

Paulus, Philipp

Article — Published Version

Disziplinierung steigender Staatsschulden durch Brüssel, Frankfurt oder Basel?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Paulus, Philipp (2006) : Disziplinierung steigender Staatsschulden durch Brüssel, Frankfurt oder Basel?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 86, Iss. 5, pp. 309-316,
<https://doi.org/10.1007/s10273-006-0514-z>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/42615>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Philipp Paulus*

Disziplinierung steigender Staatsschulden durch Brüssel, Frankfurt oder Basel?

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt soll dazu beitragen, dass die Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion die Verschuldungskriterien einhalten. Welche Funktion können dabei die Kapitalmärkte ausüben? Gibt es Ineffizienzen auf dem Markt für Staatsschulden? Wie können die EU-Kommission als Wettbewerbsbehörde, die Europäische Zentralbank und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hinsichtlich der Finanzmarktaufsicht zur Stärkung der Märkte beitragen?

Auch seit der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zeigt es sich, dass einige Regierungen der Staaten in der Europäischen Währungsunion (EWU) kaum das Kriterium für die Neuverschuldung einhalten können, geschweige denn das Kriterium für die gesamte Staatsverschuldung. Dabei fokussiert die Debatte der EWU-Länder weiterhin primär auf den Stabilitäts- und Wachstumspakt.¹ Kann eine Disziplinierung in Hinblick auf den öffentlichen Schuldenanstieg wirklich allein dadurch bewirkt werden, dass ihre gemeinsamen finanzpolitischen Regeln reformiert werden, dass also die staatliche Kreditnachfrage begrenzt wird?

Staaten finanzieren ihre Kreditnachfrage auf Kapitalmärkten oder direkt von Kapitalanbietern. Diese Kapitalmärkte und Kapitalanbieter, also mithin die Seite des Kreditangebots, spielen jedoch erstaunlicherweise bei der Debatte um den Stabilitäts- und Wachstumspakt nur sehr selten eine Rolle. Vielmehr besteht seit dem Bericht des Delors-Komitees², der die Grundlage für EWU-weite Verschuldungsgrenzen und damit Grenzen für die Kreditnachfrage von Staaten legte, kein Vertrauen der wirtschaftspolitischen Instanzen in Europa in die Kompetenz der Kapitalmärkte, die öffentliche Schuldenbildung mit angemessen steigenden Zinsen disziplinieren zu können.³ Die Frage ist, ob die Märkte nicht doch disziplinierend auf die Staatsverschuldung wirken können.

In diesem Beitrag wird zunächst kurz dargestellt, dass im Wesentlichen zwei Bereiche die Funktionsfähigkeit des Markts für Staatsschulden bedrohen: das Systemrisiko der Banken und die Wettbewerbsverzerrungen. Dann wird aufgezeigt, wie die Institution der EWU diese Gefahren möglicherweise beeinflusst hat. Dies bildet dann die Grundlage für eine Analyse, wie

etwaige Marktineffizienzen reguliert werden könnten, um das aufgeweichte finanzpolitische Regelwerk des Stabilitäts- und Wachstumspaktes wieder zu stärken. Es wird deutlich, dass die EU-Kommission in Brüssel bereits selbst durch ihre Wettbewerbsaufsicht über das EWU-Banken- und Finanzsystem ihre Hüterfunktion über die finanzpolitische Stabilität in der EWU unterstützen kann. Die Europäische Zentralbank (EZB) in Frankfurt kann dann durch die Kontrolle des Systemrisikos der EU-Kommission beistehen. Den Harmonisierungsbestrebungen von Eigenkapitalstandards und Risikomessungen von Seiten der Zentralbanken und Finanzaufsichtsbehörden der größten Industrieländer in Form der in Basel diskutierten Richtlinien („Basel II“) kommt jedoch allenfalls eine flankierende Rolle zu.

Generelle Probleme einer Marktdisziplinierung der Staatsverschuldung

Von empirischer Seite her wurde Industrieländern bislang attestiert, dass Kapitalgeber auf steigende Staatsschulden mit höheren Zinsen reagieren,⁴ und

* Dieser Artikel entstand im Rahmen eines Projekts zur Stabilität von Staatsverschuldung bei EWU-Beitrittskandidaten für das Otto-Wolff-Institut für Wirtschaftsordnung in Köln.

¹ Hier sei auf die zuletzt im „Wirtschaftsdienst“ und „Intereconomics“ erschienenen Beiträge zum Stabilitäts- und Wachstumspakt hingewiesen: K.-H. Hausner: Der neue Stabilitäts- und Wachstumspakt und die deutsche Staatsverschuldung, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 85. Jg. (2005), H. 4, S. 238-243; S. C. W. Eijffinger: On a Reformed Stability and Growth Pact, in: INTERECONOMICS, Vol. 40 (2005), Nr. 3, S. 141-147. Vgl. zur Thematik den Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2005/2006, Ziffern 643-660.

² Vgl. A. Lamfalussy: Macro-coordination of fiscal policies in an economic and monetary union in Europe, in: Committee for the Study of Economic and Monetary Union: Report on Economic and Monetary Union in the European Community – Collection of Papers, Luxemburg 1989, S. 91-125; hier: S. 97 und S. 125.

³ Vgl. auch als neueres Beispiel für Zweifel an der Disziplinierungsfähigkeit der Finanzmärkte C. Detken, V. Gaspar, B. Winkler: On prosperity and posterity – the need for fiscal discipline in a monetary union, ECB Working Paper Nr. 420, Frankfurt/M. 2004. Hoffnung auf Unterstützung der finanzpolitischen Stabilität in der EWU durch die Märkte äußern unter anderem B. Eichengreen, C. Wyplosz: The Stability Pact: more than a minor nuisance?, in: Economic Policy, Vol. 26 (1998), S. 67-104.

Philipp Paulus, 38, Dipl.-Volkswirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter des Instituts für Wirtschaftspolitik an der Universität zu Köln.

die Regierungen dieser Länder ihrerseits den höheren Zinsen mit einem Sparkurs entsprechen.⁵ Allerdings ist hierbei festzustellen, dass die Reaktion nicht linear verläuft. Das heißt bei niedrigen Schuldenständen ist weniger Reaktion zu beobachten als ab einer bestimmten Schwelle, ab der das Risiko offensichtlich sprunghaft wesentlich höher eingeschätzt wird.⁶ Fraglich ist zudem, ob die Zinsen das Risiko der jeweiligen Staatsschuld angemessen widerspiegeln.⁷

Wie bei jedem Markt kann beim Markt für Staatsschulden Marktversagen auftreten: durch externe Effekte, asymmetrische Information und Wettbewerbsverzerrungen bzw. Kartellbildung bei steigenden Skalenerträgen. Bei Kapitalmärkten kommen spezielle Ausprägungen hinzu wie das Systemrisiko (in Verbindung mit Ansteckungseffekten und hoher Volatilität aufgrund rascher Stimmungsänderungen).

Das Problem des Systemrisikos

Eine spezielle Form negativer externer Effekte ist bei Angebot und Nachfrage von Staatsanleihen im Systemrisiko zu finden, also dem Risiko, dass aufgrund zu riskanter Operationen einzelner Marktteilnehmer das Finanzsystem zusammenbricht.⁸ Werden Banken – die Hauptakteure des Kreditangebots – durch abrupt höhere Liquiditätsnachfrage gezwungen, ausstehende Kredite einzufordern oder längerfristige Anlagen zu verkaufen, kann dies für sie hohe Verluste bedeuten. Durch ihre Krediteinforderung kann bei einem weiteren Marktteilnehmer wiederum erhöhter Liquiditätsbedarf ausgelöst werden, und so weiter, was letzten Endes die Stabilität aller Banken gefährden könnte.⁹ Wenn Interbanken- und Geldmärkte zudem national fragmen-

tiert sind, fällt es auch dem Bankensystem selbst schwerer, aus eigener Kraft eine sprunghaft höhere Liquiditätsnachfrage zu bedienen.¹⁰

Während jedoch ein funktionierender Interbankenmarkt reine Liquiditätsprobleme noch auffangen könnte, drohen eine Kettenreaktion und ein Systemzusammenbruch, wenn es sich nicht nur um eine bloße (vorübergehende) Liquiditätskrise handelt, sondern Teile der Bilanzsumme einer Bank fundamental an Wert verlieren. Dies wäre z.B. der Fall, wenn ein öffentlicher Schuldner in Zahlungsschwierigkeiten gerät. Dieses Szenario mag für Industrieländer sehr unrealistisch wirken. Steigende Staatsschulden können jedoch auch in diesen Ländern zu Währungsabwertung, Inflation und steigenden Zinsen führen, was staatliche Wertpapiere und Kreditforderungen entwertet. Auch ein nur geringes Ausmaß dieser Entwertung bedeutet wiederum einen Verlust für die Banken, die Gläubiger des betreffenden Staates sind.

Zu unterscheiden sind also das Liquiditäts- und das Solvabilitätsrisiko für ein Bankensystem. Bei ähnlichen Bilanzstrukturen und/oder starker Verflechtung von Verbindlichkeiten kann dieses Risiko durch Ansteckungseffekte und abrupten Erwartungsänderungen zunehmen, vor allem wenn die Kapitalmärkte bei Schwierigkeiten eines (Staats-)Schuldners die Risikoprämien bei ähnlichen Schuldnern erhöhen.¹¹

Eine Zentralbank ist mindestens implizit für die Stabilität des Geld- und Finanzsystems verantwortlich,¹² so dass sie im Krisenfall wohl nicht umhin käme, über Inflationierung (also Zinssenkung oder direkte Liquiditätsspritzen) auf Kosten der Allgemeinheit einem angeschlagenen Finanzmarktteilnehmer zu Hilfe zu kommen („Bailout“). Und da hohe Unsicherheit über

⁴ Vgl. z.B. einen Überblick in F. Balassone, D. Franco, R. Giordano: Market Induced Discipline: Is there a Fall-Back-Solution for Rule-Failure?, Banca d'Italia Research Department, Juni 2004, im Internet verfügbar (download 6.2.06) unter: [http://www.ceistorvergata.it/conferenze&convegni/mondragone/XVI_papers/Paper-balassone-franco-giordano\(06.04\).pdf](http://www.ceistorvergata.it/conferenze&convegni/mondragone/XVI_papers/Paper-balassone-franco-giordano(06.04).pdf).

⁵ Vgl. F. Heinemann, V. Winschel: Public Deficits and Borrowing Costs: The Missing Half of Market Discipline, ZEW Discussion Paper 01-16, Mannheim 2001.

⁶ Vgl. S. Ardagna, F. Caselli, T. Lane: Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries, NBER Working Paper 10788, Cambridge/MA 2004.

⁷ F. Balassone, D. Franco, R. Giordano, a.a.O., sehen beispielsweise nur eine unzureichende Reaktion der Regierungen auf geringe Zinsänderungen, auch in der Zeit der EWU.

⁸ Für einen Überblick vgl. O. de Bandt, P. Hartmann: Systemic Risk: A Survey, in: ECB Working Paper Nr. 35, Frankfurt/M. 2000. Zu den negativen externen Effekten zählt nicht, dass die vermehrte Kreditnachfrage eines Staates immer die Finanzierungsbedingungen für andere Staaten verschlechtert. Staaten befinden sich in jeder Form von Währungsordnung in Konkurrenz um knappe Ressourcen auf dem Kapitalmarkt. Erhöhte Nachfrage erhöht ceteris paribus die Preise (hier Zinsen) wie bei jedem Markt üblich. Vgl. z.B. C. Fuest: Budgetdefizite in einer Europäischen Währungsunion: Bedarf es gemeinsamer Verschuldungsregeln?, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Jg. 42 (1993), Nr. 2, S. 123-149.

⁹ Vgl. auch die formalen Modellierungen bei D. W. Diamond, P. H. Dybvig: Bank runs, deposit insurance and liquidity, in: Journal of Political Economy, Nr. 91 (1983), S. 401-419; sowie F. Allen, D. Gale: Financial contagion, in: Journal of Political Economy, Nr. 109 (2000), S. 1-33.

¹⁰ Vgl. M. S. Mohanty: Improving liquidity in government bond markets – what can be done?, in: BIS Papers, Nr. 11 (2002), S. 49-80, hier: S. 58.

¹¹ Zu den Haupteinflussgrößen von internationalen Ansteckungseffekten vgl. auch G. L. Kaminsky, C. M. Reinhard, C. A. Vegh: The Unholy Trinity of Financial Contagion, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 17 (2003), Nr. 1, S. 51-74. Bestimmte Verhaltensmuster auf den Märkten könnten eine „Ansteckungsgefahr“ noch erhöhen. Dies kann rational bedingt sein, etwa durch kostensenkende Imitation von Konkurrenz oder eine Bezahlung von Vermögensverwaltung relativ zum Durchschnitt der Performance aller Vermögensverwalter. Vgl. G. A. Calvo, E. G. Mendoza: Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets, in: Journal of International Economics, Vol. 51 (2000), Nr. 1, S. 78-113. Möglich sind auch psychologische Verhaltensmuster. Vgl. N. Barberis, A. Shleifer, R. Vishny: A Model of Investor Sentiment, in: Journal of Financial Economics, Vol. 49 (1998), S. 307-343.

¹² Auch bei einem primären Auftrag der Preisniveaustabilität ist die Zentralbank auf ein funktionierendes Bankensystem angewiesen.

die Wahrscheinlichkeit eines Systemzusammenbruchs besteht, müsste eine Zentralbank schon bei einem gewissen Risiko eingreifen, um die Situation nicht eskalieren zu lassen. Zwar kann eine Zentralbank bei reiner Liquiditätshilfe nach Bewältigung einer Krise die Liquidität wieder aus dem Bankensystem nehmen und so ihre Intervention „sterilisieren“, da sie Liquidität nur gegen erstklassige Finanzpapiere und zu verteuerten Konditionen bereitstellen würde.¹³ Aber dies funktioniert eben nur bei reinen Liquiditätsproblemen, nicht jedoch bei dauerhaftem Vermögensverlust wie etwa dem Extremfall einer Entwertung staatlicher Schulden. Hierbei ist es für eine Zentralbank jedoch schwer, im Fall einer Krise die Ursache eindeutig auf Illiquidität oder Insolvenz zurückzuführen, so dass sie versucht sein könnte, auch ohne erstklassige Finanzpapiere Liquidität bereitzustellen.

Das Fehlverhalten eines Marktteilnehmers kann also durch das Systemrisiko zu Kosten bei anderen Marktteilnehmern führen. Kapitalgeber könnten wiederum wegen des beschriebenen Dilemmas der Zentralbank, Hilfe bei Fehlverhalten des Einzelnen zu gewähren, strategisch auf diese Hilfe setzen (Moral Hazard), was zu einer überhöhten Kreditvergabe auch an Regierungen führen kann. Die Marktdisziplinierung von Staatsschulden wäre dadurch beeinträchtigt.¹⁴

Probleme beim Wettbewerb

Zunächst kann festgehalten werden, dass Produkte auf Finanzmärkten, vor allem auf dem Markt für Staatsschulden, relativ homogene Eigenschaften aufweisen und damit einen Markt mit größerer Transparenz und Liquidität als andere Güter darstellen. Daher sind hier die Bedingungen für vollständige Konkurrenz eher gegeben als auf anderen Märkten. Wettbewerbsverzerrungen können dennoch auf beiden Seiten des Marktes für Staatsanleihen eine Rolle spielen.

Zum einen verschafft das souveräne Recht, Steuern einzutreiben, Staaten normalerweise eine höhere Einstufung ihrer Bonität und damit einen nicht marktgerechten Wettbewerbsvorsprung gegenüber anderen Anlageformen.¹⁵ Auch eine zu geringe Anzahl von Marktteilnehmern in kleineren Marktgrößen von spe-

ziellen Emittenten und Laufzeiten von Staatsanleihen können zu Marktmacht und hohen Preisspannen in diesen Segmenten und damit zu Verzerrungen führen. Wie bei jeder Art von Kreditgeschäft droht darüber hinaus ein Moral Hazard des Schuldners: Dieser könnte sich nachvertraglich seiner Zins- und Rückzahlungspflicht entziehen. Wie jeder Schuldner ist jedoch ein Staat normalerweise daran interessiert, einen Kreditvertrag einzuhalten bzw. emittierte Anleihen zu honorieren, um seine Reputation und damit günstige Finanzierungskonditionen für zukünftige Verschuldungspläne zu wahren.¹⁶

Zum anderen könnte das Banken- und Anlagegeschäft erhebliche Skalenerträge aufweisen, so dass Tendenzen zu einer geringen Anzahl von Kreditanbietern und Vermögensverwaltern bestünden.¹⁷ Diese Möglichkeit eines Marktversagens ist umso wahrscheinlicher, je kleiner und fragmentierter die jeweiligen Kreditmärkte durch Transaktionskosten wie flexible Wechselkurse und unterschiedliche Finanzmarktregulierungen sind.¹⁸

Der Markt für EWU-Staatsschulden: Veränderungen durch den Euro

Die EWU bewirkte eine Reihe von Änderungen am Markt für Staatsanleihen, die zwar einerseits einige der oben geschilderten Probleme mildern könnten, andererseits jedoch möglicherweise auch neuartige Risiken ergeben.

Die wohl zentrale Änderung: Es besteht nicht mehr das Risiko, dass im Extremfall eine Regierung der EWU selbständig ihre Verschuldung über Währungs-

¹⁵ Dies könnte mit der Beobachtung im Zusammenhang stehen, der zufolge inländische Anleger mehr inländische Anlageformen halten (einschließlich nationaler Staatsanleihen), als eine international Risiko-Ertrags-optimierte Portfolioaufteilung vermuten lassen würde. Vgl. z.B. eine Untersuchung zum „Home Bias“ bei Bankenbilanzen für die Zeit von 1995-1999 in C. M. Buch, J. C. Driscoll, C. Ostergaard: Cross-border diversification in bank asset portfolios, ECB Working Paper Nr. 429, Frankfurt/M. 2005. Auch Anlageauflagen für institutionelle Investoren, ein Minimum in inländischen Staatsanleihen zu halten, können Monopson-ähnlich wirken. In der EWU dürfte wegen der EU-Kapitalmarktliberalisierungen jedoch dieser Punkt nicht relevant sein.

¹⁶ Probleme können jedoch aus politökonomischen Erwägungen entstehen, wenn Regierungen sich nach einer Abwahl bei Wählern nicht für die eingegangenen Schulden verantworten müssen. Vgl. z.B. hierzu A. Alesina, R. Perotti: The Political Economy of Budget Deficits, in: IMF Staff Papers, Vol. 42 Nr. 1 (1995), S. 1-31. Dies stellt auch einen der wesentlichen Gründe für eine Beschränkung der Nachfrage nach Staatsschulden dar wie z.B. über finanzpolitische Regeln, etwa dem Stabilitäts- und Wachstumspakt. Hohe Zinsen können zudem verzerrende Signalwirkungen bergen. Vgl. J. E. Stiglitz, A. Weiss: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, in: American Economic Review, Vol. 71 (1981), Nr. 3, S. 393-410.

¹⁷ Denkbar ist hier, dass Großbanken, die Kleinkundengeschäft, Vermögensverwaltung für private und institutionelle Anleger sowie Investment Banking unter einem Dach vereinen, große Synergieeffekte entwickeln. Andererseits existieren viele Gegenbeispiele von erfolgreichen Nischenanbietern bzw. hohen Kosten und (zumindest temporären) Wettbewerbsnachteilen von Fusionen bei Finanzintermediären.

¹³ Für die Basis dieser klassischen „Lender of Last Resort“-Funktion vgl. W. Bagehot: Lombard Street: A Description of the Money Market, London 1873.

¹⁴ Ein Überblick über die Banken Krisen in Industrieländern von 1974-2002 findet sich bei Basel Committee on Banking Supervision: International Convergence on Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework, Basel 2004. Über die Krise des institutionellen Investors LTCM vgl. P. Jorion: Risk management lessons from Long-Term Capital Management, in: European Financial Management, Vol. 6 (2000), Nr. 3, S. 277-300. Ein auf Moral Hazard basierendes Bankenverhalten ist bislang jedoch schwer nachzuweisen, auch für Europa. Vgl. X. Vives: Restructuring Financial Regulation in the European Monetary Union, in: Journal of Financial Services Research, Vol. 19 (2001), Nr. 1, S. 57-82. Hier: S. 61.

abwertung und Inflationierung entlastet. Damit erhöht sich aber wiederum das Risiko, dass bei Zahlungsschwierigkeit einer Regierung der EWU der Wert der Schuld auch ohne Inflationierung sinkt, das Bonitätsrisiko also steigt – was im Extremfall sogar zu einem Staatsbankrott führen kann. Dieses Bonitätsrisiko muss von den Märkten neu bewertet werden.

Auswirkungen der EWU auf das Systemrisiko

In den Augen der Kapitalgeber könnte allein durch die Institution der Währungsunion automatisch eine Art kollektive Haftung der jeweiligen staatlichen Schuldner entstanden sein.¹⁹ Zwar wird genau diese mögliche Haftung seitens der Finanzpolitik oder seitens der Geldpolitik der EZB EU-vertraglich ausgeschlossen.²⁰ Da jedoch jedem Teilnehmer an der EWU wegen der erhofften wirtschaftlichen Vorteile Stabilität und Fortbestand dieser Währungsunion sehr wichtig sein dürfte, könnte eine Bereitschaft zur gegenseitigen Stabilitätshilfe bestehen. Eine hohe Euro-Wechselkurschwankung wegen erhöhter Verschuldung eines EWU-Mitglieds beispielsweise würde alle EWU-Mitglieder negativ betreffen und deswegen gegenseitige Hilfe oder föderale „Versicherung“ trotz aktueller EU-Rechtslage opportun erscheinen lassen.²¹ Freilich: Für einen derartigen fiskalisch wirksamen Schritt wäre eine Einstimmigkeit im EU-Rat der Finanzminister notwendig, was mit zunehmender Größe der EU schwieriger ist. Des Weiteren verzögert sich möglicherweise die Erzielung von Einstimmigkeit und die Gewährung der Nottransfers bei einer Schuldenkrise zu lange, als dass die Kapitalmärkte dieses Szenario fest einkalkulieren könnten.

Prekärer ist die Situation der EZB. Wie bei den allgemeinen Risiken beschrieben, muss eine Zentralbank letzten Endes bei einer Krise des Finanzsystems einen Bailout erwirken, auch wenn ex ante ein solches Vorgehen zur Bekämpfung von Moral Hazard bei Ban-

ken vehement ausgeschlossen wird oder zumindest sehr unsicher ist. Die Schulden eines Staates, vor allem eines der großen EWU-Mitglieder, stellen eine große Summe im Bankensystem der EWU dar. Würde ein Staat im Extremfall gänzlich von seinen Zahlungsverpflichtungen absehen, so müsste die EZB dies wegen des Risikos einer EWU-weiten Bankenkrise notgedrungen abfedern.²² Damit würde sich ein Moral Hazard-Problem von Seiten der EWU-Regierungen zu dem bereits vorhandenen Moral Hazard der Banken gesellen. Anders als im Fall eines fiskalischen Nottransfers, der vermutlich analog zum EU-Haushalt ungleich finanziert wäre, würde der EZB-Bailout über Inflation alle EWU-Mitgliedsländer belasten, was vielleicht einen geringeren politischen Widerstand bedeutet.

In jedem Fall wäre eine deutliche Beeinträchtigung der Märkte die Folge, die EWU-Staatsverschuldung zu disziplinieren, da der Extremfall einer nicht tragfähigen Haushaltspolitik eines EWU-Staates von der EZB aufgefangen werden müsste. Steigende Staatsschulden würden also nicht durch angemessen steigende Zinsen von den Kreditgebern begrenzt. Außerdem ist zu bedenken, dass eine Art politische Verantwortung auch bei regional begrenzten Schulden- und Bankenkrisen letzten Endes auf die EU-Instanzen abgewälzt werden könnte, was einen Bailout auch ohne Gefahr eines systemischen Risikos denkbar macht.²³

Hinzu kommt, dass möglicherweise das EWU-weite Systemrisiko zugenommen hat. Die gemeinsame Währung erzeugt neue Bedingungen für die Vermögensstruktur bei Banken und Investoren, bei denen EWU-Staatsanleihen nun nicht mehr nach verschiedenen Währungen diversifiziert werden können. Zwar wird das vorherige Gewicht nun auf „Euro“-Schuld verteilt, aber dafür sind nun auch die Besitzer von EWU-Schulden breit gestreut und an einer durch Wertverlust staatlicher Anleihen bedingten Solvabilitätskrise eher beteiligt. Möglicherweise kann damit das Risiko von Ansteckungseffekten durch mehr EWU-weite Finanzverflechtungen und die Vereinheitlichung der Anlagestrukturen erhöht worden sein.²⁴ Andererseits besteht generell die Tendenz bei EWU-Banken, im Stile des US-amerikanischen und

¹⁸ Prinzipal-Agenten-Probleme beim Kreditangebot zwischen Bankeneigentümern und Managern können (analog zum Problem Wähler/Politiker bei der Kreditnachfrage) zusätzlich wettbewerbsverzerrend wirken. Der Markt für Kreditinformation, der über Signaling der Regierungen hinaus versucht, die asymmetrische Information zu dämpfen, könnte seinerseits de facto ein Oligopol mit eingeschränktem Wettbewerb sein. Kritik an den großen Kredit-Rating-Agenturen findet sich z.B. bei A. Razin, E. Sadka: A Brazilian-Type Debt Crisis: Simple Analytics, in: IMF Staff Papers, Vol. 51 (2004), Nr. 1, S. 148-153. Die Autoren weisen auf die Problematik von sich selbst erfüllenden Erwartungen nach Rating-Herabstufungen im Zusammenhang mit der Brasilienkrise 2002 hin.

¹⁹ Vgl. bereits A. Lamfalussy, a.a.O., S. 125.

²⁰ Vgl. Art. 101 EG-Vertrag (EZB darf nicht für Staatsschulden haften) und Art. 103 EG-Vertrag (die Gemeinschaft haftet fiskalisch nicht für Mitgliedstaaten, ebenso wenig die Mitgliedstaaten füreinander).

²¹ Es sei hierbei daran erinnert, dass der deutliche EU-Vertragsbruch des Stabilitäts- und Wachstumspaktes durch mehrere EWU-Mitgliedstaaten und dessen Reform Beispiele dafür sind, wie die Politik EU-rechtliche Rahmenbedingungen durch Verhandlungen je nach Erfordernis neu gestalten kann.

²² Hier ist anzumerken, dass auch ohne Bailout die EZB auf den Zahlungsausfall eines EWU-Landes mittelfristig reagieren müsste: Durch den Wertverlust könnte sich eine konjunkturelle Delle und Deflation ergeben (allerdings nicht bei einer gleichzeitigen Schwächung des Euro). Eine Lockerung der Geldpolitik würde zwar leicht expansiv auf die anderen EWU-Mitglieder wirken, nicht jedoch in dem Maße wie ein direkter Bailout und komplette Inflationierung des Staatsbankrotts eines EWU-Landes.

²³ Dies betraf vor allem EWU-Mitgliedstaaten mit sehr kleinen Bankensystemen, auf denen z.B. das Fehlverhalten des eigenen Staatsschuldners bzw. einer oder mehrerer dominanter Banken anderer EWU-Mitglieder eine regionale Krise auslösen kann.

britischen Finanzsystems mehr Finanzierungen über Kapitalmärkte zu bewerkstelligen als über traditionelle Kreditverbindungen. Dies kann dazu beitragen, die Risiken einer verstärkten Integration sowie Wegfall der Wechselkursdiversifikation besser zu streuen und aus dem Bankensystem hin zu den ursprünglichen Investoren zu verlagern.²⁵ Durch die EWU ist ferner ein größerer, liquiderer, und damit stabilerer Geldmarkt entstanden. Dies kann sowohl das Liquiditätsrisiko für das Bankensystem ganz beseitigen, als auch das Solvabilitätsrisiko für das Bankensystem zumindest mildern helfen.

Die Datenlage zu Gläubigerarten von EWU-Staatsanleihen im EWU-Raum ist noch unvollständig. Aus Daten des Internationalen Währungsfonds (IWF) sowie der nationalen Zentralbanken und der EZB geht hervor, dass der Bestandteil inländischer Staatsanleihen an den gesamten Bilanzsummen der EWU-Banken seit Beginn der EWU deutlich gesunken ist.²⁶ Dies macht implizit deutlich, dass ein Teil der inländischen Staatsanleihen nun in den Bilanzen anderer EWU-Banken auftauchen könnte. Allerdings geht aus den Daten der EZB-Monatsberichte ebenfalls hervor, dass Banken im Währungsgebiet seit Beginn der EWU insgesamt etwas weniger EWU-Staatsanleihen in ihren Bilanzsummen aufweisen. Ferner ist innerhalb der EWU das Ausmaß der Verbindlichkeiten der Banken untereinander in den Bilanzsummen recht konstant geblieben. Daten der Monatsberichte der Deutschen Bundesbank zeigen, dass zumindest für deutsche Banken das Gewicht der Forderungen an andere EWU-Banken zugenommen hat.²⁷

Insgesamt sind wohl zwei stabilisierende Wirkungen zu erhoffen. Erstens sind die EWU-Banken nun zwar möglicherweise stärker verflochten, gegenüber Verlusten bei Staatsschulden jedoch weniger anfällig als vor Beginn der EWU. Andere Halter von EWU-Staatsanleihen wie institutionelle Investoren, Haus-

halte und ausländische Investoren (inklusive Banken außerhalb der EWU mit einem viel höheren Anteil ihrer jeweiligen inländischen Anlagen) lösen anders als die EWU-Banken selbst höchstens indirekt Kettenreaktionen und ein Systemrisiko aus. Bei den letzten Endes (auch über Fonds) betroffenen Haushalten als Sparern würde z.B. eine Reaktion auf einen Vermögensverlust eher durch eine mittelfristige Einschränkung des Konsums stattfinden. Zweitens lässt die deutliche Reduktion inländischer Verbindlichkeiten in den eigenen Bilanzen seitens der Banken (aber auch allgemein der Investmentfonds in Europa) eine größere Diversifikation erhoffen. Genaueres über das EWU-Systemrisiko dürften letzten Endes nur detailliertere Datenerhebungen und aufwändige Krisenmodelle zeigen können, für deren Methodik und Anwendung gerade in den letzten Jahren die Forschungsanstrengungen intensiviert wurden.²⁸

Auswirkungen der EWU auf den Wettbewerb

Hinsichtlich der Wettbewerbswirkungen der EWU auf den Markt für Staatsanleihen sind einige Systemstabilisierende Faktoren denkbar. Durch den Wegfall des Wechselkursrisikos auf dem Markt für Staatsanleihen sinken die Transaktionskosten und die Transparenz wird höher.

Positiv ist vor allem, dass die oben beschriebenen inhärenten monopolistischen Tendenzen auf dem Markt für Staatsanleihen nun aufgelockert werden: Zuvor dominante staatliche Inlandsemittenten treten nun in der EWU in einen von Wechselkursen unbeeinflussten Wettbewerb mit anderen staatlichen Emittenten.²⁹ Eine unsolide Finanzpolitik spiegelte sich vor der EWU zwar in einer deutlicheren Wechselkurs-Risikoprämie der Zinsen in der betroffenen Währung wider. Andererseits kann die monetäre Größe des Wechselkurses die Effizienz der Zinsen auf dem Markt zwischen privaten Kreditgebern und öffentlichen Instanzen verzerren, da ein Teil dieser Zinsen zunächst nicht von der nationalen Allgemeinheit der Steuerzahler komplett getragen wird, sondern nur von den mit zusätzlicher Volatilität

²⁴ Empirisch lässt sich zeigen, dass Bankaktienindizes seit Beginn der EWU zunehmende Korrelationen und Reaktionen auf externe Impulse aufweisen – möglicherweise ein Indiz für ein gestiegenes Systemrisiko. Vgl. M. Schröder, M. Schüler: Systemic Risk in European Banking – Evidence from Bivariate GARCH Models, ZEW Discussion Paper Nr. 03-11, Mannheim 2003. Zudem besteht wohl das Phänomen, dass die steigende Finanzintegration der Bankinstitute in der EWU auf Kosten sinkender Finanzintegration der EWU-Länder mit dem Rest der Welt geschieht. Vgl. F. Allen, W. Song: Financial Integration and EMU, in: European Financial Management, Vol. 11 (2005) Nr. 1, S. 7-24. Dies könnte ebenfalls eine geringere Streuung der Risiken bedeuten. Ferner kann die Institution der EWU zu einer Konvergenz der Konjunkturzyklen führen. Vgl. z.B. einen Überblick bei F. P. Mongelli: „New“ views on the Optimum Currency Area theory; what is EMU telling us?, ECB Working Paper Nr. 138, Frankfurt/M. 2002.

²⁵ Eine zunehmende EWU-Staatsschulddiversifikation der Banken kann bei persistenten Bonitätsunterschieden das Systemrisiko senken. Vgl. I. Arnold, J. Lemmen: The Vulnerability of Banks to Government Default Risk in the EMU, in: International Finance, Vol. 4 (2001), Nr. 1, S. 101-125.

²⁶ Vgl. IWF: International Financial Statistics (Datenreihen 163 32..U; 163 32ANU; 163 32D.U), in: EZB-Monatsberichte Tabelle 2.1. und 6.2. Dieser Trend wird für Deutschland auch aus den Daten der Bundesbank-Monatsberichte deutlich; vgl. die Tabelle IV.1.

²⁷ Vgl. ebenso Bundesbank-Monatsberichte, Tabelle IV.1.

²⁸ Ein Überblick findet sich z.B. bei M. Sorge: Stress-testing financial systems: an overview of current methodologies, BIS Working Paper Nr. 165, Basel 2004. Die Forschung konzentriert sich allerdings auf Systemrisiken aufgrund von Kreditausfällen im Privatsektor.

²⁹ So konnte beobachtet werden, dass sich die EWU-Finanzministerien einen Wettbewerb um den Benchmark-Status bestimmter Laufzeiten von Staatsanleihen boten, was die Bedingungen für das Kreditangebot verbesserte. Vgl. G. Wolswijk, J. de Haan: Government debt management in the euro area – recent theoretical developments and changes in practices, ECB Occasional Paper Nr. 25, Frankfurt/M. 2005.

konfrontierten Teilnehmern am Außenhandel und am internationalen Kapitalaustausch.

Banken haben auf ihrem eigenen Markt auch nicht mehr den Vorteil eines leichteren Zugangs zu ihrer nationalen Zentralbank, was den Wettbewerb EWU-weit nivelliert.³⁰ Ein verschärfter Wettbewerb wiederum könnte zwar ein erhöhtes systemisches Risiko bedeuten, wenn Banken dazu verleitet werden, zu hohe Risiken einzugehen.³¹ Diese Geschäftstaktik ist generell jedoch nicht festzustellen,³² da eine gute Risikokontrolle für Banken eben auch einen Wettbewerbsvorteil bedeutet. Denn die EZB könnte es sich vor dem Hintergrund eines möglicherweise gesunkenen EWU-Systemrisikos eher leisten, zuvor auf nationaler Ebene bedrohlichen Banken Krisen nun den Marktkräften und privaten Rettungsaktionen zu überlassen. Damit erzeugt der – ohnehin global bereits – zunehmende Wettbewerbsdruck auf Banken eher das Bedürfnis für eine bessere eigene Risikoabsicherung, um Verluste zu vermeiden. Dies drückt sich auch in den Bemühungen zur besseren Risikoberichterstattung in den Basel II-Initiativen aus.

Die Fusionen im Bankensektor haben seit Beginn der EWU deutlich zugenommen, und die Finanzmarktintegration hat sich allgemein intensiviert.³³ Obwohl ein höherer Konzentrationsgrad des Bankensystems weniger Wettbewerb bedeuten könnte, hat die den Euro begleitende Kapitalmarktliberalisierung bereits geholfen, Monopolrenten in zuvor national abgeschotteten Märkten abzubauen.³⁴ Zwar sind Manipulationen einzelner Marktsegmente immer noch möglich,³⁵ aber der gegenseitige Zugang zu vorher fragmentierteren Märkten machen auch temporär marktbeherrschende Stellungen weniger wahrscheinlich. Vertiefte Integrati-

on ist auch für den Markt für Staatsanleihen erkennbar.³⁶ Sofern noch ein Mangel an Integration besteht, ist dies vermutlich auf noch bestehende nationale Regulierungsfragmentierung zurückzuführen.³⁷

Empirische Studien zeigen, dass auch die nur noch sehr niedrigen Zinsspannen zwischen den EWU-Staatsanleihen-Emittenten trotz deutlich unterschiedlicher Schuldenstände sowohl das erheblich gesunkene Liquiditätsrisiko der Märkte als auch nach wie vor die jeweilige Bonität der nationalen öffentlichen Schuldner reflektieren.³⁸ Zudem fällt die bisherige EWU-Zeit mit einer Phase von weltweit allgemein hohem Geldmengenwachstum zusammen, so dass Bonitätsunterschiede gerade bei Staatsanleihen von Industrieländern weitaus geringere Zinsspannen verzeichnen. Zwar ist es wahrscheinlich, dass die Bewertung der Staatsanleihen durch die Märkte noch Verzerrungen widerspiegelt.³⁹ Dennoch wird wahrscheinlich der intensivere Wettbewerb, die größere Transparenz und die höhere Marktliquidität für eine verbesserte Disziplinierung von Staatsschuldnern gegenüber der Zeit vor der Währungsunion gesorgt haben.⁴⁰

Wie die Marktdisziplin in der EWU gesichert werden kann

Die Institution der EWU lässt also eine Reihe von Verbesserungen für die Marktdisziplin von Staatsverschuldung erhoffen. Einige ordnungspolitische Weichenstellungen bleiben jedoch notwendig, um das EWU-weite Systemrisiko in den Griff zu bekommen und den Wettbewerb auf dem Markt für Staatsanleihen zu sichern. Durch die zunehmenden Interdependenzen und Verflechtungen in der EWU dürften nationale Regelungen hier nicht mehr ausreichen. Zwar gibt jegliche EWU-einheitliche Regelung einen gerade bei den schwer zu regulierenden Finanzmarktfragen fruchtbaren (Aufsichts-) Systemwettbewerb auf, dürfte aber für zwei Bereiche unerlässlich sein: erstens für die Gefahr

³⁰ Vgl. X. Vives, a.a.O.

³¹ Ein Hinweis auf die mangelnde empirische Evidenz effizienzsteigernden Wettbewerbs bei Banken und die entsprechende Literatur findet sich bei L. Weill: On the Relationship Between Competition and Efficiency in the EU Banking Sectors, in: Kredit und Kapital, Jg. 37 (2004), Nr. 3, S. 329-352.

³² Vgl. C. M. Buch: Globalization of Financial Markets, Kieler Studien Nr. 328, Berlin, Heidelberg 2004; J. H. Boyd, G. de Nicolò: The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited, in: The Journal of Finance, Vol. XL (2005), Nr. 3, S. 1329-1343.

³³ Vgl. F. Allen, W. Song, a.a.O.

³⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank: Bankenwettbewerb und Stabilität des Finanzsystems, in: Finanzstabilitätsbericht, November 2005, S. 103-119.

³⁵ In Bond-Settlement-Systemen wie MTS besteht ein Moral Hazard für einzelne Marktteilnehmer, mit großen Ordnern marktbeherrschende Positionen aufzubauen, wenn der Rest der Market Maker zu kontinuierlicher Liquidität gezwungen wird. Siehe auch den Fall der Citigroup im August 2004. Vgl. M. Pagan, E. von Thadden: The European bond markets under EMU, in: Oxford Economic Review, Vol. 20 No. 4 (2004), S. 531-554. Hier: S. 542.

³⁶ Vgl. L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova, C. Monnet: Measuring financial integration in the euro area, ECB Occasional Paper Nr. 14, Frankfurt/M. 2004.

³⁷ Vgl. EU-Kommission: Cross-border consolidation in the Financial Sector, Commission Staff Working Document, SEC 1398 (26. Oktober 2005), Brüssel 2005.

³⁸ Vgl. K. Bernoth, J. von Hagen, L. Schuknecht: Sovereign risk premia in the European government bond market, ECB Working Paper Nr. 369, Frankfurt/M. 2004; K. Heppke-Falk, F. Hüfner: Expected budget deficits and interest rate swap spreads – Evidence for France, Germany and Italy, Bundesbank Discussion Paper, Series 1: Studies of the Economic Research Centre Nr. 40, Frankfurt/M. 2004.

³⁹ Z.B. schließen K. Bernoth, J. Hagen, L. Schuknecht, a.a.O., S.18, in ihrer empirischen Studie den Einfluss von Bailout-Erwartungen in den Zinsabständen der EWU-Staatsanleihen ausdrücklich nicht aus.

⁴⁰ K. Heppke-Falk, F. Hüfner, a.a.O. finden eine gewisse Signifikanz für einen Disziplinierungseffekt der Zinsen (für Deutschland, Frankreich und Italien), und zwar sogar stärker in der Zeit nach Beginn der EWU als davor.

⁴¹ Vgl. z.B. S. Stolz: Banking Supervision in Integrated Financial Markets: Implications for the EU, CESifo Working Paper Nr. 812, München 2002.

grenzüberschreitender Wirkungen im EWU-weiten Systemrisiko,⁴¹ und zweitens für die Schaffung einheitlicher Wettbewerbsbedingungen für Marktteilnehmer und für Produkte auf dem Markt für Staatsanleihen. Diese Maßnahmen würden dem Subsidiaritätsprinzip und dem Systemwettbewerbgedanken des EG-Vertrags entsprechen.⁴²

Zur Regulierung des EWU-Systemrisikos

Der erste große Problembereich auf dem Markt für EWU-Staatsschulden umfasst das bereits angesprochene Dilemma der EZB, auf durch Staatsbankrott verursachte Solvabilitätskrisen mit einem Bailout reagieren zu müssen, wenn sie die Preisniveaustabilität sichern will – trotz Verbot von Bailout-Maßnahmen im EU-Vertrag. Erstaunlicherweise sieht die monetäre Regulierung für die EWU und EU noch nicht vor, dass die EZB neben der Geldpolitik auch EWU-weite Finanzmarktaufsicht betreibt.⁴³ Zwar machen die Analyse-Anstrengungen der EZB deutlich, dass sie die neuartigen Systemrisiken des EWU-Bankensystems erforscht und zu erfassen sucht,⁴⁴ aber sie hat nur beratende Funktion für (letzten Endes nationale) administrative Maßnahmen gegen solche Risiken.⁴⁵

Daher wäre es im Rahmen einer einheitlichen Finanzmarktaufsicht in der EWU unerlässlich, die regulatorischen Anstrengungen, die z.B. von Seiten der Kommission im Rahmen des Lamfalussy-Prozesses und der zweiten EU-Bankenrichtlinie bereits angestellt wurden,⁴⁶ auf eine deutlichere Kompetenzübertragung an die EZB (die für EWU-Belange auch eher als die EU-Kommission handlungsfähig wäre) zu verlagern.⁴⁷ Die Vielzahl an Kommissionen und Expertengremien, die noch zu den internationalen Anstrengungen zur Systemrisikobewältigung im Rahmen der Eigenkapi-

⁴² Z.B. blieben auf nationale Wirkung beschränkte Marktverzerrungen wie Insiderhandel oder Gläubigerschutz – sofern sie nicht das EWU-Systemrisiko beeinflussen – in der Hand nationaler Aufsichtsbehörden. Grenzüberschreitende, aber nicht System-bedrohende Wirkungen können dann auch durch Kooperation zwischen den Behörden geregelt werden.

⁴³ Dies entspricht der Struktur der Deutschen Bundesbank. X. Vives, a.a.O., S. 68 f. gibt eine Auflistung der offenen Punkte für eine Systemrisikobewältigung durch die EZB.

⁴⁴ Vgl. die Internet-Präsenz der EZB, insbesondere unter <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/financial-stability.de.html>

⁴⁵ Diese Aufgabe nimmt sie über den Ausschuss für Bankenaufsicht des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) wahr.

⁴⁶ Ein guter Überblick des aktuellen Stands der Harmonisierungsbestrebungen zur Finanzmarktregulierung in der EU findet sich bei F. Dierick, F. Pires, M. Schleicher, K. G. Spitzer: *The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union*, ECB Occasional Paper Nr. 42, Frankfurt/M. 2005.

⁴⁷ Bislang existiert allerdings allenfalls eine schwache empirische Evidenz für eine effizientere Banken- und Finanzmarktaufsicht durch eine zentrale Institution. Vgl. J. R. Barth, D. E. Nolle, T. Phumiwasana, G. Yago: *A Cross-Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance*, in: *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 12 (2003), Nr. 2, S. 67-120.

talrichtlinien von Basel II hinzukommen, drohen jedenfalls die Unsicherheit und damit die Transaktionskosten für Finanzmärkte und Finanzmarktteilnehmer eher zu erhöhen als zu senken.⁴⁸

Die geldpolitische Unabhängigkeit der EZB könnte ein weiterer Grund dafür sein, die national häufig politisch beeinflusste Finanzmarktaufsicht nun auf die EZB zu übertragen.⁴⁹ Ferner wäre es wichtig, dass die EZB zwar für die allgemeine Transparenz der Daten durch eigene Erhebungen und eine strengere gesetzliche Veröffentlichungspflicht der Marktteilnehmer sorgt, die Aufschluss über das Systemrisiko geben könnten (wie z.B. die relativen Größenordnungen von Bilanzpositionen in den Regionen und ihre Verflechtungen). Nicht veröffentlichen sollte sie hingegen ihre quantitative Beurteilung des Systemrisikos.⁵⁰ Solange Unsicherheit über den Eingreifzeitpunkt der EZB bestünde, solange wäre auch ein strategisches Verhalten nicht nur einzelner Banken über ihr Kreditangebot an Staaten, sondern vor allem auch einzelner EWU-Regierungen über ihre Nachfrage nach Krediten sehr erschwert. In diesem Zusammenhang wäre denn eine explizite gesetzliche Zueignung von Lender of Last Resort-Funktionen für die EZB, die bislang noch nicht besteht, somit nicht notwendig.⁵¹

Die Verhandlungen der Finanzmarktteilnehmer zur Selbstverpflichtung ihrer Eigenkapitalunterlegungen und Risikobewertungen, wie sie in Basel beim Basel Committee for Banking Supervision in Form des Basel II-Abkommens gesammelt wurden, können noch dem Markt für Staatsanleihen einen weiteren Stabilisierungsimpuls geben. Ein gewisses Minimum an Eigenkapital kann das Systemrisiko begrenzen. Zwar finden sich hier im Standardansatz zur Risikobewertung nach wie vor nur grobe Risikoklassifizierungen zur Eigenkapitalunterlegung von Krediten an Staaten, die Regelungen sind aber gegenüber der Praxis des ersten Baseler Abkommens von 1988 (Basel I) verbessert.

⁴⁸ Interessanterweise wird dieser Punkt auch von der EU-Kommission selbst als Problem aufgeführt. Vgl. EU-Kommission: *Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005-2010*, Brüssel 2005, S. 8). Neben der Unklarheit kann auch die Verzögerung bei der Lösung offener Finanzmarktfragen für die EWU selbst wiederum Systemrisiken auslösen (X. Vives, a.a.O.).

⁴⁹ Vgl. X. Vives, a.a.O.

⁵⁰ Vgl. hierzu auch bereits A. Prati, G. J. Schinasi: *Financial Stability in European Economic and Monetary Union*, Princeton Studies in International Finance Nr. 86, Princeton, New Jersey 1999. EZB, Finanzministerien und nationale Aufsichtsbehörden haben bereits ein „Memorandum of Understanding“ zu dieser Problematik beschlossen, aber bewusst nicht veröffentlicht. Vgl. die Presseerklärung vom 18. Mai 2005 http://www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr050518_1.en.html.

⁵¹ Solange EZB-intern geklärt bleibt, bis zu welchem Ausmaß bei akuten Krisen nationale Zentralbanken Liquidität ohne Konsultation des ESZB-Rats bereitstellen dürfen, um eine einheitliche Linie ihrer Politik zu wahren.

Zur Regulierung des EWU-Wettbewerbs von Staatsanleihen

Für funktionierenden Wettbewerb, dem zweiten EWU-weit zu lösenden Regulierungsbereich, ist die EU-Kommission zuständig (die bereits über die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes wacht), da Wettbewerbspolitik ökonomisch grenzüberschreitend wirkt und damit gemäß EU-Recht auf EU-Ebene entschieden wird. Jegliche Wettbewerbsverzerrung bei Banken und Marktteilnehmern von Staatsanleihen (sowie deren Anlagesubstituten) müsste im Rahmen der Liberalisierung der EU-Kapitalmärkte beseitigt werden. Zu den Hemmnissen gehören eine kartellrechtlich bedenkliche politische Förderung von „National Champions“ bei Banken ebenso wie staatliche Subventionierungen des Bankensystems über Garantien oder Auflagen für institutionelle Investoren, Mindestanteile ihrer Portefeuilles in inländischen Staatsanleihen zu halten. Zwar sollte die EU-Kommission bei den wettbewerbspolitischen Entscheidungen auch Bedenken berücksichtigen, die nationale Finanzmarkt-Aufsichtsbehörden vor allem zum Gläubiger- und Kundenschutz äußern könnten. Allerdings ist es eben fraglich, ob einzelne, nationale Aufsichtsbehörden überhaupt in der Lage sind, EWU-weite Systemrisiken zu beurteilen.

Die EZB kann ihrerseits einen Beitrag zum besseren Wettbewerb leisten. Bislang bewertet sie in der Liquiditätsbereitstellung bei Repo-Geschäften alle EWU-Staatsanleihen zwar zu ihren Marktpreisen, aber ohne Risikoabschlag trotz deutlich unterschiedlicher Schuldenstände und Ratings, was kürzlich in die Kritik geriet.⁵² Denn die Marktpreise könnten wiederum gerade durch diese einheitliche Behandlung der EZB verzerrt sein.

Transaktionskostensenkende Harmonisierungen von Finanzmarktregulierungen, die den Wettbewerb intensivieren könnten, wären abzuwägen gegen Bedenken, dass der Wettbewerb durch sie auch beeinträchtigt werden kann. Es ist hier von Seiten der Wettbewerbsaufsicht in Brüssel zum Beispiel darauf zu achten, dass die Basel II-Standards freiwillig bleiben. Weder sollten sie in geltendes EU-Recht einfließen,⁵³ noch sollten sie Vorteile für größere Marktteilnehmer zementieren helfen. Der Grund hierfür liegt zum einen darin, dass die beschriebenen Probleme der Marktverzerrungen besser und wirtschaftspolitisch angemessener durch die wettbewerbspolitische Aufsicht und die geldpolitische Kontrolle des Systemrisikos bewältigt werden.

⁵² Vgl. W. H. Buiter, A. C. Sibert: How the Eurosystem's Treatment of Collateral in its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone (and what to do about it), NBER mimeo (Version vom 3.12.06), <http://www.nber.org/~wbuiter/sov.pdf>.

⁵³ Wie dies in den EU-Bank-Richtlinien und im Rahmen des Lamfalussy-Prozesses zum Teil vorbei am EU-Parlament geschieht.

Branchenstandards hingegen bergen bei Banken und Finanzmärkten wie bei jeder Industrie die Gefahr, Eintrittsbarrieren zu erzeugen, Kartelle zu erleichtern und gerade die für Finanzprodukte wichtige Dynamik zu unterbinden. Werden zudem komplexere Risikobewertungsmodelle für große Banken nach Ermessen der rein nationalen Aufsichtsbehörden zugelassen, drohen weitere Wettbewerbsverzerrungen.⁵⁴ Der Kapitalmarkt ist hier vermutlich am besten in der Lage, die Anstrengungen der einzelnen Marktteilnehmer und Banken zur Risikominimierung mit einer entsprechenden Bewertung ihres individuellen Kredit-Portefeuille-Risikos und Aktienwertes zu honorieren. Es ist im eigenen Interesse der Banken, asymmetrische Informationen überwinden zu helfen – ein Streben, das in einem zunehmend größeren Finanzmarkt attraktiver wird als ein rein auf Bailout spekulierendes, zu risikofreudiges Verhalten. Möglicherweise reichen die durch den Wegfall der Kapitalverkehrsschranken und durch die EWU erreichten Transaktionskostensenkungen bereits aus, um Verzerrungen auf dem Markt für Staatsanleihen zu verhindern.

Fazit

Als Fazit lässt sich festhalten, dass die Institution der EWU vor allem zwei positive Faktoren mit sich bringt, die dem neuartigen Moral Hazard von Regierungen in der Währungsgemeinschaft, in der Hoffnung auf ein EZB-Bailout vermehrt Schulden einzugehen, entgegenwirken. Erstens dürfte das Systemrisiko aus Liquiditätsengpässen wegen eines größeren und liquideren Interbankengeldmarktes sinken. Zweitens könnten weniger fragmentierte, und damit wettbewerbsintensivere Märkte für Staatsanleihen auf EWU-Ebene die Effizienz steigern, sofern nicht neuartige Verflechtungen zu einem gestiegenen Systemrisiko aus Solvabilitätsgründen führen und das Wettbewerbsverhalten von Banken verzerren. Für eine optimale Regulierung der verbleibenden Risiken für den Markt für Staatsanleihen wäre ein Zusammenwirken der EU-Wettbewerbspolitik in Brüssel mit einer EWU-Finanzmarktaufsicht der EZB in Frankfurt ideal, die die Geldpolitik flankiert und die Systemrisiken minimiert. Initiativen von Basel II können den Märkten bei der Disziplinierung einer ansteigenden Staatsverschuldung in der EWU helfen, sollten jedoch nicht als starre EU-Normen den Wettbewerb verzerren.

⁵⁴ Für eine politökonomische Analyse von Bankenregulierung in Deutschland und Europa vgl. C. Kaserer: Trends in der Bankenaufsicht als Motor der Überregulierung des Bankensektors – Anmerkungen aus einer politökonomischen Perspektive, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Bd. 7 Nr. 1 (2006), S. 67-87. Hinzu kommt, dass nach wie vor Unsicherheit über die angemessene Bewertungsmethode von Risiken besteht. Systemrisiken werden durch Risikomessungen einzelner Banken möglicherweise nicht korrekt wiedergegeben. Vgl. J. P. Krahn: Vertrauen schaffen durch Begrenzung systemischen Risikos: Das Beta-Verfahren, in: Forum, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Jg. 55 (2006), Nr. 1, S. 54-60.