

Staatsverschuldung zügeln mit Hilfe der Märkte – Instrumente und Verfahren

Christian Deubner ¹

Auf einen Blick

Die Eurogruppenländer haben mit dem „Rettungsschirm“ gewaltige Summen bereitgestellt, um Schuldenkrisen in ihrer Mitte zu entschärfen und Märkte zu beruhigen. Bislang ist die erhoffte Wirkung aber ausgeblieben, da die Gläubiger der politischen Koordinierung nicht trauen. Daher sollten künftig Marktmechanismen als alternative Koordinierung der Fiskalpolitik und zur Zügelung der Staatsverschuldung in der Eurozone stärker berücksichtigt werden. Zur Stärkung dieser Mechanismen bedarf es einer entsprechenden politischen Ausgestaltung des Anleihen- und Bankenrechts sowie belastbarer Instrumente und Verfahren für den Umgang mit dem „Ernstfall“ staatlicher Zahlungsunfähigkeit in der Eurozone, wie z. B. Fonds und/oder Insolvenzregeln.

Im Mai dieses Jahres haben die Staats- und Regierungschefs der Eurozone auf die aktuellen Staatsschuldenkrisen in der GIPS² Länder-Gruppe mit einer Bailout-Entscheidung reagiert, die durch Hilfsfonds von insgesamt 580 Milliarden Euro Umfang untermauert wurde. Diese Lösung wird vielfach als dauerhafte Einrichtung für die Zukunft propagiert und inzwischen mehren sich die Stimmen, die den Fonds weiter aufstocken wollen. Künftig sollen Staatsschuldenkrisen in der Eurozone mit einer effektiveren fiskalpolitischen Koordinierung im Stabilitäts- und Wachstumspakt verhindert werden. Europäische Institutionen sollen dabei die Hauptrolle spielen.

Doch allein eine institutionelle fiskalpolitische Koordinierung in der Eurozone hat sich für diese Aufgabe als unzureichend erwiesen. Könnten nicht marktgesteuerte Mechanismen bei der fiskalpolitischen Zusammenarbeit der Euroländer in Zukunft eine größere Rolle spielen? Das wären Anreize, die es für überschuldete Staaten teurer machen, sich am Finanzmarkt zu finanzieren, und die damit ihrer übermäßigen Verschuldung entgegenwirken.

Institutionelle und marktgesteuerte Mechanismen bei der Steuerung staatlicher Verschuldung

Tatsächlich können marktgesteuerte Mechanismen bei der Steuerung staatlicher Verschuldung eine stärkere Wirkung als politische Institutionen entfalten,

wie viele internationale Vergleiche zeigen. Darüber hinaus erscheinen solche Mechanismen auch souveränitätsschonender und damit der EU angemessener.

Die Schwächen einer institutionell-prozeduralen Koordinierung dagegen lassen sich bereits am Beispiel Deutschland zeigen. Die deutsche öffentliche Finanzordnung ermutigt Bundesländer auf dem Überschuldungspfad, an ihrem Ausgaben- und Kreditaufnahmeverhalten nichts zu verändern, bis hin zur Zahlungsunfähigkeit. Dann können sie auf Bundeshilfe rechnen. Investoren werden so Anreize gesetzt, ihnen weiter Kredit zu geben.

In der Eurozone hat der sogenannte „Rettungsschirm“ vom Mai 2010 dieselbe Funktion. Er hat das bereits zuvor ungläubwürdige Bailout-Verbot des Vertrages definitiv desavouiert. Institutionell-prozedurale Koordinierungsmechanismen zur Verschuldungskontrolle sind gegenüber solchen Fehlanreizen wirkungslos.

Solche Hilfsmechanismen für überschuldete öffentliche Gemeinwesen gehören zu fast allen Systemen fiskalpolitischer Kooperation/Interdependenz. Je nachdem unter welchen Bedingungen sie Hilfe gewähren, wird dadurch entweder das Funktionieren gehemmt oder begünstigt. Das gilt auch für die unterschiedlichen Vorschläge zur Reform der fiskalpolitischen Koordinierung zwischen den Euro-Mitgliedstaaten, die im Folgenden diskutiert werden.

Marktgesteuerte Mechanismen zur Verhinderung von Überschuldungskrisen

Angenommen, die Regierungen der Eurostaaten wollten marktgesteuerte Mechanismen zur Verhinderung von Überschuldungskrisen einführen, dann gäbe es zwei entscheidende Maßnahmen zur Setzung der richtigen Anreize: die vertraglich oder sekundärrechtlich verankerte Zulassung geordneter Umschuldungen oder Insolvenzverfahren, und die Verhinderung von Bailout. Selbst dann bleibt eine Glaubwürdigkeitslücke: Warum sollte man – besonders nach der Erfahrung mit der Schaffung des Rettungsschirms – den Euro-Mitgliedstaaten zutrauen, dass sie diese beiden Maßnahmen im Ernstfall umsetzen?

Zwei Typen zusätzlicher Maßnahmen könnten helfen, Regierungen und Marktakteure davon zu überzeugen: Einerseits müssten Umschuldungs-

konzepte tatsächlich als machbar und angemessen und als in ihrem Ablauf vorhersehbar anerkannt werden. Die entsprechenden Regelungen müssten allen Beteiligten schon vorab bekannt sein. Das betrifft einerseits die Vorbereitung von Maßnahmen für eine tatsächlich eintretende Insolvenz und Umschuldung. Diese fallen zwar schon in die Kategorie der Korrektivinstrumente. Ihre sichtbare Bereitstellung erhöht aber auch die Glaubwürdigkeit des Bailout-Verbots. Andererseits wären die rechtlichen Rahmenbedingungen für Staatsanleihen und für die Krisenfestigkeit der Banken so zu ändern, dass auch von dieser Seite her deutliche Anreize für Banken und andere Investoren sichtbar werden, ihr Engagement in den Anleihen einzelner Eurostaaten zu begrenzen und insbesondere auf Solvenz-Risiken mit adäquaten Preis-Abschlägen zu reagieren.

Eine Variante eines solchen Schemas ist das sogenannte Blue Bond-Konzept (Bruegel-Institut), wonach Eurostaaten ihre Schulden systematisch durch „blaue“ und durch „rote“ Anleihen finanzieren würden. Für die „blauen“ würde die Eurogruppe insgesamt bürgen (60 Prozent des BIP). Mehr Kredit könnte der Schuldnerstaat nur auf eigenen Namen aufnehmen, das wären die „Red Bonds“. Die Red Bonds müssten bei Überschuldungs-Verdacht dann hohe Wertabschläge hinnehmen und schon die Verschuldung über 60 Prozent des BIP hinaus wird für den Schuldnerstaat besonders teuer. Inzidenter soll er so auch ermutigt werden, seine Schuldenaufnahme im Rahmen der 60 Prozent des BIP zu halten. Allerdings stehen neben technischen Umsetzungsschwierigkeiten die politischen Probleme einer solidarischen Gewährleistung für die 60 Prozent durch die Eurogruppen-Staaten. Deren nationale Parlamente dürften sich auf Dauer weigern, solche Garantien abzusegnen.

Zu anderen wichtigen Fragen bietet die deutsche Diskussion noch wenig Neues. So ist nicht erkennbar, dass etwa für die Probleme, die sich mit der Einführung einer EU-Umschuldungs- oder -Insolvenzregelung stellen würden, bereits anleihenrechtliche Ideen auf dem Tisch lägen, die über das altbekannte Konzept der Collective Action Clause hinausgehen würden. Ebenso wenig ist aufgearbeitet, in welcher Weise derartige anleihenrechtliche Entwicklungen mit den Regeln des EU Kapital-Binnenmarktes interagieren und wie ihre Vereinbarkeit mit diesen Regeln si-

cherzustellen wäre. Hier sind neue Konzepte und Vorschläge erforderlich, um weiter zu kommen.

Krisenfestigkeit der Banken ist eine zweite Dimension, von der die Glaubwürdigkeit marktgesteuerter Mechanismen bei der EU-weiten fiskalpolitischen Koordinierung abhängt. Im Mai 2010 war es die Befürchtung, dass die europäischen Banken sich angesichts wechselseitig erwarteter Belastungen aus notleidenden Staatspapieren gegenseitig keinen Kredit mehr geben würden, die die EU-Staats- und Regierungschefs offenbar dazu bewegte, einen Mechanismus zum Aufkauf solcher Staatspapiere und einen Fonds zur Unterstützung illiquider Staaten ins Leben zu rufen. Solange solche Befürchtungen nicht aufhören, wird die Politik im Krisenfall keine marktgesteuerten Mechanismen zulassen.

Eine überzeugende Bankenregulierungsreform nach Basel III könnte dies ändern, indem die Banken massive Anreize zur risiko-bewussteren Streuung ihrer Bestände an Staatspapieren bzw. zur Rückführung besonders risikobelasteter Bestände erhalten. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht geht in seinen Bemühungen allerdings noch nicht weit genug. Ein wichtiger Grund dafür ist die „Quasi-Komplizenschaft“, in der Banken und Staaten sowohl bei der Entwicklung exzessiver Staatsverschuldung, wie bei der Verhinderung marktgesteuerter Mechanismen stehen. Regierungen sehen in nationalen Banken oft nationale Akteure, die für das Gemeinwohl und für die Unterstützung der Politik kritische Aufgaben zu erfüllen haben, bis hin zum Kauf und Halten nationaler Staatsanleihen: Sie sollen weder in der Erfüllung solcher Aufgaben übermäßig behindert werden noch darf man sie in Notlagen – auch auf internationaler Ebene – allein lassen. Nach der Finanzkrise haben die G-20 Regierungen noch mehr Möglichkeiten als zuvor, dieses Anliegen in der Willensbildung des Basler Ausschuss für Bankenaufsicht einzubringen.

Die unzureichende Reformfreude bei der Bankenregulierung zeigt sich vor allem an der weiterhin unzureichenden Erhöhung der Eigenkapitalquoten und der weiter geltenden Erlaubnis, assets dabei nach ihrem „Risiko“ zu gewichten. Das lässt immer noch zu viele Anreize für Banken, bei der Hereinnahme von Staatsanleihen gegebenenfalls vorhandene Risiken zu ignorieren. So muss man fürchten, dass die Regierungen sich auch

weiterhin gefordert sehen, den Banken in Staatsschuldenkrisen mit Steuergeld zu helfen und die Glaubwürdigkeit marktgesteuerter Mechanismen gering bleibt. Das sollte sich dringend ändern; vor allem bei den Eigenkapitalquoten müsste man über alle Arten von assets hinweg zu einer einheitlichen Zielgröße von 20 Prozent kommen.

Marktgesteuerte Mechanismen zur Korrektur von Überschuldungssituationen

Für den Fall, dass die Zahlungsunfähigkeit eines Eurostaates unmittelbar bevorsteht, brauchen die Regierungen aber auch eine Präferenz-Option „marktgesteuerte Mechanismen“, die ausdrücklich Vorsorge für die Durchführung geordneter Umschuldungen oder Insolvenzverfahren für Euro-Staaten trifft.

Dazu sind zwei Elemente in der Diskussion: Erstens das Verfahren zur rechtswirksamen Erklärung einer Staats-Insolvenz, von der ab ein Staat seine ausstehenden Anleihen nicht mehr zu Pari zurückzahlen, oder nicht einmal mehr den vertraglichen Schuldendienst dafür leisten wird. Und zweitens die Vorsorge dafür, dass auch unter diesen Umständen die Schuldtitel eines Staates nicht ins Bodenlose fallen können und kein Chaos auf dem Staatsanleihemarkt ausbricht. Dafür ist die meistdiskutierte Option die Einrichtung einer Art von Hilfs- oder Garantiefonds.

Zur Staatsinsolvenz sollte ein Verfahren gewählt werden, das möglichst viel Flexibilität erlaubt, und das von einem kleinen Gericht organisiert wird, das man etwa als Sonderkammer am EuGH ansiedeln könnte. Vor diesem Gericht könnte ein zahlungsunfähiger Euro-Staat die Insolvenz beantragen. Ein neutrales Expertengremium würde seine verbleibenden Ressourcen und seine Zahlungsunfähigkeit überprüfen. Vielleicht sollte man auch die Europäische Kommission in diesen Schritt mit einbeziehen, um ihre Kooperationsbereitschaft zu erhöhen. Der Schuldnerstaat würde außerdem einen detaillierten Plan vorlegen, welcher einen finanzpolitischen Weg aus der Zahlungsunfähigkeit aufzeigt und eine wenigstens partielle Schuldentrückzahlung anbietet. Der Beitrag der Gläubiger zu diesem Plan müsste in einem fühlbaren haircut für den Wert ihrer Papiere bestehen. Gläubiger und Schuldnerstaat müssten sich über diesen Plan einig werden.

Ein Interesse an einer Einigung wird sowohl für die Staaten wie für die Gläubiger unterstellt. Eine vorab bereitgestellte Verfahrensoption würde künftig in der Krise die Unsicherheit verringern und könnte den Schuldnerstaaten selbst, aber auch den potenziellen helfenden Partnern die kurzfristige überhastete Suche nach einer ad-hoc Lösung ersparen. Sie verringert auch die künftigen Belastungen der Schuldnerstaaten und ihrer Euro-Partner. Ihre Bonität würde dadurch absehbar nicht dauerhaft geschädigt.

Da Staaten im Gegensatz zu bankrotten Unternehmen weiterbestehen, kann man nicht alle Gläubiger davon überzeugen, die Hoffnung auf künftige Voll-Einlösung aufzugeben und hier und heute auf einen solchen Kompromiss und den darin enthaltenen haircut einzugehen. Für die Zukunft allerdings könnte man sich für die Euro-Staaten eine Änderung des Anleihenrechts vorstellen, dergestalt, dass Investoren verpflichtet sind, unter bestimmten Bedingungen in einer Insolvenzsituation den Schiedsspruch eines vorbestimmten Schiedsgerichts anzunehmen.

Beim Ausbleiben einer Einigung würden alle Akteure wieder in den status quo ante zurückfallen, in dem sich ein Euro-Staat auf dem Weg in die ungeordnete Insolvenz befindet.

Ein Hilfs- bzw. Garantiefonds wird im Konzept eines „Europäischen Währungsfonds“ (CEPS) angeboten. Seine zwei Kern-Elemente könnten in der hier gewünschten Weise wirken. (1) Zur langfristigen Finanzierung des Fonds werden Euro-Mitgliedstaaten im Maße ihrer übermäßigen Verschuldung herangezogen: Ein Anreiz für diese Staaten, ihre Verschuldung zu mäßigen. (2) Die Hauptaufgabe des Fonds in der Krise ist das Angebot, entwertete Staatsanleihen mit einem Abschlag in garantierte Fondsanleihen umzutauschen: Einmal ein Anreiz für private Investoren, das Risiko beim Kauf von Staatsanleihen besser zu berücksichtigen, und zweitens mit der Begrenzung ihres Wertverfalls auch eine Vorsorge gegen eine Panik auf dem Finanzmarkt.

Gegenargumente und Unsicherheiten bleiben trotzdem: Erstens die prinzipielle Frage, ob bei klarer No-Bailout-Regel und angesichts existierender Marktinstrumente zur Absicherung gegen Insolvenz-Risiken noch eine staatliche Insolvenz-Absicherung erforderlich sei, ja, ob sie nicht die falschen Anreize setzen würde. Damit verbunden die Frage, was mit dem Finanzdienstleistungssektor für Kreditausfallversicherungen (CDS) und seinen ausstehenden Engagements geschehen sollte. Drittens die Frage, wie mit dem aufgehäuften Fonds-Vermögen zu verfahren sei.

Fazit

Die Stärkung von Marktmechanismen bei der Koordination von Fiskalpolitiken und der Kontrolle staatlicher Verschuldung bedeutet nicht den Abschied von der Politik. Schon die Einführung der hier skizzierten Rahmenbedingungen wirksamer Marktmechanismen wäre ein hochpolitischer Akt, in dem das Staat-Markt-Verhältnis neu austariert werden müsste: Einerseits stiege der disziplinierende Einfluss von Märkten gegenüber den Staaten, zugleich gewannen diese aber bei Zahlungsunfähigkeit neue Spielräume. Andererseits müssten die Marktakteure die von ihnen eingegangenen Risiken erstmals tatsächlich übernehmen, das Finanzrecht würde ihnen Anreize bieten, sich darauf einzurichten. Wohl einer ähnlichen Logik wie der hier vorgetragenen folgend, hat auch die deutsche Bundesregierung ihre Linie zur Verhinderung und zur Handhabung von Staatsüberschuldung im Euroraum seit dem Frühjahr 2010 in bemerkenswerter Weise geändert. Marktgesteuerte Mechanismen sollen dabei nunmehr eine Schlüsselrolle spielen. Im Übrigen sind demokratisch legitimierte politische Institutionen auch für die Finanzmarktreform in der EU erforderlich. Ebenso ist eine taugliche Prävention in der Überschuldungskontrolle nur mit der Einführung guter nationaler Fiskal- und Wirtschaftspolitiken zu erreichen. Dazu bedarf es auch vermehrter politischer Konsolidierungs-Anreize in einem geschärften Stabilitäts-pakt. Die bisherige Anwendung dieses Paktes hat aber auch die Grenzen einer nur institutionellen Eurozonen-Gouvernanz demonstriert.

1 Dr. habil. Christian Deubner (New York University in Berlin), dankt den Teilnehmern des Seminars „Verfahren und Instrumente einer wirksamen Bewältigung von Staatsschuldenkrisen – Voraussetzung nachhaltiger fiskalpolitischer Zusammenarbeit in der Eurozone“ am 13.10.2010 in Berlin, deren Anregungen hier zusammengefasst werden.

2 Griechenland, Irland, Portugal, Spanien.