

Erber, Georg

Article

Eurobonds und Transferleistungen innerhalb der Eurozone

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Erber, Georg (2012) : Eurobonds und Transferleistungen innerhalb der Eurozone, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 65, Iss. 01, pp. 14-19

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/165064>

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.



Georg Erber*

In der derzeitigen Diskussion über den Stabilisierungsmechanismus der Eurozone mittels der Errichtung der European Financial Stability Facility (EFSF), der erweiterten EFSF und schlussendlich des European Stability Mechanism (ESM) wird über die Schaffung einer Risiko- und Haftungsgemeinschaft für die Staatsverschuldung heftig gestritten. Für die einen sind Eurobonds zum Deus ex Machina geworden, der alle Probleme der Eurozone quasi auf einen Schlag heilen kann, für die anderen ist es der Weg in den kollektiven Staatsbankrott.

Die Befürworter der Eurobonds betonen, dass mit deren Einführung, zusammen mit einer Europäischen Wirtschaftsregierung, die Vollendung der bisher unvollendeten Währungsunion vollzogen würde. Der Konstruktionsfehler einer fehlenden gemeinsamen Fiskalpolitik würde hierdurch endgültig beseitigt (vgl. Trichet 2011; Burger 2011).

Für die Gegner hingegen führt die Vergemeinschaftung der Staatsschulden der einzelnen Mitgliedsländer, die auch im Vertrag von Maastricht und Lissabon durch die No-Bailout-Klausel explizit ausgeschlossen worden ist, in ein System der ausufernden Staatsverschuldung und den Verlust der Preisstabilität, da die Länder mit extrem hoher Staatsverschuldung hierfür nicht in Haftung genommen werden.¹

Die fiskalische Disziplinlosigkeit (vgl. *Frankfurter Allgemeine Zeitung* 2003) der einzelnen Länder wird durch eine solche Kollektivierung der Schulden bei völlig asymmetrischer Lastenverteilung zwischen den einzelnen Ländern nicht nachhaltig beseitigt. Stattdessen werden die bisherigen impliziten Fehlanreize eines erhofften Bailouts durch die anderen Mitgliedsländer nun auch noch offiziell kodifiziert. Der zuletzt im September 2011 vom Europäischen Parlament verab-

schiedete verschärfte Stabilitäts- und Wachstumspakt soll zusammen mit einer Wirtschaftsregierung (vgl. Le Soir 2010; PressEurop 2010) unter der Leitung von Herman Van Rompuy als Vorsitzenden dieses demokratisch nicht legitimierten Gremiums für die Einhaltung der fiskalischen Disziplin sämtlicher Mitgliedsländer sorgen.

Mit der Einführung der EFSF und der diversen Rettungsschirme und -pakete für Griechenland, Portugal und Irland sowie den Ankauf von Staatsanleihen der drei Krisenländer, und zuletzt auch von Italien und Spanien, durch die EZB auf dem Sekundärmarkt sollte darüber hinaus eine Stabilisierung der Zinssätze der betroffenen Länder erreicht werden. Die damit erzielten Erfolge waren kurzfristig und wenig überzeugend. Die dort bereits kumulierten etwa 200 Mrd. Euro an Forderungen auf Staatsanleihen der Krisenländer sollen ebenfalls jetzt auf die EFSF nach deren Erweiterung und Funktionsfähigkeit übertragen werden (vgl. Mussler 2011).

Mithin setzte im Frühjahr 2011 eine lebhafte Debatte um die jeweils entstehenden Kosten verschiedener Maßnahmen, die für die einzelnen Mitgliedsländer durch die Einführung von Eurobonds, die durch die EFSF und später durch den ESM am Kapitalmarkt platziert werden sollen, entstehen, ein (vgl. Grossmann 2011; Hönighaus 2011). Je nach Position der Befürworter wie Gegner der Eurobonds wurden dabei völlig voneinander abweichende Modellrechnungen präsentiert. Sie haben eine Spannweite von nahezu null Kosten über jährlich 0,8 Mrd. Euro (vgl. *Wirtschaftsblatt* 2011) bis zu jährlich 33 Mrd. Euro (vgl. Berg, Carstensen und Sinn 2011) erreicht. Die hohe Variabilität hat daher den Autor dieses Beitrags veranlasst, selbst einmal zu versuchen, anhand einer einfachen Modellrechnung den Ursache für die Divergenz der einzelnen Ergebnisse auf die Spur zu kommen.

¹ Vgl. Jahn (2011). Grundlage ist der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), wie das Abkommen seit dem »Lissabon-Vertrag« heißt. Der AEUV beinhaltet in Artikel 125 eine »No-Bailout«-Klausel gegen ein Herauskaufen straukelnder Länder.

* Dr. Georg Erber ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin.

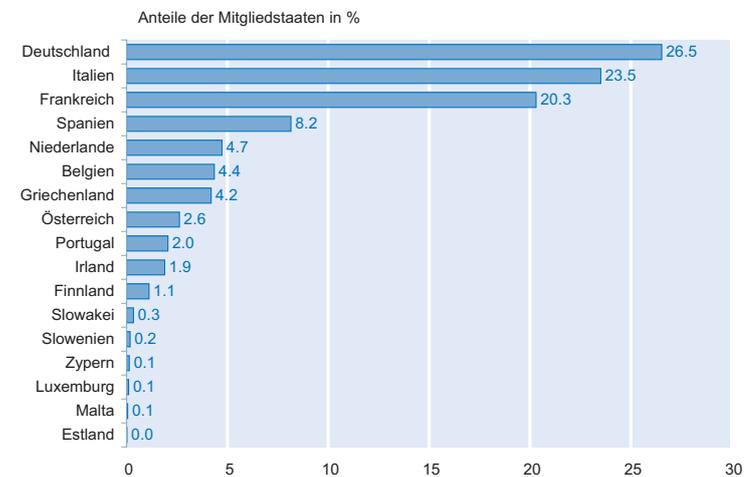
**Der Ausgangspunkt:
Staatsverschuldung in den
Mitgliedsländern der Eurozone**

Der entscheidende Faktor für eine niedrige bzw. hohe jährliche Belastung einzelner Länder ist offenbar der Zinsspread zwischen den derzeitigen durchschnittlichen Zinssätzen für Staatsschuldverschreibungen der einzelnen Mitgliedsländer vor Einführung der Eurobonds und dem sich danach einstellenden Zinssatz für Eurobonds. In Tabelle 1 sind in der ersten Spalte die Staatsverschuldung für die 17 Mitgliedsländer zum Jahresende 2010 aufgeführt.

Addiert man die einzelnen Beträge zusammen, dann beläuft sich die gesamte Staatsverschuldung der Eurozone auf etwas mehr als 7,8 Bill. Euro. Die Staatsschuldenquote der gesamten Eurozone lag am Jahresende 2010 bei 85,1%. Deutschland hat aufgrund seiner Größe einen Anteil an der gesamten Staatsverschuldung der Eurozone von 26,5%. Die drei Krisenländer Griechenland, Portugal und Irland vereinigen insgesamt 7,5% auf sich (vgl. auch Abb. 1).

Mithin kann Deutschland zusammen mit den bisher mit Triple-AAA-gerateten Ländern Frankreich, Niederlande, Österreich, Finnland und Luxemburg derzeit noch als aus-

**Abb. 1
Gesamtverschuldung in der Eurozone im Jahr 2010**



Quelle: Eurostat.

reichend großes Gegengewicht für diese drei kleinen Mitgliedsländer fungieren. Eine Absicherung dieser Staatsverschuldung durch die Länder mit höchster Bonität mit einem Anteil von rund 55%, d.h. im Verhältnis von etwas mehr als 1 zu 5 dürfte noch glaubwürdig sein.

Problematisch wird dieser Transfer jedoch, wenn Länder wie Italien und Spanien ebenfalls in eine Staatsschuldenfalle aufgrund steigender Refinanzierungskosten ihrer Staatsver-

**Tab. 1
Staatsverschuldung der Mitgliedsländer der Eurozone im Jahr 2010**

	Staats-schulden in Mill. Euro	Anteile in %	Staats-schulden-quote	CDS in US-Dollar ^{a)}	Fitch-Bonität ^{b)}	Zinssätze auf Staatsschuldverschreibungen ^{c)}	Zinslasten in Mill. Euro
Euroraum (17 Länder)	7 837 207	100	85,1			3,20	335 737
Deutschland	2 079 629	26,5	83,2	84 935	AAA	2,16	44 920
Italien	1 843 015	23,5	119,0	379 649	AA-	5,07	93 441
Frankreich	1 591 169	20,3	81,7	164 945	AAA	2,82	44 871
Spanien	638 767	8,2	60,1	377 582	AA+	5,00	31 938
Niederlande	371 028	4,7	62,7	82 720	AAA	2,57	9 535
Belgien	341 019	4,4	96,8	–	AA+	3,95	13 470
Griechenland	328 588	4,2	142,8	2 250 000	CCC	17,86	58 686
Österreich	205 212	2,6	72,3	122 389	AAA	2,74	5 623
Portugal	160 470	2,0	93,0	1 023 353	BBB-	11,17	17 924
Irland	148 074	1,9	96,2	829 440	BBB+	8,82	13 060
Finnland	87 216	1,1	48,4	–	AAA	2,60	2 268
Slowakei	26 998	0,3	41,0	–	A+	–	–
Slowenien	13 704	0,2	38,0	–	AA	–	–
Zypern	10 619	0,1	60,8	–	A-	–	–
Luxemburg	7 661	0,1	18,4	–	AAA	–	–
Malta	4 248	0,1	68,0	–	A+	–	–
Estland	951	0,0	6,6	–	A+	–	–

^{a)} Credit Default Swap für fünf Jahre, Stand: 28. August 2011. – ^{b)} Stand: 28. August 2011. – ^{c)} Laufzeit zehn Jahre, Stand: 28. August 2011.

Quelle: Eurostat, Fitch, Bloomberg, Trading Economics.

schuldung treiben sollten. Allein diese beiden Länder vereinigen 31,7% der gesamten Staatsverschuldung der Eurozone auf sich. Zusammen mit den 7,5% der drei anderen Länder benötigt dann eine gesamte Staatsverschuldung eine Risikoabschirmung für 39,2% der gesamten Staatsverschuldung der Eurozone.

Da erwartungsgemäß die Länder mit hoher Bonität nur eine begrenzte Kapazität besitzen, ihre Glaubwürdigkeit an einen solchen Schuldenpool zu übertragen, ohne dass es zu insgesamt deutlichen Zinssteigerungen für diese Eurobonds kommt, ist das Ausmaß der schwachen Schuldnerstaaten an der Gesamtverschuldung von entscheidender Bedeutung. Je höher der Anteil dieser Länder mit problematischer Staatsverschuldung ist, desto höher dürfte auch der Zinssatz für die zukünftigen Eurobonds ausfallen.

Die Finanzmärkte und Rating-Agenturen bewerten am offenen Kapitalmarkt die Kreditwürdigkeit der einzelnen Schuldnerstaaten höchst unterschiedlich. Am schlechtesten schneidet derzeit Griechenland mit einer Bonität von CCC ab. Legt man die Zinssätze für zehnjährige griechische Staatsschuldverschreibungen vom 28. August 2011 zugrunde, dann lagen die jährlichen Zinsen bei knapp 18%. Die anderen Bonitäten und Zinssätze für die einzelnen Mitgliedsländer der Eurozone sind in Tabelle 1 aufgeführt. Zusätzlich finden sich noch Angaben für die jeweiligen Credit Default Swaps (CDS), d.h. Prämien für Kreditausfallversicherungen für Staatsschuldverschreibungen mit fünfjähriger Laufzeit der einzelnen Länder. Die dabei angegebenen Prämien beziehen sich auf eine Ausfallversicherung von 10 Mill. US-Dollar. Die CDS verhalten sich weitgehend analog proportional zu den jeweiligen Zinssätzen, d.h. je höher die am Markt erwartete Kreditausfallwahrscheinlichkeit desto höher auch der entsprechende Zinssatz.

Multipliziert man die Höhe der Staatsschuld mit den Zinssätzen der einzelnen Länder, so erhält man die jeweilige Zinslast, die ein einzelnes Land zu tragen hat. Deutschland als Land mit der höchsten absoluten Staatsverschuldung aller Mitgliedsländer der Eurozone profitiert derzeit am meisten von den niedrigen Zinsen, die es am Kapitalmarkt zu entrichten hat. Die jährliche Zinslast beläuft sich näherungsweise auf rund 45 Mrd. Euro. Im Vergleich dazu muss Italien – mit deutlich niedrigeren absoluten Staatsschulden – wegen der fast zweieinhalbfachen hohen Kapitalmarktzinsen etwas mehr als 93 Mrd. Euro hierfür aufwenden. Mithin führen die Unterschiede in der Kreditwürdigkeit der einzelnen Mitgliedsländer der Eurozone zu erheblichen Unterschieden in den Zinslasten.

Eurobond-Szenarien bei unterschiedlichen Eurobond-Zinssätzen

Szenarien dienen zur Veranschaulichung von Verlaufsprozessen, sie sind jedoch keine Prognosen. Im Folgenden wird

auch nicht angestrebt, ein bis ins Detail realistisches Szenario zu entwickeln. Insbesondere wurde von der Fristigkeitsstruktur der Staatsverschuldung abgesehen, d.h. es wird hier als Vereinfachung unterstellt, dass der jeweilige zugrunde gelegte Zinssatz für Eurobonds unmittelbar für alle bisher akkumulierten Staatsschulden der einzelnen Länder Gültigkeit hat. Würde die Fristenstruktur berücksichtigt, dann würden sich aufgrund des Übergangsprozesses diese Ergebnisse auf der Zeitachse erst nach einer Reihe von Jahren einstellen. Am Ergebnis würde dies jedoch in der Sache nichts ändern. Die Szenarien sind daher komparativ statisch und nicht dynamisch. Damit lässt sich jedoch sehr viel deutlicher der Kern des Problems herausarbeiten.

Alle Variationen können an dem hier exemplarisch illustrierten Mechanismus wenig ändern. Man kann nur durch Teillösungen die Last etwas geringer machen, wenn beispielsweise nur 60% der Staatsverschuldung über Eurobonds finanziert werden sollen und der Rest weiterhin als nationale Staatsschuldverschreibungen am Markt platziert werden müssen. Ob aber nun 100% oder nur 60% mittels Eurobonds finanziert werden, spielt im Wesentlichen keine entscheidende Rolle.² Der Kern ist und bleibt ein nachhaltiges Problem des Samariter-Dilemmas. Die Fehlanreize sind nachhaltig und nicht kontrollierbar.

Berechnet man anhand der Staatsverschuldung der einzelnen Länder und den jeweiligen nationalen Zinssätzen den durchschnittlichen Zinssatz für alle Staatsschulden der Eurozone, so ergäbe sich darauf ein gewichteter durchschnittlicher Jahreszinssatz für zehnjährige Eurobonds von 3,2%. Würden daher sämtliche Staatsschulden der Mitgliedsländer mit diesem einheitlichen Eurobondzinssatz finanziert werden müssen, dann ergeben sich entsprechende Veränderungen in den Zinskosten der einzelnen Mitgliedsländer. Gewinner wären dann alle Länder, deren derzeitige Zinssätze über dem durchschnittlichen Zinssatz von 3,2% lägen. Verlierer wären diejenigen Länder, deren Zinsen derzeit unter diesem Zinssatz lägen. Hierzu zählte insbesondere Deutschland. Statt wie derzeit rund 45 Mrd. Euro Zinskosten würden bei dieser Berechnungsgrundlage dann 66,6 Mrd. Euro an Zinskosten fällig. Der Transfer zu Lasten Deutschlands betrüge mithin etwa 21,7 Mrd. Euro.

Größte Gewinner in absoluten Werten wären Griechenland und Italien mit einer Reduktion ihrer Zinskosten um etwas mehr als 48 Mrd. Euro bzw. 34,4 Mrd. Euro. Insgesamt könnte bei einem solchen Zinssatz die gesamte Eurozone ihre Zinskosten um knapp 82 Mrd. Euro senken. Hierin liegt im Prinzip die Attraktivität des Eurobondsmodells für deren Befürworter. Die Zinslast der gesamten Eurozone

² Eine Anwendung einer homöthetischen Funktion, d.h. einer monoton steigenden Funktion, die auch lineare Transformationen einschließt, verändert an den qualitativen Aussagen nichts. Es ändern sich nur die einzelnen Werte.

Tab. 2
Szenarien von Verteilungswirkungen von Eurobonds unter Annahme verschiedener Zinssätze

	Zinslasten mit Eurobonds in Mill. Euro bei 3,2%	Transfer in Mill. Euro bei 3,2%	Zinslasten mit Eurobonds in Mill. Euro mit 3,95%	Transfer in Mill. Euro bei 3,95%	Zinslasten mit Eurobonds in Mill. Euro mit 4,3%	Transfer in Mill. Euro bei 4,3%
Euroraum (17 Länder)	249 555	- 86 181	309 570	- 26 167	337 000	1 263
Deutschland	66 586	21 666	82 145	37 225	89 424	44 504
Italien	59 010	- 34 431	72 799	- 20 642	79 250	- 14 191
Frankreich	50 946	6 075	62 851	17 980	68 420	23 549
Spanien	20 452	- 11 486	25 231	-6 707	27 467	- 4 471
Niederlande	11 880	2 344	14 656	5 120	15 954	6 419
Belgien	10 919	- 2 551	13 470	0	14 664	1 194
Griechenland	10 521	- 48 165	12 979	- 45 707	14 129	- 44 557
Österreich	6 570	948	8 106	2 483	8 824	3 201
Portugal	5 138	- 12 787	6 339	- 11 586	6 900	- 11 024
Irland	4 741	- 8 319	5 849	- 7 211	6 367	- 6 693
Finnland	2 792	525	3 445	1 177	3 750	1 483

Quelle: Berechnungen des Autors.

sinkt allerdings zu Lasten der Geberländer und zu Gunsten der Schuldnerländer. Allerdings funktioniert dieser Mechanismus nur dann, wenn es nicht zu einem deutlichen Zinsanstieg der Eurobonds gegenüber dem rein rechnerischen durchschnittlichen Zinssatz von 3,2% kommt. Würde beispielsweise der Zinssatz auf den von Belgien am 28. August 2011 in Höhe von 3,95% ansteigen, dann ergäbe sich ein erheblich anderes Bild. Dieser Fall wäre denkbar, wenn die Bonität der Eurobonds nicht mehr durch ein Triple-AAA, sondern nur wie im Falle Belgiens mit einem AA+ bewertet würde. Dann werden die Transferleistungen auch immer asymmetrischer zwischen den einzelnen Mitgliedsländern. Deutschlands Transferleistungen stiegen dann auf rund 37,2 Mrd. Euro an. Belgien befände sich in einer neutralen Position. Bemerkenswert ist aber insbesondere, dass damit die Zinersparnis für die gesamte Eurozone von zuvor 86,2 Mrd. Euro auf rund 26,2 Euro sinkt. Mithin ist eine Vergemeinschaftung der Staatsschulden nur dann attraktiv, wenn der Zinssatz für Eurobonds nachhaltig unter einem Wert von rund 4,3% bleibt. Steigt er über diesen Grenzwert, dann wird die Finanzierung mittels Eurobonds teurer als die derzeitige Lage.

Wie man aus diesen Überlegungen ersehen kann, hängt also der Erfolg oder Misserfolg einer Vergemeinschaftung der Staatsverschuldung von der Reaktion der Märkte hinsichtlich der nachhaltigen Zinshöhe der Eurobonds ab (vgl. Abb. 2).

Die Befürworter sind optimistisch und erwarten, dass der Zinssatz unterhalb der kritischen Schwelle bleibt. Die hohen Transfers

(vgl. Abb. 3), die einzelne Länder insbesondere Deutschland zugunsten der anderen Mitgliedsländer zu schultern hätte, werden mit Hinweis auf die notwendige Solidarität der Starken mit den Schwachen legitimiert. Hinzu kommt der Hinweis über die unkalkulierbaren Kosten eines Staatsbankrotts einzelner Mitgliedsländer oder sogar des Auseinanderbrechens der Eurozone. Allerdings wird dabei vergessen, dass der Eurobondsmechanismus keine Garantie für das Ausbleiben von Staatsbankrotten einzelner Mitgliedstaaten darstellt. Letztendlich besteht an Stelle des Domino-Effekts das Risiko einer kompletten Staatspleite der gesamten Eurozone. Des Weiteren könnte der Eurobondsmechanismus bereits vorher zerbrechen. Die Erfahrungen beispielsweise der lateinischen Münzunion aus dem 19. Jahrhundert liefern hierfür ein mahnendes Beispiel (vgl. Thiemeyer 2007). Letztend-

Abb. 2
Zinslasten für den Euroraum bei alternativen Eurobonds-Zinssätzen



Quelle: Berechnungen des Autors.

lich haben solche Modelle nur dann dauerhaften Bestand, wenn es für alle Beteiligte entsprechende Vorteile bietet. Dies ist aber im Modell des Eurobondsmechanismus keineswegs gewährleistet (vgl. Bolton und Jeanne 2011).

Die Eurobonds-skeptiker sind dagegen weniger überzeugt, dass eine Schuldunion die Zinssätze dauerhaft unterhalb dieser Grenze von 4,3% stabilisieren könnte. Insbesondere führt dieser implizite Bailout der Schuldenstaaten zu Lasten derjenigen, die besser gewirtschaftet haben, eben zu massiven Fehlanreizen.

Fazit

Eurobonds haben nur sehr begrenzte Möglichkeiten, das Staatsschuldenproblem der Eurozone zu lösen. Es ist als Samariter-Dilemma für die Geberländer bekannt (vgl. Müller 2010). Solides Wirtschaften Einzelner zahlt sich innerhalb einer Schuldengemeinschaft nicht aus (vgl. Konrad und Zschäpitz 2010).

Mithin könnten Länder wie Deutschland versucht sein, sich höher zu verschulden, da damit gleichzeitig der als ungerecht empfundene Transfer in die Schuldenländer abgebaut werden kann. Die Schuldenländer könnten ihre Verschuldung weiter ausweiten, da sie nur einen Bruchteil der dafür anfallenden Kosten übernehmen müssen. Das ganze Finanzsystem käme auf die schiefe Bahn. Es gibt keine positiven Anreize für eine solide Haushaltsfinanzierung. Soweit diese knappen und modellhaften Überlegungen zum System der Eurobonds.

Das Ziel war nicht, möglichst präzise unter Hinzuziehung sämtlicher Details exakte Zahlen zu ermitteln, die letztendlich aufgrund sich laufend verändernder Schuldenstände,

Zinssätze und Reaktionen im allgemeinen Wirtschaftsgeschehen auch gar nicht exakt prognostizierbar sind. Es geht hier vorrangig um die implizite Dynamik eines Eurobondsmodells, die trotz möglicher Variationen im Detail letztendlich die oben skizzierten stilisierten Eigenschaften hat.

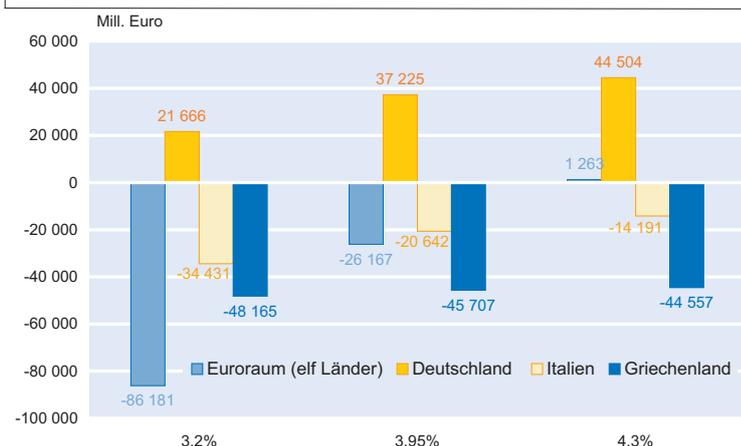
- Bonitätstransfer von Staaten mit hoher Bonität auf Krisenländer mit niedriger Bonität ist nur in einem engen Fenster möglich. Ein Anteil von bis zu 10% von Krisenländern an der Eurozone scheint noch im Verhältnis zu den stabilen Ländern verkraftbar. Danach nehmen voraussichtlich die Zinssteigerungen bei Eurobonds rasch im Vergleich zum Status quo zu. Bereits jetzt gibt es Anzeichen, dass der Anreiz für Anleger in Eurobonds anstelle von Bundesschatzbriefen zu investieren, gering ist (vgl. *Handelsblatt* 2011).
- Je größer der Anteil der Krisenländer am Gesamtportfolio der Eurozone wird, desto geringer sind die kollektiven Zinsersparnisse. Am Ende können sie sogar verloren gehen und die Eurozone höher belasten als bei einer Trennung der Zinslasten auf nationaler Ebene.
- Länder mit deutlichen Zinsvorteilen in der derzeitigen Situation wie derzeit Deutschland müssen bei einem stark asymmetrischen Verhältnis zwischen den Zinssätzen und Schuldenständen der einzelnen Mitgliedsländer der Eurozone mit hohen Transferleistungen rechnen. Sie steigen monoton mit der Zinshöhe der Zinsen für die gesamte Eurobondzone an.

Hinzu kommt, dass die Gefahr besteht, dass eine Majorität von Schuldnerländern eine Minorität von Geberländern zu ungewollten Transferleistungen zwingt. Nur wenn es eine Verpflichtung zur Einstimmigkeit gäbe, wäre dieses Versagen überhaupt vermeidbar.

Wie die Debatte um die Ankäufe von Staatsschuldverschreibungen von Krisen oder auch nur potenziellen Krisenländern durch die EZB per Mehrheitsentscheid gegen den Willen der deutschen Vertreter und unter Missachtung der Satzung der EZB zeigt, die einen Ankauf von Staatsschuldverschreibungen durch die EZB insbesondere niedrig gerateter Mitgliedsländer nicht vorsieht (vgl. Proissl 2011), ist das Vertrauen in einen wirkungsvollen Mechanismus zur Schuldenkontrolle mehr als riskant.

Es finden sich immer Gründe für Ausnahmen von der Regel. So plädierte Jean-Claude Juncker für die Auszahlung der Griechenlandhilfen (vgl. Bote 2011), obwohl der Bericht der Troika über das Stabilisierungsprogramm eine Zielverfehlung in den meisten Kriterien konstatieren musste (vgl. *Neue Zürcher Zeitung* 2011). Dies ist besonders verwunder-

Abb. 3
Zinsersparnisse der gesamten Eurozone sowie Transferleistungen ausgewählter Staaten bei Eurobonds



Quelle: Berechnungen des Autors.

lich, wenn man bedenkt, dass gerade zuvor ein verschärfter Stabilitäts- und Wachstumspakt durch das Six-Pack vom Europäischen Parlament (vgl. EuroActiv 2011) wenige Tage vorher verabschiedet wurde.

Wenn man so leichtfertig Regeln außer Kraft setzt, wie dies offenbar der Vorsitzende der Euro-Gruppe getan hat, dann fehlt dem ganzen institutionellen Rahmen, wie er derzeit konstruiert wird, die Glaubwürdigkeit, dass er im Falle einer akuten Krise auch eingehalten wird. Versprochen, gebrochen war jedoch genau das Problem, an dem der erste Stabilitäts- und Wachstumspakt dauerhaft scheitern konnte. Warum sollte es diesmal anders sein?

Literatur

- Berg, T.O., K. Carstensen und H.-W. Sinn (2011), »Was kosten Eurobonds?«, *ifo Schnelldienst* 64(17), 26–33.
- Bolton, P. und O. Jeanne (2011), »Sovereign Default Risk and Bank Fragility in Financially Integrated Economies«, *IMF Economic Review* 59(2), 162–194.
- Bote (2011), »Euro-Finanzminister zu Griechenland und Euro-Rettungsfonds EFSF«, 21. Oktober, online verfügbar unter: <http://www.bote.ch/page/news-ticker/index.cfm?id=86442>.
- Burger, R. (2011), »Röttgen will Souveränitätsrechte abgeben – CDU-Grundsatzpapier«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 17. September.
- EuroActiv (2011), »Six-Pack: Reform des Stabilitätspakts bestätigt«, 6. Oktober, online verfügbar unter: <http://www.euractiv.de/finanzen-und-wachstum/artikel/six-pack-reform-des-stabilitatpakts-bestaetigt-005460>.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung* (2003), »EZB fordert fiskalische Disziplin – Trichets erste Rede«, 4. November, 13.
- Grossmann, V. (2011), »Aufstockung des Euro-Rettungsschirms wäre völlig sinnlos«, *EuroActiv*, 7. August, online verfügbar unter: <http://www.wiso.uni-hamburg.de/lucke/wp-content/uploads/2011/04/Grossmann-Aufstockung-des-Euro-Rettungsschirms-w%C3%A4re-v%C3%B6llig-sinnlos-7.8.11.pdf>.
- Handelsblatt* (2011), »EFSF-Anleihen bescheren Verluste – Investoren verlieren Geld mit den vom Europäischen Rettungsfonds begebenen Bonds«, 7./8. und 9. Oktober, 45.
- Hönighaus, R. (2011), »Eurobonds nutzen auch Deutschland«, *Financial Times Deutschland*, 15. August, online verfügbar unter: <http://www.ftd.de/finanzen/maerkte/:schuldenkrise-eurobonds-nutzen-auch-deutschland/60091658.html>.
- Jahn, J. (2011), »Europäische Verträge verbieten einen Bail Out«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 10. Februar.
- Konrad, K.A. und H. Zschäpitz (2010), *Schulden ohne Sühne: Warum der Absturz der Staatsfinanzen uns alle trifft*, C.H. Beck Verlag, München.
- Le Soir* (2010), »Van Rompuy songe à des incitations pour les bons élèves«, 8. Februar.
- Müller, V. (2010), »Das Samariter-Dilemma – Verschuldung, Kai Konrad und Holger Zschäpitz plädieren für mehr Eigenverantwortung der Staaten«, *Das Parlament* (43), 25. Oktober.
- Mussler, W. (2011), »EZB will keine Beteiligung an Anleihenankäufen – Euro-Hilfsfonds«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18. September.
- Neue Zürcher Zeitung* (2011), »Troika-Bericht empfiehlt Griechenland-Hilfe auszus zahlen – IMF stellt Bedingungen«, 20. Oktober.
- PressEurop* (2010), »Van Rompuy will eine Wirtschaftsregierung«, 11. Februar.
- Proissl, W. (2011), »EZB-Mitarbeiter halten Mandat für überschritten – Staatsanleihenankäufe«, *Financial Times Deutschland*, 17. Oktober.
- Thiemeyer, G. (2007), *Internationalismus und Diplomatie: Währungspolitische Kooperation im europäischen Staatensystem 1865–1900*, Studien zur Internationalen Geschichte, Bd. 19, Oldenburg Wissenschaftsverlag, München.
- Trichet, J.-C. (2011), »Europa voranbringen – Institutionen stärken, Rede zur Entgegennahme des Internationalen Karlspreises 2011«, online verfügbar unter: http://www.karlspreis.de/preistraeger/2011/rede_von_jean_claude_trichet.html.
- Wirtschaftsblatt* (2011), »Expertenstreit über Eurobond-Kosten«, 26. August, online verfügbar unter: <http://www.wirtschaftsblatt.at/home/international/wirtschaftspolitik/expertenstreit-ueber-eurobond-kosten-485653/index.do>.