

Krisenfinanzierung in der EU

Franz Nauschnigg,
Paul Schieder¹

Die europäische Finanzarchitektur, das Umfeld liberalisierter Kapitalmärkte und die europäische Währungsunion, mit dem Euro und einem handlungsfähigen Eurosystem einerseits und einer weniger stark ausgebauten Wirtschaftsunion andererseits, haben sich als krisenanfällig erwiesen. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt konnte die in den EU-Verträgen vorgesehene haushaltspolitische Überwachung nicht ausreichend gewährleisten, wurde daher 2010/11 erneut überarbeitet und verschärft sowie durch ein neues Verfahren ergänzt, das makroökonomischen Ungleichgewichten vorbeugen soll. Zusätzlich wird mit der Errichtung bzw. Erweiterung von „Rettungsschirmen“ für die Staaten der EU bzw. des Euro-Währungsgebiets Unterstützung bei der Bewältigung von Krisen gewährt, von denen Ansteckungseffekte ausgehen könnten. Neu sind insbesondere für die Währungsunion Mechanismen zur Finanzierung von Mitgliedstaaten, die erst anlässlich der Schwierigkeiten Griechenlands geschaffen werden mussten. Neben der Aufstockung der EU-Zahlungsbilanzfazilität auf 50 Mrd EUR im März 2009 wurden seit Mai 2010 sowohl bilaterale Kredite an Griechenland vergeben als auch weitere Finanzierungshilfen geschaffen: die Europäische Finanzstabilitätsfazilität (European Financial Stability Facility – EFSF: 440 Mrd EUR), der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (European Financial Stabilisation Mechanism – EFSM: 60 Mrd EUR) und der Europäische Stabilitätsmechanismus (European Stability Mechanism – ESM: 500 Mrd EUR). Damit werden – in Ergänzung zu den Mitteln des IWF auf globaler Ebene – auch auf regionaler Ebene finanzielle Unterstützungsmöglichkeiten geschaffen.

Die jüngsten Erfahrungen europäischer Länder – Island im Jahr 2008, zentral-, ost- und südosteuropäische Länder 2008 und 2009, Griechenland 2010, Irland und Portugal 2011 – haben gezeigt, dass auch entwickelte Volkswirtschaften von Finanzkrisen betroffen sein können.¹

Europa zeichnet sich durch liberalisierte Finanzmärkte und eine relativ schwache gemeinsame Finanzarchitektur aus. Die dadurch ermöglichten internationalen Kapitalflüsse – zunächst hohe Zuflüsse, dann „sudden stop“ oder sogar Abflüsse – spielten bei den aktuellen Krisen in Europa eine wichtige Rolle. Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise und die infolge stark gestiegenen öffentlichen Schuldenquoten vieler EU-Mitgliedstaaten hatten spätestens ab 2010 zu einer kritischen Hinterfragung des wirtschaftspolitischen Rahmens der EU geführt, insbesondere der WWU. So setzte man sich zum Ziel, mit einem reformierten

Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) die Koordinierung der Haushaltspolitik zu stärken und über einen neu implementierten „Surveillance-Mechanismus“ übermäßige makroökonomische Ungleichgewichte zu verhindern bzw. gegebenenfalls möglichst rasch zu korrigieren.

Darüber hinaus besteht zur Behebung von Ungleichgewichten im Bereich Zahlungsbilanz im Rahmen der EU-Verträge das Instrument der EU-Zahlungsbilanzfazilität (Fazilität des mittelfristigen finanziellen Beistands zur Stützung der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten), deren Obergrenze mittlerweile zweimal – zuletzt im März 2009 – angehoben wurde. Ziel dieser Fazilität ist es, jedem EU-Mitgliedstaat, der nicht den Euro als Währung hat, in Krisenzeiten finanzielle Hilfe zu gewähren. Für Staaten in der Währungsunion gab es keine vergleichbare Hilfe. Ausgelöst durch den Fall Griechenland wurden mittlerweile Mechanismen fi-

Begutachtung:
Peter Mooslechner,
OeNB;
Erhard Moser,
BMF

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für Integrationsangelegenheiten und Internationale Finanzorganisationen, franz.nauschnigg@oenb.at; Bundesministerium für Finanzen, Abteilung für allgemeine Wirtschaftspolitik, paul.schieder@bmf.gv.at. Die in diesem Beitrag von den Autoren zum Ausdruck gebrachte Meinung kann von der Meinung der OeNB und des BMF abweichen.

nanzieller Hilfe auch für diese Staaten geschaffen, die auf regionaler Ebene die Unterstützungsmöglichkeiten des IWF ergänzen. Unter diesen soll der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) als dauerhafter Krisenmechanismus eine Ergänzung im institutionellen Gefüge des Euro-Währungsgebiets bilden.

1 Europäische Finanzarchitektur und Finanzkrisen

Seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im Jahr 1971 steigt die Anzahl der Finanzkrisen weltweit, wie auch in Europa, wieder an. Laut IWF (Laeven und Valencia, 2008) gab es von 1970 bis 2007 weltweit 208 Währungskrisen, 124 Bankenkrisen und 63 Staatsschuldenkrisen.

Auch in der EU gab es vom Beginn der 1970er-Jahre bis zur Schaffung der WWU im Jahr 1999 immer wieder Währungskrisen und Wechselkurschwankungen, darunter etwa die EWS-Krise in der ersten Hälfte der 1990er-Jahre. Mit der Gründung der europäischen Währungsunion strebte die EU die Vermeidung derartiger – mit hohen volkswirtschaftlichen Kosten verbundenen – krisenhaften Geschehnisse auf dem europäischen Binnenmarkt an.

Angesichts der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise und der darauf folgenden Schuldenkrise in den EU-Mitgliedstaaten wurden allerdings auch Mängel und Unzulänglichkeiten in der bestehenden Finanzarchitektur und in der Steuerungsarchitektur der WWU, wie auch in der Koordinierung der Haushalts- und Wirtschaftspolitik offenkundig. So gab es zur Krisenprävention bei Banken und Versicherungsunternehmen wie auch auf Kapitalmärkten keine EU-Aufsichtsbehörden – diese mussten als Reaktion auf die Krise erst geschaffen werden. Zur Frühwarnung vor systemischen Risiken

wurde das European Systemic Risk Board (ESRB) eingerichtet und die Finanzmarktregulierung verstärkt. Auch fehlte es an ausreichenden finanziellen Unterstützungsmechanismen für in Liquiditätsschwierigkeiten geratene Mitgliedstaaten – sowohl auf EU-Ebene als auch innerhalb der Währungsunion.

Neben den im Rahmen der EU-Verträge und des IWF zur Verfügung stehenden Instrumenten für Zahlungsbilanzhilfe wurde seit Anfang 2009 eine Reihe spezifischer Mechanismen beschlossen, die – durch die akute Finanz- und Staatsschuldenkrise in Griechenland und die Auswirkungen auf das Euro-Währungsgebiet insgesamt getrieben – bestehende Lücken im institutionellen Gefüge schließen sollen. Neben der seit Anfang 2010 verstärkten wirtschaftspolitischen Steuerung, die Fehlentwicklungen im Bereich der Haushaltspolitik und makroökonomische Ungleichgewichte an der Wurzel bekämpfen soll, haben die Finanzierungsinstrumente das Ziel, die in Schwierigkeiten geratenen Staaten Griechenland, Irland und Portugal zu unterstützen.

Im vorliegenden Beitrag wird auf die Errichtung von „Rettungsschirmen“ für EU-Staaten im und außerhalb des Euro-Währungsgebiets näher eingegangen: die EU-Zahlungsbilanzfazilität mit einer Obergrenze von 50 Mrd EUR, bilaterale Kredite für Griechenland, die Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) mit einer Kapazität von 440 Mrd EUR, der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) mit einem Rahmen von 60 Mrd EUR und der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) mit 500 Mrd EUR. Diese Hilfen können als Voraussetzung für die Finanzierung einer geordneten Anpassung in den Krisenländern betrachtet werden. Eine weitere Voraussetzung ist, dass die

Banken der Krisenländer Zugang zu Liquidität beim Eurosystem haben, um Nettokapitalabflüsse kompensieren zu können (EZB, 2011).

2 EU-Zahlungsbilanzfazilität

Als im September 2008 Lehman Brothers insolvent und kurz darauf Island von einer schweren Finanzkrise getroffen wurde, kam es zu Ansteckungseffekten in den zentral-, ost- und südosteuropäischen Ländern (CESEE).

Ungarn wurde unmittelbar nach Island im Oktober 2008 erfasst und musste durch eine gemeinsame Aktion von IWF, EU und anderen internationalen Finanzinstitutionen gerettet werden. In der Folge kam es im Frühjahr 2009 zu spekulativen Attacken gegen die CESEE-Länder.² Auch Österreich kam aufgrund des vergleichsweise hohen Exposures seiner Banken in dieser Region unter Druck.

Tabelle 1

Krisenfinanzierung in Europa seit 2008¹ (per 11. November 2011)

Land	Gesamtkredit	IWF-Kredit	IWF-Fazilität	in % der Quote	Vom IWF ausbezahlter Betrag	Von EU/Euro-Währungsgebiet ausbezahlter Betrag	Weitere Zusagen und Zahlungen
	in Mrd EUR			in Mrd EUR			
Irland	84,93	22,43	EFF	232.600	8,90	20,50	EFSM: 22,5 (ausbezahlt: 13,9) EFSF 17,7 (ausbezahlt 6,6); IE: 17,5; UK: 3,8; SE: 0,6; DK: 0,4
Griechenland	110,40	30,40	SBA	3.212	17,96	47,10	Bilaterale Kredite ² : 80 (ausbezahlt: 47,1) EFSM: 26 (ausbezahlt: 14,1) EFSF: 26 (ausbezahlt: 5,9)
Portugal	79,30	27,30	EFF	2.300	10,44	20,00	EU-Zahlungsbilanz-Fazilität: 6,5; Weltbank: 1
Ungarn	19,62	12,12	SBA ³	1.015	8,79	5,50	EU-Zahlungsbilanz-Fazilität: 3,1; Weltbank: 0,4; EBRD: 0,1; SW, DK, NO, FI: 1,9; CZ: 0,2; PL: 0,1; EE: 0,1
Lettland	7,65	1,75	SBA	1.223	1,13	2,90	Weltbank: 3,84
Polen	25,89	22,05	FCL	1.400	0,00		EU-Zahlungsbilanz-Fazilität: 5
Rumänien							Weltbank: 1
Island	22,71	15,71	SBA ⁴	1.326	12,16	5,00	EBRD, EIB und IFC: 1
Bosnien und Herzegowina	3,92	1,61	SBA ⁵	1.190	1,61		Skandinavien, NL und UK: 2,31
Serbien	1,43	1,17	SBA	600	0,39		MFA: 0,1; Weltbank: 0,16
Serbien	3,36	2,66	SBA ⁶	560	1,58		MFA: 0,2; Weltbank: 0,5
Ukraine	20,16	19,55	SBA ⁷	1.239	10,64		MFA: 0,61
Insgesamt	379,37	156,75			73,60	101,00	

Quelle: IWF; Tabelle erstellt von OeNB. Kurs vom 11. November 2011: 1 SZR = 1,15 EUR; 1 SZR = 1,57 USD; 1 EUR = 1,37 USD.
(Abweichungen zu Zahlen früherer Tabellen sind aufgrund von Kursschwankungen möglich).

¹ Die Tabelle dient der Darstellung aller Krisenprogramme in Europa seit Herbst 2008, das heißt, sie beinhaltet auch bereits abgelaufene Programme, sofern Mittel geflossen sind. Wegen der Übersichtlichkeit werden nur Länder, deren IWF-Programme über 1 Mrd EUR liegen, dargestellt.

² Bilaterale Kredite für Griechenland stammen von anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets.

³ Das IWF-Programm Ungarns ist mit 5. Oktober 2010 abgelaufen.

⁴ Ein IWF-Programm Rumäniens, in dessen Rahmen 12,26 Mrd EUR ausbezahlt wurden, ist mit 30. März 2011 abgelaufen, das aktuelle Programm in Höhe von 3,59 Mrd EUR läuft bis zum 30. März 2013.

⁵ Das IWF-Programm Islands ist mit 31. August 2011 abgelaufen.

⁶ Ein IWF-Programm Serbiens, in dessen Rahmen 1,58 Mrd EUR ausbezahlt wurden, ist mit 15. April 2011 abgelaufen. Das aktuelle Programm in Höhe von 1,08 Mrd EUR läuft bis zum 28. März 2013.

⁷ Ein IWF-Programm der Ukraine, in dessen Rahmen 8,12 Mrd EUR ausbezahlt wurden, ist mit 27. Juli 2010 abgelaufen, das aktuelle Programm in Höhe von 11,6 Mrd EUR läuft bis zum 27. Dezember 2012.

Anmerkung: SZR = Sonderziehungsrechte; SBA = Stand-By Arrangement; FCL = Flexible Credit Line; EFF = Extended Fund Facility;

EFSM = European Financial Stabilisation Mechanism; EFSF = European Financial Stability Facility; MFA = Macrofinancial Assistance der EU; EIB: European Investment Bank; IFC: International Finance Corporation

² Neben Lettland und Litauen insbesondere Ungarn, Polen, die Tschechische Republik, Rumänien, Kroatien und Serbien.

Angesichts der Finanzierungsprobleme dieser Länder beschloss der Europäische Rat im März 2009 eine Erhöhung der „Fazilität des mittelfristigen finanziellen Beistands zur Stützung der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten“ (Verordnung EG, Nr. 332/2002 der EU; EU-Zahlungsbilanzfazilität) von 25 auf 50 Mrd EUR (nach einer Aufstockung von ursprünglich 12 auf 25 Mrd EUR). Zusätzlich wurde ein EU-Beitrag zur Finanzierung des IWF von 75 Mrd EUR (rund 100 Mrd USD) beschlossen. Auch Japan und die USA stockten ihre IWF-Finanzierungsbeiträge um jeweils 100 Mrd USD auf, sodass beim Treffen der G-20-Repräsentanten Anfang April 2009 in London die Mittel des IWF von 250 Mrd USD auf 750 Mrd USD erhöht werden konnten. Zusätzlich wurden vom IWF Sonderziehungsrechte (SZR) im Wert von 250 Mrd USD an seine Mitgliedsländer ausgegeben. Der Beitrag der EU zur Finanzierung des IWF wurde später auf bis zu 125 Mrd EUR erhöht; dieser erfolgt insbesondere über die Neuen Kre-

ditvereinbarungen (NAB). Im Zuge des Ausbruchs der Schuldenkrise in Griechenland im Frühjahr 2010 erklärte sich der IWF bereit, einen Beitrag zur Krisenfinanzierung in Europa von bis zu 250 Mrd EUR zu leisten.

Durch die „Vienna Initiative“ wurde auch der Privatsektor in die Lösung eingebunden. Die Banken verpflichteten sich, ihr Exposure in der CESEE-Region aufrechtzuerhalten und damit die Länder weiter zu finanzieren. In der Folge sanken sowohl die Credit-Default-Swaps (CDS)-Spreads als auch die Risikoprämien auf Staatsanleihen. Dank der gemeinsamen Finanzhilfen von IWF und EU an einzelne osteuropäische Staaten, wie etwa Ungarn, Rumänien und Lettland, stabilisierte sich die Lage in Osteuropa (siehe Überblick in Tabelle 1). Von der Stabilisierung der CESEE-Staaten profitierte auch Österreich, da in der Folge die – zuvor im Vergleich zu Deutschland stark gestiegenen – Risikoaufschläge auf heimische Staatsanleihen wieder zurückgingen (siehe dazu auch Nauschnigg, 2011).

Kasten 1

Finanzierung des IWF

Die Finanzierung des IWF erfolgt über seine Mitgliedsländer – im Fall Österreichs durch die Oesterreichische Nationalbank (OeNB). Die Inanspruchnahme der OeNB (Kreditgewährung an IWF) lag 2009 und 2010 insgesamt bei etwas über 440 Mio SZR. Die Verzinsung der SZR lag in diesen Jahren mit etwa 0,25 % deutlich unter dem Hauptrefinanzierungzinssatz bei geldpolitischen Geschäften im Eurosystem (1 %), sodass der OeNB damit ein Zinsverlust von jährlich etwa 0,75 % entstand, das heißt 2009 und 2010 jeweils in Höhe von knapp 4 Mio EUR.

Die Inanspruchnahme der OeNB wird in den nächsten Jahren wesentlich zunehmen, da durch die Aufstockung der Neuen Kreditvereinbarungen (NAB) dem IWF zusätzliche Mittel in Höhe von bis zu 3,6 Mrd SZR zur Verfügung gestellt werden müssen. Allerdings könnte sich der Zinsverlust für die OeNB auch in einen Zinsgewinn wandeln, wenn die SZR-Verzinsung über dem Euro-Zinssatz zu liegen käme.

Die Staats- und Regierungschefs der Länder des Euro-Währungsgebiets haben sich am 9. Dezember 2011 geeinigt, dass die dem Euro-Währungsgebiet angehörenden und andere EU-Mitgliedstaaten prüfen werden, ob sie dem IWF zusätzliche Mittel von bis zu 200 Mrd EUR in Form bilateraler Darlehen zur Verfügung stellen werden. Dies um sicherzustellen, dass der IWF über ausreichende Mittel zur Bewältigung der Krise verfügt. Es wird erwartet, dass sich andere Staaten entsprechende parallele Beiträge leisten. Am 19. Dezember 2011 einigten sich die EU-Finanzminister darauf, dass die Länder des Euro-Währungsgebiets dem IWF 150 Mrd EUR zur Verfügung stellen werden; dies bedeutet eine Inanspruchnahme der OeNB von etwas über 6 Mrd EUR.

3 Griechenland

Den eigentlichen Anlass für die Schaffung einer Reihe zusätzlicher Finanzierungsinstrumente in der EU bzw. im Euro-Währungsgebiet bot Griechenland, wo sich die Fehlentwicklungen im Bereich der Haushaltspolitik am deutlichsten offenbarten. Zwar beschloss der Rat der Europäischen Union (Wirtschaft und Finanzen) im April 2009, gegen Griechenland ein Verfahren bei einem übermäßigen Defizit zu eröffnen, dies erfolgte allerdings noch unter der – aus heutiger Sicht unverständlichen – Annahme, dass das gesamtstaatliche Defizit 2009 nach der Prognose der Europäischen Kommission bei 4,4% des BIP und 2010 bei gleichbleibender Politik bei 4,2% des BIP liegen würde. Griechenland wurde daher aufgefordert, binnen sechs Monaten wirksame Maßnahmen zu ergreifen, um den Schwellenwert von 3% des BIP bereits 2010 zu unterschreiten. Allerdings hatte nach Ablauf der Sechs-Monats-Frist die neue griechische Regierung im Oktober 2009 erhebliche Revisionen der Daten für das Defizit gemeldet (2008: 7,7% statt 5% des BIP; 2009: 12,7% statt 3,7% des BIP), die aufgrund der Unsicherheit aber von Eurostat nicht validiert wurden und in weiterer Folge wiederholt revidiert werden mussten.

Vor dem Hintergrund der dramatisch ansteigenden Risikoaufschläge für griechische Staatsanleihen und dem zunehmenden Bewusstsein, dass die Refinanzierung Griechenlands auf den Kapitalmärkten nicht länger zu nachhaltigen Zinssätzen bzw. gar nicht mehr möglich sein würde, erklärten die Staats- und Regierungschefs der EU-Mitgliedstaaten bereits am 11. Februar

2010, „im Bedarfsfall entschlossen und koordiniert [zu] handeln, um die Finanzmarktstabilität im gesamten Euro-Währungsgebiet zu wahren.“ Ende April suchte Griechenland um finanzielle Unterstützung an, am 2. Mai 2010 wurde daraufhin bei einem Sondertreffen der Finanzminister der Länder des Euro-Währungsgebiets ein Unterstützungspaket beschlossen, das ein Gesamtvolumen von bis zu 110 Mrd EUR für ein gemeinsames, dreijähriges Anpassungsprogramm der (damals 16) Mitgliedstaaten im Euro-Währungsgebiet (bis zu 80 Mrd EUR) und des IWF (bis zu 30 Mrd EUR) vorsah.

Der Auftrag der Staats- und Regierungschefs bildete den Anfang eines bald zweijährigen Verhandlungsreigens, der unter dem Eindruck andauernder Volatilität auf den Finanzmärkten mehrmals zur Einberufung von Sondersitzungen sowohl auf Ebene der Finanzminister als auch der Staats- und Regierungschefs der Länder des Euro-Währungsgebiets führte und auch Anfang November 2011 noch nicht abgeschlossen war. Ausgehend von einer auf Griechenland zugeschnittenen Lösung (Vergabe bilateraler Kredite durch die Länder des Euro-Währungsgebiets) wurde fast zeitgleich beschlossen, die EFSF, eine bis Mitte 2013 befristete, auf Haftungen beruhende Fazilität zu gründen, die mit 440 Mrd EUR ein wesentlich höheres Darlehensvolumen ermöglicht. Im Oktober 2010 wurde beschlossen, den permanenten Krisenmechanismus ESM einzurichten, dessen Aufbau sich an bestehenden internationalen Finanzinstitutionen orientiert. In allen Fällen ist die Vergabe finanzieller Mittel an die Erfüllung wirtschaftspolitischer Auflagen gekoppelt.³

³ Auf diese wird im vorliegenden Beitrag allerdings nicht eingegangen. Festzuhalten ist aber, dass die Auferlegung dieser „Konditionalität“ im Einklang mit den bestehenden Regeln der Haushaltsüberwachung des EU-Primärrechts erfolgen muss und der Europäischen Kommission, in Zusammenarbeit mit der EZB, bei der Beurteilung des Programmfortschritts eine wesentliche Rolle zukommt.

Nicht überraschend wurde anlässlich der Entwicklungen in Griechenland eine Reihe wichtiger ökonomischer und rechtlicher Fragestellungen kritisch diskutiert, die an den Fundamenten der WWU kratzen und schon bei deren Gründung im Mittelpunkt standen. Im Kern geht es dabei um die Folgen mangelnder Haushaltsdisziplin einzelner Mitgliedstaaten der Währungsunion, die Frage der Auswirkungen auf andere Mitgliedstaaten und die Bereitschaft oder Verweigerung, in einem solchen Fall Beistand zu leisten. Konkret lässt sich dies an den intensiven Diskussionen rund um die Rolle der 1992 im Maastricht-Vertrag verankerten „Nichtbeistands-Klausel“ (nunmehr Art. 125 AEUV), an der Durchsetzung des SWP und auch an der Rolle der EZB ablesen. Ähnlich wie die Fragestellungen decken auch die Einschätzungen dazu die gesamte Bandbreite an Möglichkeiten ab. Diese betreffen nicht nur die Vergabe von Krediten an Griechenland, sondern auch die Einrichtung von EFSF und ESM, die einerseits als notwendige Ergänzung des institutionellen Gefüges der WWU, andererseits aber als unzureichende Symptombehandlung mit negativen Anreizproblemen – und folglich mit immer geringerer Haushaltsdisziplin einhergehend – gesehen werden. Mit steigender „Ansteckungsgefahr“ für andere Länder des Euro-Währungsgebiets wird die Diskussion zunehmend grundsätzlicher und hinterfragt die Konstruktion der WWU als solche, unter Hinweis auf die fehlenden Eigenschaften eines optimalen Währungsgebiets. Im politischen Diskurs werden daher häufig Begriffe wie Europäisches Finanzministerium, Europäischer Währungsfonds, Europäische Schuldenagentur oder Eurobonds genannt.

Diese durch den Fall Griechenland wieder aufgeworfenen Grundsatzfra-

gen sind bedeutender als die konkrete Ausgestaltung der bilateralen Kredite der Länder des Euro-Währungsgebiets, die in einer langfristigen Perspektive nur als Provisorium auf dem Weg zur Schaffung dauerhafter Institutionen betrachtet werden können. Von einer genauen Darstellung der Funktionsweise kann daher abgesehen werden. Wesentlich ist nur, dass – im Gegensatz zu späteren Mechanismen – das erste Unterstützungspaket mittels bilateraler Darlehen der Länder des Euro-Währungsgebiets abgewickelt wurde. Fast 80 % des Anteils dieser Länder stellen Deutschland (bis zu 22,3 Mrd EUR), Frankreich (bis zu 16,7 Mrd EUR), Italien (bis zu 14,7 Mrd EUR) und Spanien (bis zu 9,8 Mrd EUR).

4 Temporäre Mechanismen: Europäische Finanzstabilitäts- fazilität und Europäischer Finanzstabilisierungs- mechanismus

Unmittelbar nach dem Beschluss des ersten Unterstützungspakets für Griechenland wurden in einer Sondersitzung des Rates der Europäischen Union (Wirtschaft und Finanzen) am 9. Mai 2010 wesentlich weiterreichende und betragsmäßig bedeutendere Änderungen angekündigt, die in die Schaffung der zwei Instrumente EFSF und EFSM mündeten. Gemeinsam mit dem Beitrag des IWF wurde damit ein „Rettungsschirm“ von insgesamt 750 Mrd EUR beschlossen, der – zusätzlich zur bilateralen Griechenland-Hilfe – die politische Entschlossenheit, eine drohende Ansteckung anderer Mitgliedstaaten zu bekämpfen, unter Beweis stellen sollte.

Die EFSF wurde als temporärer Mechanismus konzipiert und soll nach Ablauf von drei Jahren (Mitte 2013) keine weiteren Unterstützungen gewähren können. Aus diesem Grund

wurde sie zwecks rascher Gründung am 7. Juni 2010 in Luxemburg als Aktiengesellschaft errichtet, deren Anteile von den Ländern des Euro-Währungsgebiets gehalten werden (österreichischer Anteil: 2,78 %). Das Gebot schlanker Strukturen lässt sich auch an der geringen Kapitalausstattung ablesen, die nur bei etwa 30 Mio EUR liegt.

Der Gesellschaftszweck ist die Bereitstellung finanzieller Mittel an in finanzielle Schwierigkeiten geratene Länder des Euro-Währungsgebiets, die sich im Gegenzug – wie im Fall der bilateralen Griechenland-Hilfe – im Rahmen eines mit der Europäischen Kommission abgeschlossenen „Memorandum of Understanding“ zur Erfüllung strikter wirtschaftspolitischer Auflagen verpflichten müssen. Zu diesem Zweck nimmt die EFSF zu günstigen Konditionen Mittel auf den Kapitalmärkten auf und verwendet diese zur Darlehensvergabe. Die Kreditwürdigkeit der EFSF wird durch die anteiligen Haftungen der Länder des Euro-Währungsgebiets bewirkt. Da von Beginn an ein AAA-Rating angestrebt wurde, allerdings nur sechs Länder des Euro-Währungsgebiets ein solches Rating aufweisen, werden die einzelnen Emissionen von Anleihen mit einer „Übergarantie“ versehen, das heißt, jeder Mitgliedstaat haftet für 120 % seines Anteils an der Anleihe;⁴ sogenannte „Programmländer“ – Länder, die Darlehen der EFSF erhalten sowie Griechenland – sind ausgenommen. Zusätzlich wurden im Sommer 2010 Barreserven eingerichtet, die die geringe Kapitalausstattung kompensieren und somit erhöhte Sicherheit für die Inves-

toren bieten. Das erste Auftreten der EFSF auf den Kapitalmärkten erfolgte Ende Jänner 2011 und diente der Finanzierung der ersten Darlehenstranche an Irland mittels einer fünfjährigen Anleihe in Höhe von 5 Mrd EUR.

In einem Rahmenabkommen zwischen der EFSF und den Ländern des Euro-Währungsgebiets werden der organisatorische Aufbau, die Bedingungen für die Mittelaufnahme auf den Kapitalmärkten (Finanzierungen), die Auszahlungsmodalitäten sowie Rechte und Pflichten der Garantiegeber gegenüber der Gesellschaft und untereinander geregelt. Im Unterschied zu den bilateralen Darlehen an Griechenland wurde mit der EFSF ein Instrument geschaffen, das auf Haftungen beruht und deshalb keine Refinanzierungen seitens der Mitgliedstaaten erfordert. Andererseits unterliegt die EFSF damit auch dem Risiko von Ratingmigrationen⁵, das allerdings nur im Fall einer Herabstufung eines mit AAA bewerteten Mitgliedstaats schlagend würde.

Die für den Erhalt des AAA-Ratings notwendig gewordene Einführung einer Barreserve reduzierte allerdings die tatsächliche Kapazität des EFSF, Darlehen zu vergeben; zusätzlich wirkte sich die Zinsentwicklung so aus, dass Anfang 2011 von der ursprünglich angenommenen Vergabekapazität von 440 Mrd EUR nur noch ein tatsächliches Vergabevolumen von 220 bis 250 Mrd EUR verblieben war.

Am 11. März 2011 beschlossen daher die Staats- und Regierungschefs der Länder des Euro-Währungsgebiets, die effektive Darlehensvergabekapazität auf 440 Mrd EUR zu erhöhen. Angesichts der anhaltenden Krise und der Wahr-

⁴ Ungeachtet der Übergarantie für einzelne Anleihen bleibt der jeweilige Haftungsrahmen allerdings auf die jeweiligen Anteile der Mitgliedstaaten beschränkt, das heißt für Österreich zunächst rund 12,2 Mrd EUR.

⁵ Darunter ist eine Änderung des Ratings eines der Garantiegeber zu verstehen, die sich auf das Rating der EFSF auswirken kann.

nehmung, dass auch die zur Verfügung stehenden Finanzierungsinstrumente (Darlehen bzw. Primärmarktankäufe) unzureichend waren, wurde zudem bei einem Sondertreffen der Staats- und Regierungschefs der Länder des Euro-Währungsgebiets am 21. Juli 2011 eine höhere Flexibilität der EFSF beschlossen. Konkret werden daher der EFSF künftig auch Vorsichtsinstrumente (ähnlich den IWF-Kreditlinien der Flexible Credit Line und Precautionary Credit Line⁶), die Rekapitalisierung von Finanzinstituten im Wege von Darlehen sowie Ankäufe von Staatsanleihen auf den Sekundärmärkten ermöglicht.

Die Umsetzung dieser Änderungen erfolgte im Sommer 2011 durch Adaptierungen des EFSF-Rahmenabkommens, die einerseits eine Anhebung des Gesamtgarantievolumens auf rund 780 Mrd EUR (bzw. 726 Mrd EUR unter Herausrechnung von Griechenland, Irland und Portugal) und eine Anhebung der Übergarantie auf bis zu 165 % beinhalten, andererseits die neuen Instrumente aufnehmen.⁷ Die Bedeutung dieser Änderungen lässt sich an den intensiven politischen Diskussionen in den Mitgliedstaaten ablesen, die letztlich im Fall der Slowakei sogar zum Zusammenbruch der Regierungskoalition führten.

Am 26. Oktober 2011 haben die Staats- und Regierungschefs der Länder des Euro-Währungsgebiets das Inkrafttreten des neuen EFSF-Abkommens zur Kenntnis genommen und gleichzeitig den Auftrag erteilt, die zur Verfügung stehenden Ressourcen möglichst effizient einzusetzen. Es wurden

zwei Optionen für einen „Leverage“ genannt: einerseits die Bereitstellung von „credit enhancement“ für die Neuaufnahme von Schulden einzelner Mitgliedstaaten zwecks Senkung der Finanzierungskosten; andererseits die Einrichtung einer oder mehrerer Zweckgesellschaften zur Verbindung der vorhandenen öffentlichen Gelder mit privaten Ressourcen, womit die zur Verfügung stehenden Mittel für Darlehen, Bankenrekapitalisierungen und Ankäufe auf den Primär- und Sekundärmärkten entsprechend vergrößert würden. Damit sollen die durch die EFSF bewegten finanziellen Mittel um das Vier- bis Fünffache steigen. Am 29. November 2011 hat die Eurogruppe die konkreten „Terms and Conditions“ der „Leveraging“-Optionen gebilligt.⁸

Bei näherer Betrachtung fällt auf, dass die EFSF seit Juni 2010 bereits mehrere Male geändert werden musste: zunächst zur Sicherstellung der Kreditwürdigkeit, in weiterer Folge zur Erhöhung der effektiven Darlehenskapazität und zuletzt zur Einführung neuer Finanzierungsinstrumente. Die laufenden Adjustierungen allein als Ausdruck von Konstruktionsschwächen sehen zu wollen, wäre allerdings zu kurz gegriffen. Zweifellos beruht die Stärke der EFSF angesichts der äußerst geringen Kapitalisierung nur auf der Qualität der zugrunde liegenden Haftungen und ist damit der unterschiedlichen Kreditwürdigkeit der Garantiegeber und dem damit zusammenhängenden Migrationsrisiko ausgesetzt. Auch die Tatsache, dass die EFSF als neuer Marktteilnehmer einerseits erst Investoren

⁶ Eine genaue Beschreibung dieser beiden IWF-Instrumente, die sich in der Hauptsache durch ihre Qualifikationsanforderungen und die Konditionalität unterscheiden, findet sich unter www.imf.org/external/np/exr/facts/eng/list.aspx (recherchiert am 20. Dezember 2011).

⁷ Der auf Österreich entfallende Anteil beläuft sich somit mittlerweile auf rund 21,6 Mrd EUR zuzüglich Zinsen und Kosten.

⁸ www.efsf.europa.eu/attachments/efsf_terms_of_reference_maximising_the_capacity.pdf (recherchiert am 20. Dezember 2011).

für die Zeichnung von Anleihen unterschiedlicher Laufzeiten gewinnen muss, andererseits aber gerade in Zeiten erhöhter Volatilität gefordert ist, birgt ein Risiko in sich. Nicht vergessen darf aber werden, dass diese Konstruktion es ermöglicht hat, binnen sehr kurzer Zeit ein Sicherheitsnetz zu schaffen, das für Irland und Portugal 2011 bereits zum Einsatz kommen konnte. Die Schaffung einer aufgrund hoher Kapitalausstattung robusteren Konstruktion wie beim ESM wäre in diesem Zeitraum nicht möglich gewesen.

Im Gegensatz zur EFSF handelt es sich beim EFSM um ein Gemeinschaftsinstrument, dessen Beschlussfassung daher auch den EU-27-Gemeinschaftsverfahren unterliegt. Der EFSM beruht auf Art. 122 Abs. 2 AEUV, demgemäß Mitgliedstaaten, die aufgrund außergewöhnlicher Ereignisse mit Schwierigkeiten konfrontiert sind, die sich ihrer Kontrolle entziehen, finanzielle Unterstützung eingeräumt werden kann. Eine im Eiltempo erlassene und stark am bestehenden Instrument der EU-Zahlungsbilanzhilfe orientierte Verordnung des Rates regelt die Funktionsweise des EFSM.⁹ Die Aufnahme der Mittel erfolgt durch die Europäische Kommission (namens der EU) auf den Kapitalmärkten, die Haftung erfolgt nicht direkt durch die Mitgliedstaaten, sondern indirekt über den EU-Haushalt im Rahmen der Eigenmittelobergrenze. Die Vergabekapazität des EFSM wurde auf 60 Mrd EUR beschränkt. Die Verordnung sieht eine regelmäßige Überprüfung des Vorliegens außergewöhnlicher Ereignisse vor; das Instrument ist daher nicht als permanenter Mechanismus konzipiert, und es ist davon auszugehen, dass spätestens mit

dem Auslaufen der EFSF auch vom EFSM Mitte 2013 kein Gebrauch mehr gemacht wird.

5 Dauerhafte Ergänzung der WWU: Europäischer Stabilitätsmechanismus

Sowohl die EFSF als auch der EFSM sollen in Zukunft durch den ESM abgelöst werden. Bereits am 28./29. Oktober 2010 kam der Europäische Rat überein, dass ein ständiger Krisenmechanismus zur Wahrung der Finanzstabilität des Euro-Währungsgebiets eingerichtet werden soll. Am 28. November 2010 legte die Eurogruppe in einer Erklärung allgemeine Merkmale des ESM fest. Er soll auf den bestehenden Regeln und Verfahren der EFSF aufbauen: Über den ESM werden den Ländern des Euro-Währungsgebiets unter strikten Auflagen Finanzhilfepakete gewährt. Im Unterschied zur EFSF soll allerdings beim ESM eine fallweise Beteiligung privater Gläubiger erfolgen. Die Länder des Euro-Währungsgebiets haben sich dazu verpflichtet, zur Erleichterung des Verfahrens ab Juni 2013 sogenannte Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses – CAC) in die Vertragsbedingungen aller neuen Staatsanleihen aufzunehmen. Neu ist auch, dass der ESM einen bevorrechtigten Gläubigerstatus („preferred creditor status“) beanspruchen wird; der traditionell dem IWF zuerkannte Status bleibt davon unbeschadet.

Getragen wird der ESM von den Ländern des Euro-Währungsgebiets. Beim zukünftigen Beitritt eines EU-Mitgliedstaats zum Euro-Währungsgebiet besteht die explizite Erwartungshaltung, dass auch ein Beitritt zum ESM erfolgt.

⁹ Verordnung (EU) Nr. 407/2010 des Rates vom 11. Mai 2010 zur Einführung eines Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus.

Im Unterschied zur EFSF wird der ESM als internationale Organisation errichtet, das heißt im Wege eines völkerrechtlichen Vertrags (in Österreich: Staatsvertrag gemäß Art. 50 Abs. 1 Z 1 B-VG); er weist daher eine anderen internationalen Finanzinstitutionen – etwa der Internationalen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (Weltbank) oder regionalen Entwicklungsbanken – entsprechende Kapitalstruktur auf. Das genehmigte Stammkapital beträgt 700 Mrd EUR und ist, analog zu anderen internationalen Finanzinstitutionen, in eingezahlte und abrufbare Anteile unterteilt.¹⁰ Der Gesamtnennwert der eingezahlten Anteile wird 80 Mrd EUR betragen. Der ESM wird daher grundsätzlich anders operieren als die EFSF, bei der das geringe Grundkapital durch Haftungen für die einzelnen Anleiheemissionen kompensiert werden muss. Dieser Mechanismus ist für den ESM nicht mehr notwendig; die geforderte hohe AAA-Kreditwürdigkeit wird durch das hohe Stammkapital erreicht.

Die wesentlichen Beschlüsse (z. B. die Vergabe von Darlehen) des ESM sollen – wie auch im Fall der EFSF – in „gegenseitigem Einvernehmen“, das heißt einstimmig gefasst werden. Der Zugang zu einer Finanzhilfe des ESM wird auf der Grundlage strenger politischer Auflagen und grundsätzlich im Rahmen eines makroökonomischen Anpassungsprogramms gewährt; zuvor soll eine rigorose Prüfung der Tragbarkeit der Staatsverschuldung durch die Europäische Kommission gemeinsam mit dem IWF und in Absprache mit der EZB erfolgen. Vom jeweilig begünstigten Mitgliedstaat wird verlangt, dass er – unter Berücksichtigung der spezifi-

schen Gegebenheiten und in vollständiger Übereinstimmung mit der Praxis des IWF – für eine Beteiligung des Privatsektors in angemessener Form Sorge trägt. Der ESM wird über eine effektive Darlehenskapazität von 500 Mrd EUR verfügen.

Auch im Fall des ESM werden die Europäische Kommission und die EZB wieder wesentliche Aufgaben bei der Überprüfung des Programmfortschritts und der Gewährleistung der Kohärenz mit der EU-Haushaltsüberwachung übernehmen. Nach Möglichkeit wird auch regelmäßig auf die Expertise des IWF zurückgegriffen.

Der Vertrag über die Errichtung des ESM wurde zwar am 11. Juli 2011 unterzeichnet, durch die Beschlüsse der Staats- und Regierungschefs der Länder des Euro-Währungsgebiets vom 21. Juli 2011 jedoch teilweise wieder in Frage gestellt. Insbesondere die zuvor erwähnte, sowohl auf die EFSF als auch den ESM gemünzte Schaffung neuer Instrumente muss auch in den ESM-Vertrag Eingang finden – die Ratifikationsverfahren wurden daher bis zur Revision des Textes vorerst verschoben.

Für politische Diskussion sorgte in den vergangenen Monaten insbesondere die Frage der angemessenen Einbeziehung des Privatsektors, die erstmals explizit im Vertragstext geregelt wird. Vonseiten mancher Akteure wird dieser Zugang heftig kritisiert und als eine der Ursachen für die anhaltende Unsicherheit auf den Finanzmärkten betrachtet. Diese Frage wurde am 9. Dezember 2011 in der Erklärung der Staats- und Regierungschefs der Länder des Euro-Währungsgebiets nun klargestellt: „Im Hinblick auf die Beteili-

¹⁰ Der österreichische Anteil beträgt 2,7834 % bzw. knapp 19,5 Mrd EUR, wovon etwa 2,2 Mrd EUR innerhalb einer Fünf-Jahres-Periode ab Inkrafttreten einzuzahlen sind.

gung des privaten Sektors werden wir strikt an den bewährten Grundsätzen und Verfahren des IWF festhalten. Dies wird in der Präambel des Vertrags unmissverständlich zum Ausdruck kommen. Wir bekräftigen klar und deutlich, dass die Beschlüsse, die am 21. Juli und am 26./27. Oktober 2011 zu den griechischen Schulden gefasst wurden, eine einmalige Ausnahme darstellen.“

Aus der Erklärung vom 9. Dezember 2011 ergeben sich auch weitere Änderungen, insbesondere im Bereich der Abstimmungsregeln, die um ein Dringlichkeitsverfahren erweitert werden, das bei einer Gefährdung der finanziellen und wirtschaftlichen Tragfähigkeit des Euro-Währungsgebiets Beschlüsse durch eine qualifizierte Mehrheit von 85 % vorsieht.

Gleichzeitig wurde die Beschleunigung des Inkrafttretens des ESM-Vertrags beschlossen (angestrebt wird Juli 2012).

Zunehmende Bedeutung kommt außerdem der Frage der externen Kontrolle des ESM zu. Kritisiert wurde insbesondere, dass neben dem Einsatz eines Abschlussprüfers und der Funktion der internen Revision keine Bestimmungen zur Einbindung nationaler Rechnungshöfe vorgesehen sind. Möglich ist, dass diese Forderungen im überarbeiteten ESM-Vertrag Eingang finden. Jedenfalls wäre damit auch der Tatsache Rechnung getragen, dass nationalen Parlamenten angesichts des hohen budgetären Aufwands erhöhte Informations- und Kontrollrechte zukommen sollen. Zu Diskussionen führte auch die Frage des Verhältnisses des ESM zu den EU-Verträgen, wobei insbesondere Deutschland – unter dem Eindruck anhängiger Klagen beim Bundesverfassungsgericht – auf eine Präzisierung des AEUV drängte. Am 25. März 2011 nahm der Europäische

Rat den Beschluss 2011/199/EU zur Änderung des Art. 136 AEUV an, womit Art. 136 folgender Absatz angefügt wird: „Die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilitätsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen im Rahmen des Mechanismus wird strengen Auflagen unterliegen.“ Nach der Rechtsauffassung des Juristischen Dienstes des Rates ist dieser Zusatz allerdings nicht als eigentliche Rechtsgrundlage für die Einrichtung des ESM zu verstehen, da lediglich das Recht der Länder des Euro-Währungsgebiets anerkannt wird, einen völkerrechtlichen Vertrag abzuschließen.

6 Schlussfolgerungen

Diese Ausführungen zeigen, dass es im Zuge der Schuldenkrise durch neue Krisenfinanzierungsmechanismen, insbesondere im Euro-Währungsgebiet, zu einer substanziellen Vertiefung der europäischen Integration gekommen ist.

Für die Länder, die den Euro als Währung haben, war zuvor kein Mechanismus der Finanzhilfe vorgesehen. Noch vor kurzem galt die Idee einer Stärkung der europäischen Finanzarchitektur als utopisch. Der Vorschlag, als Lehre aus der Island-Krise und zur Vermeidung von Ansteckungseffekten für die Länder des Euro-Währungsgebiets einen „Schutzschirm“ in Höhe von 200 Mrd EUR zu schaffen (Nauschnigg, 2009), wurde damals als nicht realistisch bezeichnet. Ausgelöst durch Griechenland wurde allerdings ein Prozess in Bewegung gesetzt, in dessen Verlauf in äußerst kurzer Zeit mehrere Mechanismen zur finanziellen Unterstützung von in Schwierigkeiten geratenen Ländern des Euro-Währungsgebiets gegründet wur-

den, von denen letztlich der ESM als dauerhafter Krisenmechanismus eine bleibende Ergänzung im institutionellen Gefüge des Euro-Währungsgebiets bilden soll.

Im Fall Griechenlands wurde die finanzielle Unterstützung noch in Form bilateraler Kredite der Länder des Euro-Währungsgebiets gewährt. Diese sind – in längerfristiger Perspektive – nur als Provisorium auf dem Weg zur Schaffung dauerhafter Institutionen zu betrachten. Die bis Mitte 2013 eingerichtete EFSF beruht hingegen auf Haftungen. Ihre rasche Gründung und Ausgestaltung bildet ein wichtiges Sicherheitsnetz, das 2011 für Irland und Portugal genutzt werden konnte. Mit der Haftungskonstruktion sind allerdings Schwächen verbunden, die seit Juni 2010 mehrere Überarbeitungen notwendig gemacht haben. Diesen

Nachteil wird der ESM nicht aufweisen, da seine Kapitalstruktur an jene anderer internationaler Finanzinstitutionen angelehnt ist und im Vergleich zu diesen einen hohen Anteil an eingezahltem Kapital aufweist.

Durch die „Schutzschirme“ werden Institutionen geschaffen, die geordnete Anpassungen ermöglichen, die Unsicherheit unter den Finanzmarktakteuren reduzieren und damit die Anfälligkeit europäischer Länder für Finanzkrisen verringern. In der Vergangenheit wurden Maßnahmen allerdings sehr oft erst im letzten Augenblick und unter Berücksichtigung innenpolitischer Erwägungen ergriffen, was die Wirksamkeit der Maßnahmen auf den Finanzmärkten wesentlich beeinträchtigte. Es entstand der Eindruck, die Politik handle „too little, too late“.

Literaturverzeichnis

- Europäischer Rat. 2009.** Tagung des Europäischen Rates in Brüssel vom 19./20. März 2009. Schlussfolgerungen des Vorsitzes.
- EZB. 2011.** Monatsbericht Juli 2011. Abbildung 5. 66.
- Laeven, L. und F. Valencia. 2008.** Systemic Banking Crises: A New Database. IWF Working Paper 224.
- Nauschnigg, F. 2009.** Some Lessons from the Icelandic Crisis for the Rest of Us. Eurointelligence. www.eurointelligence.com/article.581+M520fdd2ba1f.0.html (recherchiert am 15. Oktober 2011).
- Nauschnigg, F. 2011.** Krisenbewältigung Schweiz und Österreich – Wirtschaftspolitische Aktionen korrigieren Marktversagen. FIW Policy Brief 13.