

Beck, Hanno; Wentzel, Dirk

**Article — Published Version**

## Eurobonds: Wunderwaffe oder Sprengsatz für die Europäische Union?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Beck, Hanno; Wentzel, Dirk (2011) : Eurobonds: Wunderwaffe oder Sprengsatz für die Europäische Union?, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 91, Iss. 10, pp. 717-723,  
<https://doi.org/10.1007/s10273-011-1290-y>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/88822>

### 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.*

Hanno Beck, Dirk Wentzel

# Eurobonds – Wunderwaffe oder Sprengsatz für die Europäische Union?

**Aktuell werden Eurobonds als Instrument zur Lösung der Schuldenkrise in der Europäischen Union diskutiert. Die Befürworter sind vor allem auf der Ebene der Staats- und Regierungschefs Südeuropas zu finden, aber auch in Teilen der Wissenschaft. Eine nähere Analyse der vorhandenen Vorschläge zeigt, dass es fundamentale Widersprüche bei den Zielen, die mit den Eurobonds erreicht werden sollen, gibt.**

Der ursprüngliche Vorschlag für Eurobonds stammt vom Vorsitzenden der Euro-Gruppe, Jean-Claude Juncker und vom italienischen Finanzminister Giulio Tremonti.<sup>1</sup> Sie schlagen vor, dass die europäischen Staaten ihre Schuldtitel gemeinsam über eine europäische Schuldenagentur begeben, wobei alle Staaten für die Schulden eines einzelnen Landes haften. De facto könnte dies eine gesamtschuldnerische Haftung aller Euro-Staaten für die Schulden der anderen Staaten bedeuten. Ziele des Eurobond-Vorschlags sind:

- Die nachhaltige und dauerhafte Beendigung der Schuldenkrise: Staaten, die aufgrund ihrer hohen Verschuldung keinen Zugang zu den Kapitalmärkten haben oder sich nur zu sehr hohen Zinssätzen refinanzieren können, soll mit Hilfe der Eurobonds der Zugang zu den Kapitalmärkten auch in Krisenzeiten ermöglicht werden. De facto schwächt damit der Eurobond-Vorschlag die Marktmechanismen, die mangelnde Schuldendisziplin mit hohen Risikoprämien bestrafen. Die Unterschiede in den Zinssätzen, die das länderspezifische Risiko reflektieren, sollen dabei verringert oder komplett beseitigt werden. Die Budgetrestriktion, die den Staaten von den Kapitalmärkten auferlegt wird, wird dadurch gelockert oder im Extremfall aufgelöst.
- Ein weiteres nur implizit genanntes Ziel der Eurobond-Vorschläge besteht darin, die fiskalische Disziplin der Euro-Staaten zu stärken, um künftige Schuldenkrisen zu vermeiden.<sup>2</sup> Die Stärkung fiskalischer Disziplin wird aber auch als Bedingung für die Einführung von Eurobonds genannt.
- Darüber hinaus soll auf diesem Weg ein größerer und damit liquiderer Markt für europäische Staatsanleihen geschaffen werden, was für institutionelle Investoren in-

teressant sein könnte. Hier wird vor allem auf die hohen Devisenreserven Chinas gehofft.

- Letztes Ziel ist die Verhinderung von Insolvenz in manchen Staaten, allen voran Griechenland, Irland und Portugal, aber zunehmend auch Spanien und Italien.

Über die konkrete Ausgestaltung dieser Bonds werden unterschiedliche, teils wenig ausgearbeitete Konzepte diskutiert, die sich in verschiedener Hinsicht differenzieren lassen. Einer der wichtigsten Punkte bei der Emission gemeinsamer Anleihen ist die Frage, in welchem Volumen die Emissionen der einzelnen Staaten von der Staatengemeinschaft garantiert werden sollen. Mittlerweile scheint sich die Idee durchzusetzen, dass die Schulden eines Landes nur bis zu einer festgelegten Grenze – in der Regel wird hier das Maastricht-Kriterium von 60% des BIP genannt – von der gemeinsamen Emission garantiert werden. Die sogenannten Blue Bonds garantieren die Verschuldung eines Landes in Höhe von 60% des BIP durch die Staatengemeinschaft; alle über diese Grenze hinausgehenden Schulden (Red Bonds) müssen von den Staaten selbst verantwortet werden.<sup>3</sup> Dies würde zu einer Zweiteilung des europäischen Anleihemarktes führen, bei der die von der Staatengemeinschaft garantierten Schul-

3 J. Delpla, J. von Weizsäcker: Eurobonds: The blue bond concept and its implications, Bruegel Policy Contribution, Issue 2011/2012, März 2011.

1 Vgl. J.-C. Juncker, G. Tremonti: E-bonds would end the crisis, Financial Times Online vom 5.12.2010; <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/540d41c2-009f-11e0-aa29-00144feab49a.html#axzz1VLs0DPyL>.

2 Vgl. P. De Grauwe, W. Moesen: Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond, in: Intereconomics, 44. Jg. (2009), H. 3, S. 134.

**Prof. Dr. Hanno Beck** lehrt Volkswirtschaftslehre an der Hochschule Pforzheim.

**Prof. Dr. Dirk Wentzel** lehrt Volkswirtschaftslehre und ist Inhaber eines Jean Monnet-Lehrstuhls an der Hochschule Pforzheim.

den ein sehr sicheres, liquides Anlagevehikel wären, während alle weiteren Schulden je nach individueller Schuldenlage zu deutlichen Aufschlägen gegenüber den garantierten Schulden gehandelt würden.

### Eklatanter Zielkonflikt

Was ist von diesen Vorschlägen mit Blick auf die Ziele der Eurobonds zu halten? Der Beitrag zur Lösung der Schuldenkrise dürfte umso geringer ausfallen, je geringer das Schuldenvolumen ist, das durch die Eurobonds garantiert werden soll. Der Vorteil der Begrenzung der Emissionen liegt nach Ansicht der Befürworter in ihrer disziplinierenden Wirkung: Während die im Rahmen der Währungsunion akzeptierte Verschuldung gesichert ist, werden die Zinsaufschläge für alle darüber hinausgehenden Schulden steigen, was die betreffenden Staaten damit automatisch zu mehr Schuldendisziplin zwingt.

Diese Überlegungen offenbaren einen eklatanten Zielkonflikt im Konzept der Eurobonds: Um die akute Schuldenkrise zu bekämpfen und den Zugang überschuldeter Staaten zu den Kapitalmärkten sicherzustellen, muss die Aufnahme von Schulden erleichtert werden, womit aber automatisch ein Anreiz zu mehr Verschuldung entsteht. Je mehr auf die Anreize zu einer soliden Schuldenpolitik geachtet wird, umso weniger wird den hochverschuldeten Staaten der Zugang zu den Kapitalmärkten erleichtert, und die Finanzierungsprobleme dieser Staaten werden akuter. Das erste und das zweite Ziel der Eurobonds sind somit nicht kompatibel; mehr vom ersten Ziel bedeutet weniger vom zweiten Ziel.

Zudem sind bei dem Argument, dass eine Schuldengrenze für die Eurobonds die fiskalische Disziplin der Staaten stärkt, erhebliche Zweifel anzumelden: Unabhängig davon, wie hoch der Anteil der Staatsschulden ist, der durch die Eurobonds garantiert werden soll, ist das Ergebnis dieser Garantie stets das Gleiche: Einem Staat wird die Schuldenaufnahme erleichtert. Wer aufgrund der Eurobonds die ersten 60% seiner Schulden günstiger aufnehmen kann, gewinnt in seinem Haushalt freie Mittel, die er für den darüber hinausgehenden Teil seiner Schulden einsetzen kann. Jegliche Übernahme von Garantien – auch nur für Teile der Verschuldung – erleichtert dem Begünstigten die Aufnahme weiterer Schulden und reduziert damit seine fiskalische Disziplin, statt sie zu stärken. De facto bedeutet eine teilweise Garantie der Schulden eines Staates durch die Staatengemeinschaft ein partielles Bailout, mit allen damit behafteten negativen Folgen. Kritisiert wird außerdem, dass Eurobonds Artikel 103 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union verletzen.<sup>4</sup>

4 W. Kösters: Common Euro Bonds – No Appropriate Instrument, in: Intereconomics, 44. Jg. (2009), H. 3, S. 137.

Darüber hinaus ist zu vermuten, dass eine Grenze für das von den Eurobonds garantierte Schuldenvolumen wenig wirksam sein wird: Spitzt sich die Finanzkrise zu, so wird der politische Druck, die Garantien auszuweiten, zunehmen. Wenn das Instrument der gemeinsamen Schuldengarantien schon einmal da ist, dann ist die politische Versuchung zu groß, dieses Instrument auch stärker anzuwenden. Spieltheoretisch formuliert: Die maximale Quote für Blue Bonds ist nicht nachverhandlungssicher.

Wenn Schuldenkrisen akut werden, dürfte die erste Zielsetzung der Eurobonds, die Eindämmung solcher Krisen, in den Vordergrund treten. Das langfristige Ziel der fiskalischen Disziplin würde der Hitze des politischen Augenblicks geopfert. Die Begrenzung der Schuldenaufnahme über Eurobonds dürfte zeitinkonsistent sein,<sup>5</sup> wie es schon alle bisherigen Regelungen zur Stärkung der Haushaltsdisziplin im Rahmen der Europäischen Währungsunion waren. Die Einführung von Eurobonds könnte sich damit als Sündenfall erweisen, als „slippery slope“, eine Rutschbahn in eine zunehmend unbegrenzte Transferunion.

### Auflagen als Lösung?

Offenbar ist auch der (deutschen) Politik bewusst, dass der Beitrag der Eurobonds zur Stärkung der fiskalischen Disziplin nicht ausreicht, weshalb in der Debatte auch nach begleitenden Maßnahmen gerufen wird. Das Konzept der Blue Bonds<sup>6</sup> schlägt in diesem Zusammenhang vor, dass ein Stabilitätsrat aus unabhängigen Experten die jährliche Allokation der garantierten Schulden beschließt. Lehnt ein Land den vom Stabilitätsrat vorgelegten Verteilungsschlüssel ab, so nutzt es im betreffenden Jahr keine Gemeinschaftsanleihen, haftet dann auch nicht für die Schulden anderer Staaten. Dieser Mechanismus ist also eine Opting-out-Klausel aus dem Instrument der Eurobonds, die nach Ansicht ihrer Befürworter die fiskalische Disziplin aller Beteiligten stärkt: Wenn einige Staaten die notwendige fiskalische Disziplin vermissen lassen, werden andere Staaten sich der Teilnahme am Blue-Bond-Programm verweigern, was das Programm als Ganzes gefährdet. Deswegen werde der Stabilitätsrat bei der Allokation der Blue Bonds äußerst vorsichtig sein und damit die Interessen der europäischen Steuerzahler schützen.

Auch dieser Mechanismus ist kritisch zu sehen und keinesfalls glaubwürdig: Ist die Teilnahme am Blue-Bond-Programm freiwillig, so wird sie unweigerlich zu adverser Selektion führen: Staaten mit guter Bonität, die in einem solchen Programm

5 Vgl. P. Spahn: Die Währungskrisenunion. Die Euro-Verschuldung der Nationalstaaten als Schwachstelle der EWU, FZID Discussion Paper 31-2011, S. 13.

6 Vgl. J. Delpla u.a., a.a.O., S. 3.

höhere Zinsen zahlen müssten, würden sich gegen eine Teilnahme entscheiden, während Staaten mit Bonitätsproblemen in das Programm drängen würden. Allenfalls politischer Druck und europäische Solidarität könnten zu einer Teilnahme der „guten“ Schuldner führen. In Anbetracht der Entwicklungen der vergangenen Monate ist zu bezweifeln, dass die Teilnahme an diesem Mechanismus wirklich freiwillig auf der Grundlage ökonomischer Erwägungen getroffen wird.

Ohne die Staaten mit bester Bonität – die natürlichen Kandidaten für ein Opting-out – würden Eurobonds aber nicht funktionieren, weshalb von politischer Seite auf eine Teilnahme dieser Staaten gedrängt werden muss. Ist die Teilnahme aber nicht freiwillig, so entfällt auch die disziplinierende Wirkung, die diesem Mechanismus nachgesagt wird. Auch hier offenbart sich eine Inkonsistenz des Eurobond-Konzeptes: Eine freiwillige Teilnahme führt vermutlich dazu, dass Eurobonds nicht funktionieren, eine verpflichtende Teilnahme hingegen untergräbt die fiskalische Disziplin und sendet negative Signale an die Finanzmärkte, die eigentlich beruhigt werden sollen.

Andere begleitende Maßnahmen gehen in Richtung finanz- und wirtschaftspolitischer Auflagen, die mit der Emission von Eurobonds verbunden sein können: Unsolide wirtschaftende Länder könnten von der gemeinsamen Finanzierung der Schulden über Eurobonds sukzessiv ausgeschlossen werden, wenn sie Stabilitätskriterien verletzen. Damit wäre in der Tat ein Mechanismus geschaffen, der Anreize zu fiskalpolitisch verantwortungsvollem Handeln bietet, allerdings um den Preis, dass damit vom Ziel der Bekämpfung akuter Schuldenkrisen abgerückt wird: Gerade den Staaten, die aufgrund ihrer Haushaltsprobleme am stärksten auf die Garantien der Eurobonds angewiesen sind, werden diese Garantien wegen ihrer Schuldenprobleme verwehrt. Hier wird wieder der grundsätzliche Zielkonflikt sichtbar, der diesen Anleihen innewohnt.

Das gleiche Argument gilt auch für weitergehende stabilitätspolitische Auflagen, die als Begleitmaßnahmen zur Einführung von Eurobonds diskutiert werden: Je strikter und bindender diese Maßnahmen sind, umso weniger helfen sie dabei, akute Finanzkrisen zu lösen. Allerdings helfen sie langfristig dabei, zukünftige Schuldenkrisen zu verhindern, was wiederum Eurobonds tendenziell überflüssig macht.

Eine striktere Auflage wäre es, die Emission von Eurobonds nur Staaten zu erlauben, welche die Maastricht-Kriterien einhalten. Wer diese Kriterien nicht einhält, muss seine eigenen Anleihen begeben. Diese Auflage ist ähnlich zu beurteilen wie die anderen stabilitätspolitischen Auflagen: Sie schaffen Anreize zu finanzpolitischer Disziplin (und machen damit Eurobonds tendenziell überflüssig), helfen aber nicht bei der Bekämpfung akuter Finanzkrisen.

## Beruhigung der Finanzmärkte

Inwieweit können Eurobonds überhaupt dabei helfen, akute Schuldenkrisen zu bewältigen? Es ist bereits deutlich geworden, dass Eurobonds solche Schuldenkrisen nur verhindern können, wenn sie in möglichst großem Umfang die Marktmechanismen außer Kraft setzen und die Schulden der betreffenden Länder absichern, um den Preis des Verlustes der fiskalischen Disziplin. Langfristig muss allerdings genau deswegen befürchtet werden, dass Eurobonds das Risiko von Schuldenkrisen erhöhen, weil sie die Anreize zum Schuldenmachen erhöhen.

Die Befürworter von Eurobonds argumentieren, dass bei wachsendem Misstrauen der Finanzmärkte lediglich die Renditen der Red Bonds, also der nicht garantierten Schulden, steigen, nicht aber die der Blue Bonds. Dadurch sei es weniger wahrscheinlich, dass ein Land in die Zahlungsunfähigkeit getrieben werde.<sup>7</sup> Diesem lässt sich entgegenhalten, dass die Eurobonds möglicherweise sogar zu einer Verschärfung einer Schuldenkrise beitragen: Wenn ein Teil der Staatsschulden durch die Bonds garantiert ist, der darüber hinausgehende Teil jedoch nicht, so ist zu vermuten, dass die Marktvolatilität dieser ungedeckten Anleihen zunehmen wird, wenn ein Land in Schwierigkeiten gerät, weil sich in diesem Teil der Schulden nun die gesamten Schuldenprobleme des betreffenden Landes bündeln; es wären sozusagen hochkonzentrierte „böse“ Schulden. Die Unsicherheit der Kapitalmärkte bündelt sich dann im ungesicherten Teil der Staatsschulden, was zu mehr Kursturbulenzen führen könnte und damit den politischen Druck erhöht, die Schuldengarantie auch auf den „roten“ Teil der Schulden auszuweiten, vielleicht wieder nur in kleinen, aber kontinuierlichen Schritten.

Offenbar wird auch wegen dieser Überlegungen als Gegenmaßnahme gegen Kapitalmarktunruhen vorgeschlagen, die Red Bonds aus dem Bankensystem herauszuhalten, indem erstens diese Anleihen nicht für Refinanzierungsgeschäfte mit der Europäischen Notenbank zugelassen werden und zweitens die Eigenkapitalanforderungen der Banken für diesen Teil der Staatsschulden entsprechend angepasst werden.<sup>8</sup> Eine andere Idee, die in die gleiche Richtung zielt, besteht darin, den Erwerb von Red Bonds auf Nicht-Banken zu begrenzen.<sup>9</sup>

Beide Vorschläge sind in mehrerer Hinsicht problematisch: Erstens ist damit nicht geklärt, inwieweit auch andere Akteure an den Finanzmärkten in Red Bonds investieren dürfen. Diese Frage ist aber für die Stabilität eines Finanzsys-

7 S. Dullien, D. Schwarzer: Umgang mit Staatsbankrotten in der Euro-Zone, SWP-Studie S 19, Berlin, Juli 2010, S. 32.

8 Vgl. J. Delpla u.a., a.a.O., S. 4.

9 Vgl. P. Spahn, a.a.O., S. 12.

tems extrem wichtig, wenn z.B. Versicherungsunternehmen in Red Bonds investieren können, droht im Krisenfall ein Zusammenbruch des Versicherungssektors, der in seinen Wirkungen den Folgen einer Bankenkrise kaum nachstehen dürfte. Je mehr professionelle Akteure vom Erwerb der Red Bonds ausgeschlossen werden, umso geringer wird das Risiko einer systemischen Kapitalmarktkrise, umso enger wird aber auch der Markt für Red Bonds und damit ihre Liquidität und umso höher wird der Zinssatz, den die Staaten zahlen müssen. Somit weisen die Eurobonds einen weiteren inneren Widerspruch auf: Die restriktiven Anlagevorschriften bezüglich der Red Bonds führen zu höheren Zinsen für den nicht garantierten Teil der Verschuldung und beschleunigen so den Weg in die Schuldenkrise. Nebenbei führt die verminderte Liquidität zu einem Anstieg der Kursturbulenzen und zu einer Reduktion der erhofften Liquiditätsprämie.<sup>10</sup>

Nicht zuletzt bleibt die Frage, inwieweit der Ausschluss einzelner Akteure vom Erwerb des nicht garantierten Teils der Staatsverschuldung nach außen ein politisch problematisches Signal ist: Die Staaten Europas emittieren Anleihen und verbieten oder erschweren es einzelnen Marktakteuren, diese zu erwerben. Das klingt nicht nach einem Signal des Vertrauens. Grundsätzlich muss auch nach der verbleibenden Zielgruppe gefragt werden, die solche Red Bonds erwerben dürfen. Wer kann oder soll das Risiko eines Staatsbankrotts tragen: professionelle Akteure an den Finanzmärkten oder Privatanleger? Nach außen wirken diese Vorschläge, als wollte man Privatanleger mit hohen Renditen in einen Markt locken, der für professionelle Anleger als zu gefährlich erachtet wird. Auf diesem Weg werden die Risiken auf den Privatsektor konzentriert. Der (partielle) Ausschluss der Kapitalmärkte vom Erwerb der Red Bonds bedeutet, dass wichtige Funktionen der Kapitalmärkte, wie Bereitstellung von Liquidität und Risikostreuung, zumindest teilweise nicht mehr gewährleistet sind.

### Kosten der Eurobonds

Dies sind aber genau jene Funktionen der Kapitalmärkte, die mit der Auflage von Eurobonds genutzt werden sollen und die als ein Vorteil der Eurobonds angesehen werden: Gemeinsame Emissionen der Staaten Europas würden einen attraktiven, liquiden Markt für weltweite Investoren schaffen. Dies würde zum einen dazu führen, dass die Liquiditätsprämie, die Emittenten zahlen müssen, geringer ausfällt als im Falle getrennter Emissionen; durch die verringerte Liquidi-

tätsprämie können 0,3% der jährlichen Verschuldung gespart werden.<sup>11</sup>

Eurobonds könnten damit zumindest kurzfristig die Kosten der gemeinsamen Verschuldung der europäischen Staaten reduzieren. Sind die Anreize zu einer höheren Verschuldung allerdings stärker als die Vorteile aus der gestiegenen Liquidität, so würde es zu einer Ausweitung der Staatsverschuldung kommen und damit langfristig zu erhöhten Zinskosten. Für die stabilitätsorientierten Staaten könnten Eurobonds zu einer finanziellen Belastung werden.

Unabhängig von der Ausgestaltung der Bonds handelt es sich dabei um einen Transfer von Staaten mit guter Bonität hin zu Staaten mit schlechter Bonität. Hier entsteht ein weiterer elementarer Zielkonflikt: Je umfangreicher die Staaten mit guter Bonität für die Schulden der weniger stabilen Staaten eintreten, umso erfolgreicher werden Finanzmarkturbulenzen bekämpft, aber zugleich steigen nicht nur die Anreize, mehr Schulden zu machen, sondern auch die Kosten der Eurobonds für die stabilitätsorientierten Länder. Die Höhe der Kosten der Eurobonds für Staaten mit guter Bonität bestimmt sich dabei nach drei Faktoren: Dem abzusichernden Emissionsvolumen, der Höhe des zu zahlenden Zinssatzes und der Höhe der Liquiditätsprämie.

Hierzu lassen sich einige allgemeine Aussagen treffen: Je höher das gemeinsame Emissionsvolumen für die Eurobonds ist, desto höher wird das Ausmaß des impliziten Transfers sein und damit die Kosten für die stabilitätsorientierten Staaten. Das kann nicht darüber hinwegtäuschen, dass auch eine Begrenzung des durch die Eurobonds besicherten Emissionsvolumens für die guten Schuldner höhere Kosten bedeutet. Solange ein Land durch die Eurobonds nicht den Zinssatz zahlt, den es regulär am Markt zahlen müsste, findet ein Mitteltransfer statt. Weiterhin wird die Höhe des Emissionsvolumens auch über die Einführungsmodalitäten bestimmt: Werden sämtliche Emissionen unmittelbar auf Eurobonds umgestellt, so steigt das Transfervolumen, und damit die Kosten der Eurobonds, rascher als bei einer schrittweisen Einführung, wenn sukzessive auslaufende Emissionen in nationaler Verantwortung durch Eurobonds abgelöst werden.

Die Höhe des Zinssatzes für Eurobond-Emissionen bestimmt sich nach der Zusammensetzung des Emittentenkreises, dem Umfang der gesamtschuldnerischen Haftung und den mit den Eurobonds möglicherweise verbundenen Auflagen. Je mehr stabilitätsorientierte Staaten im Emittentenkreis und je strikter die mit den Eurobonds verbundenen Auflagen sind, umso geringer dürfte die Verzinsung der Eurobonds und damit die Belastungen für die stabilitätsorientierten Staaten ausfallen. Damit tut sich auch hier ein Ziel-

<sup>10</sup> Ein ähnliches Argument gilt auch für die Idee, dass eine Investition in Red Bonds mit höherem Haftungskapital unterlegt werden muss: Das sichert zwar die Stabilität des Bankensystems, macht aber Red Bonds für die Banken unattraktiver, weil teurer. Was wiederum dazu führt, dass weniger in Red Bonds investiert wird; die Liquidität sinkt. Wenn die Banken höhere Zinsen als Kompensation verlangen, wird der Zinsvorteil der Eurobonds für die Schuldner reduziert.

<sup>11</sup> Vgl. J. Delpla u.a., a.a.O., S. 4.



konflikt auf: Je strikter die mit der Emission der Eurobonds verbundenen Auflagen sind, umso günstiger wird die Verzinsung der Bonds, doch umso weniger können die Eurobonds bei der Lösung akuter Finanzkrisen helfen.

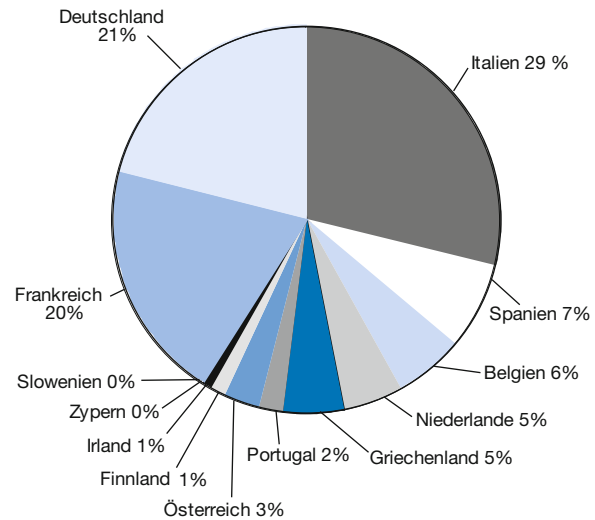
Die Liquiditätsprämie, die die Zinskosten der Emission senkt, ist ceteris paribus umso höher, je größer die Emission ist, je mehr Staaten also teilnehmen und je höher das Volumen der über die Eurobonds abgesicherten Schulden ist. Somit tritt auch hier ein Zielkonflikt auf: Ein Ausschluss von Staaten von den Eurobond-Emissionen aus disziplinarischen Gründen oder eine Begrenzung des Emissionsvolumens auf 60% des BIP führt zu einem Rückgang des Emissionsvolumens und damit der Liquiditätsprämie.

Eines der Hauptzahlerländer bei der Einführung von Eurobonds dürfte Deutschland sein, das nicht nur einer der größten Emittenten in der Euro-Zone ist (vgl. Abbildung 1), sondern auch aufgrund seiner guten Bonität zu den Staaten gehört, die für Eurobonds einen höheren Zinssatz zahlen müssten. Aber auch andere Länder wären negativ betroffen, etwa Österreich, die Niederlande, die skandinavischen Länder und vermutlich auch Frankreich.

Über das Ausmaß der Mehrkosten der Eurobonds für Deutschland existieren verschiedene Schätzungen. In der Bundesregierung kursiert eine Schätzung, dass Eurobonds den Bund mindestens 17 Mrd. Euro im Jahr zusätzlich kosten könnten.<sup>12</sup> Andere Stimmen sprechen von Mehrbelastungen für den Bundeshaushalt im ersten Jahr von bis zu 2,5 Mrd. Euro; zehn Jahre nach der Einführung würde die gesamte Mehrbelastung zwischen 20 und 25 Mrd. Euro liegen.<sup>13</sup> Das Institut für Weltwirtschaft schätzt, dass ein Renditeaufschlag von maximal 0,5 Prozentpunkten plausibel wäre, was dann 10 Mrd. Euro pro Jahr Mehrkosten bedeuten würde.<sup>14</sup>

Die wohl detaillierteste und auch am meisten kritisierte Berechnung der Kosten der Eurobonds stammt vom ifo-Institut.<sup>15</sup> Dort wurde bei einer mittleren Laufzeit von 7,5 Jahren ein Renditeabstand von rund 2,3 Prozentpunkten berechnet; bezogen auf die gesamten Bruttoschulden Deutschlands von 2080 Mrd. Euro Ende 2010 wären dies zusätzliche Zinskosten von 47 Mrd. Euro pro Jahr. Wenn für die Zinsen die Durch-

Abbildung 1  
Der Markt für Staatsanleihen in Europa 2010



Quelle: Deutsche Finanzagentur, <http://www.deutsche-finanzagentur.de/institutionelle-investoren/>.

schnittswerte der ersten sieben Monate des Jahres 2011 angenommen werden, ergibt sich ein Zinsabstand von 1,6 Prozentpunkten zum Durchschnitt des Euroraums; die zusätzlichen Zinskosten beliefen sich dann auf 33 Mrd. Euro pro Jahr.

Einer der Kritikpunkte an der Schätzung des ifo-Instituts ist die Wahl des Zins-Spreads, da eine exakte Prognose kaum möglich ist. Es lassen sich aber die Mehrkosten für Deutschland in Abhängigkeit vom Spread aufzeigen. Dabei handelt es sich um nicht vernachlässigbare Größen: Bei der vom ifo-Institut angenommenen Gesamtschuldensumme von 2080 Mrd. Euro bedeutet ein Zinsaufschlag von nur einem Prozentpunkt bereits Mehrkosten von 20 Mrd. Euro. Das entspricht ungefähr den gesamten Ausgaben für Bildung und Forschung plus den Ausgaben für Familie, Senioren und Jugend, die im Bundeshaushalt 2012 veranschlagt sind. Der Zinsaufschlag auf Bundesanleihen für große Anleihen der EU-Kommission und der Europäischen Finanz-Stabilitäts-Fazilität (EFSF) liegt zwischen 0,7 und 0,9 Prozentpunkten. Berichten zufolge geht das Finanzministerium von einem Zinssatz aus, der um 0,8 Prozentpunkte über dem der Bundesanleihen liegt.<sup>16</sup>

Ein weiterer Kritikpunkt an den Berechnungen des ifo-Instituts bezieht sich auf die Schuldensumme, die zur Berechnung der Mehrkosten herangezogen wird. Das ifo-Institut unterstellt implizit, dass alle Schulden Deutschlands über die teureren Eurobonds finanziert werden. Die Berechnung der Mehrkosten ändert sich aber, wenn nur ein Teil der nationalen Schulden

12 Vgl. H. Roßbach: 17 Milliarden Mehrkosten durch Eurobonds, Frankfurter Allgemeine Zeitung Online, <http://www.faz.net/artikel/C30638/deutschland-muesste-hoehere-zinsen-zahlen-17-milliarden-mehr-kosten-durch-Eurobonds-30321580.html>.

13 o.V.: Eurobonds würden Deutschland Milliarden kosten, Süddeutsche Online, <http://www.sueddeutsche.de/geld/berechnung-des-finanzministeriums-Eurobonds-wuerden-deutschland-milliarden-kosten-1.1133222>.

14 J. Boysen-Hogreve: Was kostet der Eurobond?, URL: <http://www.ifw-kiel.de/medien/fokus/2011/ifw-fokus-102>.

15 o.V.: Was kosten Eurobonds? Stellungnahme des ifo Instituts vom 17.8.2011, [http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/pr/PDFs/PM\\_20110817\\_Eurobonds\\_de.pdf](http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/pr/PDFs/PM_20110817_Eurobonds_de.pdf).

16 Vgl. o.V.: Eurobonds würden Deutschland Milliarden kosten, a.a.O.

über Eurobonds finanziert wird. Ausgehend von der Maastricht-Schuldengrenze von 60% des BIP würde ein Zinsaufschlag von einem Prozentpunkt für Deutschland Mehrkosten von rund 14 Mrd. Euro bedeuten. Allerdings unterstellt diese Berechnung, dass die Verzinsung des über die 60%-Marke hinausgehenden Teils der Verschuldung sich nicht ändert, was nicht notwendigerweise der Fall sein wird.

Ein weiterer Punkt in den Berechnungen zu den Kosten der Eurobonds ist die Liquiditätsprämie: Während das ifo-Institut diese als vernachlässigenswert ansieht, billigen andere Quellen der erhöhten Liquidität deutliche Effekte zu. Die Befürworter der Blue Bonds sprechen von einer Liquiditätsprämie von 0,3% pro Jahr;<sup>17</sup> optimistische Stimmen vermuten im günstigsten Fall durch den Liquiditätseffekt für Deutschland nicht mehr, sondern weniger Zinsen als bisher.<sup>18</sup> Wäre dies der Fall, so würde auch das Problem der adversen Selektion bei einer freiwilligen Teilnahme an einem Eurobond-Schema entfallen.

Letztlich lässt sich wenig über die Höhe der Liquiditätsprämie sagen. Die Bewertung von Staatsanleihen, ihrer Risiken und ihrer Liquiditätsprämien ist kein lineares und zeitstabiles Problem.<sup>19</sup> Was sich aber feststellen lässt, ist der bereits angesprochene Zielkonflikt: Alle Maßnahmen zur Aufrechterhaltung der Schuldendisziplin führen zu einem verringerten Emissionsvolumen und damit zu einer sinkenden Liquiditätsprämie.

Andere Kritikpunkte an den Berechnungen des ifo-Instituts sind weniger schwerwiegend: So wird argumentiert, dass Deutschland nicht alle seine Schulden auf einmal refinanziert, sondern nur etwa 300 Mrd. Euro pro Jahr. Die Belastung für den deutschen Haushalt würde bei Einführung von Eurobonds demnach eher bei 7,5 Mrd. Euro liegen.<sup>20</sup> Dieses Argument unterstellt eine sukzessive Ablösung der alten, nationalen Schulden durch Eurobond-Verpflichtungen und gilt nur für diese Übergangszeit; sobald die entsprechende Schuldensumme durch Eurobonds revolvieret wurde, gelten die Berechnungen des ifo-Instituts. Die Dauer des Übergangs hängt dabei auch von der durchschnittlichen Fristigkeit der deutschen Schulden ab.

Die Kosten der Eurobonds werfen ein gravierendes verfassungsrechtliches Problem auf und das nicht nur in Deutschland. Ein demokratischer Staat definiert sich dadurch, dass er Steuern erhebt und diese Mittel unter der Kontrolle des Parlamentes für seine politischen Ziele und öffentlichen Güter einsetzt. Kritiker befürchten, dass Eurobonds die Finanzautonomie des Bundes aushöhlen, dass die Rechte des Parlaments

in nie zuvor dagewesener Weise beschnitten werden und eine verfassungsrechtliche Grenze überschritten wird.<sup>21</sup> Schon eine kleine Entscheidung der Schuldenagentur – etwa die Anhebung des Eurobond-Zinssatzes um 0,5 Prozentpunkte – könnte gravierende fiskalische Konsequenzen haben.

### Markteinführung, Bewertung und Allokation

Auch die Markteinführung der Eurobonds ist mit zahlreichen offenen Fragen behaftet. Eine theoretisch interessante und praktisch höchst relevante Frage betrifft die erstmalige Emission der Eurobonds und die möglichen Nachfrager. Vergleichbar zur Emission einer neuen Aktie müsste ein Prospekt erstellt werden, in dem Umfang und Qualität der Emission sowie abgeleitete Haftungsfragen dargelegt werden. An den Märkten werden diese Informationen bewertet und spätestens hier kommen die Rating-Agenturen ins Spiel. Blue Bonds dürften nur dann handelbar und für Privatanleger interessant sein, wenn sie ein AAA erhalten. Da aber die Blue Bonds nicht nur die Bonität der Nordländer, sondern eben auch der fiskalisch angeschlagenen Südländer enthalten, müssten die Emissionen möglicherweise, wie beim Rettungsschirm EFSF, überschützt werden, damit diese Bonds ein erstklassiges Rating erhalten; das würde die Kosten der Eurobonds weiter nach oben treiben. Bei den Red Bonds ist ohnehin nicht mit guten Ratings zu rechnen, denn diese reflektieren ja die schwache Bonität der Schuldenstaaten.

Besonders spannend (und undurchsichtig) ist die langsame Substitution bestehender nationaler Staatsanleihen durch neue Eurobonds. Bei der Einführung könnte man lautlos umschulden und alte (griechische) Anleihen gegen einen Abschlag in Eurobonds umtauschen. Eine mehr oder minder offene Beteiligung des Privatsektors wäre dadurch ebenfalls erreichbar. Beim Umtausch könnte eine Art „Wechselkurs“ eingeführt werden. Dies wäre ein stiller Schuldenerlass, den die Finanzmärkte begrüßen und die Öffentlichkeit kaum bemerken könnte. Zudem wäre dies eine Gelegenheit für die Märkte, ein Urteil über die Bonität einzelner Länder abzugeben, indem sie den Wechselkurs mitbestimmen.

Ebenfalls schwierig ist die Frage, welche Institution in Europa über die Höhe der Mittelaufnahme und die Allokation auf die verschiedenen Staaten entscheidet. Natürlich könnten objektive Kriterien im Sinne eines reformierten Stabilitäts- und Wachstumspaktes herangezogen werden. Aber warum diese im Fall der Eurobonds funktionieren sollten, wenn sie schon zuvor nicht funktioniert haben, ist kaum zu begründen. Kritiker befürchten eine völlige Politisierung der Mittelvergabe, etwa durch einen neu geschaffenen europäischen Finanzminister.

17 Vgl. J. Delpla u.a., a.a.O., S. 4.

18 o.V.: Was Eurobonds Deutschland wirklich kosten, Handelsblatt Online, <http://www.handelsblatt.com/politik/international/was-eurobonds-deutschland-wirklich-kosten/4506262.html>.

19 Vgl. dazu auch J. Boysen-Hogreve, a.a.O.

20 o.V.: Was Eurobonds Deutschland wirklich kosten, a.a.O.

21 Vgl. J. Jahn: Karlsruhe pocht auf Budgethoheit des Bundestags, FAZ Online, URL: <http://www.faz.net/artikel/C30638/euro-rettung-karlsruhe-pocht-auf-budgethoheit-des-bundestags-30490689.html>.

Nachdrücklich zu warnen ist auch vor der in Brüssel immer häufiger zu hörenden Vorstellung, durch die Einführung der Eurobonds könne eine Fiskalunion erzwungen werden, die letztlich in eine politische Union führen könnte. Diese akademisch durchaus spannende Debatte über „Schrittmacher versus Krönungstheorie“ wurde bereits 1992 geführt. Heute zeigt sich: Die Einführung des Euro hat keinerlei fiskalische Disziplin und Konvergenz gebracht; die stabilitätspolitischen Erfolge des Euro sind allein der EZB zuzuschreiben.

### Eurobonds: Polit-ökonomische Überlegungen

Eurobonds können ihren angestrebten Zielen nicht gerecht werden. Zur unmittelbaren Beruhigung der Finanzmärkte gibt es geeignetere Maßnahmen, ebenso wie für den Mitteltransfer zugunsten schwacher Euro-Länder. Nicht zuletzt wurden mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) bereits umfangreiche Maßnahmen zum Mitteltransfer ergriffen. Warum weitere Maßnahmen gefordert werden, noch bevor dieser Mechanismus seine Arbeit aufnimmt, ist unklar. Möglicherweise gehen die verantwortlichen Politiker bereits jetzt davon aus, dass das Volumen des ESM nicht ausreichen wird, um die Schuldenkrise einzudämmen. Wenn weitere Transfers auf den Weg gebracht werden sollen und Widerstand erwartet wird, könnten Eurobonds auch eine politische Alternative bieten.

Die politische Attraktivität der Eurobonds dürfte daher rühren, dass auf diesem Weg die zur Stabilisierung des Euro notwendigen Transfers lautloser bewältigt werden können. Erstens sind diese Bonds und ihre Funktionsweise recht komplex, so dass vielen Wählern der Umfang der mit diesen Bonds verbundenen innereuropäischen Transfers nicht bewusst sein dürfte. Die Diskussion um die Kosten der Eurobonds zeigt, dass selbst unter Experten Uneinigkeit über das Ausmaß der mit den Bonds verbundenen Transfers besteht. Je geringer aber die Transparenz dieses Umverteilungsmechanismus ist, desto leichter lassen sich Mittel innerhalb der Union ohne politischen Widerstand transferieren.

Die Mehrkosten, die den europäischen Staaten durch die Begebung von Eurobonds entstehen, sind keine Out-of-the-pocket-costs, d.h. sie werden nicht von den Regierungen direkt bezahlt und im nationalen Haushalt als Mehrausgaben ausgewiesen. Stattdessen handelt es sich um Einsparungen, auf die man verzichtet, um Opportunitätskosten. Die Tatsache, dass ein Land ohne diese Bonds geringere Zinslasten hätte, wird im Haushalt nicht ausgewiesen. Das ermöglicht es Politikern, das Ausmaß der Kosten der Eurobonds zu verschleiern und erschwert es politischen Gegnern, gegen diese Instrumente zu argumentieren. Es ließe sich sogar behaupten, dass Eurobonds mit Einsparungen verbunden sind: Es ist die fiskalische Intransparenz der Eurobonds, die sie politisch so attraktiv machen. Zudem wird diese Form der Kosten, also

Opportunitätskosten, tendenziell geringer gewichtet als Out-of-the-pocket-costs.<sup>22</sup> Eurobonds sind letztlich ein verdeckter Weg in die Transferunion, sie sind politisch nur einfacher vermittelbar als direkte Transfers.<sup>23</sup>

### Stabilitätsunion oder Niedergang?

Insgesamt betrachtet können Eurobonds die an sie gestellten Erwartungen nicht erfüllen. Sie leiden an einem eklatanten inneren Widerspruch: Entweder man nutzt diese Bonds als Instrument der kurzfristigen Krisenbekämpfung, dann wird die Stabilitätsdisziplin der an diesen Bonds beteiligten Staaten leiden, und Eurobonds werden zu einem versteckten Einfallstor in eine Transferunion. Richtet man hingegen die Eurobonds auf fiskalische Disziplin aus, eignen sie sich nicht als Krisenbekämpfungsinstrument. Bei Einhaltung aller Stabilitätskriterien werden sie zudem überflüssig, es bliebe lediglich die Liquiditätsprämie als Vorteil übrig.<sup>24</sup> Diese Überlegungen sind kompatibel mit der Tinbergen-Regel, nach der zwei Ziele auch zwei verschiedene Politik-Instrumente erfordern.

Allerdings bleibt zweifelhaft, ob die teilnehmenden Staaten sich an die disziplinierenden Regeln halten werden. Die aktuelle Krise hat deutlich gezeigt, dass sowohl die europäischen Regierungen als auch die Europäische Zentralbank bereit sind, bei kurzfristigen Krisen ihre langfristigen Vorsätze über Bord zu werfen. Aus diesem Grund dürften Eurobonds die aktuelle Schuldenkrise nur kurzfristig lindern, indem sie die Kapitalmärkte mit weiteren Mitteltransfers beruhigen. Die Intransparenz der Mitteltransfers durch Eurobonds erleichtert diesen Schritt. Langfristig werden sie sich, wenn die notwendigen Stabilitätsauflagen nicht eingehalten werden, als Sprengsatz für die Europäische Währungsunion erweisen.

Eurobonds würden die gesamte institutionelle Architektur der Europäischen Währungsunion verändern. Sie sind nicht nur ein neues Finanzierungsinstrument, sondern sie öffnen selbstverschuldet illiquiden Staaten neue Verschuldungsmöglichkeiten zu Lasten fiskalisch disziplinierter Staaten. Zur Krisenbekämpfung und zur Unterstützung strukturschwacher Regionen gibt es intelligentere Instrumente, die ordnungspolitisch vertretbar sind. Eine dauerhafte monetäre Alimentierung unsolider Staaten hat mit vermeintlicher europäischer Solidarität nichts zu tun.

22 Vgl. R. Thaler: Mental Accounting and Consumer Choice, in: Marketing Science, 27. Jg. (2008), Nr. 1, S. 15-25; und C. Jolls, C. R. Stein, R. Thaler: A Behavioral Approach to Law and Economics, in: Stanford Law Review, 50. Jg., Mai 1998, S. 1472-1550.

23 J. Dams, M. Greive, K. Seibel: Deutschland ist umzingelt von teuren Freunden, Welt Online, <http://www.welt.de/wirtschaft/article11545077/Deutschland-ist-umzingelt-von-teuren-Freunden.html>

24 Das würde der Praxis der deutschen Bundesländer entsprechen, die auch gemeinsame Anleihen begeben, um Liquiditätsvorteile zu erzielen. Allerdings gibt es hier nur eine teilschuldnerische Haftung, d.h. jedes Land haftet nur für den eigenen Teil der Anleihe.