

Wie Risikoteilung und Marktdisziplin in Einklang gebracht werden können: ein konstruktiver Vorschlag zur Reform des Euroraums¹

Agnès Bénassy-Quéré (Paris School of Economics und Université Paris 1), **Markus Brunnermeier** (Princeton University), **Henrik Enderlein** (Hertie School of Governance und Jacques Delors Institut Berlin), **Emmanuel Farhi** (Harvard University), **Marcel Fratzscher** (DIW und Humboldt Universität Berlin), **Clemens Fuest** (ifo Institut und Universität München), **Pierre-Olivier Gourinchas** (University of California at Berkeley), **Philippe Martin** (Sciences Po und Conseil d'Analyse Économique), **Jean Pisani-Ferry** (Bruegel, EUI, Hertie School of Governance und Sciences Po), **Hélène Rey** (London Business School), **Isabel Schnabel** (Universität Bonn und Sachverständigenrat zur Begutachtung des gesamtwirtschaftlichen Entwicklung), **Nicolas Véron** (Bruegel und Peterson Institute for International Economics), **Beatrice Weder di Mauro** (INSEAD und Universität Mainz) und **Jeromin Zettelmeyer** (Peterson Institute for International Economics).²

Die Europäische Währungsunion weist nach wie vor erhebliche Schwachstellen auf, ihre institutionelle und finanzielle Architektur ist noch immer instabil. Die Mitgliedstaaten sind jedoch uneinig, wie man diesen Problemen begegnen sollte. Der vorliegende Bericht schlägt sechs Reformschritte vor. Werden diese vollständig umgesetzt, könnten sie die politische und finanzielle Stabilität der Währungsunion maßgeblich stärken und den wirtschaftlichen Wohlstand im Euroraum steigern. Dabei würden die Prioritäten und Sorgen der verschiedenen Mitgliedstaaten berücksichtigt.

Nach fast einem Jahrzehnt wirtschaftlicher Stagnation erlebt der Euroraum derzeit eine kräftige Konjunkturerholung. Das ist einerseits eine Erleichterung – vor allem für

¹ Kurzfassung des Berichts: Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform.

² Alle Autoren vertreten hier ihre eigenen Meinungen, nicht diejenigen ihrer Institutionen, unabhängig von den Ämtern, die sie gegenwärtig bekleiden oder zu einem früheren Zeitpunkt innehatten.

Länder mit hohen Schulden und Massenarbeitslosigkeit. Allerdings führt diese Erholung auch zu Selbstzufriedenheit, was den tatsächlichen Zustand des Euroraums angeht. Den institutionellen Status Quo beizubehalten oder ihn nur marginal zu verändern, wäre jedoch ein schwerwiegender Fehler, weil die Währungsunion nach wie vor unter erheblichen Schwächen leidet, vor allem einem instabilen und krisenanfälligen Finanzsektor, hohen Staatsschulden, schlechten Bedingungen für langfristiges Wachstum sowie ökonomischen und politischen Divergenzen.

Die Probleme der Währungsunion haben vielfältige Ursachen. Schwächen des fiskalischen und finanziellen Regelwerks spielen allerdings eine Schlüsselrolle:

- Der Risikoverbund und die damit einhergehende gegenseitige finanzielle Abhängigkeit zwischen Staaten und ihren Banken bedrohen einzelne Mitgliedstaaten und den Euroraum insgesamt. Eine unvollständige Bankenunion und fragmentierte Kapitalmärkte hindern die Wirtschaft des Euroraums daran, die Potenziale der monetären Integration vollständig zu nutzen und über Marktmechanismen zu mehr Risikoteilung zu kommen.
- Die Fiskalregeln sind intransparent, prozyklisch und konfliktträchtig. Bei der Senkung der Staatsverschuldung haben sie sich nicht als besonders wirksam erwiesen. Die Schwächen der fiskalischen Architektur haben zu einer Überbeanspruchung der EZB geführt und wachsende politische Spannungen erzeugt.
- Die Unfähigkeit des Euroraums, für zahlungsunfähige Staaten andere Lösungen zu finden als Notkredite verbunden mit einer harschen fiskalischen Anpassung hat nationalistische und populistische Bewegungen sowohl in Schuldner- als auch in Gläubigerländern befeuert. Der daraus entstandene Vertrauensverlust könnte nicht nur für den Euro, sondern für das gesamte europäische Integrationsprojekt zur Bedrohung werden.

Stillstand bei der Reform des Euroraums

Die Euro-Mitgliedstaaten sind zutiefst uneinig darüber, wie diese Probleme zu lösen sind. Einige sprechen sich für flexiblere Regeln und bessere Instrumente zur Stabilisierung und Risikoteilung auf europäischer Ebene aus, beispielsweise ein gemeinsames Budget (oder sogar eine Fiskalunion), um Mitgliedstaaten zu stützen, die in Schwierigkeiten geraten. Andere lehnen jegliche zusätzliche Risikoteilung kategorisch ab und

verlangen strengere Regeln sowie stärkere Anreize für eine solide Politik auf nationaler Ebene. Die eine Seite möchte die Restrukturierung von Staatsanleihen als Instrument für die Überwindung von Schuldenkrisen vollständig ausschließen, während die andere Seite argumentiert, dass Marktdisziplin für verantwortungsvolle Fiskalpolitik und letztlich auch für die Stabilität des Finanzsystems unverzichtbar ist. Die scheinbare Unvereinbarkeit dieser Positionen hat zu einer Blockade weiterer Reformen der Europäischen Währungsunion geführt.

Mehr Risikoteilung und bessere Anreize schließen sich jedoch gegenseitig nicht aus, und zwar aus drei Gründen. Erstens benötigt eine gute Finanzarchitektur sowohl Instrumente zur Krisenvorbeugung (gute Anreize) als auch zur Krisenbewältigung; denn selbst mit den besten Anreizen zur Krisenvermeidung verbleiben Risiken. Zweitens können Mechanismen zur Risikoteilung so gestaltet werden, dass Anreizprobleme (Moral Hazard) begrenzt oder sogar ganz überwunden werden. Drittens sind gut ausgestaltete Instrumente zur Stabilisierung und Risikoteilung sogar notwendig, um Politik und Banken wirksam zu disziplinieren. Vor allem wird die No-Bailout-Regel niemals glaubwürdig sein, wenn ihre Anwendung zu Chaos, Ansteckungseffekten und einem drohenden Auseinanderfallen des Euro führt – das ist die Erfahrung der Jahre 2010-12 und der zweiten Griechenland-Krise im Jahr 2015. Gut ausgestaltete Arrangements zur Risikoteilung und verbesserte Anreize in Form besserer Regeln und einer stärkeren Marktdisziplin sollten deshalb nicht als einander ausschließende Alternativen angesehen werden, sondern als komplementär, also sich gegenseitig sinnvoll ergänzend.

Sechs Reformen für den Euroraum

Diese Komplementarität in der praktischen Umsetzung zu erreichen, ist jedoch nicht einfach. Dazu sind Stabilisierungs- und Versicherungsmechanismen erforderlich, die wirksam sind, aber nicht zu permanenten Transfers zwischen den Mitgliedstaaten führen. Erforderlich ist außerdem ein reformierter institutioneller Rahmen. In einer neuen Studie¹ beschreiben wir sechs Reformen der finanziellen, fiskalischen und institutionellen Architektur der Europäischen Währungsunion, die diese Anforderungen erfüllen.

¹ Bénassy-Quéré, A. et al (2017): "Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform", CEPR Policy Insight No. 91.

1. **Durchbrechung des Teufelskreises finanzieller Abhängigkeit zwischen Staaten und ihren Banken durch die koordinierte Einführung einer Eigenkapitalunterlegung von Konzentrationsrisiken bei Staatsanleihen und einer gemeinsamen Einlagensicherung.** Die Eigenkapitalunterlegung von Konzentrationsrisiken würde Banken verpflichten, sich stärker über Eigenkapital zu finanzieren, wenn sie Staatsanleihen eines einzelnen Landes – typischerweise ihres Heimatlandes – oberhalb einer gewissen, relativ zu ihrem Eigenkapital gemessenen Grenze halten. Das schafft Anreize für Banken, ihr Portfolio von Staatsanleihen zu diversifizieren. Eine gemeinsame Einlagensicherung würde alle versicherten Bankeinlagen in demselben Maße schützen, unabhängig vom Sitzland der Banken und dem Zustand des Landes, wenn die Einlagensicherung in Anspruch genommen wird. Anreize für eine umsichtige nationale Politik würden durch Versicherungsprämien mit einer länderspezifischen Komponente geschaffen und dadurch, dass die gemeinsame Versicherung einen Rückversicherungscharakter hätte: gemeinsame Mittel könnten erst dann beansprucht werden, wenn ‚nationale Kammern‘ ausgeschöpft wären. Gleichzeitig müssen Mechanismen für die Haftung der Gläubiger von Pleitebanken („Bail-in“) gestärkt werden. Die Bankenaufsicht muss den Druck erhöhen, bestehende Bestände an faulen Krediten abzubauen (auch bei kleineren Banken). Zudem müssen die Standards zur Regulierung von Banken weiter gestrafft und harmonisiert werden. Um die Kapitalmarktunion voranzubringen, sollte die Europäische Finanzmarktaufsicht (ESMA) erweiterte Aufsichtskompetenzen erhalten, und ihre Entscheidungs- und Kontrollstrukturen sollten entsprechend reformiert werden. Als Gesamtpaket würden diese Maßnahmen die Verbindung zwischen Länderrisiken und Bankenrisiken entscheidend reduzieren und den Weg für eine tiefere grenzüberschreitende Integration des Banken- und Kapitalmarktes bahnen.
2. **Ersetzen des bestehenden Systems der Fiskalregeln, das auf das ‚strukturelle Defizit‘ fokussiert ist, durch eine einfache Ausgabenregel, die durch ein langfristiges Schuldenabbauziel bestimmt ist.** Den geltenden Regeln fehlt es an Flexibilität in schlechten Zeiten und an Biss in guten Zeiten. Sie sind komplex und kaum durchsetzbar, mit der Folge, dass die Europäische Kommis-

sion von beiden Seiten kritisiert wird. Diese Regeln sollten durch das Prinzip ersetzt werden, dass die Staatsausgaben auf lange Sicht nicht schneller wachsen dürfen als das nominale Bruttoinlandsprodukt, und langsamer in Ländern, die ihre Schuldenquote verringern müssen. Eine solche Vorgabe wäre weniger fehleranfällig als die geltenden Regeln und effektiver in der Stabilisierung von Konjunkturschwankungen, da zyklische Schwankungen des Steueraufkommens nicht durch Ausgabenänderungen aufgefangen werden müssten. Die Überwachung dieser Regeln sollte auf unabhängige nationale Fiskalräte übertragen werden, die von einer unabhängigen Institution auf der Ebene des Euroraums beaufsichtigt werden. Verletzen Regierungen diese Regeln, müssen sie überschießende Ausgaben durch nachrangige Staatsanleihen („Accountability Bonds“) finanzieren. Im Fall eines ESM-Programms würde die Laufzeit dieser Anleihen automatisch verlängert. Der sofortige Druck des Kapitalmarktes, der bei der Emission dieser Anleihen aufträte, wäre weitaus glaubwürdiger als die derzeitige Androhung von Strafen, die noch nie durchgesetzt wurden. Die Kosten, zu denen diese nachrangigen Anleihen platziert werden könnten, würden von der Glaubwürdigkeit der betreffenden Regierung abhängen, ihre fiskalischen Probleme künftig zu lösen.

- 3. Schaffung der ökonomischen, rechtlichen und institutionellen Grundlagen für eine geordnete Schuldenrestrukturierung bei Ländern, deren Zahlungsfähigkeit nicht durch Hilfskredite mit Auflagen wiederhergestellt werden kann.** Das verlangt vor allem, dass die durch eine Schuldenrestrukturierung ausgelösten ökonomischen und finanziellen Verwerfungen reduziert werden – indem die Kreditvergabe von Banken an einzelne Staaten reduziert wird, wie bereits erläutert, und indem bessere Stabilisierungsinstrumente sowie neue Anlagemöglichkeiten in Form ‚sicherer Wertpapiere‘ für den Euroraum geschaffen werden. Zusätzlich müssen rechtliche Regelungen geschaffen werden, die Staaten vor einzelnen Gläubigern schützen, die sich nicht an Restrukturierungsvereinbarungen beteiligen in der Hoffnung, ihre Forderungen später voll durchsetzen zu können (Holdouts). Die Politik und die Entscheidungsprozeduren des ESM müssen sicherstellen, dass Länder mit dauerhaft nicht tragbarer Verschuldung keine Rettungskredite erhalten.

Bei der Einführung solcher Maßnahmen ist es von entscheidender Bedeutung, dass die Märkte für Staatsanleihen hierdurch nicht destabilisiert werden. Deshalb sprechen wir uns nicht für eine automatische Schuldenrestrukturierung oder eine automatische Laufzeitverlängerung der gesamten Staatsschulden im Fall eines ESM-Programms aus. Darüber hinaus sollte die restriktivere ESM-Kreditvergabepolitik, ebenso wie die Eigenkapitalunterlegung von Konzentrationsrisiken,

- schrittweise eingeführt werden,
- zu einem Zeitpunkt angekündigt werden, an dem die Erwartung vorherrscht, dass die Schulden aller Mitgliedstaaten mit Kapitalmarktzugang langfristig tragbar sind – wie es derzeit der Fall ist, sofern die Fiskalpolitik auf einem Konsolidierungskurs bleibt,
- und kombiniert werden mit den anderen Reformen, die staatliche Ausfallrisiken reduzieren, wie die vorgeschlagenen Mechanismen zur Risikoteilung.

4. **Einführung eines gemeinsamen Fonds, der durch Beiträge der Mitgliedstaaten (nicht durch Kreditaufnahme) finanziert wird und teilnehmenden Mitgliedstaaten des Euroraums dabei hilft, große wirtschaftliche Krisen aufzufangen.** Da kleinere Konjunkturkrisen durch die nationale Fiskalpolitik aufgefangen werden können, würden Auszahlungen aus dem gemeinsamen Fonds nur dann ausgelöst, wenn ein Einbruch der Beschäftigung (oder Anstieg der Arbeitslosigkeit) eine zuvor definierte, hohe Schwelle überschreitet. Um sicherzustellen, dass der Fonds nicht zu permanenten Transfers führt, sollten Beiträge zu dem gemeinsamen Fonds höher sein für Länder, die den Fonds stärker beansprucht haben (Experience Rating). Fehlanreize würden durch drei Mechanismen vermieden: die Lasten normaler Konjunkturkrisen würden national getragen; die Teilnahme am Fonds würde nur Ländern gestattet, die sich an die Fiskalregeln und die Vorgaben des Europäischen Semesters halten; und die Beanspruchung des Fonds würde höhere künftige Beiträge nach sich ziehen.
5. **Initiative zur Schaffung eines synthetischen sicheren Wertpapiers für den Euroraum (Euro Area Safe Asset, ESBies/SBBS), das Investoren eine Alter-**

native zu nationalen Staatsanleihen bietet, ohne dass dabei eine Solidarhaftung der Mitgliedstaaten entsteht. ‚Sicherheit‘ könnte erreicht werden durch die Kombination aus Diversifizierung und Vorrangigkeit: beispielsweise würden Unternehmen des Finanzsektors ein standardisiertes, diversifiziertes Portfolio von Staatsanleihen erwerben und dieses als Sicherheit für ein Wertpapier verwenden, das in vorrangigen und nachrangigen Tranchen an den Markt gebracht wird. Die Einführung solcher Wertpapiere zeitgleich zur Einführung der oben beschriebenen Eigenkapitalunterlegung von Konzentrationsrisiken bei Staatsanleihen würde helfen, einen plötzlichen Einbruch der Nachfrage nach Staatsanleihen zu vermeiden, und so zur Finanzstabilität beitragen. Mit der Einführung eines solchen Wertpapiers könnte unbeabsichtigt der Eindruck einer Solidarhaftung entstehen. Dieses Risiko müsste durch eine sorgfältige Ausgestaltung und das Durchlaufen einer Testphase eingegrenzt werden, bevor diese Wertpapiere in großen Mengen zugelassen werden.

- 6. Reform der institutionellen Architektur des Euroraums.** In diesem Bereich schlagen wir zwei Reformschritte vor. Erstens eine Verbesserung der Überwachung der nationalen Wirtschaftspolitiken. Die Rolle der Beaufsichtigung (des ‚Anklägers‘) muss von der Rolle des politischen Entscheidungsträgers (des ‚Richters‘) getrennt werden. Dazu schlagen wir vor, eine unabhängige Institution für die Überwachung der Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten zu schaffen, entweder innerhalb der Kommission (zum Beispiel durch einen speziellen Kommissar) oder indem die Aufsichtsfunktion auf eine Institution außerhalb der Europäischen Kommission verlagert wird (letzteres würde allerdings eine Vertragsänderung erfordern). Dann könnte die Rolle der Präsidentschaft der Eurogruppe (des ‚Richters‘) der Kommission zufallen, der Rolle des Hohen Vertreters der Europäischen Union für Außen- und Sicherheitspolitik folgend. Darüber hinaus sollte die Verantwortung für die Vergabe von Hilfskrediten mit Auflagen für Krisenstaaten vollständig in Händen eines reformierten ESM liegen, mit angemessenen Kontrollstrukturen. Letztere sollten ein Element politischer Rechenschaftspflicht beinhalten – beispielsweise indem der ESM-Direktor gegenüber einem Ausschuss des Europäischen Parlaments die Hilfsprogramme erläutern und rechtfertigen muss. Die finanzielle Kontrolle sollte in den Händen der ESM-Anteilseigner verbleiben.

Diese sechs Vorschläge sollten als ein Paket betrachtet werden, das im Wesentlichen eine gemeinsame Implementierung erfordert. Um den Teufelskreis der gegenseitigen finanziellen Abhängigkeit von Staaten und Banken in beiden Richtungen zu durchbrechen, müssen Konzentrationsrisiken von Banken bei Staatsanleihen abgebaut und eine Europäische Einlagensicherung geschaffen werden. Die Reform der Fiskalregeln erfordert stärkere und unabhängigere Überwachungsinstitutionen sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene. Um die No-Bailout-Regel glaubwürdiger zu machen, wird nicht nur ein besserer rechtlicher Rahmen für die Schuldenrestrukturierung als letztes Mittel benötigt, sondern auch bessere fiskalische und private Arrangements zur Risikoteilung sowie eine institutionelle Stärkung des ESM.

Abschließende Bemerkungen

Unsere Vorschläge erstrecken sich nicht auf Bereiche, in denen grundlegend neue politische Entscheidungen und Beurteilungen erforderlich wären. Dazu würde etwa die Frage gehören, welche öffentlichen Güter auf der Ebene des Euroraums bereitgestellt werden sollten, wie ein entsprechendes Budget für den Euroraum finanziert werden sollte und wer über dieses Budget entscheidet.

Trotzdem würden die von uns vorgeschlagenen Reformen die Lage grundlegend verändern und die finanzielle Stabilität, den politischen Zusammenhalt und das Potenzial des Euroraums, seinen Bürgern Wohlstand zu bringen, steigern. Gleichzeitig würden die Prioritäten und Sorgen der verschiedenen Mitgliedstaaten berücksichtigt. Unsere Regierungen sollten sich nicht mit weniger zufriedengeben.