

# *Kiel* Policy Brief

## Kieler Krisen-Kompass: Ein Gesamtpaket zur Überwindung der Krise im Euroraum

Dennis Snower, Jens Boysen-Hogrefe, Klaus-Jürgen Gern, Henning Klodt, Stefan Kooths, Claus-Friedrich Laaser, Björn van Roye, Joachim Scheide und Klaus Schrader

Nr. 58 | Januar 2013



## Kieler-Krisen-Kompass: Ein Gesamtpaket zur Überwindung der Krise im Euroraum

### Europäische Währungsunion am Scheideweg

---

Die Europäische Währungsunion (EWU) steht 13 Jahre nach ihrer Gründung vor den größten Herausforderungen ihrer Geschichte. Hohe Arbeitslosigkeit in mehreren Mitgliedsländern, massiver Konsolidierungsbedarf in vielen Staatshaushalten und in Schieflage geratene Banken sind die Symptome ökonomischer Fehlentwicklungen und wirtschaftspolitischer Versäumnisse, die heute nicht nur den Wohlstand, sondern auch den europäischen Zusammenhalt bedrohen. Während die Sorge vor Systemrisiken im Finanzsektor wichtige marktwirtschaftliche Korrekturmechanismen ausgehöhlt hat, stellen die Staatsschuldenkrisen die fiskalische Souveränität der betroffenen Länder in Frage, in denen zudem der soziale Frieden immer brüchiger wird. Die Versuchung ist groß, diese Probleme in einer Weise zu lösen, die entweder mit einer Stabilitätsunion nicht verträglich ist, oder die die politische Integrationsbereitschaft in Europa überfordert.

Als Reaktion auf die sich immer wieder zuspitzende Krise ist das Eurosystem bislang mit einer extrem permissiven Geldpolitik eingesprungen. Dieser Kurs kann nicht beliebig lang fortgesetzt werden, ohne die Stabilität des Währungsraums in Frage zu stellen (Kasten). Die Stabilitätsrisiken werden mit der Zeit immer größer und nähern die Gefahr, dass die EWU schließlich im Chaos auseinanderbricht – mit unabsehbaren ökonomischen, politischen und sozialen Folgen.

### Wirtschaftspolitische Brücke zwischen kurzer und langer Frist

---

Es gilt, sowohl die Weichen für eine dauerhaft funktionsfähige Wirtschaftsordnung im Euroraum zu stellen (*Reform des Regelwerks*) als auch den Krisenländern die nötigen Spielräume für die Bewältigung ihrer akuten Probleme zu verschaffen (*temporäre Hilfestellung*). Nur wenn beides gleichzeitig geschieht, gibt es Aussicht auf Erfolg und auf einen fairen Ausgleich zwischen den von den Gläubiger- und Schuldnerländern zu tragenden Lasten. Den Grundriss eines solchen Programms, das als wirtschaftspolitische Brücke zwischen kurzer und langer Frist gelten kann, legen wir hiermit vor:

- Für Versäumnisse, die die aktuelle Krise zugelassen haben, tragen alle Mitgliedsländer eine Mitverantwortung, wie auch alle Mitgliedsländer von einer raschen Überwindung der Krise profitieren würden. Dies motiviert zeitlich befristete und inhaltlich eng umrissene zwischenstaatliche Solidarelemente. Diese sind Ausdruck eines Kompromisses, der die Realitäten akzeptiert und der im wohlverstandenen Interesse aller Beteiligten liegt.
- Der anzustrebenden Ordnung liegt die Stabilität der Staatsfinanzen und der Währung als Voraussetzung für Wohlstand und sozialen Frieden zugrunde. Ziel ist ein krisenfestes System durch verbesserte, glaubwürdige Regeln insbesondere zur Gewährleistung von Finanzmarktstabilität und für verantwortungsvolle nationale Finanzpolitiken.

Die Verzahnung von temporären mit dauerhaften Maßnahmen ist ein Markenzeichen unseres wirtschaftspolitischen Vorschlags. Einige Instrumente benötigen Zeit, bis sie ihre gewünschte Wirkung entfalten; daher können bestimmte Maßnahmen vorübergehend sinnvoll sein, auch wenn sie in der langfristigen Ordnung keinen Platz haben. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die lange Frist immer die Summe aus vielen kurzen Fristen ist. Von Beginn an muss daher handlungsleitend sein, was langfristig angestrebt wird. Als Übergangslösungen zur Kriseneindämmung kommen somit nur Maßnahmen in Betracht, die politökonomisch als reversibel gelten können. Andernfalls würden sie den Weg zu einer langfristig funktionalen Ordnung verstellen und man wäre im Begriff, etwas zu „retten“, was gar nicht angestrebt wird.

### **Verbundlösung und klare Kompetenzverteilung**

---

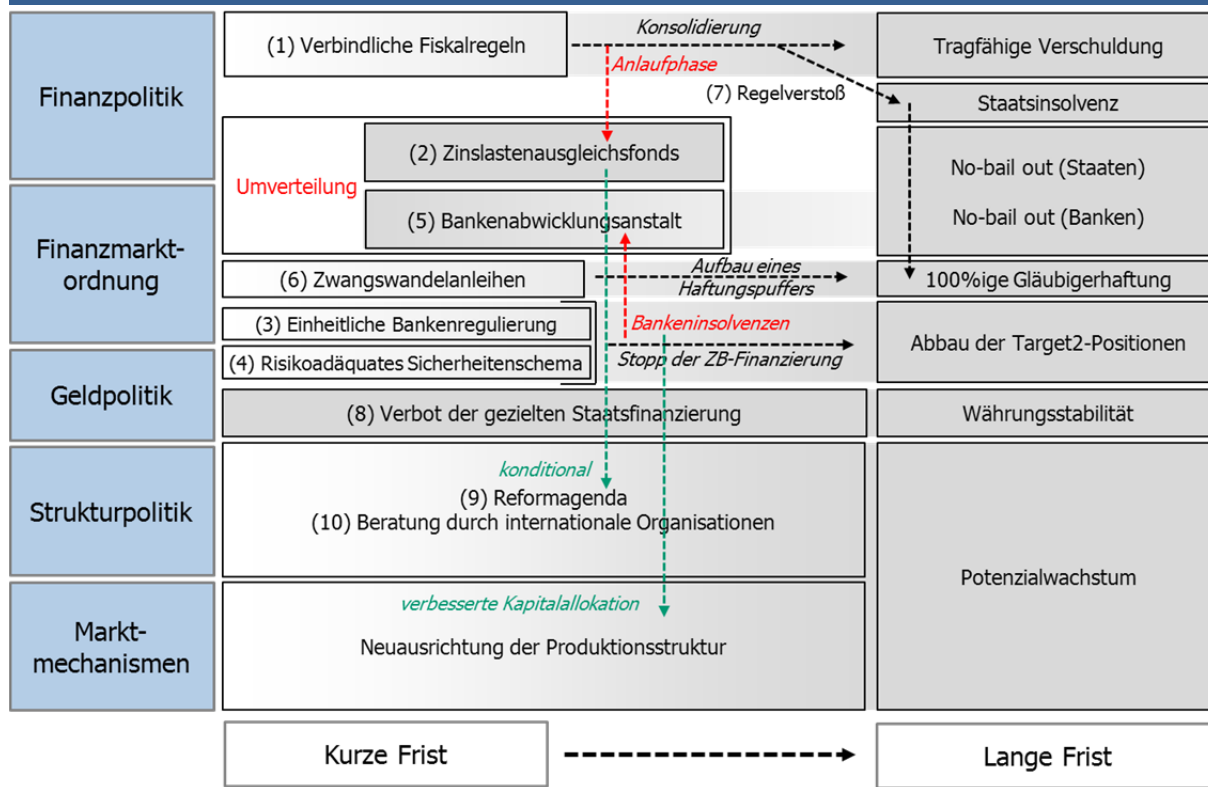
Wie unten erläutert, können die Ursachen der europäischen Krise nur durch die Finanzpolitik, die Finanzmarktregulierungspolitik und die Strukturpolitik angesprochen werden. Dies impliziert, dass die Geldpolitik nicht länger zur vermeintlichen Lösung von Problemen herangezogen werden soll, die nicht-monetärer Natur sind. Die Geldpolitik kann sich dann wieder auf ihre eigentliche Aufgabe der Bereitstellung einer stabilen Währung konzentrieren. Die resultierende Kompetenzverteilung wird in Tabelle 1 zusammengefasst und im folgenden Text erklärt.

**Tabelle 1:**  
Probleme, Politikfelder und Lösungsansätze

Politikfeld	Problem	Lösung
Nationale Finanzpolitiken	Unglaublichkeit der im Maastricht-Vertrag vereinbarten Fiskalkriterien und der darauf aufbauenden Nichtbeistandsklausel; Neigung zu übermäßigen öffentlichen Budgetdefiziten sowie Bankenrettungsmaßnahmen haben in einigen Ländern den Staatsschuldenstand so stark steigen lassen, dass deren Schuldentragfähigkeit in Frage gestellt ist.	Wahrung nationaler Fiskalhoheit; Möglichkeit antizyklischer Fiskalpolitik; keine Schuldenvergemeinschaftung; Unterstützung solventer Länder im Konsolidierungsprozess. <ul style="list-style-type: none"> <li>• (1) Implementierung von nationalen Fiskalregeln</li> <li>• (2) Europäischer Zinslastenausgleichsfonds für solvente Länder</li> <li>• (7) Staatsinsolvenz bei Missachtung der nationalen Fiskalregel</li> </ul>
Europäische Finanzmarktordnung	Nationale Segmentierung der Geschäftsbankenmärkte und Bedrohung der Finanzmarktstabilität durch das „too-big-to-fail“-Problem.	Vertiefung der monetären Integration und Durchsetzung des Haftungsprinzips <ul style="list-style-type: none"> <li>• (3) Einheitliche europäische Standards zur Bankenregulierung</li> <li>• (5) Europäische Bankenabwicklungsanstalt als systemschonende Auffanglösung für marode Banken (Einsatz der ESM-Mittel exklusiv für diesen Zweck)</li> <li>• (6) Zwangswandelanleihen für die zukünftige Fremdfinanzierung der Geschäftsbanken außerhalb ihres Einlagengeschäfts</li> </ul>
Europäische Geldpolitik	Zielkonflikt der monetären Instanzen (Dilemma zwischen Währungs- und Finanzmarktstabilität) und massive Zahlungsbilanzfinanzierung über das Eurosystem.	Primat der Währungsstabilität ohne Verzerrung der Kapitalmärkte <ul style="list-style-type: none"> <li>• (4) Strenge, einheitliche und transparente Sicherheitsanforderungen im Refinanzierungsgeschäft</li> <li>• (8) Keine gezielte Staatsfinanzierung</li> </ul>
Nationale Strukturpolitiken	Aufbau eines nicht nachhaltigen Kapitalstocks (Verzerrung der Produktionsstruktur); notwendige Strukturanpassung wird durch angebotsseitige Rigiditäten behindert.	Neuausrichtung des Produktionspotentials, Beschleunigung des Anpassungsprozesses. <ul style="list-style-type: none"> <li>• (9a) Flexibilisierung des Arbeitsmarktes</li> <li>• (9b) Intensivierung des Wettbewerbs auf Gütermärkten</li> <li>• (9c) Bürokratieabbau</li> <li>• (9d) Privatisierung</li> <li>• (10) Unterstützung durch internationale Organisationen</li> </ul>

Im Folgenden stellen wir die Maßnahmen des Kieler-Krisen-Kompass im Einzelnen vor, ordnen sie in das Problemumfeld ein und diskutieren die zu erwartenden Wirkungen, wenn sie im Rahmen des Gesamtpaketes umgesetzt werden (Abbildung 1). Wir raten davon ab, selektiv nur einzelne Komponenten aufzugreifen. Dies würde die Erfolgsaussichten schmälern oder könnte gar zu gegenteiligen Wirkungen führen.

**Abbildung 1: Maßnahmen und Wirkungen auf der Zeitachse**



Schattierungen signalisieren zu- bzw. abnehmende Wirkung/Bedeutung im Zeitablauf.

### Solide Staatsfinanzen durch nationale Fiskalregeln zurückgewinnen – Vertrauenskrise im Markt für Staatsanleihen überwinden

Die Idee der bereits im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen und jüngst im Europäischen Fiskalpakt verschärften Regelbindung für die Fiskalpolitik ist im Grundsatz richtig. Um der übermäßigen fiskalpolitischen Defizitneigung entgegen zu wirken, ist eine Beschränkung der Nettoneuverschuldung notwendig, und die Verringerung der übermäßigen Altschulden erfordert einen bindenden Abbaupfad. Allerdings stößt die europäische Vorgabe – eine Regel für alle – auf massive Akzeptanzprobleme in den Bevölkerungen, wodurch die Wirksamkeit dieses Instruments schwächer ist als sie sein könnte, wenn sich die Länder in nationaler Souveränität eine Fiskalregel gäben. Eine solche nationale Ausgestaltung trägt dem Umstand Rechnung, dass die Integrationsbereitschaft und das Solidaritätsempfinden auf europäischer bei weitem noch nicht so ausgeprägt sind wie auf nationaler Ebene. Daher dürften massive Eingriffe in die Fiskalhoheit eines Mitgliedsstaates (fiskalische Sanktionen) auf absehbare Zeit ebenso problematisch sein wie weitreichende zwischenstaatliche Transferleistungen (Fiskalunion).

Glaubwürdige Konsolidierungsmaßnahmen sind auch für die Stabilität des Bankensystems im Euroraum bedeutsam, denn Staatsanleihen machen einen beträchtlichen Anteil am Vermögensportfolio des Finanzsektors aus. Die Staatsschuldenkrisen in einigen Mitgliedsländern spiegeln wider, dass die Anleger an der Tragfähigkeit der dort aufgelaufenen Staatsschulden zweifeln. Steigt die Ausfallwahrscheinlichkeit für Staatsanleihen, so sinkt ihr ökonomischer Wert. In dem Maße, wie diese Staatsanleihen von Banken gehalten werden, belasten sie unmittelbar deren Bilanzen. Die Lösung der Staatsschuldenkrise rückt damit in den Fokus der Krisenüberwindung im Euroraum. Da in das Vermögen eines souveränen Staates – anders als bei privaten Schuldnern – nicht vollstreckt werden kann, kommt es entscheidend darauf an, dass die Gläubiger Vertrauen in die Rückzahlungsfähigkeit und -willigkeit der Schuldnerstaaten fassen. Eine Vertrauensinfusion von außen (durch Vergemeinschaftung der Schulden) wäre nicht nur aus ökonomischen Gründen problematisch (Moral Hazard), sondern dürfte auch derzeit nicht in allen Garantieländern mehrheitsfähig sein. Das notwendige Vertrauen muss daher durch die betroffenen Länder selbst wiedergewonnen werden.

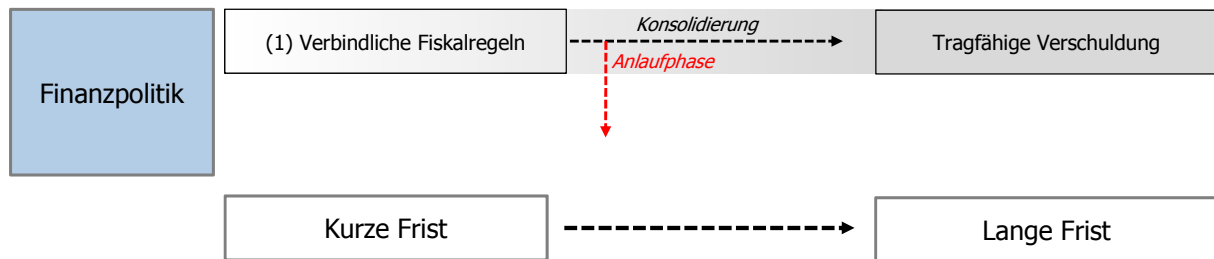
Um unter Wahrung der nationalen Fiskalhoheit auf einen wirksamen Konsolidierungskurs einzuschwenken, schlagen wir vor:

**(1) Jedes Land implementiert in eigener Verantwortung eine verbindliche nationale Fiskalregel, die langfristig die Schuldentragfähigkeit garantiert und kurzfristig Raum für eine antizyklische Finanzpolitik lässt.**

---

Diese Fiskalregeln müssen folgendermaßen konzipiert sein:

- a) *Ausgestaltung*: Die Regel muss spezifizieren, wie hoch die langfristige Schuldenquote des Landes sein soll (der Stabilitäts- und Wachstumspakt gibt einen Maximalwert von 60 Prozent vor). Zusätzlich muss die Regel festschreiben, wie schnell die langfristige Schuldenquote erreicht werden soll und wie stark antizyklisch die Fiskalpolitik ausgerichtet sein darf. Diese drei Eigenschaften (*langfristige Schuldenquote, Konvergenzrate und Antizyklizität*) bestimmen den staatlichen Budgetsaldo in jeder Phase des Wirtschaftszyklus.
- b) *Umsetzung*: Die Regel sollte in der Verfassung des Landes verankert werden. Die Einhaltung der Regel sollte auf europäischer Ebene überprüft werden (externes Audit). Dies bedarf eines rigorosen europäischen Rechnungsprüfungsprozesses, für den der Zugang zu den erforderlichen Daten gewährleistet wird. Schließlich sollte die zulässige Antizyklizität der Fiskalpolitik von einem unabhängigen Expertengremium festgelegt werden. Das Gremium würde den Auslastungsgrad messen und dementsprechend den zulässigen Budgetsaldo von der Fiskalregel ableiten. Um die Durchsetzungsfähigkeit der Regel abzusichern, sollten automatische fiskalpolitischen Korrekturmaßnahmen (z.B. Mehrwertsteuersatzerhöhungen) festgeschrieben werden, die immer dann greifen, wenn andere Maßnahmen politisch nicht mehrheitsfähig sind.



Die Fiskalregel würde gewährleisten, dass die staatliche Schuldenquote den langfristigen Zielwert erreicht. Da sich die Länder ihre jeweiligen Regeln als Selbstbindung in eigener Verantwortung geben und in ihrem Rechtssystem verankern, bleibt die nationale Fiskalhoheit gewahrt. Dies gibt den Ländern Spielraum, ihre jeweilige Fiskalregel als vertrauensbildende Maßnahme so auszugestalten, wie sie es für richtig halten. Insbesondere würden durch die mögliche Antizyklizität der Regel die hochverschuldeten Staaten nicht zu Anpassungsmaßnahmen gezwungen werden, die sie selbst als makroökonomisch destabilisierend ansehen.

### Europäischer Zinslastenausgleich als Starthilfe für nationale Konsolidierungsprogramme

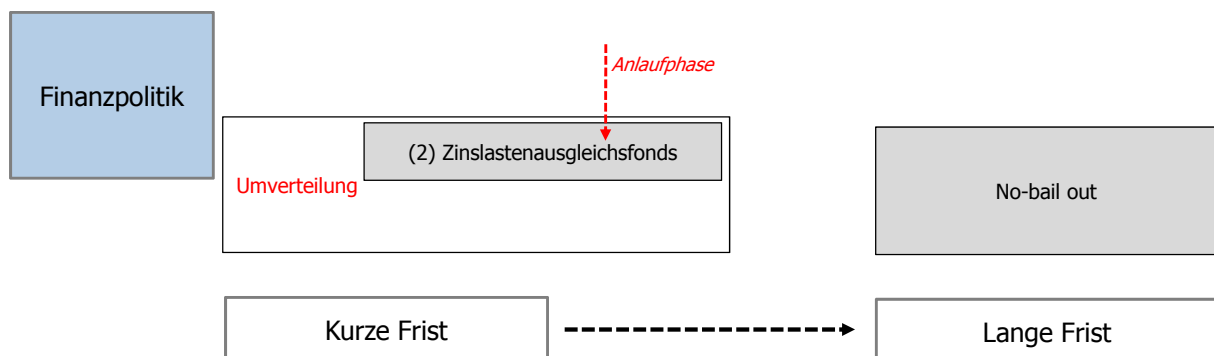
Als Reflex der Staatsschuldenkrise sind die Risikoprämien für Staatsanleihen der Krisenländer gestiegen, während die Refinanzierungskosten in den als sicher geltenden Ländern der Staaten auf historisch niedrige Niveaus gesunken sind („Sicherer-Hafen-Effekt“). Die derzeit deutlich erhöhten Refinanzierungskosten in den Krisenländern dämpfen den Effekt der eingeleiteten Konsolidierungsmaßnahmen in Bezug auf den Gesamtsaldo des Budgets. Gerade zu Beginn des Konsolidierungsprozesses dürfte aber das Vertrauen der Investoren in das Erstarren der Schuldentragfähigkeit noch recht schwach ausfallen. Es dürfte selbst dann nicht schlagartig steigen, wenn die Länder eine Schuldenregel implementiert haben, weil es noch unsicher ist, wie zügig die automatischen fiskalpolitischen Korrekturmechanismen funktionieren werden. Es ist daher nicht auszuschließen, dass die Krisenländer trotz ihres Konsolidierungskurses zunächst noch mit merklich erhöhten Risikoprämien an den Anleihemärkten konfrontiert werden. Um den hochverschuldeten Ländern raschere fiskalische Erfolge zu ermöglichen, schlagen wir vor:

## (2) Für einen Zeitraum von fünf Jahren wird ein europäischer Zinslastenausgleichsfonds eingerichtet.

Referenzpunkt für den Zinslastenausgleich ist der Durchschnittszinssatz für die Staatsanleihen aller Euroraum-Länder.<sup>1</sup> Länder, die sich am Kapitalmarkt zu günstigeren Konditionen finanzieren können, geben einen Teil ihres „Zinsvorteils“ zugunsten derjenigen Länder ab, die höhere Zinsen zahlen müssen. Um Zahlungen aus dem Zinslastenausgleichsfonds erhalten zu können, sind drei Bedingungen zu erfüllen:

- Länder müssen sich einer Solvenzprüfung unterziehen. Insolvente Länder erhalten keine Zinssubventionen, für diese Länder wäre früher oder später eine Umschuldung ohnehin unvermeidlich.
- Es muss eine Fiskalregel implementiert sein, die den unter (1) formulierten Bedingungen genügt.
- Empfängerländer müssen sich zu Reformanstrengungen verpflichten, die die Wirtschaftskraft des Landes (und damit die Schuldentragfähigkeit) stärken.

Die Prüfung, ob diese Bedingungen erfüllt sind, obliegt der EU-Kommission.



Mit dem Zinslastenausgleichsfonds enthält das vorliegende Politikpaket ein temporäres zwischenstaatliches Umverteilungselement, um die Anlaufphase der Konsolidierungsprozesse in den Krisenländern abzufedern. Eine Haftungsübernahme ist damit nicht verbunden.

<sup>1</sup> Heinemann, F. (2012). FIRE for the Euro – A Strategy for Stabilizing Government Bond Markets. ZEW Policy Brief No. 1. July 2012.



## Nationale Segmentierung der Bankenmärkte überwinden – Zahlungsbilanzfinanzierung über das Eurosystem stoppen

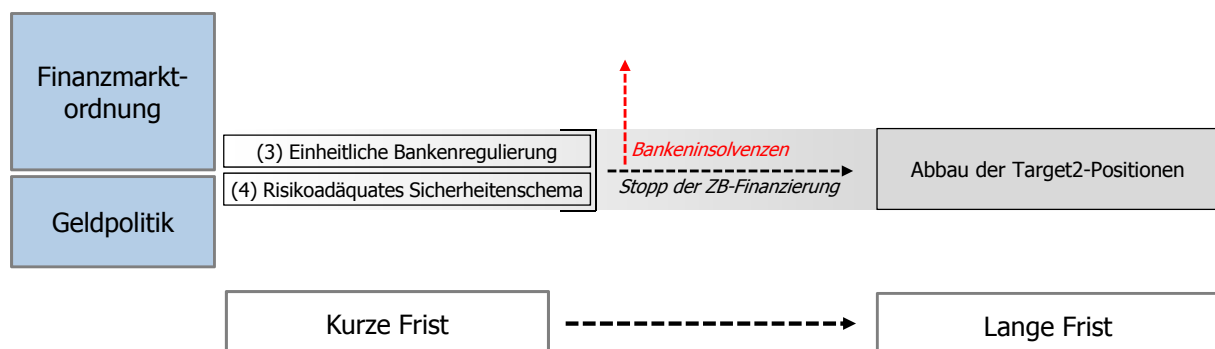
Um die massive Zahlungsbilanzfinanzierung durch das Eurosystem einzudämmen, sollten zwei Maßnahmen aus dem Bereich der Geld- und Finanzmarktordnungspolitik miteinander kombiniert werden:

### (3) Die Bankenregulierung und die Aufsicht über das Kreditwesen werden für den gesamten Währungsraum nach einheitlichen Standards ausgestaltet.

Die Setzung und Überwachung dieser Standards sollten einer von der Zentralbank unabhängigen europäischen Behörde übertragen werden, um Zielkonflikte für die geldpolitischen Entscheidungsträger zu vermeiden. Die operative Durchführung der Bankenaufsicht sollte weiterhin den etablierten nationalen Behörden obliegen, weil diese weitgehend arbeitsfähig sind und vor allem eher über das notwendige spezifische Wissen verfügen. In ihrer Tätigkeit sind die nationalen Aufsichtsbehörden aber der Kontrolle durch die europäische Instanz unterworfen.

### (4) Das Eurosystem wendet strenge, einheitliche und transparente Qualitätsstandards für Sicherheiten bei Refinanzierungsgeschäften mit den Geschäftsbanken an.

Das Risikomanagement aller Zentralbanken des Eurosystems sollte sicherstellen, dass die Ausfallrisiken für die Zentralbankbilanzen äußerst gering gehalten werden. Einheitliche risikoadäquate Abschläge gewährleisten, dass beim Zugang zu Zentralbankgeld nur nach ökonomischen Kriterien und nicht nach anderen Systematiken diskriminiert wird. Die Glaubwürdigkeit und Kontrolle der Zentralbanken wird durch eine umfassende Transparenz der Bewertungskriterien gestärkt.



Die Kombination der Maßnahmen (3) und (4) führt dazu, dass der Zugang zu Zentralbankgeld für alle Geschäftsbanken länderunabhängig zu einheitlichen Konditionen erfolgt. Die nationale Segmentierung der Bankenmärkte wird seitens der Geld- und Regulierungspolitik auf diese Weise überwunden. Dies ist die Voraussetzung dafür, dass die Zahlungsbilanzfinanzierung über das Eurosystem und damit der weitere Aufbau von Target2-Positionen gestoppt werden. Im Laufe der Zeit werden der bislang vom Eurosystem erworbene Bestand

an minderwertigen Wertpapieren sukzessive durch hochwertige ausgetauscht und das Qualitätsproblem der monetären Basis langfristig gelöst.<sup>2</sup>

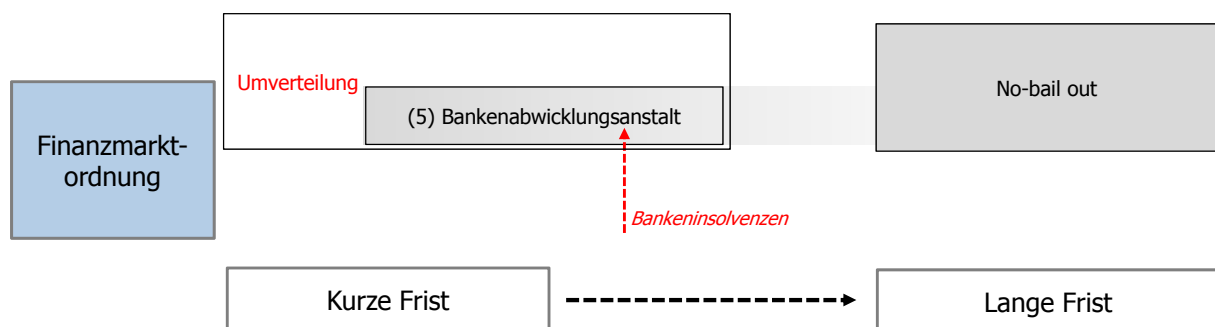
## Bankeninsolvenzen durch geordnete Bankenabwicklung ermöglichen

Der restriktivere Zugang zum Zentralbankkredit dürfte dazu führen, dass sich einige Geschäftsbanken im Euroraum nicht mehr refinanzieren können. Bankeninsolvenzen könnten daraus erfolgen. Insolvenzen dienen im marktwirtschaftlichen Gefüge dazu, dass Unternehmen, die mehr Werte vernichten als sie für andere schaffen, aus dem Markt ausscheiden. Diese Korrekturfunktion muss für Geschäftsbanken aufgrund der hohen Bedeutung, die ihnen als „Torhütern der Verkehrswirtschaft“ (Schumpeter) für die Kapitalallokation in einer Volkswirtschaft zukommt, in besonderem Maße gelten. Bankeninsolvenzen sind daher nicht per se schädlich, sondern dienen dazu, die Fehlleitung knappen Sparkapitals zu stoppen.

Von Bankeninsolvenzen können in einem Teildeckungssystem aber auch gesamtwirtschaftlich destabilisierende Wirkungen ausgehen, nämlich dann, wenn es aus Furcht vor Einlagenverlust durch den vermuteten oder drohenden Zusammenbruch einer Bank zu Bank Runs kommt, wodurch auch solvente Banken in Bedrängnis geraten könnten. Dem wird durch folgende Maßnahme begegnet:

- (5) Auf europäischer Ebene wird eine Bankenabwicklungsanstalt (BAA) installiert, die die zu liquidierenden Banken auffängt und gegebenenfalls rekapitalisiert. Die verbleibenden Mittel des ESM sollten exklusiv für diese Aufgabe genutzt werden.**

Eine Verlustbeteiligung der Fremdkapitalgeber ist dabei keineswegs ausgeschlossen.



Im Markt gescheiterte Geschäftsbanken werden somit nicht gerettet, sondern systemschonend abgewickelt. Im Zuge der Tätigkeit der europäischen BAA wird es in der Regel zu zwischenstaatlicher Umverteilung kommen. Insbesondere ist zu erwarten, dass der Rekapitalisierungsbedarf bei den Banken aus den Krisenländern höher ist als im übrigen Euroraum.

<sup>2</sup> Kooths, S. und B. van Roye (2012). Nationale Geldschöpfung im Euroraum. Kieler Diskussionsbeitrag 508/509. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

Die mit der Rekapitalisierung verbundenen Risiken müssen von der Finanzpolitik übernommen werden und können eine Belastung der Steuerzahler zur Folge haben.

Die Konzentration des Einsatzes staatlicher Mittel zur gezielten Bankenrekapitalisierung hat gegenüber der bislang praktizierten EFSF/ESM-Lösung den Vorteil einer höheren Treffgenauigkeit. Die derzeitigen staatlichen Rettungsfonds schirmen alle Gläubiger von Staatsanleihen vor Verlusten ab. Dies ist mit erheblichen Fehlanreizen und unverteilter Umverteilung zwischen Anlegern und Steuerzahlern verbunden. Die BAA-Variante konzentriert sich auf den Geschäftsbankensektor und reizt dessen private Verlusttragfähigkeit vollständig aus.

Mit der Einrichtung einer europäischen BAA wird den Krisenländern erhebliche Unterstützung zuteil, weil damit die Gefahr von Bank Runs in ihren Volkswirtschaften gebannt ist. Gleichzeitig wird dafür Sorge getragen, dass sog. Zombie-Banken<sup>3</sup> nicht länger die Neuausrichtung der dortigen Produktionsstruktur behindern. Dieser Teil des Kieler-Krisen-Kompass ist nicht nur Ausdruck europäischer Solidarität, sondern liegt zugleich auch im Interesse der potentiellen Geberländer, denen die robustere Finanzmarktordnung nicht minder zugutekommt und deren eventuelle Transferleistungen zweckbezogen und zeitlich begrenzt bleiben.

### **Verlusttragfähigkeit des Bankensektors stärken**

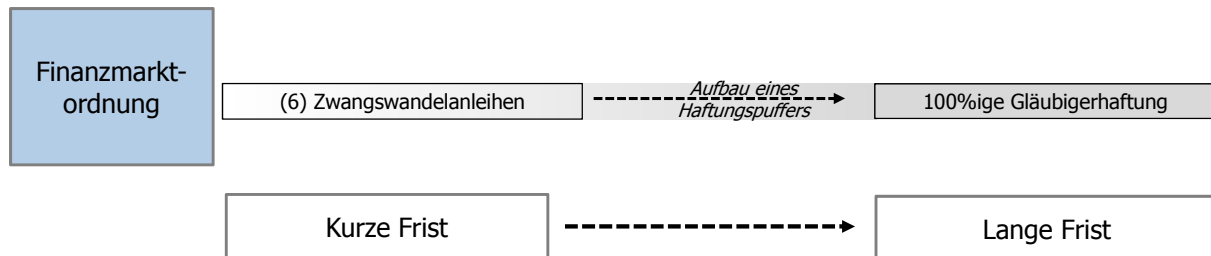
---

Damit das Instrument der Rekapitalisierung über die BAA eine Übergangslösung bleibt, die nur die Folgen der Regulierungsversäumnisse der Vergangenheit behebt, ist die zukünftige Verlusttragfähigkeit des Geschäftsbankensektors massiv zu stärken. Hierzu schlagen wir vor:

---

<sup>3</sup> „Zombie-Banken“ sind Geschäftsbanken ohne tragfähiges Geschäftsmodell. Sie weisen ein Kreditportfolio auf, das in hohem Maße ausfallgefährdet ist. Damit sich diese Risiken nicht realisieren, sind sie bereit, ihren eigentlich insolventen Kunden immer wieder neue Kredite einzuräumen, um nicht durch den ansonsten notwendigen Abschreibungsbedarf selbst offen insolvent zu werden.

- (6) Bedingte Zwangswandelanleihen („Contingent Convertible Bonds“, kurz: CoCo-Bonds) sehen vor, dass bei Unterschreiten einer vorgegebenen Eigenkapitalquote der Bank, Fremdkapital automatisch in Eigenkapital umgewandelt wird.



Dieses Kernstück der zukünftigen Bankenregulierung bringt das Haftungsprinzip im Bankensektor wieder wirksam zur Geltung.<sup>4</sup> Die obligatorische Wandelklausel soll für alle zukünftigen Fremdfinanzierungen von Geschäftsbanken – soweit sie nicht Einlagengeschäft mit Nichtbanken darstellen – eingeführt werden.

Hierdurch werden die Lasten für die Stützung systemisch relevanter Finanzinstitute vom Steuerzahler auf die Anleger zurückverlagert. Damit wird den Banken ihr Risikomanagement nicht von außen aufgezwungen, sondern sie sind aus eigenem Antrieb bestrebt, übermäßige Risiken zu vermeiden. Wenn ein Finanzinstitut höhere Risiken eingeht, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einer Umwandlung der Anleihen kommt, die zu einer Verwässerung der Aktienwerte führen würde. Dies gibt den Aktionären den Anreiz, dem Management eines Finanzinstituts das Eingehen überhöhter Risiken zu untersagen.

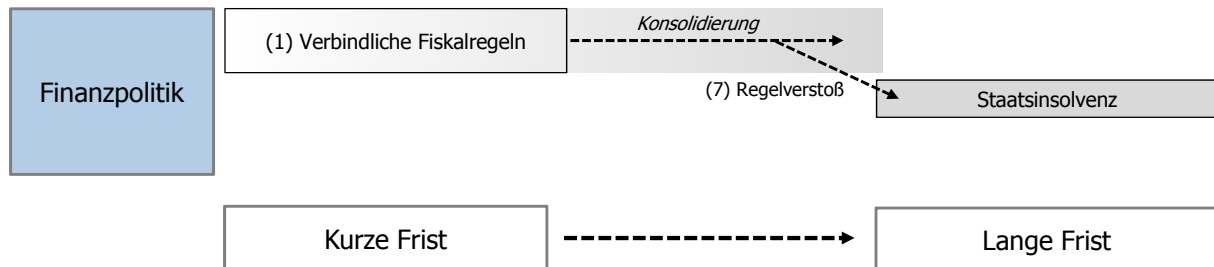
Der Aufbau eines entsprechenden Haftungspuffers benötigt jedoch Zeit, da die Restrukturierung der Fremdfinanzierung der Geschäftsbanken im Zuge der Anschlussfinanzierung für bestehende Anleihen nur nach und nach erfolgen kann. Mit fortschreitender Zeit wird der über die Ausgabe von CoCo-Bonds aufgebaute Haftungspuffer der Geschäftsbanken immer größer, so dass sich der Bedarf für Stützungsmaßnahmen der BAA sukzessive verringert.

## Schuldentragfähigkeit oder geordnete Staatsinsolvenz in der langen Frist

Beachten die heutigen Krisenländer ihre sich selbst gegebenen Fiskalregeln über einen längeren Zeitraum, wird sich ihre Schuldenquote im Trend zurückbilden und als höhere Schuldentragfähigkeit an den Anleihemärkten wahrgenommen werden. Langfristig bleibt die Kontrolle über die Kreditwürdigkeit jedes einzelnen Mitgliedslandes vollständig den Kapitalmärkten überlassen.

<sup>4</sup> Flannery, M. (2005). No Pain, no Gain? Effecting Market Discipline via “Reverse Convertible Debentures”. In H.S. Scott (ed.), *Capital Adequacy beyond Basel: Banking, Securities, and Insurance*. Oxford: Oxford University Press. und Rudolph, B. (2010). Die Einführung regulatorischen Krisenkapitals in Form von Contingent Convertible Bonds (CoCos). *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 63 (2010): 1152–1155.

- (7) Wenn ein Land langfristig die Anleger nicht von seiner eigenen Schuldentragfähigkeit überzeugen kann, wird es selbst mit seinen Gläubigern in einem Insolvenzverfahren zu einer Umschuldung kommen müssen.

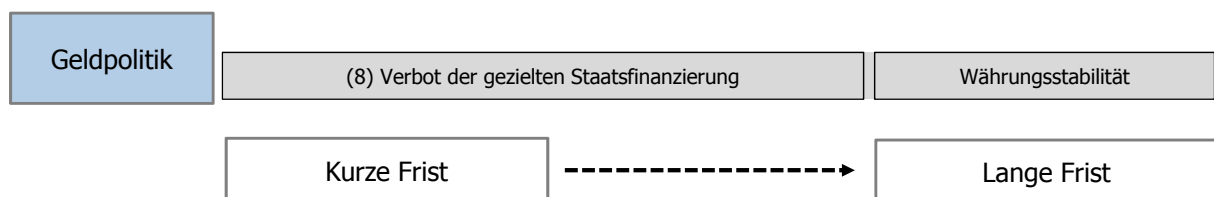


Aufgrund der zwischenzeitlich massiv ausgebauten Verlusttragfähigkeit der Banken (vollständige Gläubigerhaftung) schlagen zukünftige Staatsinsolvenzen jedoch nicht mehr in systembedrohender Weise auf die Finanzsysteme durch. Damit würde langfristig die Nichtbeistandsklausel des Maastricht-Vertrages wieder glaubwürdig.

### Klare Grenzen für die Geldpolitik – Scheinlösungen verhindern

Durch das klare Signal, dass der Weg zu einer monetären Staatsfinanzierung weder kurz- noch langfristig in Frage kommt, wird das monetäre Mandat der Zentralbank gestärkt:

- (8) Das Verbot der gezielten Staatsfinanzierung durch das Eurosystem wird nicht angetastet.



Schon der Anschein einer Missachtung oder Dehnung des eng umrissenen geldpolitischen Mandats des Eurosystems birgt die Gefahr, auf eine abschüssige Ebene zu geraten. So würden die Investoren alsbald erkennen, dass ein solcher Versuch unternommen wird bzw. das alles auf eine solche Lösung hinausläuft, wodurch sich die Inflationserwartungen – unabhängig von der Konjunkturlage – entankern könnten. Selbst ein temporärer Preisschock könnte dann zu einem schwer kontrollierbaren inflationären Prozess führen, der neue Verwerfungen hervorruft. Darüber hinaus würde der Druck, die damit nur überdeckten realwirtschaftlichen Probleme zu lösen, für die zuständigen wirtschaftspolitischen Instanzen verringert. Dies würde dringend notwendige Entscheidungen an anderer Stelle hinauszögern. Es würde also keine Zeit gekauft, sondern Zeit vertan. Nicht zuletzt würde die Architektur des Maastricht-Vertrages ausgehöhlt

und dadurch das Vertrauen in die Verlässlichkeit vertraglicher Vereinbarungen auf europäischer Ebene untergraben. Das Ziel des vorliegenden Programms ist es aber gerade, dieses Vertrauen wieder herzustellen, denn ohne Vertrauen in die Grundpfeiler der Währungsordnung lassen sich die Erwartungen der privaten Akteure nicht stabilisieren. Ein Abweichen vom Prinzip der Konstanz der Wirtschaftspolitik ist auf dem Gebiet der Währungsordnung besonders schädlich, weil durch das dadurch entstehende Politikrisiko die Bereitschaft der privaten Marktteilnehmer, sich in ihren Entscheidungen über längere Zeiträume zu binden, in der Breite herabgesetzt wird. Das Verbot der monetären Staatsfinanzierung darf daher auch nicht „nur vorübergehend“ gelockert werden, sondern es muss permanente Gültigkeit beanspruchen, um seine stabilisierende Wirkung entfalten zu können.

### **Strukturpolitische Reformagenda zur Stärkung des Produktionspotenzials**

---

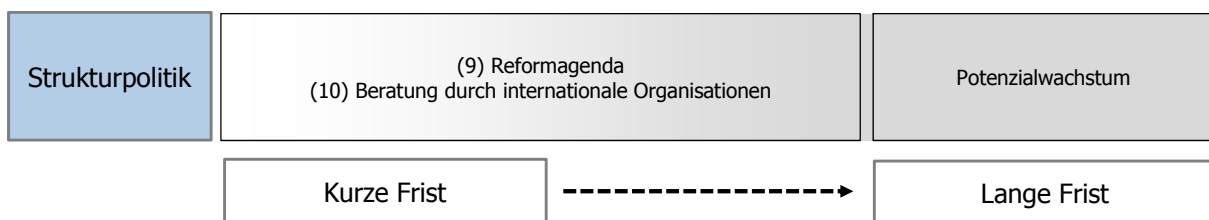
Die wirtschaftlichen Schwächen in Krisenländern sind im Wesentlichen einer massiven Strukturschwäche geschuldet. Die jeweiligen Krisen können daher nicht bewältigt werden, ohne dass die Wirtschaft in den betroffenen Ländern einen tiefgreifenden Strukturwandel durchläuft. Indem der Staat Regulierungen abbaut und Institutionen reformiert, welche die Flexibilität behindern, kann er maßgeblich dazu beitragen, Wachstumspotenziale erschließen. Daher schlagen wir vor:

#### **(9) Die Krisenländer führen Strukturreformen vor allem in folgenden Bereichen durch: Flexibilisierung des Arbeitsmarkts, Förderung des Wettbewerbs, Abbau von bürokratischen Hemmnisse und zielführende Privatisierung.**

---

- a) Ein flexibler Arbeitsmarkt, auf dem sich die benötigten Fachkräfte finden lassen, ist unverzichtbar für den notwendigen Umbau in der Produktion der Krisenländer. Die Flexibilität am Arbeitsmarkt kann durch Lockerung des Kündigungsschutzes, die Kürzung von Mindestlöhnen, wo sie sich als Einstellungshindernis erweisen, und eine stärkere Dezentralisierung von Lohnverhandlungen erhöht werden. Differenzierte Lohnabschlüsse auf betrieblicher und regionaler Ebene, welche Produktivitätsunterschiede angemessen berücksichtigen, wären beschäftigungsfördernd. Die Arbeitsmarktpolitik sollte stärker aktivierend wirken und qualifizierende Maßnahmen ausweiten, um den Ausbildungsstand insbesondere von Problemgruppen wie Jugendlichen und Langzeitarbeitslosen zu heben.
- b) Produktivitätspotenziale kann die Politik auch durch eine Förderung des Wettbewerbs auf den Waren- und Dienstleistungsmärkten erschließen. In den Krisenländern sind Märkte in unterschiedlichem Maß durch Regulierungen und staatliche Privilegien zugunsten eines kleinen Kreises Auserwählter abgeschottet. Die Märkte sollten generell für neue Anbieter geöffnet werden. Die Öffnung insbesondere auch gegenüber ausländischen Wettbewerbern ermöglicht es, den Anschluss an das internationale Produktivitätsniveau rascher zu finden.

- c) Der Staat kann den wirtschaftlichen Wandel durch den Abbau von bürokratischen Hemmnissen, etwa eine Straffung von Genehmigungsverfahren, unterstützen. Wichtig ist auch die Verbesserung der Rahmenbedingungen, was Rechtssicherheit und die Durchsetzung von juristischen Ansprüchen anlangt, um die Attraktivität der Länder als Investitionsstandort zu erhöhen. Durch den Wegfall staatlicher Bürokratie kann zudem ein schlankerer Staat mit weniger Bediensteten geschaffen werden, ohne dass essenzielle staatliche Leistungen oder die Qualität des Bildungssystems leiden.
- d) Handlungsbedarf könnte schließlich bei der Rückführung des unmittelbaren Staatseinflusses auf das Wirtschaftsgeschehen bestehen. Wo der Staat als Unternehmer auftritt, könnte eine Privatisierung staatlicher Unternehmen nicht nur Staatseinnahmen generieren, sondern vor allem einen Beitrag zur Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Produktivität leisten.
- e) Sofern die Länder den Zinslastenausgleichsfonds in Anspruch nehmen, bereitet die EU-Kommission gegebenenfalls eigene Reformvorschläge vor und überprüft deren Implementierung.



Während Strukturreformen die gesamtwirtschaftlichen Wachstumsperspektiven verbessern, sind sie kurzfristig insbesondere am Arbeitsmarkt möglicherweise mit zusätzlichen Anpassungslasten verbunden. Vor allem aber sind häufig in beträchtlichem Umfang Partikularinteressen betroffen, und es wird in bestehende Besitzstände eingegriffen, was die Durchsetzung von Deregulierungsmaßnahmen erschwert. In dieser Situation kann der Verbund von Nothilfen (Zugang zum Zinslastenausgleichsfonds) und Reformauflagen hilfreich und notwendig sein. Für den Fall, dass die Verwaltungen in einzelnen Ländern mit der Umsetzung von Strukturreformen überfordert sind, weil es an der notwendigen Qualität der staatlichen Strukturen mangelt, schlagen wir vor:

**(10) Die Länder werden bei ihren Reformvorhaben auf eigenen Wunsch hin durch internationale Organisationen beratend unterstützt.**

Bei allem wirtschaftspolitischen Korrekturbedarf muss man sich stets darüber im Klaren sein, dass eine tragfähige Verbesserung der Lage in den Krisenländern eine Neuausrichtung der dortigen Produktionsstrukturen bedingt. Wie die zukünftige Produktionsstruktur aussehen muss und welchen Verwendungsvektor sie dann bedienen wird, weiß heute niemand. Die Wirtschaftspolitik kann die notwendigen marktwirtschaftlichen Such- und Anpassungsprozesse unterstützen, sie kann sie aber nicht ersetzen.

**Kasten:  
Gefahr des Missbrauchs der Geldpolitik**

Der europäische Währungsraum leidet ökonomisch seit mehreren Jahren an einer internen Zahlungsbilanz- und Bankenkrise. Kennzeichnend hierfür ist, dass in den heutigen Krisenländern in großem Ausmaß Kredite und andere Wertpapiere mit Renditeansprüchen begeben wurden, von denen sich nun herausgestellt hat, dass sie sich in der Realwirtschaft nicht erwirtschaften lassen. Den Forderungen der Banken steht nach jahrelangen Fehlinvestitionen (z. B. im Immobiliensektor) nun kein gleichwertiger Kapitalstock gegenüber. In dem Maße, wie Kredite von Staaten oder Privaten zur Konsumfinanzierung verwendet wurden, gibt es heute überhaupt keinen Kapitalstock, aus dessen Erträgen der Schuldendienst geleistet werden könnte. Die ausfallgefährdeten Forderungen – auch ehemals als sicher eingestufte Staatsanleihen – in den Büchern der Banken bedrohen die Finanzmarktstabilität im gesamten Euroraum. Aufgrund von Regulierungsversäumnissen in der Vergangenheit und weil sich die zuständigen politischen Instanzen diesem Problem bislang nicht durchgreifend angenommen haben, ist das Eurosystem mit einer extrem permissiven Geldpolitik eingesprungen.

Finanzmarktstabilität ist eine zentrale Voraussetzung für das Funktionieren einer Marktwirtschaft, sie lässt sich aber auf Dauer nicht durch eine immer großzügigere Bereitstellung von Zentralbankgeld gewährleisten. Stattdessen werden dadurch die Verwerfungen im Finanzsektor nur überdeckt, und die Geldpolitik läuft Gefahr, ihre Hauptaufgabe – die Bereitstellung eines wertstabilen Zahlungsmittels – zu verfehlen. Der dauerhafte Einsatz eines allenfalls kurzfristig wirksamen Mittels löst keine Probleme, sondern schafft neue. Die jahrelange massive Zahlungsbilanzfinanzierung durch das Eurosystem ist eines davon.

Der Versuch, ökonomischen Fehlentwicklungen, die nicht-monetärer Natur sind, mit geldpolitischen Mitteln zu begegnen, kann nicht beliebig lang fortgesetzt werden, ohne dass es zu einer massiven Beschädigung der Glaubwürdigkeit der geldpolitischen Instanzen und damit der Währungsstabilität kommt. In der Folge würde sich der Euroraum allmählich in eine inflationäre Währungszone wandeln. Dies ist typischerweise ein schleicher Prozess, weshalb die exakte Datierung eines solchen Regimewechsels unmöglich ist. Sicher ist aber, in welche Richtung die Weichen ohne eine wirtschaftspolitische Kurskorrektur gestellt wären. Je länger man die derzeitige Entwicklung gewähren lässt, desto schwieriger und kostspieliger wird das spätere Umsteuern. Um ein solches Szenario abzuwenden, muss über die Zielsetzung, den Euroraum als Stabilitätsunion zu erhalten, Konsens unter allen Mitgliedsstaaten bestehen. Wäre dies nicht der Fall, so müsste die EWU auf Dauer inhärent instabil bleiben. Sämtliche „Rettungsversuche“ wären dann nicht nur a priori vergeblich, sondern sie würden die unvermeidlichen späteren Kosten zur Auflösung des Währungsraums sogar noch weiter in die Höhe treiben.



## Imprint

Publisher: Kiel Institute for the World Economy  
Hindenburgufer 66  
D-24105 Kiel  
Phone +49 (431) 8814-1  
Fax +49 (431) 8814-500

Editorial team: Margitta Führmann  
Helga Huss  
Prof. Dr. Henning Klodt (responsible for content, pursuant to § 6 MDStV)  
Dieter Stribny

The Kiel Institute for the World Economy is a foundation under public law of the State of Schleswig-Holstein, having legal capacity.

Value Added Tax Identification Number: DE 251899169

Authorised Representative: Prof. Dennis Snower, Ph.D. (President)

Responsible Supervisory Authority: Schleswig-Holstein Ministry for  
Education and Science

© 2013 The Kiel Institute for the World Economy. All rights reserved.