, dass es Ende 2015 zu einem massiven Anstieg der von inländischen Finanzinstituten gehaltenen Staatsanleihen gekommen ist. Es sei daran erinnert, dass es am 20. Dezember 2015 Wahlen gab, bei denen die Euro-skeptische Partei Podemos auf Anhieb auf über 20 Prozent der Stimmen kam. Danach schwelte ein langer politischer Konflikt, der schließlich zu Neuwahlen am 26. Juni 2016 führte und im Oktober 2016 zu einer neuen konservativen Regierung. Vor diesem Hintergrund kam es ab Ende 2015 auch zu einem Anstieg des Spreads von spanischen Staatsanleihen.

Ursächlich für dieses Verhalten könnte folgende Überlegung sein: Erstens bieten die Staatsanleihen von Ländern mit nennenswerten Bonitätsrisiken den Vorteil, dass sie im Vergleich zur risikolosen Anlage höhere Zinsen abwerfen. Natürlich ist dieser Renditevorteil nur der Ausgleich für ein höheres Risiko, jedoch ist aus Sicht der inländischen Bank dieses Risiko deutlich niedriger als aus der Sicht eines ausländischen Investors. Denn die inländische Bank erleidet nur dann einen Verlust, wenn es tatsächlich zu einem Zahlungsausfall des Staates käme. Wird dieser aber durch einen Euroaustritt und einer damit verbundenen Redenomination der Staatsschuld in eine neue Währung abgewendet, dann gibt es für die inländische Bank wahrscheinlich keinen Verlust, jedenfalls keinen bilanziellen Verlust. Denn bei einem Austritt eines Landes aus dem Euro werden nicht nur die Forderungen, also auch jene gegenüber dem Staat, sondern auch die Verbindlichkeiten der inländischen

Finanzinstitute per Gesetz auf die neue Inlandswährung umgestellt. Für den ausländischen Investor stellt sich dies völlig anders dar, denn er hat jetzt eine Forderung in einer Währung, die gegenüber seiner Währung vermutlich deutlich abgewertet wird, weshalb er einen erheblichen Verlust erleiden wird.

Genau diese Asymmetrie in der Risikoeinschätzung von Staatsanleihen aus der Sicht einer inländischen Bank und eines ausländischen Investors führt dazu, dass inländische Staatsanleihen für die inländische Bank deutlich attraktiver sind. Bei Staatsanleihen von Ländern mit erhöhten Bonitätsrisiken kann die inländische Bank eine Risikoprämie vereinnahmen, ohne dass dieser äquivalente Risikokosten gegenüberstehen. Bedenkt man zudem, dass man den Erwerb dieser Staatsanleihen zu sehr günstigen Konditionen bei der EZB refinanzieren kann und auch kein Eigenkapital vorhalten muss, verwundert es nicht, dass gerade bei den Krisenländern die inländischen Banken sehr hohe Bestände an inländischen Staatsanleihen vorhalten.<sup>19</sup>

### 4.3 Die Rolle der EZB

Schließlich muss man auch festhalten, dass sich die Rolle der EZB seit der europäischen Staatsschuldenkrise erheblich verändert hat. Gemäß Art. 282 TFEU hat die EZB den Auftrag zur Wahrung der Preisstabilität sowie zur Unterstützung der allgemeinen wirtschaftspolitischen Ziele der Union. Diese allgemeine Zuständigkeit wurde von der EZB anlässlich der Staatsschuldenkrise sehr extensiv interpretiert und führte zu einer äußerst expansiven, mit unkonventionellen Mitteln umgesetzten Geldpolitik. Die Folgen hiervon sind eine nunmehr schon seit Jahren anhaltende Nullzinspolitik sowie die massive Expansion der Zentralbankbilanz durch den Erwerb von Staatsschuldverschreibungen und festverzinslichen Wertpapieren privater Emittenten. Hinzu kommt, dass der EZB im Rahmen der Umsetzung der Bankenunion gemäß Art. 1 der Verordnung Nr. 1024/2013 ein klares Finanzmarktstabilitätsmandat übertragen wurde.

Nun kann man über die Rolle der EZB und insbesondere über die Frage, ob sie mit ihrem Aufkaufprogrammen ihr Mandat nicht zu extensiv interpretiert hat, mit Fug und Recht diskutieren. Im Hinblick auf die hier zu untersuchende Frage, nämlich welchen Einfluss sie damit auf die – möglicherweise nur kurzfristige – Stabilität der Eurozone genommen hat, muss man aber festhalten, dass sie einen effektiven Beitrag geleistet hat.

So hat erstens die Ankündigung des EZB-Präsidenten Mario Draghi im Juli 2012, dass man alles Notwendige unternehmen werde, um den Euro zu retten, Vertrauen in den Fortbestand der Eurozone geschaffen. Spekulative Attacken auf einzelne Länder wurden damit weniger erfolgsversprechend. Dies hat an den Märkten sehr schnell Wirkung gezeitigt und damit Zeit für institutionelle Reformen geschaffen. Am einfachsten lässt sich dies an dem in Abbildung 1 dargestellten massiven Rückgang der Spreads auf italienische und spanische Staatsanleihen ablesen.

---

<sup>19</sup> Eine empirische Bestätigung für diesen Mechanismus findet sich in Altavilla et al. (2016), Bank Exposures and Sovereign Stress Mechanisms, ETB Working Paper No. 1969.

Damit im Zusammenhang ist auch die Ankündigung der EZB am 06. September 2012 zur Auflage des Outright-Monetary-Transactions-Programms (OMT) zu sehen, dass es der EZB erlaubt, auf dem Sekundärmarkt für Staatsanleihen zu intervenieren, um den Zusammenbruch dieser Märkte zu verhindern. Voraussetzung ist allerdings, dass das betroffene Land sich einem mit dem ESM vereinbarten Stabilitätsprogramm unterwirft. Bis heute ist die EZB von keinem Euro-Mitgliedsland um eine solche Intervention gebeten worden.

Zweitens haben die Übernahme der Bankenaufsicht durch die EZB und der damit verbundene Stresstest bei den großen europäischen Banken (Asset Quality Review) insoweit vertrauensbildend gewirkt, als damit Schwächen in den Bilanzen einigermaßen transparent aufgedeckt wurden. Hier sei insbesondere das Problem der notleidenden Kredite bei südeuropäischen Banken angesprochen, über das es nunmehr zumindest Transparenz gibt, auch wenn die damit verbundenen möglichen Kapitallücken noch nicht vollständig gedeckt sind.<sup>20</sup>

Drittens hat die expansive Geldpolitik der EZB nicht nur für Wachstumsimpulse, sondern insbesondere auch für eine teilweise Entkoppelung der oben beschriebenen Abhängigkeit von Staats- und Bankenbonität gesorgt. Dies gilt insbesondere wegen der so genannten nicht-konventionellen geldpolitischen Maßnahmen. So hat man mittels des APP (vgl. S. 22) das Zinsniveau auf einem sehr niedrigen Niveau gehalten. Gleichzeitig hat man über die LTROs (Long Term Refinancing Operations) den Banken Zugang zu günstigen Refinanzierungen gegeben und damit die Auswirkungen steigender Refinanzierungskosten an den Kapitalmärkten in Grenzen gehalten. Immerhin sind nach den EZB-Statistiken mit LTRO-Programmen im Zeitraum März 2016 bis heute knapp 900 Milliarden Euro an Zentralbankkrediten ausgereicht worden, davon 740 Milliarden Euro im Rahmen des TLTRO-Programms (Targeted Long Term Refinancing Operations). Es war das Ziel der EZB, damit für eine Entkoppelung der Bonitätseinschätzung der jeweiligen Mitgliedsstaaten und der Refinanzierungskosten der Banken zu sorgen.

Allerdings haben die Darstellungen des vorangegangenen Abschnitts auch gezeigt, dass diese Entkoppelung nur teilweise funktioniert hat. Jedenfalls konnte man in Abbildung 5 am Beispiel Italiens sehen, dass die Turbulenzen bei den italienischen Staatsanleihen auch mit einer relativen Verteuerung der von den Banken ausgereichten Kredite, insbesondere der Unternehmenskredite, einher ging. Natürlich muss man bei der hier angestellten Betrachtung sehr vorsichtig mit Aussagen über Kausalität sein. Der Anstieg mag zu einem gewissen Grad auch darin begründet sein, dass sich mit dem neuen Regierungsprogramm die Wachstumsaussichten des Landes eingetrübt haben und dies zu einer veränderten Risikoeinschätzung bei Unternehmenskrediten geführt hat. Gleichzeitig lässt sich aber nur schwer einschätzen, wie groß dieser Anstieg in den Kreditzinsen ohne die geldpolitischen Maßnahmen der EZB gewesen wäre.

---

<sup>20</sup> Nach dem jüngsten Fortschrittsbericht der Kommission zum Abbau notleidender Kredite vom 12. Juni 2019 (COM(2019) 278 final) sind diese in der EU per Ende September 2018 auf 3,3 Prozent der Gesamtkredite gefallen, im Vergleich zu 4,4 Prozent ein Jahr davor. Gleichzeitig sind die damit verbundenen Rückstellungen von 51 auf 59 Prozent gestiegen.

Ein Grund, warum diese Maßnahmen der EZB, also insbesondere die LTROs, im Hinblick auf die Refinanzierungskonditionen der Realwirtschaft nur teilweise effektiv sein könnten, liegt in dem folgenden Fehlanreiz: Zwar setzt die EZB in diesen LTROs dahingehend Anreize, dass die Banken damit neue Kredite an Unternehmen oder Privatpersonen ausreichen. Die Inanspruchnahme dieser Zentralbankkredite ist aber auch unabhängig davon attraktiv. So ist der über solche Kredite direkt oder indirekt refinanzierte Erwerb von Staatsanleihen mit einem signifikanten Spread durchaus gewinnbringend, weshalb man auch nicht ausschließen kann, dass es zu Substitutionseffekten kommt. Jedenfalls zeigt sich, dass es vor allem die italienischen und spanischen Banken waren, die die Refinanzierungsmöglichkeiten über das TLTRO-Programm am stärksten genutzt haben.<sup>21</sup> Die obigen Darstellungen legen zumindest den Verdacht nahe, dass dies nicht in allen Fällen direkt in zusätzliche Unternehmenskredite umgesetzt wurde.

Natürlich darf man nicht vergessen, dass mit den beschriebenen Maßnahmen der EZB zwar eine Beruhigung der Märkte erreicht und möglicherweise auch zusätzliches Wachstum ermöglicht wurde. Gleichzeitig sind damit aber auch große Risiken für den europäischen Steuerzahler angehäuft worden, die sich dann materialisieren werden, wenn diese Politik nicht zu einer langfristigen Stabilisierung der Eurozone führt.

Diese Risiken erwachsen erstens aus der massiven Ausdehnung der EZB-Bilanz. Allein aus dem APP wurden Wertpapiere mit einem derzeitigen Marktwert von rund 2,6 Billionen Euro erworben; der allergrößte Anteil davon besteht aus Anleihen der öffentlichen Hand der Eurozone. Hinzu kommen zweitens die bereits erwähnten Offenmarktoperationen, also insbesondere das im Volumen äußerst umfangreiche TLTRO. Drittens dürfen an dieser Stelle auch nicht die Target-II-Salden vergessen werden, die nach aktuellen Informationen der Bundesbank bei rund 941 Milliarden Euro liegen.

---

<sup>21</sup> So haben italienische Banken ein Volumen von 240 Milliarden Euro aus dem TLTRO-II-Programm in Anspruch genommen, was fast einem Drittel des Gesamtvolumens entspricht; vgl. Banca d'Italia (2018), Financial Stability Report, No. 2, S. 39.

## 5 Handlungsempfehlungen

### Bestehende Strukturen sind guter Ausgangspunkt für weitere Reformen

#### 5.1 Reform des ESM

Die derzeit diskutierten und beim Gipfeltreffen der Eurogruppe am 14. Dezember 2018 im Prinzip vereinbarten Reformen des ESM sind angesichts der oben beschriebenen Situation in Teilen nachvollziehbar, schießen in Teilen aber auch über das Ziel hinaus. Die Grundzüge dieser Reformen wurden bereits in Abschnitt 4.1 beschrieben.

So ist die Frage, welche Mechanismen im Falle einer schweren Bankenkrise und einer damit einhergehenden Überforderung der Finanzkapazität des SRF greifen, im Sinne einer Vertrauensbildung auf den Finanzmärkten idealerweise vorab zu klären, und nicht erst dann, wenn es zu einer solchen schweren Krise gekommen ist. Auch die Frage, wie die Kollektivklauseln bei Staatsanleihen noch verbessert werden können, um destabilisierend wirkende Anreize bei einzelnen Investoren zu verhindern, sollte eingedenk der Erfahrungen in der Griechenland-Krise weiter diskutiert werden. Der Vorschlag zur Einführung von „single-limb“ Klauseln scheint sinnvoll.

Vorschläge zur Aufweichung des Konditionalitätsprinzips bei Interventionen des ESM sollte man aber sehr genau überprüfen, weil hier die Gefahr eines politischen Missbrauchs und einer Einführung von Umverteilungsmechanismen durch die Hintertür sehr groß ist. Ausgangspunkt dieser Diskussion ist die Befürchtung, dass die Mitgliedsländer in einer Krise die Hilfe durch den ESM zu spät in Anspruch nehmen, weil die wegen des Konditionalitätsprinzips dann zwingend zu vereinbarenden wirtschafts- und fiskalpolitischen Reformen auf große Widerstände in der Bevölkerung stoßen würden und damit ein hohes politisches Risiko darstellen. Allerdings sollte man beachten, dass es die Möglichkeit von präventiven Hilfsmaßnahmen durch den ESM schon heute gibt, etwa über vorbeugende Kreditlinien (precautionary credit line) oder Sekundärmarktinterventionen auf den Märkten für Staatsanleihen (secondary market support facility). Gleichzeitig wird in Art. 12 ESM-Vertrag ausdrücklich festgehalten, dass die Konditionalität der ESM-Hilfen sich in einem Spektrum bewegen kann. In diesem Spektrum steht auf der einen Seite ein striktes makroökonomisches Anpassungsprogramm – bislang hat der ESM seine Hilfen daran gebunden. Auf der anderen Seite erlaubt es der Vertrag, ex-ante-Bedingungen zu formulieren, unter denen Hilfen in Anspruch genommen werden können. Es wäre also durchaus auch möglich, Bedingungen etwa hinsichtlich institutioneller sowie wirtschafts- und fiskalpolitischer Reformen festzulegen, unter denen ein Mitgliedsland, sofern es sich aus eigenen Stücken dafür entscheidet, solche Reformen auf den Weg zu bringen, auch präventive Liquiditätshilfen beim ESM beantragen kann. Letzteres hat den Vorteil, dass die einzuleitenden Reformmaßnahmen dann nicht dem Land vom ESM aufoktroiert würden, sondern die jeweiligen Regierungen sich aus eigenen Stücken für einen bestimmten Reformkurs entscheiden. Dessen Inhalte sind zwar mit dem ESM zu koordinieren, aber dabei gibt es wesentlich größere Spielräume als bei einem makroökonomischen Anpassungsprogramm,

welches erst im Krisenfall aufgelegt werden würde. Jedenfalls spricht einiges dafür, dass die diesbezüglichen Möglichkeiten des ESM bei weitem noch nicht ausgereizt sind, weshalb man von weitergehenden Reformen und damit möglicherweise verbundenen Aufweichungen des Konditionalitätsprinzips vorerst absehen sollte.<sup>22</sup>

Ein Abrücken von der Konditionalität wäre umso problematischer, als der ESM in seiner derzeitigen Struktur stark von politischer Einflussnahme abhängig ist, weil die letztendlichen Entscheidungen vom Gouverneursrat getroffen werden, in welchem Regierungsvertreter aller Euro-Mitgliedsländer sitzen. Sie können zudem den geschäftsführenden Direktor jederzeit abberufen. Für eine effektive Ausarbeitung, Umsetzung und Überprüfung von Stabilitätshilfen wäre es zielführender, wenn die ESM-Entscheidungsorgane eine größere politische Unabhängigkeit, aber damit auch gleichzeitig eine größere Verantwortung für die Ergebnisse ihrer Entscheidungen hätten. Insoweit sollte die Governance-Struktur des ESM nochmals überprüft werden.

## 5.2 Anpassungen der Bankenunion

Hinsichtlich notwendiger Anpassungen in der Bankenunion hat sich die politische Diskussion in der Vergangenheit sehr stark auf die Frage konzentriert, wie die dritte Säule, nämlich eine europaweite Einlagensicherung, implementiert werden kann. Hierzu sei daran erinnert, dass die Einführung einer solchen Einlagensicherung ein wesentliches Element der politischen Vereinbarung zur Bankenunion war, bislang aber aufgrund politischer Widerstände, insbesondere aus Deutschland, nicht umgesetzt wurde. Zwar ist nicht abzustreiten, dass eine gemeinsame Einlagensicherung dem Grunde nach ein wesentliches Element eines gemeinsamen Bankenmarktes wäre. Gleichzeitig sollte man aber auch sehen, dass eine solche gemeinsame Einlagensicherung de facto indirekt über den SRF und den ESM schon implementiert wurde. Insoweit hat diese Frage für die Stabilität der Eurozone und seines Bankensektors eine geringere Bedeutung als die öffentliche Diskussion darüber suggeriert.

Bedenkt man zudem, dass in den einzelnen Mitgliedsländer sehr unterschiedliche, historisch gewachsene Institutionen der Einlagensicherung gibt, stellt sich umso mehr die Frage, ob die nicht zu verhindernden Verwerfungen, die es bei einer europaweiten Vereinheitlichung des Einlagensicherungssystem geben würde, durch hinreichend große Vorteile im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität zu rechtfertigen wären.

Wichtig ist die Frage, was man tun könnte, um den im vorangegangenen Kapitel beschriebenen Teufelskreis zwischen Staatsverschuldung, Refinanzierungskosten der Banken und sinkender Kreditvergabe zu durchbrechen. Es wurde bereits gezeigt, dass dieser Teufelskreis bislang nur teilweise durchbrochen wurde, was vermutlich auch mit den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der EZB zusammenhängt. Diese führen dazu, dass sich eine Erhöhung der Refinanzierungskosten der Banken auf den Kapitalmärkten nicht

---

<sup>22</sup> Vgl. hierzu z.B. auch Guttenberg (2018), ESM Reform – No Need to Reinvent the Wheel, Jacques Delors Institut, abrufbar unter <https://www.delorsinstitut.de/publikationen/esm-reform-das-rad-nicht-neu-erfinden/>.

unmittelbar in einer Erhöhung der Kreditzinsen niederschlagen, weil hierfür in großem Umfang Refinanzierungskontingente der EZB, etwa über das TLTRO-Programm, in Anspruch genommen werden können. Dies wirkt kurzfristig stabilisierend, langfristig können sich dadurch aber erhebliche Risiken aufbauen.

Nun wurde bereits im vorangegangenen Abschnitt gezeigt, dass es nachvollziehbare ökonomische Überlegungen gibt, warum inländische Banken den Kauf inländischer Staatsanleihen als weniger riskant und damit deutlich attraktiver einstufen, als es ausländische Banken tun würden. Dies ist ein wesentlicher Mechanismus, der die Auflösung des oben beschriebenen Teufelskreises verhindert oder zumindest erschwert.

Zur Lösung dieses Problems wurden von mehreren Seiten Vorschläge unterbreitet, zuletzt von einer hochkarätigen deutsch-französischen Gruppe von Ökonomen.<sup>23</sup> In dem Zusammenhang werden vor allem zwei Mechanismen genannt. Erstens könnte die Einführung einer synthetischen Euro-Staatsanleihe eine Alternative zum Erwerb von inländischen Staatsanleihen darstellen.<sup>24</sup> Zweitens würde eine Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen den Anreiz zum Erwerb hochrentierlicher riskanter Staatsanleihen deutlich reduzieren.

Im Grundsatz sind diese Vorschläge zu begrüßen und werden von vielen Ökonomen und Experten geteilt. Tatsächlich hat die Kommission im Mai 2018 einen Gesetzesvorschlag zur Implementierung einer solchen verbrieften Euro-Staatsanleihe (SBBS) vorgelegt.<sup>25</sup> Allerdings sollte man auch nicht zu große Erwartungen in Bezug auf die Durchbrechung des beschriebenen Teufelskreises zwischen Staatsverschuldung und Refinanzierungskosten der Banken durch dieses Instrument haben. Denn an der grundsätzlichen, in Abschnitt 4.2 beschriebenen Mechanik, dass wegen des Redenominationsrisikos die Risikoeinschätzung einer inländischen Staatsanleihe für eine inländische Bank immer geringer ausfällt als für eine ausländische, ändert sich durch die Einführung einer solchen zusätzlichen verbrieften Staatsanleihe nichts. Hieran würde sich erst dann etwas ändern, wenn sich die bilanziellen Risikokosten in asymmetrischer Weise verschieben würden, also etwa dadurch, dass für eine solche verbrieftete Staatsanleihe eine geringere Eigenkapitalunterlegung vorzuhalten wäre. Nach dem derzeitig vorliegenden Vorschlag ist dies aber nicht vorgesehen.

Dies führt zu dem zweiten diskutierten Vorschlag, nämlich der Einführung einer Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen. Bislang gibt es eine solche nicht, was hoch rentierliche inländische Staatsanleihen aus der Sicht der inländischen Bank zusätzlich attraktiv macht. Die Einführung einer Eigenkapitalunterlegung würde den Erwerb von inländischen

---

<sup>23</sup> Es handelt sich um Agnès Bénassy-Quéré, Markus Brunnermeier, Henrik Enderlein, Emmanuel Farhi, Marcel Fratzscher, Clemens Fuest, Pierre-Olivier Gourinchas, Philippe Martin, Jean Pisani-Ferry, Hélène Rey, Isabel Schnabel, Nicolas Véron, Beatrice Weder di Mauro und Jeromin Zettelmeyer. Ihr Vorschlag ist abrufbar unter <https://voxeu.org/article/how-reconcile-risk-sharing-and-market-discipline-euro-area>.

<sup>24</sup> Hierzu wurde bereits im Jahr 2011 ein erster Vorschlag gemacht. Bei diesen European Safe Bonds (ESBies) geht es um eine Verbriefungslösung, bei der die Staatsanleihen von Mitgliedsländern der Eurozone in eine Senior- und Junior-Tranche verbrieft werden dergestalt, dass das Ausfallrisiko der Senior-Tranche sehr geringgehalten werden kann. Bei dieser Lösung gibt es keinerlei Umverteilungsimplicationen. Für Details siehe Brunnermeier et al. (2016), The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies, NBER Working Paper No. 21993.

<sup>25</sup> Vgl. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Sovereign Bond-Backed Securities, COM(2018) 339 final.

Staatsanleihen etwas weniger attraktiv machen und allein schon wegen Eigenkapitalrestriktionen dazu führen, dass die erworbenen Volumina sinken würden.

Allerdings hängt die Frage, wie die Banken auf eine solche Eigenkapitalunterlegung reagieren würden, auch davon ab, wie diese im Detail ausgestaltet wäre. Insbesondere spielt hier die Frage eine Rolle, wie die Eigenkapitalunterlegung relativ zu anderen Euro-Staatsanleihen aussähe. Gäbe es für alle Staatsanleihen von Euro-Mitgliedsländern dieselbe Eigenkapitalunterlegung, würde sich an der relativen Beurteilung einer inländischen versus einer ausländischen Staatsanleihe nichts ändern. Damit würden möglicherweise die insgesamt gehaltenen Volumina reduziert werden, der hohe relative Anteil von inländischen Staatsanleihen bliebe aber vermutlich unverändert.

Daher bedürfte es tatsächlich einer risikoangepassten Eigenkapitalunterlegung, was zumindest bedeuten würde, dass diese bei Staatsanleihen von Mitgliedsländern mit AAA-Rating niedriger sein müsste als bei anderen Staatsanleihen. Dasselbe würde dann auch für die mit AAA bewertete Seniortranche der verbrieften Staatsanleihe (SBBS) gelten. Selbst wenn man von den großen politischen Konflikten absieht, die eine solche Regel induzieren würde, muss man zugestehen, dass ihre Ausgestaltung auch unter finanzmathematischen Gesichtspunkten keineswegs trivial ist. Denn Zahlungsausfallrisiken bei Staatsanleihen sind auch durch ein politisches Risiko beeinflusst, dessen Modellierung nur schwer möglich ist. Am besten sieht man das am Beispiel des in Abschnitt 4.2 beschriebenen Redenominationsrisikos, welches nahezu ausschließlich durch politische Entscheidungen entsteht. Zudem gibt es dazu kaum empirische Evidenz, auf die man sich bei der Modellierung stützen könnte.

Ohne diesen Punkt hier vertiefen zu wollen, sei lediglich darauf hingewiesen, dass die konkrete Ausgestaltung einer Eigenkapitalunterlegungsvorschrift bei der Frage, zu welchen veränderten Anlageentscheidungen sie bei Banken führen würde, von großer Bedeutung ist. Grundsätzlich kann man dabei festhalten, dass, solange das Redenominationsrisiko in der Eigenkapitalunterlegung nicht abgebildet ist, die inländische Staatsanleihe aus der Sicht der inländischen Bank weiterhin attraktiver bleiben würde. Ob es unter bankaufsichtlichen Gesichtspunkten tatsächlich einen guten Grund gibt, von der Bank eine Unterlegung des Redenominationsrisikos zu verlangen, ist eine Frage, über die man sicherlich streiten kann.

Hinzu kommen weitere Probleme, die man bei der Einführung einer solchen Eigenkapitalunterlegung beachten müsste. So würde diese zunächst dazu führen, dass Banken ihr Eigenkapital neu allokierten müssten, weil dann ein Teil davon durch das Staatsanleiheportfolio verbraucht würde. Zwar könnten Banken ihren Bestand reduzieren, was sicherlich auch passieren würde, jedoch gibt es hierfür Grenzen, weil Banken zur Steuerung ihres Geschäfts auf die Verfügbarkeit von risikofreien Anlagemöglichkeiten angewiesen sind. Insofern müsste in Betracht gezogen werden, dass zur Erfüllung dieser neuen Eigenkapitalunterlegung bestehendes Geschäft, also etwa Unternehmenskredite, zurückgefahren würden. Jedenfalls könnte dies kurzfristig passieren. Dem könnte man entgegenwirken, indem man Eigenkapitalentlastungen an anderer Stelle zulassen würde, was aber ebenfalls nicht trivial ist.

Schließlich muss man auch noch die Auswirkungen auf die Staatsanleihemärkte beachten. Nach den Statistiken der Banca d'Italia halten italienische Banken inländische Staatsanleihen (und vergleichbare Instrumente) im Volumen von über 600 Milliarden Euro. Man kann sich leicht vorstellen, zu welchen Verwerfungen es auf den Märkten kommen könnte, wenn aufgrund neuer regulatorischer Vorschriften diese Volumina in signifikantem Umfang abgebaut würden. Daher bedürfte es in jedem Fall auch längerer Übergangszeiten bei der Einführung einer solchen Regel.

Unabhängig von diesen nicht unerheblichen Implementierungsschwierigkeiten spricht viel für die Einschätzung, dass eine Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen ein geeignetes Mittel wäre, um den oben beschriebenen Teufelskreis zumindest etwas aufzuweichen. Sie wäre zudem auch unter Allokationsgesichtspunkten geboten, weil seit der Einführung des Euros die Mitgliedsländer eben nicht mehr in ihrer eigenen Inlandswährung verschuldet sind. Damit entsteht notwendigerweise ein Ausfallrisiko, das nach den Gesetzmäßigkeiten der Bankenregulierung mit Eigenkapital zu unterlegen wäre. Damit wäre auch eine effizientere Bewertung des Ausfallrisikos gewährleistet, was zumindest langfristig für entsprechende Anreize zur Reduktion dieser Ausfallrisiken sorgen sollte.

Insgesamt muss man zur Architektur der Bankenunion festhalten, dass es sicherlich Verbesserungsmöglichkeiten im Detail gibt. Ein wesentliches Regulierungsdefizit besteht darin, dass es an einer risikoorientierten Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen fehlt. Dies ist sicherlich ein wesentlicher Katalysator dafür, dass es uns bis heute nicht gelungen ist, den oben beschriebenen Teufelskreis zwischen Staatsverschuldung und Refinanzierungskosten des Bankensektors zu durchbrechen. Wenngleich die Beseitigung dieses Regulierungsdefizits mit erheblichen Schwierigkeiten und Unwägbarkeiten verbunden ist, ist die Zeit gekommen, sich damit ernsthaft auseinanderzusetzen. Dabei muss man zur Kenntnis nehmen, dass die Einführung einer solchen Vorschrift einerseits unter Modellierungsgesichtspunkten schwierig und andererseits unter Implementierungsgesichtspunkten äußerst sensibel ist. Dies gilt in der aktuellen wirtschaftlichen Verfassung der Eurozone noch umso mehr. Insoweit muss hier jede Lösung mit Bedacht gewählt und mit hinreichen langen Übergangsfristen versehen werden.

### 5.3 Wirtschafts- und fiskalpolitische Reformen

Diese Studie hat sich mit der Finanzmarktarchitektur in der Eurozone beschäftigt. Es wurde gezeigt, dass es klare Anzeichen für eine Verbesserung der Widerstandsfähigkeit und Stabilität der Eurozone seit dem Ausbrechen der Staatsschuldenkrise 2010 gibt. Dies hat mit neu geschaffenen Institutionen, insbesondere dem ESM und der Bankenunion zu tun, aber auch mit den nicht-konventionellen geldpolitischen Maßnahmen der EZB.

Gleichzeitig muss man konstatieren, dass dieser Zuwachs an Stabilität nicht zu einer Zunahme der Wachstumsdynamik geführt hat. Die Wachstumsaussichten haben sich nur kurzfristig und in einigen Ländern auch nur geringfügig verbessert und trüben sich aktuell wieder deutlich ein. Die mit den oben genannten Reformmaßnahmen gewonnene Zeit

wurde nicht konsequent dazu genutzt, um wirtschafts- und fiskalpolitische Reformmaßnahmen umzusetzen. In Italien erleben wir mit der neuen Regierung sogar eine Abkehr von den Reformen der Vorgängerregierungen.

Insoweit muss man auch festhalten, dass die fundamentalen Ursachen für die wirtschaftliche Schwäche der Eurozone und die damit verbundenen Probleme auf den Finanzmärkten nicht allein durch eine Verbesserung der Finanzmarktarchitektur zu beseitigen sind. Diese kann helfen, um die für die notwendigen Anpassungsprozesse weniger kostspielig zu machen, sie kann aber solche Reformmaßnahmen nicht ersetzen.

Daher ist nach der Konzentration der vergangenen sieben Jahren auf die Anpassung der europäischen Finanzmarktarchitektur jetzt an der Zeit, darüber nachzudenken, wie die Anreize in der WWU verbessert werden können, damit die notwendigen wirtschafts- und fiskalpolitischen Anpassungsmaßnahmen, insbesondere in Ländern mit hoher öffentlicher Verschuldung, auch tatsächlich in Angriff genommen werden.<sup>26</sup> Der in Kapitel 2 beschriebene Konflikt um die Haushaltspolitik der neuen italienischen Regierung zeigt, wie groß die Schwierigkeiten sind, Mitgliedsländer zu einer fiskalpolitischen Disziplin zu bewegen, wenn dies den politischen Interessen der jeweiligen Regierungsparteien widerspricht.

Die Lösung dieses Problems ist Voraussetzung für eine glaubhafte, langfristig stabilitätsorientierte Entwicklung der WWU. Die Idee einer EU-Institution, die mit nennenswerten Veto- und Eingriffsrechten in die nationalen haushaltspolitischen Entscheidungen ausgestattet ist, hat vor diesem Hintergrund jedenfalls eine klare logische Begründung. Für die Glaubwürdigkeit dieser Institution wäre es aber wichtig, dass sie losgelöst von politischen Entscheidungsträgern auf der Grundlage einer klaren Zielsetzung und geeigneter Umsetzungsinstrumente agieren kann. Insoweit ist zu bezweifeln, dass die Kommission die richtige Institution ist, die über die laufende Umsetzung und Einhaltung des Wachstums- und Stabilitätspaktes wachen sollte.

Es ist gut vorstellbar, dass diese Aufgabe auf einen reformierten ESM übertragen und dieser zu einer fiskalpolitischen Überwachungsinstitution ausgebaut wird. Er würde über die Instrumente verfügen, um mit Mitgliedsländern langfristige Programme mit klaren Meilensteinen auszuarbeiten und könnte bei Verfehlung derselben auch mit einem Entzug von finanziellen Hilfen drohen. Der in diesem Gutachten beschriebene Zuwachs an Stabilität in der Eurozone könnte genutzt werden, um glaubwürdig mit dem Entzug von Stabilitätshilfen und Unterstützungsmaßnahmen im Falle einer dauerhaften Verletzung der Stabilitätsregeln zu drohen. Voraussetzung hierfür wäre natürlich, dass die im ESM getroffenen Entscheidungen stärker vor politischer Einflussnahme geschützt würden.

---

<sup>26</sup> Auf diesen Aspekt weist auch die in Fußnote 23 erwähnte Gruppe von Ökonomen explizit hin und schlägt daher u.a. eine stärkere fiskalpolitische Aufsicht vor.

Glossar
 

---

APP	Asset Purchase Programme der EZB
CDS	Credit Default Swaps
CAC	Collective Action Clause (kollektive Kreditklauseln)
CRD IV	Capital Requirements Directive (Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013)
CRR	Capital Requirements Regulation (Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013)
EFSF	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
EFSM	Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus
ESBies	European Safe Bonds
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
EZB	Europäische Zentralbank
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
IWF	Internationaler Währungsfonds
LTRO	Long Term Refinancing Operations der EZB
OMT	Outright Monetary Transactions
SBBS	Sovereign Bond-Backed Securities
SRF	Single Resolution Fund
SRM	Single Resolution Mechanism Regulation (Verordnung (EU) Nr. 806/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Juli 2014)
SSM	Single Supervisory Mechanism (Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Oktober 2013 und Verordnung (EU) Nr. 468/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014)
TFEU	Treaty on the Functioning of the European Union (Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union)
TLTRO	Targeted Long Term Refinancing Operations der EZB (erstmalig im Juni 2014 und ein zweites Mal im März 2016)
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion



## Ansprechpartner / Impressum

---

### Dr. Benedikt Röchardt

Abteilung Wirtschaftspolitik

Telefon 089-551 78-252

Telefax 089-551 78-249

[benedikt.ruechardt@vbw-bayern.de](mailto:benedikt.ruechardt@vbw-bayern.de)

### Impressum

Alle Angaben dieser Publikation beziehen sich ohne jede Diskriminierungsabsicht grundsätzlich auf alle Geschlechter.

### Herausgeber

**vbw**

Vereinigung der Bayerischen  
Wirtschaft e. V.

Max-Joseph-Straße 5  
80333 München

[www.vbw-bayern.de](http://www.vbw-bayern.de)

© vbw Oktober 2019

### Weiterer Beteiligter

Prof. Dr. Christoph Kaserer  
Inhaber des Lehrstuhls für Finanz-  
management und Kapitalmärkte  
Technische Universität

Telefon 49 89 809 09 655  
[office@finmafo.de](mailto:office@finmafo.de)  
[www.finmafo.de](http://www.finmafo.de)