ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Paulus, Philipp

Working Paper

Brüssel, Frankfurt oder Basel: Wo muss das Problem steigender Staatsschulden in der Europäischen Währungsunion gelöst werden?

Otto-Wolff-Discussion Paper, No. 2006,1

Provided in Cooperation with:
Otto-Wolff-Institut für Wirtschaftsordnung (owiwo), Köln

Suggested Citation: Paulus, Philipp (2006) : Brüssel, Frankfurt oder Basel: Wo muss das Problem steigender Staatsschulden in der Europäischen Währungsunion gelöst werden?, Otto-Wolff-Discussion Paper, No. 2006,1, Otto-Wolff-Institut für Wirtschaftsordnung (owiwo), Köln

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/59115

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

OTTO-WOLFF-INSTITUT
für Wirtschaftsordnung

Direktoren: Professor Dr. Juergen B. Donges
Professor Dr. Johann Eekhoff
Geschäftsführer: Dr. Peter Danylow
Dr. Steffen J. Roth

Brüssel, Frankfurt oder Basel –

Wo muss das Problem steigender Staatsschulden in der Europäischen Währungsunion gelöst werden?

Philipp Paulus

Otto-Wolff-Institut Discussion Paper 1/2006

(März 2006)

OTTO-WOLFF-INSTITUT für Wirtschaftsordnung Pohligstr.1 (Pohlighaus), 1. Stock 50969 Köln
Tel.: 0221/470-5348 Fax: 0221/470-5350 www.otto-wolff-institut.de

Brüssel, Frankfurt oder Basel – Wo muss das Problem steigender Staatsschulden in der Europäischen Währungsunion gelöst werden?

Philipp Paulus
Institute for Economic Policy at the University of Cologne, Pohligstr. 1, 50969 Cologne, Germany
(Fax ++49 221 470 5350, email: paulus@wiso.uni-koeln.de)

Abstract

This paper shows that in addition to fiscal rules in the European Monetary Union (EMU), some support can be found from financial markets to keep rising public debt in check. EMU likely has an overall positive impact on the ability of both markets and market participants for EMU government bonds to price such securities correctly, which would in turn discipline profligate EMU governments. However, apart from fiscal rules like the Stability and Growth Pact, some regulatory issues will still have to be addressed to ascertain the functioning of markets for EMU government bonds. It is concluded that regulatory efforts should concentrate on competition policy by the EU Commission in Brussels for EMU financial markets and banks, as well as on an EMU-wide authority for the ECB in Frankfurt to monitor and combat systemic risk. However, the Basel accords on capital requirements for banks should not be made legally binding, since leaving risk-taking and risk measurement to banks individually likely helps overcome competitive distortions in a larger EMU capital market.

JEL classification: F33, G28, H63
Key words: monetary union, fiscal stability, banking system, banking regulation

* This paper is part of a project financed by the Otto-Wolff-Institut für Wirtschaftsordnung. Thanks for helpful comments are due to Juergen B. Donges, Ferdinand Fichtner, Benedikt Langner, Nadine Kalwey, Marianne Keudel, Andreas J. Schmidt and Vera Streibel.

1. Einleitung

Auch seit der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zeigt es sich, dass einige Regierungen der Staaten in der Europäischen Währungsunion (EWU) weiterhin Schwierigkeiten haben, das Kriterium für die Neuverschuldung einzuhalten, geschweige denn das Kriterium der gesamten Staatsverschuldung. Dabei fokussiert die Debatte weiterhin primär auf den Stabilitäts- und Wachstumspakt.[1] Liegt die Disziplinierung eines öffentlichen Schuldenanstiegs der EWU-Länder jedoch wirklich allein in einer Reformierung ihrer gemeinsamen finanzpolitischen Regeln, also in einer Begrenzung der staatlichen Kreditnachfrage?

Staaten finanzieren ihre Kredit*nachfrage* auf Kapitalmärkten oder direkt von Kapitalanbietern. Diese Kapitalmärkte und Kapitalanbieter, also mithin die Seite des Kredit*angebots*, spielen jedoch erstaunlicherweise bei der Debatte um den Stabilitäts- und Wachstumspakt nur sehr selten eine Rolle. Vielmehr besteht seit dem Bericht des Delors-Kommittees (Lamfalussy, 1989, S. 97 und S. 125), welcher die Grundlage für EWU-weite Verschuldungsgrenzen und damit Grenzen für die Kreditnachfrage von Staaten legte, ein Misstrauen der wirtschaftspolitischen Instanzen in Europa gegenüber den Kapitalmärkten, die öffentliche Schuldenbildung mit angemessen steigenden Zinsen disziplinieren zu können.[2] Die Frage ist, ob die Märkte nicht doch eine Disziplinierung von Staatsverschuldung bewirken können.

In diesem Beitrag wird zunächst (Teil 2) kurz dargestellt, dass im Wesentlichen durch zwei Bereiche Gefahren für die Funktionsfähigkeit des Markts für Staatsschulden drohen: durch das Systemrisiko der Banken und durch Wettbewerbsverzerrungen. Dann wird aufgezeigt, wie die Institution der EWU diese Gefahren möglicherweise geändert hat (Teil 3). 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 (Teil 4). 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

---

[1] Einen guten Überblick über die finanzpolitische Stabilität in einer Währungsunion und den Entwicklungen zum Stabilitäts- und Wachstumspakt bietet der Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in seinem jüngsten Gutachten 2005/2006, Ziffern 643-660. http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/download/gutachten/ga05_vi.pdf .

[2] Vgl. auch als neueres Beispiel für Zweifel an der Disziplinierungsfähigkeit der Finanzmärkte Detken, Gaspar und Winkler (2004). Hoffnung auf Unterstützung der finanzpolitischen Stabilität in der EWU durch die Märkte äußern u.a. Eichengreen und Wyplosz (1998).

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.

2. Generelle Probleme einer Marktdisziplinierung der Staatsverschuldung

Von empirischer Seite her wurde Industrieländern bislang attestiert, dass Kapitalgeber auf steigende Staatsschulden eines Industrielandes mit höheren Zinsen reagieren,[3] und die Regierungen dieser Länder ihrerseits auf den höheren Zinsen mit einem Sparkurs entsprechen (z.B. Heinemann und Winschel, 2001). Allerdings ist hierbei festzustellen, dass die Reaktion nicht linear verläuft. D.h. bei niedrigen Schuldenständen ist weniger Reaktion zu beobachten als ab einer bestimmten Schwelle, ab der das Risiko offensichtlich sprunghaft wesentlich höher eingeschätzt wird (Ardagna, Caselli und Lane, 2004). Fraglich ist zudem, ob die Zinsen das Risiko der jeweiligen Staatsschuld angemessen widerspiegeln.[4]

Wie bei jedem Markt kann nämlich 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.[5] 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

---

[3] Vgl. z.B. einen Überblick in Balassone, Franco und Giordano (2004, S. 26).

[4] Z.B. Balassone, Franco und Giordano (2004) sehen nur unzureichende Reaktion der Regierungen auf geringe Zinsänderungen, auch in der Zeit der EWU.

[5] Für einen Überblick vgl. de Bandt und Hartmann (2000). Nicht zu negativen externen Effekten gehört, dass vermehrte Kreditnachfrage eines Staates immer die Finanzierungskonditionen für andere Staaten verschlechtert. Staaten befinden sich in jeder Form von Währungsordnung in Konkurrenz um knappe Ressourcen auf dem Kapitalmarkt. Erhöhte Nachfrage erhöht c.p. die Preise (hier Zinsen) wie bei jedem Markt üblich (vgl. z.B. Fuest, 1993).

Marktteilnehmer wiederum erhöhter Liquiditätsbedarf ausgelöst werden, und so weiter, was letzten Endes die Stabilität aller Banken gefährden könnte.[6] Wenn Interbanken- und Geldmärkte zudem national fragmentierter sind, fällt es auch dem Bankensystem selbst schwerer, aus eigener Kraft eine sprunghaft höhere Liquiditätsnachfrage zu bedienen (Mohanty, 2002).

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. Da jedoch steigende Verschuldung einzelner Staaten in Systemen flexibler Wechselkurse Währungsabwertungen und Inflation mit verursachen kann, was die Staatsschulden real entwertet, würden Banken mit Krediten an diese Staaten bei steigenden Staatsschulden Verluste hinnehmen müssen.

Zu unterscheiden sind also Liquiditäts- und 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.[7]

Eine Zentralbank ist mindestens implizit für die Stabilität des Geld- und Finanzsystems verantwortlich,[8] 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 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

---

6 Vgl. auch formale Modellierungen bei Diamond und Dybvig (1983) sowie Allen und Gale (2000).

7 Zu den Haupteinflussgrößen von internationalen Ansteckungseffekten vgl. auch Kaminsky, Reinhard und Vegh (2003). 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 (Calvo und Mendoza, 2000). Möglich sind auch psychologische Verhaltensmuster (z.B. Barberis, Shleifer und Vishny, 1998).

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

bereitstellen würde.[9] 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 überhöhter Kreditvergabe auch an Regierungen führen kann. Die Marktdisziplinierung von Staatsschulden wäre dadurch beeinträchtigt.[10]

Probleme beim Wettbewerb

Zunächst kann festgehalten werden, dass Produkte auf Finanzmärkten, gerade beim Markt für Staatschulden, 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 allen 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.[11] Auch eine zu geringe Anzahl von Marktteilnehmern in kleineren Marktgrößen von speziellen 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

---

9 Die Basis dieser klassischen „Lender of Last Resort“-Funktion findet sich bei Bagehot (1873).

10 Ein Überblick über die Bankenkrisen in Industrieländern von 1974-2002 findet sich bei Basel Committee on Banking Supervision (2004). Über die Krise des institutionellen Investors LTCM vgl. Jorion (2000). Ein auf Moral Hazard basierendes Bankenverhalten ist bislang jedoch schwer nachzuweisen, auch für Europa (Vives, 2001).

11 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 Buch, Driscoll und Ostergaard (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.

Kreditvertrag einzuhalten bzw. emittierte Anleihen zu honorieren, um seine Reputation und damit günstige Finanzierungskonditionen für zukünftige Verschuldungspläne zu wahren.[12]

Zum anderen könnte das Banken- und Anlagegeschäft erhebliche Skalenerträge aufweisen, so dass Tendenzen zu einer geringen Anzahl von Kreditanbietern und Vermögensverwaltern bestünden.[13] Diese Möglichkeit eines Marktversagens ist umso wahrscheinlicher, je kleiner und fragmentierter die jeweiligen Kreditmärkte durch Transaktionskosten wie flexible Wechselkurse und unterschiedliche Finanzmarktregulierungen sind.[14]

3. 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 milden 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 Währungsabwertung 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 kollektiver Haftung der jeweiligen staatlichen Schuldner entstanden sein

---

[12] 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 Alesina und Perotti, 1995), was auch einen der wesentlichen Gründe für eine Beschränkung der Nachfrage nach Staatsschulden darstellt wie z.B. über finanzpolitische Regeln, etwa dem Stabilitäts- und Wachstumspakt. Stiglitz und Weiss (1981) weisen auch auf das Problem verzerrender Signalwirkungen von hohen Zinsen hin.

[13] 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.

[14] Prinzipal-Agenten-Probleme beim Kreditangebot zwischen Bankeigentümern 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 Razin und Sadka (2004). Sie weisen auf die Problematik von sich selbst erfüllenden Erwartungen nach Rating-Herabstufungen im Zusammenhang mit der Brasilienkrise 2002 hin

(vgl. bereits Lamfalussy, 1989, S. 125). Zwar wird genau diese mögliche Haftung seitens der Finanzpolitik oder seitens der Geldpolitik der EZB EU-vertraglich ausgeschlossen.[15] 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-Wechselkursschwankung 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.[16] 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 ist möglicherweise die Verzögerung des Erreichens von Einstimmigkeit und der Gewährung der Nottransfers bei einer Schuldenkrise zu lange, als dass die Kapitalmärkte dieses Szenario fest einkalkulieren könnten.

Prekärer ist die Situation der EZB. Wie in Teil 2 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 Banken 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.[17] 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 weniger 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

---

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

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

[17] 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.

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.[18]

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 quer 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.[19] Andererseits besteht generell die Tendenz bei EWU-Banken, im Stile des US-amerikanischen und britischen Finanzsystems mehr Finanzierungen über Kapitalmärkte zu bewerkstelligen als über traditionelle Kreditverbindungen. Dies kann dazu beitragen, Risiken verstärkter Integration sowie Wegfall der Wechselkursdiversifikation besser zu streuen und aus dem Bankensystem hin zu den ursprünglichen Investoren zu verlagern.[20] 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

---

[18] Dies beträfe vor allem EWU-Mitgliedsstaaten 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.

[19] Schröder und Schüler (2003) zeigen empirisch, dass Bankaktienindizes seit Beginn der EWU zunehmende Korrelationen und Reaktionen auf externe Impulse aufweisen – möglicherweise ein Indiz für ein gestiegenes Systemrisiko. Allen und Song (2005) weisen zudem auf das Phänomen hin, dass die steigende Finanzintegration der Bankinstitute in der EWU auf Kosten sinkender Finanzintegration der EWU-Länder mit dem Rest der Welt einhergeht. Dies könnte ebenfalls eine geringere Streuung der Risiken bedeuten. Zudem kann die Institution der EWU zu einer Konvergenz der Konjunkturzyklen führen, vgl. z.B. einen Überblick bei Mongelli (2002).

[20] Laut Arnold und Lemmen (2001) kann eine zunehmende EWU-Staatsschulddiversifikation der Banken wegen persistenter Bonitätsunterschiede das Systemrisiko senken.

den gesamten Bilanzsummen der EWU-Banken seit Beginn der EWU deutlich gesunken ist.[21] 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.[22]

Insgesamt sind wohl zwei stabilisierende Wirkungen zu erhoffen. Erstens sind 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, Haushalte und ausländische Investoren (inklusive Banken außerhalb der EWU mit viel höherem Anteil ihrer jeweiligen inländischen Anlagen) lösen anders als die EWU-Banken selbst höchstens indirekt Kettenreaktionen und Systemrisiko aus. Bei den letzten Endes (auch über Fonds) betroffenen Haushalten als Sparern würde z.B. eine Reaktion auf 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.[23]

Auswirkungen der EWU auf den Wettbewerb

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

---

[21] Vgl. IWF: International Financial Statistics (Datenreihen 163 32..U; 163 32ANU; 163 32D.U), 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.

[22] Vgl. ebenso Tabelle IV.1.

[23] Ein Überblick findet sich z.B. bei Sorge (2004). Die Forschung konzentriert sich allerdings auf Systemrisiken aufgrund von Kreditausfällen im Privatsektor.

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.[24] 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 öffentliche 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 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 (Vives, 2001). Ein verschärfter Wettbewerb wiederum könnte zwar ein erhöhtes systemisches Risiko bedeuten, wenn Banken dazu verleitet werden, zu hohe Risiken einzugehen.[25] Diese Geschäftstaktik ist generell jedoch nicht festzustellen (vgl. z.B. Buch, 2004, oder auch Boyd und de Nicoló, 2005), 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 Bankenkrisen nun den Marktkräften und privaten Rettungsaktionen zu überlassen. Damit erzeugt der – ohnehin global bereits – zunehmende Wettbewerbsdruck auf Banken eher das Bedürfnis für bessere eigene Risikoabsicherung, um Verluste zu vermeiden. Dies drückt sich auch in den Bemühungen zur besseren Risikoberichterstattung in den Basel II-Initiativen aus (s. unten Teil 4).

Fusionen im Bankensektor haben seit Beginn der EWU deutlich zugenommen, und die Finanzmarktintegration hat sich allgemein intensiviert (Allen und Song, 2005). 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 (Deutsche Bundesbank, 2005). Zwar sind Manipulationen einzelner Marktsegmente immer noch möglich,[26] aber der gegenseitige

---

[24] 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. Wolswijk und de Haan, 2005).

[25] Ein Hinweis mangelnder empirischer Evidenz effizienzsteigernden Wettbewerbs bei Banken und entsprechende Literatur findet sich bei Weill (2004).

[26] In Bond-Settlement-Systemen wie MTS besteht ein Moral Hazard für einzelne Marktteilnehmer, mit großen Ordern marktbeherrschende Positionen aufzubauen, wenn der Rest der Market Maker zu kontinuierlicher

Zugang zu zuvor fragmentierteren Märkten machen auch temporär marktbeherrschende Stellungen weniger wahrscheinlich. Vertiefte Integration ist auch für den Markt für Staatsanleihen erkennbar (Baele et al. 2004). Sofern noch ein Mangel an Integration besteht, so ist dies vermutlich auf noch bestehende nationale Regulierungsfragmentierung zurückzuführen (EU-Kommission, 2005a).

Empirische Studien zeigen, dass auch die nur noch sehr niedrigen Zinsspannen zwischen den EWU-Staatsanleihen-Emittenten trotz deutlich unterschiedlicher Schuldenstände sowohl das deutlich gesunkene Liquiditätsrisiko der Märkte als auch nach wie vor die jeweilige Bonität der nationalen öffentlichen Schuldner reflektieren (vgl. z.B. Bernoth, von Hagen und Schuknecht, 2004, oder auch Heppke-Falk und Hüfner, 2004). 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.[27] 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.[28]

4. 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 grenzüberschreitender Wirkungen im EWU-weiten Systemrisiko (z.B. Stolz, 2002), und zweitens für die Schaffung einheitlicher Wettbewerbsbedingungen für Marktteilnehmer und für Produkte auf dem Markt für

---

Liquidität gezwungen wird. Siehe auch den Fall der Citigroup im August 2004 (Pagano und von Thadden, 2004, S. 542).

[27] Z.B. schließen Bernoth, von Hagen und Schuknecht (2004, S. 18) in ihrer empirischen Studie den Einfluss von Bailout-Erwartungen in den Zinsabständen der EWU-Staatsanleihen ausdrücklich nicht aus.

[28] Heppke-Falk und Hüfner (2004) finden eine gewisse Signifikanz für einen Disziplinierungseffekt der EWU (für Deutschland, Frankreich und Italien), und zwar sogar stärker in der Zeit nach der EWU als davor.

Staatsanleihen. Diese Maßnahmen würden dem Subsidiaritätsprinzip und dem Systemwettbewerbsgedanken des EG-Vertrags entsprechen.[29]

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.[30] Zwar machen ihre Analyse-Anstrengungen deutlich, dass sie die neuartigen Systemrisiken des EWU-Bankensystems erforscht und zu erfassen sucht,[31] aber sie hat nur beratende Funktion für (letzten Endes nationale) administrative Maßnahmen gegen solche Risiken.[32]

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-Bankendirektive bereits angestellt wurden,[33] auf eine deutlichere Kompetenzübertragung an die EZB (die für EWU-Belange auch eher als die EU-Kommission handlungsfähig wäre) zu verlagern.[34] Die Vielzahl an Kommissionen und Expertengremien, die noch zu den internationalen Anstrengungen von Systemrisikobewältigung im Rahmen der Eigenkapitalrichtlinien von Basel II hinzukommen, drohen jedenfalls die Unsicherheit und damit die Transaktionskosten für Finanzmärkte und Finanzmarktteilnehmer eher zu erhöhen als zu senken.[35]

---

[29] 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.

[30] Dies entspricht der Struktur der Deutschen Bundesbank. Vives (2001, S. 68f.) gibt eine Auflistung der offenen Punkte für eine Systemkrisenbewältigung durch die EZB.

[31] Vgl. die Internet-Präsenz der EZB, insbesondere unter http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/financial-stability.de.html

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

[33] Ein guter Überblick des aktuellen Stands der Harmonisierungsbestrebungen zur Finanzmarktregulierung in der EU findet sich bei Dierick et al. (2005).

[34] Bislang existiert allerdings allenfalls schwache empirische Evidenz für eine effizientere Banken- und Finanzmarktaufsicht durch eine zentrale Institution (Barth et al., 2003).

[35] Interessanterweise wird dieser Punkt auch von der EU-Kommission selbst als Problem aufgeführt. Vgl. EU-Kommission (2005b, S.8). Neben der Unklarheit kann auch die Verzögerung bei der Lösung offener Finanzmarktfragen für die EWU selbst wiederum Systemrisiken auslösen (Vives, 2001).

Die geldpolitische Unabhängigkeit der EZB könnte ein weiterer Grund dafür sein, die national häufig politisch beeinflusste Finanzmarktaufsicht nun auf die EZB zu übertragen (Vives, 2001). Ferner wäre es wichtig, dass die EZB zwar für die allgemeine Transparenz der Daten durch eigene Erhebungen und 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.[36] 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.[37]

Die Verhandlungen der Finanzmarktteilnehmer zur Selbstverpflichtung ihrer Eigenkapitalunterlegungen und Risikobewertungen, wie sie in Basel beim Basel Committee for Banking Supervision (2004) 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, ist aber gegenüber der Praxis des ersten Baseler Abkommens von 1988 (Basel I) bereits verbessert.

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

[36] Vgl. hierzu auch bereits Prati und Schinasi (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 .

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

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 zu 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 (Buiter und Sibert, 2005). 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 so der Wettbewerb 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,[38] 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 wettbewerbspolitische Aufsicht und geldpolitische Kontrolle des Systemrisikos bewältigt werden. 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.[39] Der Kapitalmarkt ist hier vermutlich am besten in der Lage, die Anstrengungen der einzelnen Marktteilnehmer und Banken zur Risikominimierung mit entsprechender Bewertung ihres individuellen Kredit-Portefeuille-Risikos und Aktienwertes zu honorieren. Es ist im eigenen Interesse der Banken, asymmetrische Informationen überwinden zu helfen – ein Streben, was in einem zunehmend

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

[39] Für eine politökonomische Analyse von Bankenregulierung in Deutschland und Europa vgl. Kaserer (2006). 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. Krahnen, 2006).

größeren Finanzmarkt zunehmend 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.

5. 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 Hoffnung auf ein EZB-Bailout vermehrt Schulden einzugehen, entgegen wirken. 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 verbleibender Risiken für den Markt für Staatsanleihen wäre ein Zusammenwirken der EU-Wettbewerbspolitik in Brüssel mit einer die Geldpolitik flankierende, auf ein Minimum Systemrisiko-bedingter EWU-Finanzmarktaufsicht der EZB in Frankfurt ideal. Initiativen von Basel II können den Märkten bei der Disziplinierung von ansteigender Staatsverschuldung in der EWU helfen, sollten jedoch nicht als starre EU-Normen den Wettbewerb verzerren.

6. Literaturverzeichnis

Alesina, Alberto and Roberto Perotti (1995), The Political Economy of Budget Deficits, IMF Staff Papers, Vol. 42, No. 1 (März), S. 1-31.

Allen, Franklin und Douglas Gale (2000), Financial contagion, Journal of Political Economy, Vol. 108, S. 1-33.

Allen, Franklin und Wei-Ling Song (2005), Financial Integration and EMU, European Financial Management, Vol. 11, No.1, S. 7-24.

Ardagna, Silvia, Francesco Caselli und Timothy Lane (2004), Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries, NBER Working Paper 10788.

Arnold, Ivo und Jan Lemmen (2001), The Vulnerability of Banks to Government Default Risk in the EMU, International Finance, Vol. 4, No.1, S. 101-125.

Baele, Lieven, Annalisa Ferrando, Peter Hördahl, Elizaveta Krylova und Cyril Monnet (2004), Measuring financial integration in the euro area, ECB Occasional Paper No. 14, April.

Bagehot, Walter (1873), Lombard Street: A Description of the Money Market, London: H.S.King.

Balassone, Fabio, Daniele Franco und Raffaela Giordano (2004), Market Induced Discipline: Is there Fall-Back Solution for Rule-Failure?, Banca d'Italia Research Department, Juni, im Internet verfübar (download 6.2.06) unter: http://www.ceistorvergata.it/conferenze&convegni/mondragone/XVI_papers/Paper-balassone-franco-giordano(06.04).pdf .

Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer, and Robert Vishny (1998), A Model of Investor Sentiment, Journal of Financial Economics, Vol. 49, S. 307-343.

Barth, James R., Daniel E. Nolle, Triphon Phumiwasana und Glenn Yago (2003), A Cross-Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance, Financial Markets, Institutions & Instruments, Vol. 12, No. 2, S. 67-120.

Basel Committee on Banking Supervision (2004), International Convergence on Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework, Juni.

Bernoth, Kerstin, Jürgen von Hagen und Ludger Schuknecht (2004), Sovereign risk premia in the European government bond market, ECB Working Paper 369, Juni.

Boyd, John H. und Gianni de Nicoló (2005), The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited, The Journal of Finance, Vol. XL, No.3, S. 1329-1343.

Buch, Claudia M. (2004), Globalization of Financial Markets, Kieler Studien 328, Berlin und Heidelberg.

Buch, Claudia M., John C. Driscoll und Charlotte Ostergaard (2005), Cross-border diversification in bank asset portfolios, ECB Working Paper 429, Januar.

Buiter, Willem H. und Anne C. Sibert (2005), 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. Dezember 2005), im Internet verfügbar (download 1.2.06) unter: http://www.nber.org/~wbuiter/sov.pdf .

Calvo, Guillermo A., Enrique G. Mendoza (2000), Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets, Journal of International Economics, Vol. 51, No. 1, S. 78-113.

De Bandt, Olivier und Philipp Hartmann (2000), Systemic Risk: A Survey, ECB Working Paper No. 35, November.

Detken, Carsten, Vitor Gaspar und Bernhard Winkler (2004), On prosperity and posterity – the need for fiscal discipline in a monetary union, ECB Working Paper No. 420, Dezember.

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

Diamond, Douglas W., und Philip H. Dybvig (1983), Bank runs, deposit insurance and liquidity, Journal of Political Economy, Vol. 91, 401-419.

Dierick, Frank, Fatima Pires, Martin Schleicher und Kai Gereon Spitzer (2005), The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union, ECB Occasional Paper 42, Dezember.

Eichengreen, Barry und Charles Wyplosz (1998), The Stability Pact: more than a minor nuisance?, Economic Policy, Vol. 26, S. 67-104.

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

EU-Kommission (2005b), Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005-2010, Brüssel.

Fuest, Clemens (1993), Budgetdefizite in einer Europäischen Währungsunion: Bedarf es gemeinsamer Verschuldungsregeln?, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Jg. 42, Nr. 2, S. 123-149.

Heinemann, Friedrich und Viktore Winschel (2001), Public Deficits and Borrowing Costs: The Missing Half of Market Discipline, ZEW Discussion Paper 01-16, Mannheim.

Heppke-Falk, Kirsten und Felix Hüfner (2004), 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 No 40.

Jorion, Philippe (2000), Risk management lessons from Long-Term Capital Management, European Financial Management, Vol. 6, No. 3, S. 277-300.

Kaserer, Christoph (2006), Trends in der Bankenaufsicht als Motor der Überregulierung des Bankensektors – Anmerkungen aus einer politökonomischen Perspektive, Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Jg. 7, Nr. 1, S. 67-87.

Krahnen, Jan Pieter (2006), Vertrauen schaffen durch Begrenzung systemischen Risikos: Das Beta-Verfahren, Forum Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Jg. 55, Nr. 1, S. 54-60.

Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart und Carlos A. Vegh (2003), The Unholy Trinity of Financial Contagion, Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 4, S. 51-74.

Lamfalussy, Alexandre (1989), 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, S. 91-125.

Mohanty, M.S. (2002), Improving liquidity in government bond markets: what can be done?, in: BIS Paper No. 11, S. 58.

Mongelli, Francesco Paolo (2002), “New” views on the Optimum Currency Area theory: what is EMU telling us?, ECB Working Paper No. 138, April.

Pagano, Marco und Ernst-Ludwig von Thadden (2004), The European bond markets under EMU, Oxford Economic Review, Vol. 20, No.4, S. 531-554.

Prati, Alessandro und Garry J. Schinasi (1999), Financial Stability in European Economic and Monetary Union, Princeton Studies in International Finance No. 86, August.

Razin, Assaf und Efraim Sadka (2004), A Brazilian-Type Debt Crisis: Simple Analytics, IMF Staff Paper, Vol. 51, No. 1, April, S. 148-153.

Schröder, Michael und Martin Schüler (2003), Systemic Risk in European Banking – Evidence from Bivariate GARCH Models, ZEW Discussion Paper No. 03-11, Mannheim.

Sorge, Marco (2004), Stress-testing financial systems: an overview of current methodologies, BIS Working Papers No. 165, Basel.

Stiglitz, Joseph E. und Andrew Weiss (1981), Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, American Economic Review, Vol. 71, No. 3, S. 393-410.

Stolz, Stéphanie (2002), Banking Supervision in Integrated Financial Markets: Implications for the EU, CESifo Working Paper No. 812.

Vives, Xavier (2001), Restructuring Financial Regulation in the European Moentary Union, Journal of Financial Services Research, Vol. 19, No. 1, S. 57-82.

Weill, Laurent (2004), On the Relationship Between Competition and Efficiency in the EU Banking Sectors, in: Kredit und Kapital, 37. Jg., Nr. 3, S. 329-352.

Wolswijk, Guido und Jakob de Haan (2005), Government debt management in the euro area – recent theoretical developments and changes in practices, ECB occasional paper No. 25, März.