

Engler, Philipp; Große Steffen, Christoph

## Article

# Sichere Anleihen für die Währungsunion: Stärkung des Bailout-Verbots durch ein stabileres Finanzsystem

DIW Wochenbericht

## Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Engler, Philipp; Große Steffen, Christoph (2014) : Sichere Anleihen für die Währungsunion: Stärkung des Bailout-Verbots durch ein stabileres Finanzsystem, DIW Wochenbericht, ISSN 1860-8787, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Vol. 81, Iss. 36, pp. 827-837

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/102082>

### 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.*

# Sichere Anleihen für die Währungsunion: Stärkung des Bailout-Verbots durch ein stabileres Finanzsystem

Von Philipp Engler und Christoph Große Steffen

Die Kosten einer Staatspleite innerhalb der Eurozone sind aufgrund der Auswirkungen auf das Finanzsystem unkalkulierbar. Über Ansteckungseffekte besteht die Gefahr einer tiefen Rezession in der gesamten Währungsunion. Dies zwingt die Euro-Mitgliedstaaten in Krisenzeiten zu kostspieligen Rettungsmaßnahmen. Von der Rettungspolitik in der jüngsten Krise ging das Signal aus, die Staatsschulden im Euroraum unterlägen einer Gemeinschaftshaftung. Damit wurden Anreize zur Haushaltsdisziplin vorläufig ausgehebelt.

Auf dieser Basis wird hier argumentiert, dass eine langfristige Ergänzung des institutionellen Gefüges im Euroraum um gemeinschaftlich begebene Anleihen die derzeit bestehenden verzerrten fiskalischen Anreizwirkungen verbessert. Ein solcher *sicherer Hafen* für die Eurozone kann entscheidend zur Stabilisierung des Finanzsystems in Krisenzeiten beitragen. Indem die indirekten Kosten einer Restrukturierung von Staatsschulden über die Auswirkungen auf das Bankensystem gesenkt werden, wird eine Restrukturierung von Schulden öffentlicher Schuldner in der Eurozone unter ökonomisch vertretbaren Kosten möglich. Das dadurch gestärkte *Bailout*-Verbot dürfte eine wieder zunehmend risikoorientierte Verzinsung nationaler Schulden bewirken. Zu diesem Zweck ist eine begrenzte gemeinschaftliche Haftung unter strengen Auflagen zu begrüßen, da sie Marktanreize zur Disziplinierung nationaler Ausgaben nutzbar macht und somit das Überschuldungsproblem im Euroraum langfristig einzuschränken hilft.

Als Voraussetzung für die Schaffung gemeinschaftlicher Anleihen müssten bindende finanzpolitische Regeln eingeführt werden, damit in begrenztem Umfang Souveränitätsrechte an eine zentrale fiskalische Instanz delegiert werden können. Kurzfristig sind somit die Bedingungen für gemeinschaftliche Anleihen nicht gegeben.

Die zerstörerische Wirkung einer Abwärtsspirale aus Risiken der Staatsverschuldung, einer Destabilisierung des Bankensektors und den realwirtschaftlichen Kosten einer Kreditklemme wurden in der Eurokrise offensichtlich.<sup>1</sup> Durch eine abrupte Desintegration der Finanzmärkte entlang nationaler Grenzen drohte die Währungsunion 2011/2012 zu scheitern. Der vormals undenkbare Fall – ein Staatsbankrott innerhalb der Währungsunion – wurde mit Griechenland im Jahr 2010 akut. Die bisher gängige Praxis Staatsschuldenkrisen mittels Ad-hoc-Verhandlungen unter Beteiligung aller Gläubiger zu begegnen, war in dieser besonderen Situation innerhalb der Eurozone unmittelbar nicht anwendbar. Erst etwa zwei Jahre nach Verlust des Kapitalmarktzugangs kam es im Februar 2012 in Griechenland zu einem Schuldenschnitt.<sup>2</sup> Die Möglichkeit von Restrukturierungen hatte sich aufgrund der damit verbundenen hohen Kosten zu Gunsten von Ad-hoc-Rettungsmaßnahmen durch die Mitgliedsländer der Währungsunion verschoben. Die Mitgliedsländer sahen sich aufgrund drohender Ansteckungseffekte zu einer Politik gedrängt, Liquiditätshilfen auf der Grundlage bilateraler Verträge oder der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) zu leisten, die zeitversetzt zu Transferzahlungen führten. Darüber hinaus sah sich die Europäische Zentralbank (EZB) veranlasst, mit unkonventionellen Maßnahmen wie Notfallkrediten an notleidende Banken in Krisenländern (ELA), durch Staatsanleihekäufe auf dem Sekundärmarkt (SMP), und das Versprechen, ein Auseinanderbrechen der Eurozone zu verhindern (OMT), außerordentliche Risiken einzugehen.

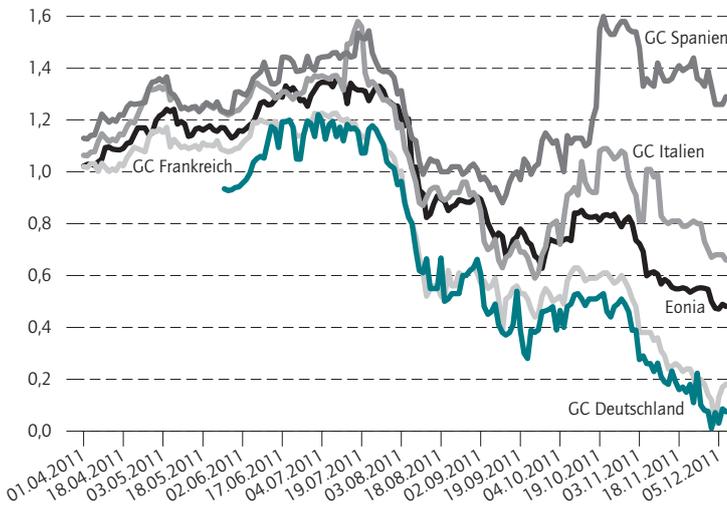
Im Folgenden wird argumentiert, dass die Einführung von gemeinschaftlichen Anleihen im Euroraum, im Zu-

<sup>1</sup> Der vorliegende Bericht ist Teil einer Serie von DIW Wochenberichten, die sich mit Elementen einer Strategie zur institutionellen Neuordnung der Währungsunion befasst. Vgl. Fichtner, F., Fratzscher, M., Podstawski, M., Ulbricht, D. (2014): Den Euroraum zukunftsfähig machen. DIW Wochenbericht Nr. 24/2014.

<sup>2</sup> Zettelmeyer, J., Trebesch, C., Gulati, M. (2013): The Greek debt restructuring: an autopsy. *Economic Policy*, 515-563.

Abbildung 1

**Zinsen für besicherte Interbankkredite**  
In Prozentpunkten



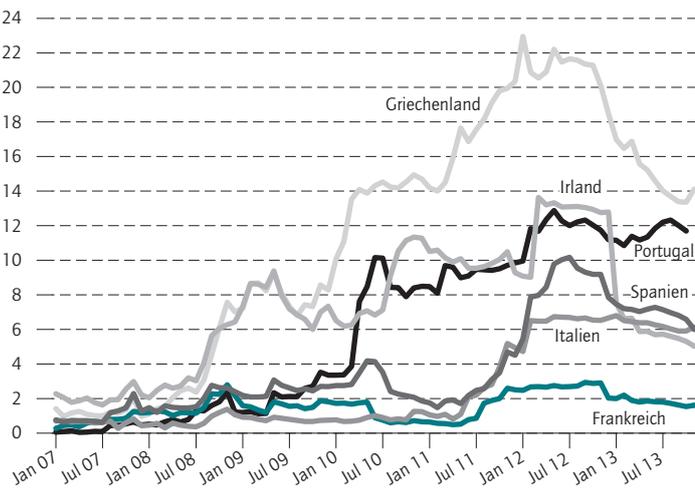
Quelle: Bloomberg.

© DIW Berlin 2014

Die Zinssätze standardisierter Sicherheiten (GC repo rates) driften in der Krise auseinander.

Abbildung 2

**Kreditvergabe des Eurosystems an Kreditinstitute**  
In Prozent der Bilanzsumme nationaler Notenbanken



Quelle: Nationale Notenbanken.

© DIW Berlin 2014

Zentralbankgeld ersetzte die private Kreditschöpfung.

sammenspiel mit weiteren wesentlichen institutionellen Reformen in der Währungsunion, eine krisenbedingte Abwärtsspirale abmildert und die damit einhergehende Rettungspolitik unnötig macht.

**Ansteckung durch Kollateral-Kanal während der Krise**

Der Vertrauensverlust in verbriefte Hypothekendarlehen aus dem amerikanischen Häusermarkt nach der Insolvenz der Investmentbank Lehmann Brothers resultierte in einem geschrumpften Bestand sicherer und hoch liquider Anleihen.<sup>3</sup> Die Möglichkeit Staatsanleihen zur besicherten Finanzierung zu nutzen, erklärt die zunehmende Bedeutung von Staatsanleihen für den Kreditschöpfungsprozess der Privatbanken.<sup>4</sup>

In Europa ist der überwiegende Anteil der besicherten Interbankkredite mit europäische Staatsanleihen unterlegt.<sup>5</sup> Dies begründet die hohe Relevanz von Staatsanleihen für die Kreditschöpfung im Bankensystem.

Die systemische Relevanz wurde 2009 mit dem Beginn der griechischen Schuldenkrise offensichtlich. Die Finanzmärkte realisierten bisher unterschätzte Risiken der Staatsfinanzierung einiger Länder im Euro-Raum. Die daraufhin einsetzende Aufspreizung der Zinsdifferenzen auf Staatsanleihen erfasste die nationalen Bankensysteme in den Krisenländern,<sup>6</sup> die in ihren Staatsanleihen-Portfolios eine starke inländische Ausrichtung aufwiesen (*Home bias*).<sup>7</sup>

Die Staatsschuldenkrise wirkte sich demzufolge asymmetrisch auf die Mitgliedsländer der Eurozone aus, wodurch die Gefahr eines Auseinanderbrechens der Währungsunion erhöht wurde. Dies wurde besonders deutlich im Verlauf des Jahres 2011: Zinsen auf Repo-Geschäfte, die mit europäischen Staatsanleihen besichert waren, bewegten sich deutlich auseinander (Abbildung 1). Während Transaktionen, die mit deutschen oder französischen Staatsanleihen besichert waren, noch unterhalb des EONIA-Swap-Satzes kursierten, entwickelten sich die Zinsen für die mit italienischen und vor allem spanischen Anleihen besicherten Repo-Geschäfte in die entgegengesetzte Richtung. Dieser Zusammenhang wird im Folgenden als Kollateral-Kanal bezeichnet.

<sup>3</sup> Große Steffen, C. (2014): Knappheit sicherer Anleihen? Neue Herausforderungen nach der Krise. DIW Roundup Nr. 3, [www.diw.de/documents/publikationen/73/diw\\_01c.434488.de/diw\\_roundup\\_3\\_de.pdf](http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01c.434488.de/diw_roundup_3_de.pdf).

<sup>4</sup> Manmohan, S., Stella, P. (2012): Money and collateral. IMF Working Paper, WP/12/95; ICMA (2014): Collateral is the new cash: The systemic risks of inhibiting collateral fluidity. International Capital Market Association, Zürich.

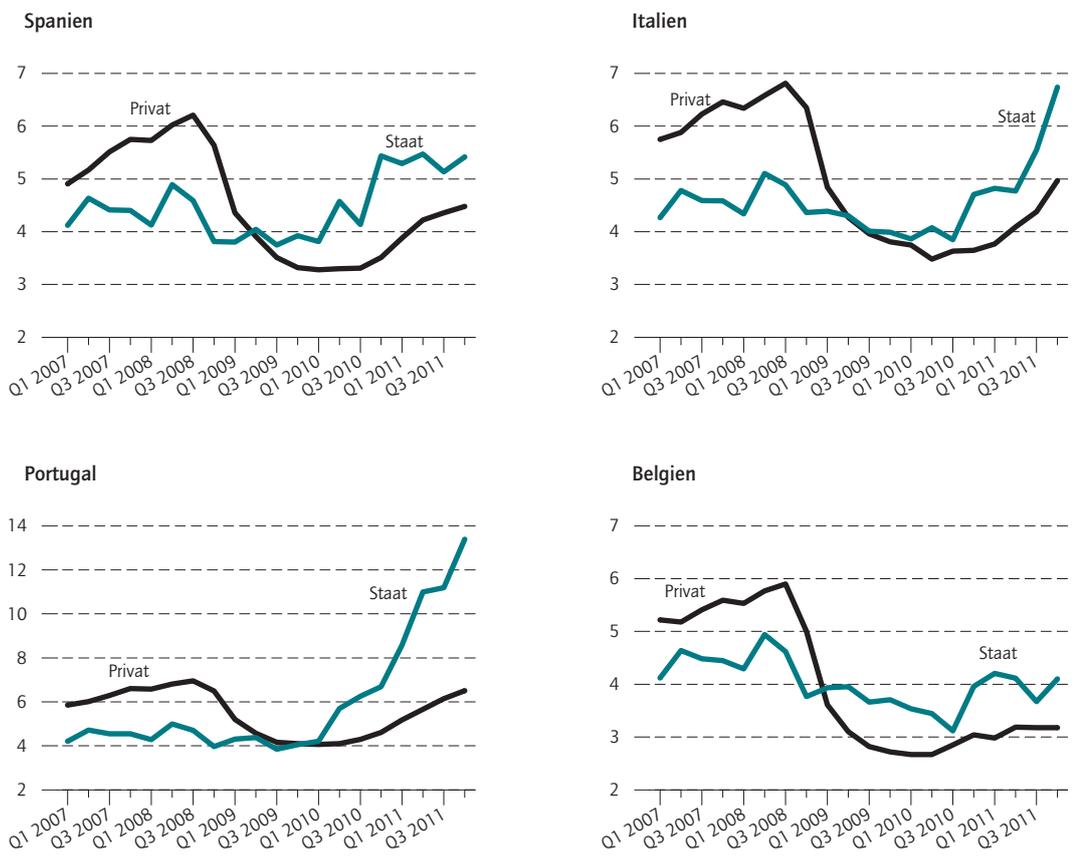
<sup>5</sup> ICMA (2013): European repo market survey: Number 25 - conducted June 2013. International Capital Market Association, Zürich.

<sup>6</sup> BIS (2011): Impact of sovereign credit risk on bank funding conditions. Committee on the Global Financial System (CGFS) Papers, No. 43, Juni 2011; van Rixtel, A., Gasperini, G. (2013): Financial crises and bank funding: Recent experience in the euro area. BIS Working Papers No. 406.

<sup>7</sup> Arslanalp, S., Tsuda, T. (2012): Tracking global demand for advanced economy sovereign debt. IMF Working Paper WP/12/284.

Abbildung 3

**Private und öffentliche Finanzierungskosten**  
In Prozentpunkten<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihen und Darlehenszinsen an nichtfinanzielle Unternehmen mit Laufzeiten bis zu einem Jahr.

Quellen: EZB; Thomson Reuters Datastream; Berechnungen des DIW Berlin.

Die Korrelation privater und öffentlicher Finanzierungskosten nahm in den Krisenländern stark zu.

Die EZB konnte durch eine massive Ausweitung der Liquiditätsversorgung dem Anstieg der Finanzierungskosten und dem Rückgang der Finanzierungsmöglichkeiten für zahlreiche Banken in den Krisenländern entgegenzutreten (Abbildung 2).<sup>8</sup> Dennoch konnte ein Auseinanderdriften der Kreditbedingungen in den Mitgliedsländern der Währungsunion nicht verhindert werden. Für die Krisenländer konnte im Verlauf der Jahre 2010/11 ein positiver Zusammenhang der privaten und öffentlichen Kreditzinsen beobachtet werden, während dies nicht für die Kernländer des Euroraums zutraf (Abbildung 3).

Die vom Staatssektor in den Bankensektor übergreifende Ansteckung ist ein Beleg für die systemische Dimension

der Krise.<sup>9</sup> Im Ergebnis waren vor allem die Länder von einer Vertrauenskrise betroffen, deren Wirtschaftswachstum krisenbedingt am stärksten zurückging (Abbildung 4).

**Schaffung sicherer Anleihen in der Eurozone: langfristig ökonomisch sinnvoll**

Wie die Analyse des Modells von Engler und Große Steffen<sup>10</sup> zeigt (Kasten 1), lassen sich Schuldenkrisen auch

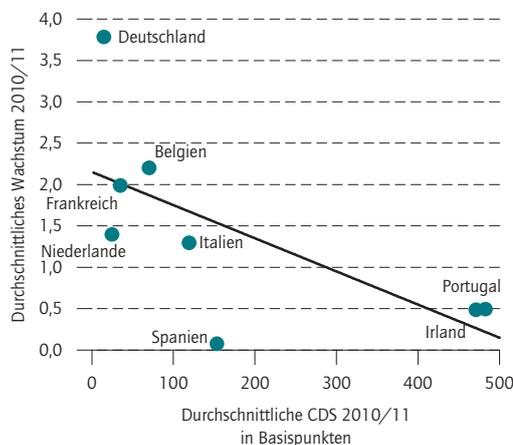
<sup>8</sup> Giannone, D. et al. (2012): The ECB and the interbank market. ECB Working Paper Series No. 1496, November 2012.

<sup>9</sup> Darüber hinaus war auch eine umgekehrte Ansteckung von Banken zu Staaten zu beobachten, siehe Ejsing, J., Lemke, W. (2011): The Janus-headed salvation. Sovereign and bank credit risk premia during 2008–2009. Economics Letters (110), 28–31.

<sup>10</sup> Engler, P., Große Steffen, C. (2014): Sovereign risk, interbank freezes, and aggregate fluctuations. [ssrn.com/abstract=2489914](http://ssrn.com/abstract=2489914).

Abbildung 4

### Zusammenhang zwischen dem Risiko einer Staatspleite und dem Wachstum



Quellen: Thomson Reuters Datastream; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die systemische Dimension der Krise: Niedriges Wachstum und hohe Risikoprämien sind in der Peripherie stark korreliert.

bei einer starken disziplinierenden Wirkung von drohenden realwirtschaftlichen Kosten eines Schuldenschnitts in Volkswirtschaften mit entwickelten Finanzmärkten nicht vollständig vermeiden, da Staaten durch eine Reihe negativer Schocks an ihre Schuldengrenze gebracht werden können. Als eine Ursache hierfür kann der Kollateral-Kanal am europäischen Interbankenmarkt ausgemacht werden, der in Folge eines Überschuldungsproblems im Zusammenspiel mit negativen Schocks in der Währungsunion seine Wirkung entfalten konnte.

In Zukunft ist es daher für die Europäische Währungsunion erforderlich, die disziplinierende Wirkung von Finanzmärkten stärker zu nutzen, um einen weiteren Anstieg der Schuldenstände im Euroraum zu verhindern. Dazu ist eine differenzierte Bepreisung von Staatsanleihen wünschenswert. Dies ist jedoch nur dann zu erreichen, wenn die Möglichkeit eines Schuldenschnitts real gegeben ist, und das *Bailout*-Verbot wieder Beachtung findet. Angesichts der derzeitigen Organisation der Finanzmärkte in Europa ist dies nicht der Fall: Aufgrund der negativen Auswirkungen eines Schuldenschnitts auf den Bankensektor ist die Androhung einer Restrukturierung von Schulden von vornherein unglaubwürdig.<sup>11</sup> Auch die Rettungspolitik durch EFSF/ESM und OMT hat diesen Eindruck bekräftigt.

<sup>11</sup> Eine bedeutende Ausnahme stellt Griechenland dar, das im Februar 2012 seine Schulden restrukturierte. Dies hat jedoch derzeit kaum Auswirkungen auf die Glaubwürdigkeit des *Bailout*-Verbots und eine risikoadequate Verzinsung von Staatsschulden in der Eurozone. Dies legt wiederum nahe, dass die Märkte Griechenland als Einzelfall betrachten.

Die Schaffung von sicheren, also nicht ausfallgefährdeten Anleihen, sollte in einem zukünftigen neu geordneten institutionellen Gefüge der Europäischen Währungsunion dazu beitragen, die *Ex-ante*- und *Ex-post*-Transferzahlungen innerhalb der Eurozone besser auszubalancieren. Gemeinschaftliche Anleihen innerhalb einer Währungsunion bringen drei Vorteile mit sich. Erstens, die Möglichkeit und Notwendigkeit einer sinnvollen Verteilung finanzpolitischer Risiken und zweitens, die Stärkung der Finanzmarktstabilität durch eine verbesserte und robustere Integration der Finanzmärkte. In ihrer Funktion als sichere Anlagemöglichkeit würden gemeinschaftlich begebene Anleihen drittens, die Position des Euro als internationale Reservewährung stärken.<sup>12</sup>

### Die Debatte zu Eurobonds gilt es zu versachlichen

Während der Schuldenkrise haben sich zwei Lager gebildet, die die Vorschläge zu Eurobonds unterschiedlich einschätzen. Auf der einen Seite stehen die konsequenten Gegner jeglicher Form gemeinschaftlich begebener Anleihen. Das Hauptargument gegen Eurobonds sind die berechtigten Bedenken in Bezug auf die Anreizwirkungen: Ein Staat, der im Notfall seine Schulden nicht selbst zurück zu zahlen hat, wird keine vernünftige Haushaltspolitik betreiben.<sup>13</sup> Darüber hinaus bestehen verfassungsrechtliche Bedenken: Diese weisen als Voraussetzung von Eurobonds auf eine Fiskalunion oder die Errichtung eines europäischen Bundesstaates hin.<sup>14</sup>

Auf der anderen Seite stehen die Befürworter, die im Laufe der Zeit eine Vielzahl von Vorschlägen hervorgebracht haben, gemeinschaftliche Anleihen für ökonomisch sinnvoll erachten und die rechtlichen Voraussetzungen für bereits kurz- oder mittelfristig erreichbar halten. Diese Vorschläge unterscheiden sich hauptsächlich bezüglich des Umfangs der Haftung, die von einer vollen Vergemeinschaftung sämtlicher Schulden bis hin zu synthetischen Anleihen mit keinerlei *De-facto*-Vergemeinschaftung reichen.

Ungeachtet der Frage, ob der Euroraum eine vollständige Fiskalunion anstrebt oder nicht, ist der Bedarf einer ver-

<sup>12</sup> Insbesondere dürfte die Finanzmarktstabilität ein zunehmend wichtiger Faktor sein, der die Qualität einer Währung als Reservewährung definiert, siehe Goldberg, L., Krogstrup, S., Lipsky, J., Rey, H. (2014): Why is financial stability essential for key currencies in the international monetary system? *voxeu.org*, 26. Juli 2014.

<sup>13</sup> Siehe beispielsweise Schäfer, H.-B. (2012): Eurobonds – Gruppenhaftung im Clan bedroht die Bürgergesellschaft und den Sozialstaat. *Wirtschaftsdienst*, 91/9, 609–612; sowie Schütte, M., Blanchard, N., Hüther, M., Lucke, B. (2012): Eurobonds: Kann eine Unterteilung in Blue bonds und Red bonds das Risiko für die Euroländer minimieren? *Ifo Schnelldienst* 4/2012.

<sup>14</sup> Mayer, F., Heidfeld, C. (2012): Verfassungs- und europarechtliche Aspekte der Einführung von Eurobonds. *Juristische Wochenschrift*, Heft 7, 422–427.

stärkten finanzpolitischen Koordinierung in der Währungsunion während der Krise offenbar geworden. Dies macht Durchgriffsrechte auf das Budget nationaler Staaten von Seiten Brüssels erforderlich, die über das bisher vereinbarte Maß hinausgehen sollten, um ausreichend finanzpolitische Koordination sicherzustellen.<sup>15</sup>

In diesem Kontext scheint eine Versachlichung der zum Teil sehr emotional geführten Debatte um die Einführung von Eurobonds erforderlich. Denn ist eine effektive finanzpolitische Koordinierung im Sinne einer zumindest partiellen Fiskalunion hergestellt, so ist auch die ökonomische Voraussetzung für die stufenweise Einführung von gemeinschaftlichen Anleihen geschaffen, um sich deren vielseitige positive Effekte für die Währungsunion langfristig nutzbar zu machen.

Da aktuell noch keine partielle Fiskalunion besteht, sind die Voraussetzungen für gemeinschaftliche Anleihen derzeit nicht gegeben. Auch kurzfristig dürften politische Hürden eine rasche Umsetzung verhindern. Dies führt zu dem Dilemma, wie das *Bailout*-Verbot kurz und mittelfristig umzusetzen ist. Langfristig bleibt eine Nicht-Haftungs-Klausel wie in den USA und der Schweiz notwendig, selbst wenn sich die Europäische Union in Richtung einer politischen Union in der Form eines Bundesstaates entwickeln sollte.<sup>16</sup>

### Vorschläge zu Eurobonds

Bisher werden Lösungen diskutiert, die in zwei Gruppen eingeteilt werden können:<sup>17</sup> Auf der einen Seite des Spektrums stehen *echte* Eurobonds, die eine weitreichende Vergemeinschaftung von bestehenden Staatsschulden vorsehen. Die Vorschläge dazu entstanden größtenteils im Zuge der Staatsschuldenkrise im Euroraum. So forderten der designierte EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker und der damalige italienische Finanzminister Giulio Tremonti Ende 2010 die Einführung von Eurobonds.<sup>18</sup> Sie sollten der Finanzierung nationaler Budgets dienen und kurzfristig den Finanzmärkten Stabilität signalisieren, um die Krise zu beenden.<sup>19</sup>

Bei *echten* Eurobonds wird von den teilnehmenden Ländern eine gegenseitige und vollumfängliche Haftung für die damit eingegangenen Zahlungsverpflichtungen übernommen. Im Fall der Zahlungsunfähigkeit einzelner Teilnehmer müssten die Partnerländer für diese Zahlungen uneingeschränkt aufkommen. Dadurch reduziert sich aus Sicht der Gläubiger das Ausfallrisiko einzelner Staaten erheblich. Allerdings würde dies die Gefahr eines gemeinschaftlichen Ausfalls unter Umständen erhöhen.<sup>20</sup> Bei gemeinsamer Haftung über die gesamte nationale Schuldenlast besteht darüber hinaus das moralische Risiko (*moral hazard*) einer verringerten Disziplin in der Haushaltsführung einzelner Mitgliedsländer, weil die Anreizwirkung der Anleihenmärkte eingeschränkt oder vollständig aufgehoben werden. Nicht zuletzt weil Eurobonds zu Hochzeiten der Krise als Substitut zu strukturellen Reformen vorgeschlagen wurden, sind sie in dieser Form strikt abzulehnen.

Ein Ausweg aus diesem Dilemma besteht darin, nicht sämtliche Staatsschulden zu vergemeinschaften. Von Weizsäcker und Delpla<sup>21</sup> schlagen daher sogenannte *Blue Bonds* mit einer gemeinsamen Haftung vor, die lediglich bis zu einer Schwelle von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts eines jeden Landes begeben werden könnten. Für Schulden über die Schwelle von 60 Prozent hinaus müsste ein Schuldnerland allein haften. Diese Anleihen würden als sogenannte *Red Bonds* einem höheren Ausfallrisiko unterliegen, da sie im Insolvenzfall als nachrangig<sup>22</sup> behandelt werden. Eine risikoangepasste Bepreisung würde einen starken disziplinierenden Effekt auf die emittierenden Regierungen ausüben. Die *Blue Bonds* hingegen könnten aufgrund der gemeinsamen Haftung sowie der Vorrangigkeit im Insolvenzfall als sicher angesehen werden und könnten als Sicherheiten im Bankensektor Verwendung finden.<sup>23</sup>

Dem Vorschlag von *echten* Eurobonds gegenüber stehen sogenannte synthetische Eurobonds, deren populärster Vertreter die sogenannten *European Safe Bonds* (ESBies)

<sup>15</sup> Heinemann, F., Moessinger, M.-D., Osterloh, S. (2012): Feigenblatt oder fiskalische Zeitenwende? Zur potenziellen Wirksamkeit des Fiskalvertrags. *Integration* 3/2012, 167-182.

<sup>16</sup> Vgl. auch die vom Sachverständigenrat abweichende Stellungnahme von Wieland, V.: Sachverständigenrat Jahresgutachten 2013/2014, Ziffer 265; sowie Bordo, M., Markiewicz, A., Jonung, L. (2011): A fiscal union for the Euro: Some lessons from history. NBER Working Paper 17380.

<sup>17</sup> Für eine ausführliche Diskussion der Vorschläge siehe Claessens, S., Mody, A., Vallée, S. (2012): Paths to Eurobonds. IMF Working Paper, WP/12/172.

<sup>18</sup> Juncker, J.-C., Tremonti, G. (2010): E-bonds would end the crisis. *Financial Times*, 5. Dezember 2010.

<sup>19</sup> Die Vorschläge sind, erstens, zu unterscheiden von den Harmonisierungsbestrebungen zwischen nationalen Schuldenagenturen, siehe Giovannini, A. et al. (2000): Coordinated public debt issuance in the euro area. Report of the Giovannini Group. Zweitens, gehen die Vorschläge über die reine Finanzierung

eines europäischen Budgets hinaus. Diese befinden sich mit sogenannten *Project Bonds* innerhalb einer EU-EIB-Kooperation bereits in einer Pilotphase. Auch die Europäische Kommission entwickelte eigene Vorschläge zur Einführung von sogenannten *Stability Bonds*, siehe Europäische Kommission (2011): Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds. [ec.europa.eu/commission\\_2010-2014/president/news/documents/pdf/green\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/documents/pdf/green_en.pdf).

<sup>20</sup> Wagner, W. (2011): Eurobonds are likely to increase the risk of joint defaults in the Eurozone. *voxeu.org*, 8. Dezember 2011.

<sup>21</sup> Von Weizsäcker, J., Delpla, J. (2010): The blue bond proposal. Bruegel Policy Brief, 2010/03.

<sup>22</sup> Nachrangige Anleihen sind solche, deren Käufer im Fall eines Zahlungsausfalls die ersten Verluste zu tragen haben, während Käufer vorrangiger Anleihen erst bei höheren Verlusten herangezogen werden.

<sup>23</sup> Ein ähnlicher Vorschlag zu gemeinschaftlichen Anleihen mit kurzer Laufzeit stammt von Philippon, T., Hellwig, C. (2011): Eurobills, not Eurobonds. *voxeu.org*, 2. Dezember 2011.

## Kasten 1

**Modellanalyse**

Die theoretische Modellanalyse von Engler und Große Steffen<sup>1</sup> basiert auf einem dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodell (DSGE) einer kleinen offenen Volkswirtschaft.<sup>2</sup> Darin werden im Wesentlichen zwei Erweiterungen gegenüber dem Standardmodell vorgenommen.

Erstens werden *heterogene Banken* abgebildet, die über einen Interbankenmarkt Kredite austauschen. Dieser Prozess verläuft nicht ganz ohne Reibungen. Banken im Modell unterliegen Finanzierungsbeschränkungen, die auf unvollkommene Märkte zurückzuführen sind. Diese Finanzierungsbeschränkungen lassen sich zu einem gewissen Grad reduzieren, indem Banken Staatsanleihen als Sicherheiten hinterlegen, um Kredite ausgeben zu können. Die hieraus resultierenden Implikationen für eine optimale Verschuldungspolitik des Staates sind bereits in früheren Studien analysiert worden.<sup>3</sup> Allerdings berücksichtigen diese Studien nicht den Anstieg des Ausfallrisikos, der mit einer zu starken Ausweitung der Staatsverschuldung, oder unter starken makroökonomischen Schocks auftritt, wie sie während der europäischen Schuldenkrise beobachtet werden konnten.

Daher verfügt das Modell, zweitens, über die Dimension des *Ausfallrisikos staatlicher Anleihen* im Rahmen einer optimalen Ausfallentscheidung.<sup>4</sup> Ein Staatsbankrott führt in dem Modell zu einem Zusammenbruch des Interbankenmarktes, was unmittelbar eine Kreditklemme und tiefe Rezession nach sich zieht. Diese Kosten wirken sich disziplinierend auf die Regierung aus und machen eine Rückzahlung der Schulden wahrscheinlicher. Dieser Zusammenhang verknüpft die Bedingungen auf den Interbankenmärkten mit den fiskalpolitischen Entscheidungen der Regierung.

- 1 Engler, P., Große Steffen, C. (2014), a. a. O.
- 2 Mendoza, E. (1991): Real business cycles in a small open economy. *American Economic Review* (81)4, 797–818.
- 3 Woodford, M. (1990): Public debt as private liquidity. *American Economic Review* (80)2, 382–388.
- 4 Zur Literatur strategischer Zahlungsausfälle siehe Eaton, J., Gersovitz, M. (1981): Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis. *Review of Economic Studies* (48)2, 289–309.

sind.<sup>24</sup> Diese umfassen keinerlei Gemeinschaftshaftung. Vielmehr geht es bei diesem Vorschlag darum, Finanzprodukte aus bereits existierenden Staatsschulden durch

<sup>24</sup> Siehe Euro-nomics group (2011): European Safe Bonds (ESBies). [www.princeton.edu/~jrc/files/esbie\\_pr.pdf](http://www.princeton.edu/~jrc/files/esbie_pr.pdf); sowie Beck, T., Wagner, W., Uhlig, H. (2011): Insulating the financial sector from the crisis: Eurobonds without public guarantees. [voxeu.org](http://voxeu.org), 17. September 2011.

**Ergebnisse der Modellanalyse**

Der Staat steht bei der Bestimmung einer optimalen Fiskalpolitik vor dem Problem, dass es *ex ante* wünschenswert ist, sich zu verschulden. Indem die Anleihen in den Besitz von Banken gelangen, sind sie dazu geeignet, Finanzierungsbeschränkungen zu lockern und damit die private Kreditvergabe anzuregen. Allerdings entsteht ein Zielkonflikt, sollten die Staatsanleihen selbst durch einen Staatsbankrott bedroht sein: Dann nämlich droht ein sich selbst verstärkender Mechanismus zwischen Staatsrisiko und Finanzierungsbeschränkungen im Privatsektor. Somit erhalten Staatsschuldenkrisen über die Rolle von Staatsanleihen im Bankensektor eine systemische Dimension, die die gesamte Wirtschaft erfasst. *Ex post* sind sie darüber hinaus mit hohen makroökonomischen Kosten verbunden. Sie können in einem Szenario, in dem ein Staat unkontrolliert in die Zahlungsunfähigkeit gerät, bis zu 20 Prozent des Bruttoinlandsprodukts ausmachen (Abbildung 1). Entscheidend für die Modellergebnisse ist, dass diese Kosten abhängig von der Produktivitätsentwicklung und damit von der konjunkturellen Lage sind (Abbildung 2). Während in wirtschaftlich normalen Zeiten aufgrund des Kreditbedarfs der Wirtschaft die Kosten eines Zahlungsausfalls sehr hoch sind, fallen sie in der Rezession mit einer einhergehenden sinkenden Kreditnachfrage und der damit gesunkenen Bedeutung des Interbankenmarktes stark ab. Dies ist unter anderem auf den Amplifikationsmechanismus zwischen staatlichem Solvenzrisiko und den Finanzierungskosten des Bankensektors zurückzuführen, der die gesamtwirtschaftliche Produktion in der Rezession zusätzlich senkt und somit die Kosten der drohenden Kreditklemme im Falle eines Staatsbankrotts weiter reduziert. Diese Abwärtsspirale ist in jedem Fall mit hohen ökonomischen Kosten verbunden, sei es durch die Kosten eines Schuldenschnitts oder durch die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen bei Vermeidung eines Schuldenschnitts.

**Bewertung der Modellergebnisse**

Das Modell wird für die quantitative Analyse mittels spanischer Daten im Zeitraum von 2000 bis 2011 kalibriert.

Verbriefung zu entwickeln. Banken wäre es nur gestattet, die sichere Tranche (ESBies) zu erwerben, um Staaten- und Bankrisiken zu entkoppeln. Synthetische Eurobonds haben nicht das primäre Ziel, nationale Budgets zu finanzieren oder den in Notlage geratenen Staat vor spekulativen Attacken zu schützen. Ihre Aufgabe ist es, die Auswirkungen der Schuldenkrise auf das Bankensystem zu reduzieren.

Modellsimulationen zeigen, dass Staatsschuldenkrisen extrem seltene Ereignisse sind. Dies ist dadurch zu erklären, dass die mit einem Staatsbankrott verbundenen Kosten durch eine Kreditklemme am Interbankenmarkt eine große disziplinierende Wirkung auf die Regierung entfalten. In der Literatur werden diese Kosten daher häufig als nützlich angesehen, da sie in normalen Zeiten die Zinsen für Staatsanleihen verringern.<sup>5</sup>

Gleichzeitig werden dadurch die mit einer Staatspleite verbundenen Ineffizienzen und Kosten enorm in die Höhe getrieben. Dies unterscheidet die Krise in der Eurozone von den Schuldenkrisen in Schwellenländern, für die eine *Ad-hoc*-Verhandlungslösung unter Beteiligung von Gläubigern durchführbar war.<sup>6</sup> Darüber hinaus ist die *Ex-ante*-Effizienzsteigerung durch die disziplinierende Wirkung den ebenso *ex ante* auftretenden realwirtschaftlichen Kosten des Amplifikationsmechanismus zwischen staatlichem Risiko und Finanzierungsbedingungen gegenüberzustellen: Dies erklärt rückwirkend die Strategie europäischer Entscheidungsträger, für eine Rettungspolitik einzutreten. Auch wenn diese Politik mit hohen Kosten verbunden ist, wäre die Alternativlösung unter diesen Umständen deutlich teurer gewesen.<sup>7</sup>

Die Modellanalyse legt nahe, dass eine Regierung bei ihrer Verschuldungspolitik die Liquiditätswirkung von Staatsausgaben stärker berücksichtigen sollte. Das bedeutet: Ein Überschuldungsproblem sollte vermieden werden, sodass möglichst keine Zweifel über die Tragfähigkeit von Staatsschulden aufkommen. Damit wären Staatsanleihen grundsätzlich auch in schweren Rezessionen durch ihre hohe Solvenz dazu geeignet, die Finanzierung der Banken und damit die Kreditversorgung für die Unternehmen der Realwirtschaft sicherzustellen. Die *Ex-ante*-Kosten innerhalb einer den Konjunkturzyklus verstärkenden Abwärtsspirale während einer Rezession würden somit gar nicht erst entstehen.

<sup>5</sup> Dooley, M. (2000): International financial architecture and strategic default. Can financial crises be less painful? Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 361-377.

<sup>6</sup> Panizza, U., Sturzenegger, F., Zettelmeyer, J. (2009): The economics and law of sovereign debt and default. Journal of Economic Literature (47)3, 651-698.

<sup>7</sup> Buchheit, L. et al. (2013): Revisiting sovereign bankruptcy. CIEPR Report, Brookings Institution.

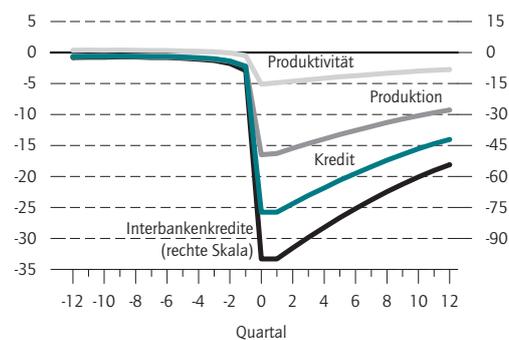
### Gemeinschaftliche Anleihen in das neue institutionelle Gefüge Europas integrieren

Sichere Anleihen gelten erst dann als sicher, wenn ihnen auch in Krisenzeiten das Vertrauen der Anleger geschenkt wird. Institutionell könnte dies durch eine Europäische Schuldenagentur gewährleistet werden: Sie würde eine Garantierklärung erhalten, die die teilnehmenden

Abbildung 1

#### Simulierte Staatspleite

Abweichung vom langfristigen Trend in Prozent



Quelle: Engler, P., Große Steffen, C. (2014), a. a. O.

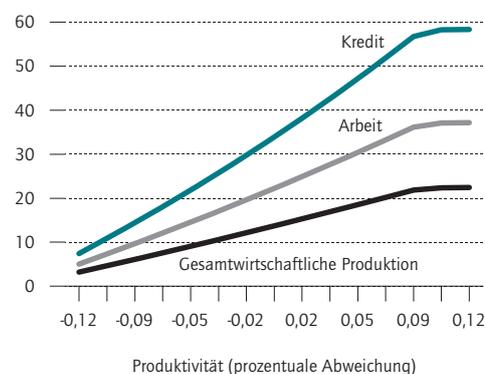
© DIW Berlin 2014

Die ex-post-Kosten einer Staatspleite durch eine Kreditklemme können bis zu 20 Prozent des Bruttoinlandsprodukts betragen.

Abbildung 2

#### Kosten einer Staatspleite

Prozentualer Verlust bei einem Schuldenschnitt



Quelle: Engler, P., Große Steffen, C. (2014), a. a. O.

© DIW Berlin 2014

Die Kosten einer Staatspleite sind in der Rezession besonders niedrig und machen einen Schuldenschnitt wahrscheinlicher.

Staaten im Notfall dazu verpflichtet, für die gesamten gemeinschaftlich begebenen Anleihen einzuspringen. Die nationalen Finanzagenturen würden gemäß ihrem Anteil am Emissionsvolumen ihre Verpflichtungen bilateral mit der Europäischen Schuldenagentur abwickeln.

Darüber hinaus gilt es, erstens, das moralische Risiko einzuschränken, zweitens, die rechtlichen Voraussetzungen

zu erfüllen, und drittens, die institutionelle Konsistenz innerhalb der Währungsunion zu gewährleisten. Um das zentrale Problem des moralischen Risikos bei der Begebung gemeinschaftlicher Anleihen einzuschränken, gibt es eine Reihe von Möglichkeiten. Zunächst sollten Bemühungen intensiviert werden, eine Einhaltung der Haushaltsdisziplin auf politischem Wege durchzusetzen. Es ist zu hoffen, dass im Zuge der erforderlichen fiskalischen Koordination innerhalb des Euroraums in Zukunft gewisse Souveränitätsrechte an Brüssel – zumindest temporär – delegiert werden können.<sup>25</sup> Die schlechten Erfahrungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt lassen zwar begründete Zweifel an der Effizienz politischer Mechanismen aufkommen, jedoch sind sie als normative Verankerung komplementär zu marktbasierter Instrumenten wünschenswert. Darüber hinaus wäre es erforderlich, zumindest eine partielle Fiskalunion zu etablieren. Mitgliedsstaaten könnten beispielsweise temporär gewisse Souveränitätsrechte an Brüssel abtreten, sobald sich Finanzierungsengpässe andeuten. Beispielsweise ließe sich vereinbaren, dass sich ein Land bei einem Haftungsfall der gemeinschaftlichen Anleihen zur Teilnahme an einem makroökonomischen Anpassungsprogramm verpflichtet, wie es heute schon die Voraussetzung für Kredite des ESM darstellt. Der damit verbundene temporäre Abtritt von Souveränitätsrechten sollte die negative Anreizwirkung senken, die Solvenz der Partnerländer ungerechtfertigter Weise in Anspruch zu nehmen.

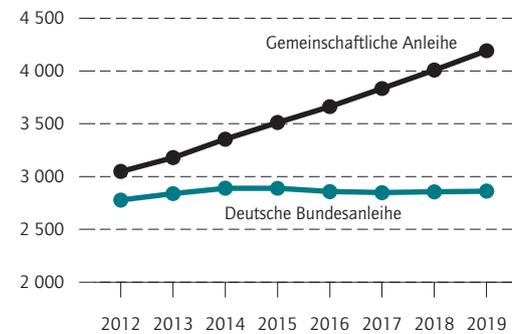
Schließlich sollte eine Begrenzung gemeinschaftlicher Anleihen deutlich unterhalb der Grenze von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts festgelegt werden, um zwischenstaatliche Ansteckungseffekte zu reduzieren. Gemeinschaftliche Anleihen sollten daher auf eine relativ niedrige Schwelle, zum Beispiel 25 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (der vergangenen fünf Jahre), beschränkt werden. Dies stellt einen Richtwert dar, um einen hinreichend liquiden Markt zu gewährleisten. Eine strenge Begrenzung ist für die Glaubwürdigkeit des Mechanismus, insbesondere in der Anfangsphase, entscheidend. Beispielsweise würde bei einem Emissionsvolumen von 25 Prozent die gemeinschaftliche Anleihe das Volumen deutscher Bundesanleihen bereits heute leicht übertreffen. In Abbildung 5 wird deutlich, dass mittelfristig der Bestand an sicheren Anleihen in Europa deutlich erweitert werden könnte. Hierfür ist zum einen die durch die Einführung der Schuldenbremse vorgezeichnete Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in Deutschland verantwortlich. Zum anderen bildet die Kopplung an das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum eine dynamische Komponente, die es erlaubt, bei stärkerem Wachstum den Bestand an gemeinschaftlichen Anleihen auszuweiten. Damit würde mittelfris-

<sup>25</sup> Basso, H., Costain, J. (2013): Fiscal delegation in a monetary union with decentralized public spending. Bank of Spain Working Paper No. 1311.

Abbildung 5

### Emissionsvolumina

In Milliarden Euro



Quellen: IWF WEO Datenbank; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Gemeinschaftliche Anleihen im Umfang von 25 Prozent des Bruttoinlandsprodukts der Eurozone würden den Markt für deutsche Staatsanleihen im Volumen langfristig übertreffen.

tig der wichtigste Anleihenmarkt in der Eurozone und der zweitwichtigste Markt weltweit geschaffen werden.

Die rechtlichen Grundlagen sind in zweierlei Hinsicht zu prüfen. Auf der einen Seite stehen die europäischen Verträge sowie das deutsche Grundgesetz, welches enge Gestaltungsvorgaben für Anleihen mit gemeinschaftlicher Haftung auferlegt.<sup>26</sup> Zum anderen ist für den Haftungsfall zu klären, ob gemeinschaftliche Anleihen vorrangig behandelt werden (*senior*) oder gleichberechtigt neben nationalen Anleihen stehen (*pari passu*).

Die damit einhergehende Frage der Seniorität von gemeinschaftlichen Anleihen gegenüber nationalen Anleihen stellt unter Umständen eine rechtliche Barriere dar. Im Fall einer *Pari-passu*-Klausel ergeben sich höhere Ansteckungseffekte, da ein selektiver Zahlungsausfall nur auf weiterhin national begebene Schulden ausgeschlossen wird, und ein Garantiefall auf gemeinschaftlich begebene Anleihen wahrscheinlicher ist. Demgegenüber bietet die *Pari-passu*-Klausel einen niedrigeren Zins auf die national begebenen Schuldtitel, da im Fall einer Umstrukturierung der zu erwartete Rückzahlungsbetrag steigt. Die Staatsanleihenkäufe im SMP-Programm der EZB haben gezeigt, dass Senioritäts-Klauseln das Risiko eines Zahlungsausfalls für die verbleibenden Gläubiger erhöht und damit eine destabilisierende Wirkung auf die Anleihenmärkte hat.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> Mayer, F., Heidfeld, C. (2012), a. a. O.

<sup>27</sup> Eine kritische Bewertung nimmt auch der IWF vor, siehe IMF (2012): Euro Area Policies: 2012 Article IV Consultation – Selected Issues Paper, Annex: Valuation of sovereign bonds with ECB senior creditor status. Empirisch lässt sich darüber hinaus auch ein Effekt des Anstiegs vorrangiger Gläubiger in Krisenländern zeigen, siehe Steinkamp, S., Westermann, F. (2012): On creditor

Daher könnte eine Senioritäts-Klausel, neben den oben angeführten rechtlichen Bedenken, auch politische Bedenken auf Seiten der höher verschuldeten Mitgliedsländer hervorrufen. Insgesamt lässt sich vor diesem Hintergrund und im Sinne einer erstrebenswerten Versicherungswirkung eine *Pari-passu*-Regelung mit gemeinschaftlichen Anleihen besser vereinbaren als eine strikte Seniorität gegenüber den übrigen ausstehenden nationalen Schulden.

Die Schaffung von gemeinschaftlichen Anleihen ist dabei stets komplementär zu anderen Reformbemühungen in der Europäischen Währungsunion zu betrachten. In diesem Sinne gilt es, erstens, die Bankenunion und die regulatorischen Anforderungen weiterzuentwickeln, sowie zweitens, die Möglichkeit einer geordneten Staatsinsolvenz innerhalb der Währungsunion zu schaffen.<sup>28</sup>

Darüber hinaus ist es entscheidend, die Funktion des ESM sowie die OMT-Erklärung der EZB in Bezug auf die weiterhin national begebenen Anleihen zu definieren. Andernfalls droht hier die Aufweichung des *Bailout*-Verbots durch die Hintertür, wie die Markterwartungen im derzeitigen institutionellen Gefüge erkennen lassen. So konvergieren seit etwa zwei Jahren die Zinsen auf Staatsanleihen im Euroraum auf einem Niveau, das verdeutlicht, dass die Risikoprämien im Fall der Krisenländer keinen Anreiz zum Abbau der Schuldenstände bieten (Abbildung 6). Die Funktion des ESM sollte auf die Bedürfnisse nationaler Liquiditätsengpässe fokussieren, um spekulative Attacken gegen die Schulden nationaler Regierungen weiterhin abwehren zu können. Allerdings bedarf es schnellerer Entscheidungsprozesse, sodass Fälle einer nationalen Insolvenz tatsächlich durch eine Restrukturierung und nicht mit Liquiditätshilfen des ESM gelöst werden.<sup>29</sup> Dementsprechend ist zu überlegen, das OMT-Versprechen lediglich für gemeinschaftlich begebene Anleihen anzuwenden und somit einen monetären Rückgriff einzig für dieses Marktsegment bereitzustellen.<sup>30</sup> Für diesen Fall ist das Verbot der monetären Staatsfinanzierung nach Artikel 123 AEUV wesentlich trennschärfer als bisher einzuhalten. Das Bundesverfassungsgericht stellte dazu in seinem Urteil zu OMT fest, dass unter anderem durch die Selektivität des Pro-

seniority and sovereign bond prices in Europe. Working Papers 92, Institute of Empirical Economic Research.

<sup>28</sup> Diese beiden Themenfelder werden jeweils in einem gesonderten Bericht in dieser Reihe analysiert. Siehe Bremus, F., Lambert, C. (2014): Bankenunion und Bankenregulierung: Stabilität des Bankensektors in Europa. DIW Wochenbericht Nr. 26/2014; und Große Steffen, C., Schumacher, J. (im Erscheinen) DIW Wochenbericht Nr. 39/2014.

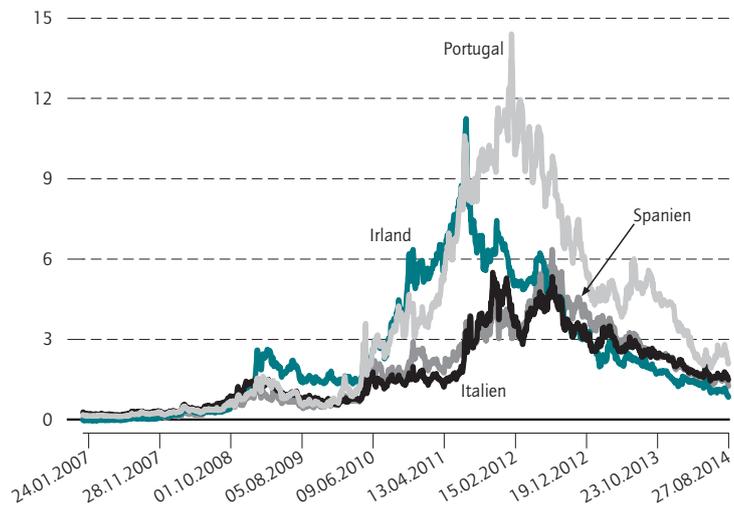
<sup>29</sup> Damit könnte Artikel 13 Absatz 1b des ESM-Vertrags mehr Gewicht erhalten, der die Tragfähigkeit von Schuldenständen als Voraussetzung für Stabilitätshilfen durch den ESM vorsieht.

<sup>30</sup> Illing, G., König, P. (2014): Die Europäische Zentralbank als Lender of Last Resort. DIW Wochenbericht Nr. 24/2014.

Abbildung 6

### Zinsdifferenz gegenüber deutschen Anleihen

In Prozentpunkten bei 10-jähriger Laufzeit



Quellen: Thomson Reuters Datastream; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

### Die Zinsen auf Staatsanleihen setzen aktuell keine Anreize zur Konsolidierung.

gramms, welches gezielt die Staatsanleihen notleidender Staaten ankauft, das Mandat der EZB überschritten sei.<sup>31</sup> Dieser Einwand wäre für gemeinschaftliche Anleihen nicht gültig; insbesondere ließe sich eine Umverteilung innerhalb der Währungsunion durch Ankäufe von gemeinschaftlichen Anleihen durch die EZB nicht realisieren. Damit ist auch die Voraussetzung für Anleihenkäufe der EZB für geldpolitische Zwecke geschaffen. Vor dem Hintergrund der anhaltend niedrigen Inflationsraten im Euroraum wäre ein Markt für Interventionsmaßnahmen in der Eurozone bereits kurzfristig wünschenswert.<sup>32</sup>

Schließlich sind Aufnahmekriterien zu definieren, die zur Teilnahme an der Ausgabe von gemeinschaftlichen Anleihen berechtigen. Naheliegend ist es vorzusetzen, dass ein Land bereits einen tragfähigen Schuldenstand aufweist. Dies ist jedoch nicht leicht zu definieren. Daher könnte man den derzeit durchschnittlichen Schuldenstand in der Eurozone als Näherungswert heranziehen, der etwa bei 95 Prozent des Bruttoinlandsprodukts liegt. Für die Länder, die dieses Kriterium nicht erfüllen, sollte als Bedingung zur Einführung von gemeinschaft-

<sup>31</sup> Paragraph 73 in der Urteilsbegründung des BVerfG vom 14. Januar 2014, siehe [www.bundesverfassungsgericht.de/entscheidungen/rs20140114\\_2b-vr272813.html](http://www.bundesverfassungsgericht.de/entscheidungen/rs20140114_2b-vr272813.html).

<sup>32</sup> Bernoth, K., Fratzscher, M., König, P. (2014): Schwache Preisentwicklung und Deflationsgefahr im Euroraum: Grenzen der konventionellen Geldpolitik. DIW Wochenbericht Nr. 12/2014.

## Kasten 2

**Deutsche Bundesanleihen als sicherer Hafen?**

Wie sich in der Krise gezeigt hat, sind deutsche Staatsanleihen nicht dazu geeignet, allein die Rolle sicherer Anleihen in der Eurozone zu übernehmen.<sup>1</sup> Deutsche Anleihen dienen zwar als sicherer Hafen in Krisenzeiten. Allerdings stellten sie daher in der Krise ein beliebtes Ziel von Fluchtkapital aus den Staaten der Peripherie dar und waren damit nur noch begrenzt verfügbar. Die parallel als Sicherheiten verwendeten Staatsanleihen verschiedener Länder innerhalb der Eurozone waren Ursache des Auseinanderdriftens der Finanzierungskosten europäischer Banken. Diese asymmetrischen Fliehkräfte im Finanzsystem der Eurozone gilt es für die Zukunft zu überwinden. Dazu ist es zu allererst erforderlich, durch eine regulatorische Anpassung dafür Sorge zu tragen, dass die Portfolien von Banken keinen starken *Home Bias* mehr aufweisen und ausreichend mit Eigenkapital unterlegt werden.<sup>2</sup>

**1** Privat emittierte Wertpapiere, etwa durch Hypotheken besichert, können in Krisenzeiten ebenso wenig als sicherer Hafen dienen. Siehe darüber hinaus Holmström, B., Tirole, J. (1998): Private and public supply of liquidity. *Journal of Political Economy* 106(1), 1–40.

**2** Pockrandt, J., Radde, S. (2012): Reformbedarf in der EU-Bankenregulierung: Solvenz von Banken und Staaten entkoppeln. DIW Wochenbericht

Innerhalb eines solchen reformierten regulatorischen Rahmens würde Deutschland jedoch vermutlich überproportional von seinem Status profitieren, da seine Anleihen als besonders sicher gelten. Die bereits jetzt zu beobachtenden krisenbedingten Zinsvorteile würden durch die regulatorische Anpassung verstärkt und institutionalisiert, was große politische Widerstände hervorrufen dürfte und neue dauerhafte Ungleichgewichte etablieren könnte.<sup>3</sup>

Darüber hinaus ist das Emissionsvolumen deutscher Staatsanleihen zu gering, um für den gesamten Euroraum sichere Anleihen in ausreichendem Maß zur Verfügung zu stellen. Erforderlich ist demzufolge ein Instrument mit höherem Emissionsvolumen, um der bereits jetzt einsetzenden erhöhten Nachfrage nach sicheren Anleihen angebotsseitig zu begegnen.

Nr. 20/2012.

**3** Daher schlagen Fonseca und Santa-Clara auch ein Konzept vor, um die Zinslasten unter den Staaten auszugleichen, siehe Fonseca, J., Santa-Clara, P. (2012): Euro-coupons: Mutualise the interest payments, not the principal. *voxeu.org*, 11. Mai 2012.

lichen Anleihen ein tragfähiges Konzept zur Schuldentilgung vorliegen.

Gemeinschaftliche Anleihen sollten schrittweise eingeführt werden, sobald die diskutierten Voraussetzungen auf der Ebene der fiskalischen Koordinierung dazu geschaffen sind. Die mit einer Einführung verbundenen *Governance*-Fragen innerhalb eines Staatenbundes und verfassungsrechtliche Bedenken sind dabei im Vorfeld zu klären. Hier ist insbesondere die Anforderung des *Bailout*-Verbots nach Artikel 122 AEUV zu beachten, welches – je nach Umfang von gemeinschaftlichen Anleihen – unter Umständen eine neue rechtliche Grundlage erfordert. Das Bundesverfassungsgericht in Karlsruhe hat in einem Grundsatzurteil zum Vertrag von Lissabon rechtliche Möglichkeiten für eine vertiefte europäische Integration geschaffen. Die darin genannten verfassungsrechtlichen Bedingungen sind mit einer stufenweisen Einführung von Eurobonds in Einklang zu bringen.<sup>33</sup>

### Fiskalische Umverteilung gilt es besser auszubalancieren

Ein notwendigerweise einhergehender Nachteil von gemeinschaftlichen Anleihen ist die zu erwartende Verzer-

rung nationaler Finanzierungskosten, mit der *Ex-ante*-Transfers verbunden sind. Eine Befürchtung vieler Kritiker von Eurobonds lautet daher, dass die Finanzierung von Peripherieländern günstiger würde, während solide wirtschaftende Länder wie Deutschland höhere Zinsen zu zahlen hätten und damit ein dauerhafter Transfermechanismus eingerichtet würde.<sup>34</sup> Dies könnte der Fall sein, da starke Länder für Schulden anderer Länder mithaften und damit von Seiten der Investoren als weniger solvent angesehen werden.

Durch die starke Beschränkung von gemeinschaftlichen Anleihen auf etwa 25 Prozent des Bruttoinlandsprodukts wird der Haftungsumfang jedoch klar beschränkt. Es kommt hinzu, dass auch andere Länder gemeinschaftlich haften, sodass sich das Risiko für ein einzelnes Land nur leicht erhöhen dürfte. Schließlich gilt, dass auch die stärkeren Länder von der Haftung für ihren Anteil an den gemeinschaftlichen Anleihen profitieren werden. Insgesamt könnten die Vorteile und Privilegien, die mit der Funktion eines sicheren Hafens innerhalb einer Währungsunion verbunden sind, gleichmäßiger unter den Mitgliedsländern verteilt werden, was zur politischen Akzeptanz beitragen würde (Kasten 2).

**33** Schorfkopf, F. (2009): The European Union as an association of sovereign states: Karlsruhe's ruling on the Treaty of Lisbon. *German Law Journal* (10)8, 1219–1240.

**34** Berg, T., Carstensen, K., Sinn, H.-W. (2011): Was kosten Eurobonds? *ifo Schnelldienst* 64(17), 25–33.

Der entscheidende Vorteil jedoch ist, dass durch die Schaffung von gemeinschaftlichen Anleihen als sicherer Hafen es möglich wird, zwischen den durchschnittlichen und den marginalen Zinssätzen von Staatsschulden zu differenzieren: Während sich die durchschnittlichen Zinsen absenken sollten, da die neuen sicheren Anleihen vom Safe-Haven-Vorteil und der Liquiditätsprämie profitieren, dürften die marginalen Zinssätze stark nach nationalen Begebenheiten differenzieren. Dies kann vor allem durch die effektive Trennung von Banken- und Staatsrisiken gelingen. Es ist dafür Sorge zu tragen, dass sich eine vollständige Zinsstrukturkurve für nationale Anleihen am Markt entwickelt. Somit werden starke Anreize gesetzt, über die reine Haushaltspolitik hinaus, die Qualität der nationalen Wirtschaftspolitiken zu verbessern, sodass auch die langfristige Schuldentragfähigkeit nicht aus dem Blickfeld nationaler Regierungen verschwindet.<sup>35</sup>

## Fazit

Die europäische Staatsschuldenkrise hat die Notwendigkeit einer effektiven finanzpolitischen Koordination

<sup>35</sup> Aus diesem Grund beinhaltet der „Eurobills“ Vorschlag von Hellwig und Philippon lediglich kurzfristige Anleihen. Tirole, J. (2012): The euro crisis: some reflexions on institutional reform. Banque de France, Financial Stability Review No. 16, April 2012, 225-242.

Philipp Engler ist Juniorprofessor für monetäre Makroökonomie an der FU Berlin | philipp.engler@fu-berlin.de

innerhalb der Europäischen Währungsunion offenbart. Durch die beschlossenen Rettungsmaßnahmen wurde der Weg einer *Ex-post*-Umverteilung eingeleitet, die die Anreize einer nationalen Überschuldung nur bedingt einzuschränken vermag.

Die Einführung von gemeinschaftlich begebenen Anleihen würde langfristig zu einer Entkopplung des Haftungsverbundes zwischen Nationalstaaten und dem Bankensystem beitragen. Dabei ist stets die Komplementarität mit anderen Politikmaßnahmen – allen voran die Bankenunion und ein Restrukturierungsrahmen für die Eurozone – hervorzuheben. Dadurch stellen gemeinschaftliche Anleihen eine Möglichkeit dar, die Marktanreize zur Disziplinierung nationaler Ausgaben wieder herzustellen und damit langfristig das Überschuldungsproblem einzudämmen. Die somit erzielt disziplinierende Wirkung sowie die bessere Balance der *Ex-post*- und *Ex-ante*-Transfers wurde in der bisherigen Debatte um die Einführung von Eurobonds vernachlässigt. Da gemeinschaftliche Anleihen mit einer Reihe weiterer ökonomischer Vorteile verbunden sind, die von der vertieften Finanzmarktintegration im Euroraum bis hin zur Stärkung des Euro als internationale Reservewährung reichen, gilt es die Debatte zu versachlichen.

Christoph Große Steffen ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | cgrossesteffen@diw.de

## SAFE BONDS FOR THE EUROPEAN MONETARY UNION: ACHIEVING A CREDIBLE NO BAILOUT REGIME THROUGH A MORE ROBUST FINANCIAL SYSTEM.

**Abstract:** The cost of government insolvency in the euro area is incalculable due to the repercussions for the financial system. As a result of contagion effects, there is a risk that the entire Monetary Union could be pushed into a deep recession. This forces euro area member states to implement rescue packages during periods of crisis, at a high cost to taxpayers. The bailout policy adopted during the most recent crisis was an indication that sovereign debt in the euro area would be subject to joint liability. This temporarily eliminated incentives for budgetary discipline.

On this basis, it is argued that enhancing the institutional framework of the euro area by issuing common bonds would alleviate the existing distortions of fiscal incentive effects in the euro area in the long term. Such a "safe haven" for the euro area could make a major contribution

to stabilizing the financial system during periods of crisis. The positive impact this would have on the banking system could reduce the indirect costs of restructuring government debt which, in turn, would make restructuring debt from public debtors in the euro area economically feasible. This would strengthen the no-bailout rule which, again, is likely to result in an increasingly risk-based approach to interest on national debt. With this in mind, limited joint liability under strict conditions would be a welcome measure since it takes advantage of market incentives to cut public spending and consequently helps alleviate the problem of over-indebtedness in the euro area in the long term.

Since effective fiscal rules or a partial fiscal union are a necessary condition for common bonds, the creation of safe bonds for the European Monetary Union will stay on the agenda for some time.

JEL: JEL: E44; F55; H63

**Keywords:** monetary union, sovereign debt crisis, banking crisis, fiscal transfers, institutional reform



DIW Berlin – Deutsches Institut  
für Wirtschaftsforschung e.V.  
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin  
T +49 30 897 89 -0  
F +49 30 897 89 -200  
[www.diw.de](http://www.diw.de)  
81. Jahrgang

#### Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake  
Prof. Dr. Tomaso Duso  
Dr. Ferdinand Fichtner  
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.  
Prof. Dr. Peter Haan  
Prof. Dr. Claudia Kemfert  
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.  
Dr. Kati Schindler  
Prof. Dr. Jürgen Schupp  
Prof. Dr. C. Katharina Spieß  
Prof. Dr. Gert G. Wagner

#### Chefredaktion

Sabine Fiedler  
Dr. Kurt Geppert

#### Redaktion

Renate Bogdanovic  
Andreas Harasser  
Sebastian Kollmann  
Dr. Claudia Lambert  
Dr. Wolf-Peter Schill

#### Lektorat

Dr. Stefan Bach

#### Textdokumentation

Manfred Schmidt

#### Pressestelle

Renate Bogdanovic  
Tel. +49-30-89789-249  
[presse@diw.de](mailto:presse@diw.de)

#### Vertrieb

DIW Berlin Leserservice  
Postfach 74, 77649 Offenburg  
[leserservice@diw.de](mailto:leserservice@diw.de)  
Tel. 01806 - 14 00 50 25,  
20 Cent pro Anruf  
ISSN 0012-1304

#### Gestaltung

Edenspiekermann

#### Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

#### Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –  
auch auszugsweise – nur mit Quellen-  
angabe und unter Zusendung eines  
Belegexemplars an die Serviceabteilung  
Kommunikation des DIW Berlin  
([kundenservice@diw.de](mailto:kundenservice@diw.de)) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.