



Oxford, 14. September 2011

**Stellungnahme zum Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und FDP
Entwurf eines Gesetzes zur Änderung eines Gesetzes zur Übernahme von
Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus
Bundestagsdrucksache 17/6916
sowie zum
Antrag der Fraktionen der CDU/CSU und FDP
Parlamentsrechte im Rahmen zukünftiger europäischer Stabilisierungsmaßnahmen
sichern und stärken
Bundestagsdrucksache 17/6945
anlässlich der Öffentlichen Anhörung des Haushaltsausschusses des Deutschen
Bundestages am 19.09.2011**

Zusammenfassung

I. Für die Bewertung der Rettungsschirmpolitik in der aktuellen Krise ist es wichtig, die Rolle der Finanzmärkte ausgewogen zu beurteilen. Unruhe an den Finanzmärkten hat nicht nur negative, sondern auch positive Auswirkungen. Ein plötzlicher Anstieg von Renditen auf Staatsanleihen einschließlich der damit eventuell einhergehenden Unruhe auf den Finanzmärkten kann eine wichtige, positiv zu bewertende Signal- und Anreizfunktion haben, wenn er Regierungen veranlasst, lange überfällige Schritte zur Konsolidierung der Staatsfinanzen einzuleiten. Es ist nicht Aufgabe des EFSF oder anderer Institutionen, stets zu versuchen, derartige Vorgänge an den Finanzmärkten zu unterdrücken.

II. Eine sinnvolle Funktion des erweiterten EFSF könnte darin liegen, einen geordneten Schuldenschnitt in einem Mitgliedstaat zu ermöglichen. Durch den EFSF können Vorkehrungen getroffen werden, um zu verhindern, dass die mit dem Schuldenschnitt einhergehende Unruhe auf den Kapitalmärkten auf andere Mitgliedstaaten und die Banken übergreift und eine allgemeine Finanzmarktkrise entsteht.

III. Es besteht die Gefahr, dass die erweiterten Mittel des EFSF nicht zur Flankierung eines Schuldenschnitts oder zur Überbrückung vorübergehender Liquiditätsprobleme eingesetzt werden, sondern zur dauerhaften Unterstützung überschuldeter Staaten und damit zur Errichtung einer dauerhaften Transfer- und Verschuldungsunion, in der einzelne Mitgliedstaaten die Kosten übermäßiger Staatsverschuldung auf die Gemeinschaft abwälzen und die Staatsverschuldung insgesamt weiter anwächst.

IV. Um die Anreize zu solider Finanzpolitik zumindest teilweise aufrechtzuerhalten, ist es dringend notwendig, sicherzustellen, dass alle Stützungsmaßnahmen (möglichst vor, bei Eile unmittelbar nach Einleitung der Maßnahmen) mit der Vereinbarung eines makroökonomischen Stabilisierungs-

und Sanierungsprogramms verbunden werden. Wer Hilfen der Gemeinschaft der Mitgliedstaaten in der Eurozone beansprucht, muss im Gegenzug vorübergehend auf nationale Autonomie in der Wirtschafts- und Finanzpolitik verzichten. Dass vorbeugende Maßnahmen oder Kredite an Mitgliedstaaten zur Rekapitalisierung von Banken ohne solche Programme möglich sein sollen, ist nicht akzeptabel.

V. Bei allem Respekt vor der Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB) sollte der Bundestag die Bundesregierung auffordern, darauf hinzuwirken, dass die EZB sich auf die Aufgaben der Geldpolitik konzentriert und Maßnahmen unterlässt, die in der Öffentlichkeit den Eindruck erwecken, die EZB finanziere staatliche Budgetdefizite oder Leistungsbilanzdefizite einzelner Mitgliedstaaten. Gleichzeitig hat die Finanzpolitik in Europa die Aufgabe, dafür durch effektives Management der Schuldenkrise die Bedingungen für eine auf Preisstabilität konzentrierte Geldpolitik zu schaffen.

VI. Die geplante verstärkte Beteiligung des Bundestages an Beschlüssen über Notmaßnahmen ist zu begrüßen. Um zu verhindern, dass diese Beteiligung wegen der Sachzwänge bei Rettungsmaßnahmen letztlich ins Leere läuft, ist es notwendig, dass die deutsche Politik sich verstärkt für Reformen in der Finanzmarkt- und Bankenregulierung einsetzt, mit dem Ziel, zu einem deutlich robusteren Finanzsektor zu kommen. Nur dann, wenn das Bankensystem hinreichend robust ist, notfalls auch Staatsinsolvenzen zu absorbieren, kann die Erpressung der Politik bei Finanzmarkturbulenzen und staatlichen Verschuldungskrisen verhindert werden.¹

Anlass und Aufbau der Stellungnahme

Mit diesem Gesetz werden die Voraussetzungen dafür geschaffen, die dem EFSF zur Verfügung stehenden Instrumente sowie den verfügbaren Finanzrahmen zu erweitern beziehungsweise das ursprünglich angestrebte Finanzierungsvolumen effektiv bereitzustellen. Anlass dafür sind die aktuellen Entwicklungen an den Kapitalmärkten, insbesondere der Anstieg der Zinsen auf Staatsanleihen Italiens und anderer hoch verschuldeter Mitgliedstaaten der Währungsunion sowie die prekäre Lage Griechenlands.

Diese Stellungnahme beinhaltet zwei Abschnitte. Abschnitt A) diskutiert die Frage, was die geplante Erweiterung der Rettungsschirmpolitik in der aktuellen Krise leisten kann und welche Probleme entstehen. Abschnitt B) befasst sich ausführlicher mit dem Instrument der Aufkäufe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt und anderen Eingriffen.

A) Was kann die Erweiterung der Rettungsschirmpolitik in der aktuellen Krise leisten, und welche Gefahren birgt sie?

1. Sowohl die bisherige Politik der Rettungsschirme als auch ihre Erweiterung durch die vorliegenden Gesetze sind geeignet, vorübergehende Liquiditätsprobleme einzelner Mitgliedstaaten zu lösen, nicht aber das Problem der Überschuldung.
2. Zumindest in Griechenland liegt eindeutig ein Überschuldungsproblem vor, das weder durch weitere Kredite noch durch Anpassungsprogramme aus der Welt zu schaffen ist.
3. Deshalb besteht in Griechenland nur die Wahl zwischen folgenden Lösungen: a) ein sofortiger Schuldenschnitt (geordnete Insolvenz) größeren Ausmaßes, b) ein künftiger Schuldenschnitt noch größeren Ausmaßes c) eine Folge kleinerer Schuldenschnitte (bereits begonnen mit der Zinssenkung und der geplanten Beteiligung des privaten Sektors), die sich zu einem großen addieren oder d) eine teilweise Übernahme der griechischen Staatsschulden durch die anderen Mitgliedstaaten der Eurozone, also auch ein Schuldenschnitt, aber unter Verschonung der privaten Gläubiger. Die Frage, welcher Weg

¹ Siehe hierzu Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Ohne Finanzmarktreformen keine Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise, Brief an Bundesfinanzminister Dr. Wolfgang Schäuble, Juli 2010.

hier vorzugswürdig ist, ist komplex und hängt von einer Reihe ökonomischer und politischer Faktoren ab, deren Diskussion den Rahmen dieser Stellungnahme sprengen würde. M.E. wäre es vor allem wichtig, Szenario d) zu verhindern.

4. Eine sinnvolle Funktion des erweiterten EFSF könnte darin liegen, einen geordneten Schuldenschnitt in einem Mitgliedstaat unter Beteiligung privater Gläubiger zu ermöglichen, weil durch den EFSF Vorkehrungen getroffen werden können, um zu verhindern, dass die mit dem Schuldenschnitt einhergehende Unruhe auf den Kapitalmärkten auf andere Mitgliedstaaten und die Banken übergreift und eine allgemeine Finanzmarktkrise entsteht.
5. Daher ist die Rettungsschirmpolitik nicht notwendigerweise eine Alternative zur geordneten Insolvenz überschuldeter Mitgliedstaaten, sondern eine Voraussetzung dafür, dass die Krise bei fragilen Finanzmärkten durch eine solche geordnete Insolvenz überwunden werden kann.
6. Es besteht allerdings die Gefahr, dass die erweiterten Mittel des EFSF nicht zur Flankierung eines Schuldenschnitts oder zur Überbrückung vorübergehender Liquiditätsprobleme eingesetzt werden, sondern zur dauerhaften Unterstützung überschuldeter Staaten und letztlich schrittweise zur Errichtung einer Transferunion, in der einzelne Mitgliedstaaten die Kosten übermäßiger Staatsverschuldung auf andere abwälzen und die Staatsverschuldung insgesamt weiter anwächst.
7. Damit einher geht das Problem, dass die Erweiterung der Rettungsschirme die Anreize für die Mitgliedstaaten untergräbt, Anstrengungen zu unternehmen und notfalls unpopuläre Maßnahmen zu ergreifen, um ihre Staatsfinanzen in Ordnung zu bringen.
8. Die bisher eingerichteten und geplanten Rettungsschirme (sowohl EFSF/EFSM als auch der geplante ESM) sind geeignet, bei finanziellen Problemen kleinerer Mitgliedstaaten zumindest vorübergehend die Lage zu stabilisieren, wenn auch unter Inkaufnahme der oben beschriebenen Nachteile. Sollten jedoch größere Mitgliedstaaten wie Spanien oder Italien in Schwierigkeiten geraten, ist der EFSF überfordert. Wenn es in der Eurozone zu einer Rezession kommt, ist zu befürchten, dass weitere Mitgliedstaaten in die Überschuldung abrutschen. Es ist dringend erforderlich, dass die deutsche Politik sich mit diesem Risiko auseinandersetzt.

B) Probleme der Erweiterung des EFSF-Instrumentariums: Aufkauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt und Kredite ohne Anpassungsprogramm

Ein zentraler Aspekt der vorgelegten Gesetzentwürfe ist die Erweiterung des Finanzvolumens des EFSF und des zur Verfügung stehenden Instrumentariums. Vor allem wird der EFSF ermächtigt, Staatsanleihen am Sekundärmarkt aufzukaufen und Kredite an Mitgliedstaaten zu vergeben, damit diese in die Lage versetzt werden, Banken zu stützen. Es ist unklar, ob diese Maßnahmen stets mit Auflagen in Form eines makroökonomischen Anpassungs- und Sanierungsprogramms verbunden werden.

Seit dem Beginn der Verschuldungskrise hat die EZB verschiedentlich Staatsanleihen aufgekauft. Das geschah in Situationen, in denen bei den privaten Investoren offenbar Zweifel über die Solidität der Staatsfinanzen einzelner Mitgliedstaaten aufkamen und diese begannen, in größerem Umfang Staatsanleihen zu verkaufen. Dadurch begannen die Kurse zu sinken, die Renditen sind entsprechend angestiegen. Dem hat sich die EZB durch ihre Interventionen entgegengestellt. Das hat allerdings meistens nur vorübergehend gewirkt und letztlich nicht verhindern können, dass die Renditen der Anleihen vieler hoch verschuldeter Mitgliedstaaten im Verlauf der Krise deutlich angestiegen sind. In Folge der Aufkäufe hat die EZB massive unrealisierte Verluste erlitten. Künftig soll der EFSF in die Lage versetzt werden, derartige Eingriffe zu tätigen.

Bei der Bewertung derartiger Eingriffe ist es entscheidend, Folgendes zu berücksichtigen: Ein plötzlicher Anstieg von Renditen auf Staatsanleihen (also ein Kursrückgang) einschließlich der

damit eventuell einhergehenden Unruhe auf den Finanzmärkten eine wichtige, positiv zu bewertende Signal- und Anreizfunktion haben.

Dieser Effekt besteht darin, dass die steigenden Zinsen die Politik des betreffenden Landes zwingen, Maßnahmen zur Senkung der öffentlichen Verschuldung einzuleiten und die notwendigen Maßnahmen auch dann zu ergreifen, wenn sie unpopulär und unbequem sind. Diese Wirkungen waren in den letzten Monaten in der Eurozone zu beobachten. Mehrere Mitgliedstaaten, die seit vielen Jahren gegen die Vorgaben des Europäischen Stabilitätspaktes verstoßen, ohne dafür je belangt worden zu sein, haben erst dann nennenswerte Konsolidierungsmaßnahmen ergriffen, als die Renditen ihrer Anleihen und damit die Zinsen für neue Kredite an den Finanzmärkten in die Höhe schossen, dann allerdings innerhalb von wenigen Tagen. Der Druck der Finanzmärkte hat in kürzester Zeit wichtige und richtige Korrekturen durchgesetzt. Diese Reaktion der Finanzmärkte kam durchaus spät und sehr plötzlich, aber sie hat Wirkung entfaltet, während die fiskalpolitischen Koordinationsmechanismen in der Eurozone dies über viele Jahre hinweg nicht geleistet haben und bis heute nicht hinreichend leisten.

Problematische Auswirkungen kann ein Anstieg von Renditen (und Kursrückgang) von Staatsanleihen dann haben, wenn er zu einer Finanzmarktpanik führt, in der sich zum Beispiel bei vielen einzelnen Investoren die Erwartung durchsetzt, dass ein Staat das Vertrauen der Gläubiger insgesamt verlieren könnte. In diesem Fall können sich Verkaufswellen und drastische Kursrückgänge ergeben. Es kann dann beispielsweise dazu kommen, dass Staaten in kurzfristige Liquiditätsprobleme geraten und Investoren, die Staatsanleihen halten, ohne dies mit hinreichend viel Eigenkapital zu unterlegen, gezwungen sind, Staatsanleihen zu verkaufen, was den Kursverfall beschleunigt. Es ist nicht auszuschließen, dass dabei auch Banken in Liquiditäts- und Solvenzprobleme geraten.

In derartigen Situationen kann ein Aufkauf von Staatsanleihen zur kurzfristigen Marktstabilisierung beitragen. Es ist allerdings auch möglich, dass der Eingriff eine Stabilisierung verhindert. Das ist dann der Fall, wenn zu früh eingegriffen wird und ein Kursrückgang, der den Wiedereinstieg attraktiv macht, verhindert wird. Wenn ein überhöhter Kurs von Staatsanleihen künstlich aufrechterhalten wird, kann dies erst eine Verkaufswelle privater Investoren auslösen. Die staatlichen Mittel für den Eingriff sind dann schnell erschöpft, und die Märkte werden noch mehr destabilisiert. Hinzu kommt, dass der staatliche Eingriff zu massiven finanziellen Verlusten verbunden ist. Die EZB bietet ein Beispiel für derartige Verluste in Folge von Staatsanleihenkäufen.

Käufe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt haben also drei wichtige Nachteile:

1. Sie reduzieren Anreize zu solider Finanzpolitik.
2. Sie können die Finanzmärkte destabilisieren, statt sie zu stabilisieren.
3. Sie bergen das Risiko massiver finanzieller Verluste für die Staaten, die den Eingriff finanzieren.

Es ist deshalb von entscheidender Bedeutung, alternative Maßnahmen in Betracht zu ziehen und Vorkehrungen zu treffen, um die negativen Wirkungen von Interventionen auf Märkten für Staatsanleihen zu begrenzen. Zu den alternative Maßnahmen muss in erster Linie gehören, eine Reform der Finanzmarkt- und Bankenregulierung anzustreben, mit dem Ziel, die Robustheit des Finanzsektors zu steigern. Solange dies nicht erreicht ist, können Stabilisierungsmaßnahmen sich direkt an den Finanzsektor richten.

Um die Anreize zu solider Finanzpolitik in der aktuellen Lage zumindest teilweise aufrechtzuerhalten, ist es allerdings vor allem notwendig, sicherzustellen, dass alle Stützungsmaßnahmen mit der Vereinbarung eines makroökonomischen Stabilisierungs- und Sanierungsprogramms verbunden werden. Wer Hilfen der Gemeinschaft der Mitgliedstaaten in der

Prof. Dr. Clemens Fuest

Eurozone beansprucht, muss im Gegenzug vorübergehend auf nationale Autonomie in der Wirtschafts- und Finanzpolitik verzichten. Sonst besteht die Gefahr, dass Hilfen leichtfertig in Anspruch genommen werden und wenig bewirken, weil die Hilfsempfänger selbst zu wenig zur Überwindung der Krise beitragen.