

# Eine stabile Eurozone braucht mehr Risikoteilung



„Seit dem Höhepunkt der Schuldenkrise in den Jahren 2011-2012 ist der Euroraum stärker geworden. Die Volkswirtschaften im Euroraum erholen sich stetig und die öffentlichen Haushalte sind heute generell nachhaltiger geworden. Auch die Banken sind besser aufgestellt und sowohl aus dem öffentlichen als auch aus dem privaten Sektor werden stets mehr Maßnahmen ergriffen zur Lösung des Problems „fauler“ Kredite.“

Es wurde eine politische Verpflichtung zur Gründung einer Bankenunion abgegeben. Zwei ihrer drei Hauptpfeiler sind bereits eingerichtet und im Betrieb, was als Erfolg zu werten ist.

Fast fühlt sich die Schuldenkrise des Euroraums schon als eine ferne Erinnerung an. Das Bewusstsein für die Dringlichkeit von weiteren Reformen nimmt schnell ab, je stärker die Volkswirtschaften des Euroraums wachsen. Es ist aber sehr wichtig, die institutionelle Aufstellung des Euroraums weiter zu verstärken und die strukturellen Probleme auszuräumen, damit der Euroraum bei einem nächsten Konjunkturabschwung oder einer nächsten Finanzkrise widerstandsfähiger und stabiler ist. Dies wird auch dazu beitragen, das Vertrauen in das europäische Bankwesen zu stärken und damit seine Wettbewerbsfähigkeit auf einem globalen Markt zu steigern.“

Koos Timmermans,  
CFO ING Group



## Einleitung und Zusammenfassung

In der zweiten Jahreshälfte 2017 haben der französische Präsident Emmanuel Macron und die Europäische Kommission ihre Vision der Zukunft der EWU ausformuliert. Obwohl wir die Anerkennung der weiteren Reformbedürftigkeit des Euroraums für sehr begrüßenswert halten, glauben wir, dass noch höhere Ziele gesteckt werden müssen.

Der Euroraum benötigt mehr private und öffentliche Risikoteilung, damit er beim Eintreten eines nächsten Wirtschaftsabschwungs widerstandsfähiger ist. Zu diesem Zweck muss eine stabile Struktur eingerichtet werden. Dies bedeutet, dass nicht nur die Bankenunion vervollständigt werden muss, sondern auch eine gesteigerte öffentliche Risikoteilung unterstützt werden sollte. Das Kapitalmarktunion-Projekt, das auf die Unterstützung der grenzüberschreitenden Kapitalmärkte ausgerichtet ist, wird schon seinem Wesen nach ebenfalls die EU-weite Risikoteilung im privaten Sektor fördern.

Konkret unterstützen wir eine Politik, die:

- **Den „Teufelskreis“ der gegenseitigen Abhängigkeit von Staaten und ihren Banken in Angriff nimmt** – indem Staatsanleihen-Engagements als geographisches Konzentrationsrisiko behandelt werden, z.B. indem bei zunehmender Konzentration eine steigende Eigenkapitalunterlegung verlangt wird.
- **Die finanzpolitische Risikoteilung fördert** – indem ein ehrgeiziges Konzept für das Pooling der Staatsschuldtitelmission im Euroraum in Erwägung gezogen und die Nutzung von EU-weiten öffentlichen Fonds gefördert wird, die asymmetrische Schocks ausgleichen können.
- **Die politische Rechenschaftspflicht der Governance-Regeln im Euroraum weiter verstärkt** – indem die Institutionen des Euroraums verstärkt werden.

## Nichts ändern ist keine Option

Die institutionelle Konfiguration des Euroraums muss verstärkt werden, damit seine Widerstandsfähigkeit in Phasen des wirtschaftlichen Abschwungs verbessert wird. Obwohl seit 2012 Fortschritte erzielt wurden, sind die Mitgliedsstaaten des Euroraums immer noch anfällig für wirtschaftliche und finanzielle Schocks, während die Fähigkeit zum Ausgleich solcher Schocks begrenzt ist (s. Abbildung). Eine längere Phase des wirtschaftlichen Abschwungs, verschlechternde öffentliche Haushalte und Zweifel über die Gesundheit der Geschäftsbanken könnten neuerliche Spekulationen an den Finanzmärkten auslösen. Bei Investoren könnten Zweifel am No-Bailout-Grundsatz (der verhindert, dass Mitgliedsstaaten des Euroraums sich gegenseitig retten müssen) entstehen, da in der Vergangenheit bereits davon abgewichen wurde. Ständige Marktbulenzen und wirtschaftliche Schwierigkeiten würden ihrerseits die Stabilität des Euroraums insgesamt bedrohen.



## Optionen zur Verbesserung der grenzüberschreitenden Risikoteilung

Die Europäische Kommission hat verschiedene Optionen für ein Reform des Euroraums auf den Tisch gelegt, die sowohl die privaten als auch die öffentlichen Verbindungen zwischen den Mitgliedsstaaten verstärken würden, damit der wirtschaftliche Schmerz einer landesspezifischen Rezession verteilt werden könnte. Reformen sind erforderlich, damit das Risiko von Ansteckungen und Spekulationen verringert werden kann, sodass sich die Aussichten auf eine schnelle wirtschaftliche Erholung in solcher Situationen verbessern würden und die finanzielle und politische Stabilität verstärkt wird. Nach unserem Dafürhalten lassen sich die benötigten Reformen in drei Punkte gliedern:

### I. Vollendung der Finanz- und Kapitalmarktunion

Zur Verstärkung der grenzüberschreitenden privaten Finanzierung sowie zur Unterbrechung der gegenseitigen Abhängigkeit zwischen Staaten und ihren Banken sollte die Vollendung der Bankenunion allerhöchste Priorität erhalten, indem eine europäische Einlagensicherung (EDIS) eingeführt wird und der einheitliche Abwicklungsfonds um ein Liquiditätskorrektiv erweitert wird, mit Unterstützung der Euroraum-Regierungen.

Außerdem sollten die Bankengruppen des Euroraums dazu in die Lage versetzt werden, ihre Kapital-, Liquiditäts- und Verlustabsorptionsvorgaben zentral, also unfragmentiert über die Grenzen des Euroraums hinweg, zu verwalten. Damit sollten Banken ihre Risiken besser steuern und ihre Finanzmittel effizienter einsetzen können, wodurch auch die Finanzstabilität verstärkt werden könnte. Der beste Weg dazu wäre es, wenn innerhalb der Bankenunion die Möglichkeit geschaffen würde, auf nationale Vorgaben zu verzichten. In vergleichbarer Weise sollte die Bankenunion im internationalen finanzregulatorischen Rahmen als ein einziges Hoheitsgebiet betrachtet werden.

Wir sind der Ansicht, dass die heutige Heimatmarkt-Präferenz in den Staatsanleihen-Portfolios der Banken in Angriff genommen werden sollte. Die Staatsanleihen-Engagements sollten aus der Sicht der Aufsichtsbehörden als Konzentrationsrisiko behandelt werden. Wie von Nicolas Véron vor kurzem vorgeschlagen wurde, könnte man eine konzentrationsabhängige Eigenkapitalunterlegung konsolidierter Konzernebene anwenden, und zwar ansteigend mit der Exposure in von einzelnen Staatskreditnehmern aufgelegten Anleihen. Außerdem ist der weitere Aufbau der Kapitalmarktunion erforderlich, um das grenzüberschreitende Eigentum von Fremd- und Eigenkapital zu verstärken.

### II. Realisierung einer hochgradiger integrierten Wirtschafts- und Finanzunion

Eine stärkere Harmonisierung der Wirtschaftspolitik dürfte zu besser synchronisierten Konjunkturzyklen führen, womit automatisch die Wahrscheinlichkeit asymmetrischer Schocks abnimmt. Ein

## Fazit

Die Auseinandersetzung mit den strukturellen Herausforderungen des Euroraums spielt eine entscheidende Rolle für die Gewährleistung eines stabilen und vorhersehbaren Umfelds, in dem sich das Wirtschaftswachstum unter gleichmäßigen Rahmenbedingungen fortsetzen kann. Reformen sind nach wie vor unverzichtbar. Obwohl im Jahr 2017 verschiedene wertvolle Vorschläge vorgelegt wurden, müssen zur Verstärkung der verzahnten Elemente, die für den Erfolg des Euroraums maßgeblich sind, die Ziele höher gesteckt werden: Bankenunion, Risikoteilung durch Förderung einer Wirtschafts- und Währungsunion, politische Reformen und Governance-Reformen sowie die Kapitalmarktunion. Die Verstärkung des EWU ist ein langer, aber bedeutender Prozess. Ein stabilerer Euroraum kommt nicht nur allen Bürgern, sondern auch der Wirtschaft zugute.

Wir sind überzeugt, dass sich in Europa Impulse abzeichnen, um bei diesen Reformen Fortschritte zu erzielen. Darum möchten wir bei den EU-Entscheidungsträgern befürworten, sich diese Impulse schon im Vorfeld der Europawahlen im Mai 2019 zunutze zu machen, damit diese Ziele Wirklichkeit werden können.

**Die richtige Reihenfolge** Manchmal hört man das Argument, die Risikoteilung im öffentlichen Sektor könne erst in Erwägung gezogen werden, wenn vorher risikoverringende Maßnahmen ergriffen worden wären. Dabei bleibt jedoch die Tatsache unberücksichtigt, dass es im Euroraum bereits eine Risikoteilung im öffentlichen Sektor gibt. Wie Rettungen von Staaten in der Vergangenheit gezeigt haben, sind die Länder des Euroraums im Falle sehr ernster Schwierigkeiten zur finanziellen Kooperation in der Lage. Darüber hinaus handelt es sich bei dem „Outright Monetary Transactions“-Programm der EZB, initiiert durch die berühmte Rede von Präsident Draghi „Alles Notwendige tun“, im Wesentlichen eine unbegrenzte Verpflichtung zur Risikoteilung auf dem Wege über die EZB. Da die EZB-Gewinne/-Verluste schlussendlich bei den Regierungen des Euroraums landen, ist das schon eine umfangreiche Risikoteilung im öffentlichen Sektor.

„Europäischer Währungsfonds“ könnte eine sehr wertvolle Rolle bei der Förderung einer stärkeren Harmonisierung der Wirtschaftspolitik spielen, damit wirtschaftliche und finanzielle Probleme rechtzeitig adressiert werden könnten.

Öffentliche Fonds und Programme, die sich auf den gesamten Euroraum erstrecken, sind ein Form der Risikoteilung im öffentlichen Sektor. Darüber hinaus sollte der Euroraum sich sorgfältig mit verschiedenen Modellen für ein Pooling des Staatsanleihen-Risikos durch neue Wertpapiere auseinandersetzen. Ein Anfang mit der gemeinsamen Ausgabe von Anleihen im begrenzten, gedeckelten Maßstab kann die Position der Staatskreditnehmer in einer schwierigen Situation verstärken. In diesem Fall könnten auch erneut dedizierte EU-Einnahmequellen zur Sicherung der Rückzahlung in Erwägung gezogen werden.

Eine gemeinsame Emission würde nicht nur den Euroraum-Regierungen einen stabilen Finanzierungszugang erschließen, sondern auch dem Finanzsystem einen neuen, erstklassigen Vermögenswert verschaffen. Dies könnte zum Abbau der Heimatmarkt-Präferenz in den Staatsanleihen-Portfolios der Banken beitragen.

### III. Politische und institutionelle Reformen

Schließlich ist klar, dass eine stärkere Risikoteilung im öffentlichen Sektor mit höheren Zielen über die Governance-Regeln im Euroraum einhergehen muss. Dies setzt auch eine Intensivierung der demokratischen Verantwortlichkeit voraus, je weiter die Institutionen des Euroraums verstärkt werden und an Bedeutung für die Wirtschaft des Blocks zunehmen.

Während alle diese Aspekte zunächst für den Euroraum gelten, ist es sehr wichtig, bei der weiteren Entwicklung des Projekts auch Nicht-Euro-Mitgliedsstaaten einzubinden. Dadurch wird nicht nur der Gedanke, dass das Euro-Projekt für Nicht-Mitglieder offensteht, gefördert, sondern auch die politische Verantwortlichkeit des EU-Projekts verstärkt.