

# spotlight europe

# 2012/05 — August 2012

## Der Krise die Stirn bieten

Stefani Weiss & Isabell Hoffmann

Bertelsmann Stiftung, [stefani.weiss@bertelsmann-stiftung.de](mailto:stefani.weiss@bertelsmann-stiftung.de)

[isabell.hoffmann@bertelsmann-stiftung.de](mailto:isabell.hoffmann@bertelsmann-stiftung.de)

Die Eurokrise macht keine Ferien. Eine Katastrophenmeldung jagt die andere. Wo soll das enden? Im Folgenden stellen wir vor, welche Auswege diskutiert werden, und was blaue und rote Eurobonds, was Eurobills, FIRE und der Schuldentilgungsfonds bewirken können.

spotlight europe # 2012/05

Über Griechenland ziehen sich wieder einmal dunkle Wolken zusammen. Es ist mit seinen Reformen im Verzug. Schon werden neue Spekulationen über einen „Grexit“ laut. Auch die Lage in Spanien verschärft sich dramatisch. Die Zusage über 100 Milliarden Euro, die Spanien für die Rettung seiner maroden Banken Ende Juni erhalten hat, hat die Situation nicht beruhigen können. Immer deutlicher zeichnet sich ab, dass auch Italien trotz seines Spar- und Reformkurses nicht aus eigener Kraft aus der Krise herausfinden wird. Für die drittgrößte Volkswirtschaft in der EU wird der bisher aufgespannte Rettungsschirm mit seinen 700 Milliarden Euro nicht ausreichen. Ganz davon abgesehen, dass er bisher noch nicht einmal vollständig in Kraft gesetzt ist.

Die Eurozone wartet nämlich auf das Urteil des Bundesverfassungsgerichts, das bis Mitte September prüft, ob der ESM mit dem Grundgesetz vereinbar ist.

Entsprechend nervös bis panisch reagieren die Finanzmärkte. Immer mehr Kapital wird aus den Krisenländern abgezogen. Die Börsenkurse stürzen ab. Zuletzt sank der Euro auf einen neuen 2-Jahres-Tiefstand gegenüber dem Dollar.

Fast scheint es so, als ob das bisherige Krisenmanagement der Politik die Talfahrt nur noch beschleunigt hätte. Das Vertrauen der Finanzmärkte konnte jedenfalls nicht dauerhaft zurückgewonnen werden. Auch nach gefühlten eintausend Euro-Krisengipfeln haben die Staats- und Regierungschefs keine Mittel gefunden, aus dem Teufelskreis aus Staatsschuldenkrise, Bankenkrise und Wirtschaftskrise auszubre-



Zeit für Haushaltskonsolidierungen und für Strukturreformen.

Im Folgenden sollen die wichtigsten Eurobonds-Modelle vorgestellt werden. Diese unterscheiden sich vor allem in zwei Punkten:

1. Dem Umfang, in dem nationale Schuldtitel durch europäische Anleihen ersetzt werden sollen, sowie
2. den Garantien, die für diese Schuldtitel gegeben werden, d.h. ob die Mitgliedstaaten für die neuen, gemeinsamen Staatsanleihen gesamtschuldnerisch oder nur teilschuldnerisch, wie beim ESM, haften.

Sie unterscheiden sich auch darin, wie schnell sie zur Krisenbekämpfung herangezogen werden können. Jeder gesamtschuldnerischen Haftung steht bisher die No-Bail-Out Klausel der Europäischen Verträge (Art. 125 AEUV) entgegen. Zur Übernahme der Haftung müsste der Lissabon Vertrag erst auf dem Weg des ordentlichen Vertragsänderungsverfahrens abgeändert werden. Das gilt im Übrigen auch für eine Erweiterung des Mandats der EZB. Selbst bei gutem Willen aller kann ein solches Verfahren mit Konvent, Regierungskonferenz und dem sich anschließenden Ratifikationsprozess in allen 27 Mitgliedstaaten nicht unter fünf Jahren abgeschlossen werden.

## Einer für alle, alle für einen

Stabilitätssbonds: Die Idee, nach dem Vorbild der USA und deren Treasury Bonds einen gemeinsamen Anleihenmarkt in Europa zu schaffen, wurde schon lange vor dem Ausbruch der Eurokrise ventiliert. Die Vorteile eines solchen großen Anlagemarkts sollen in den zu erzielenden Skalenerträgen und damit in günstigeren Refinanzierungskosten liegen. Die Marktgröße sollte außerdem besseren Schutz gegen externe Schocks wie dem Herdenverhalten der Investoren bieten, das nicht zuletzt in der derzeitigen Krise so verschärfend wirkt. Ein gemeinsamer Anleihenmarkt, so wird argumentiert, steigere außerdem die Chance, dass der Euro zu einer echten Weltreservewährung mit allen Vorteilen aufsteigt, die damit verbunden wären.

Bei diesen Eurobonds werden alle Schulden der wirtschaftlich schwachen und der wirtschaftlich starken Euro-Ländern in einen Topf geworfen, und für die Schulden wird gemeinsam und zeitlich unbegrenzt gehaftet. Die Bündelung der Kreditrisiken, so die Theorie, nützt den schwachen Mitgliedstaaten durch niedrigere Zinsen. Für starke Staaten hingegen würden Zinsen und Risiken steigen. Berechnungen der Europäischen Kommission, die diese in ihrem Grünbuch über die Durchführbarkeit der Einführung von Stabilitätsanleihen vom November 2011 vorgelegt hat, dämpfen jedoch die Erwartungen. Danach werden die Zinsvorteile des höheren Emissionsvolumens mit zwischen 10 und 20 Basispunkten eher begrenzt ausfallen. Es wäre sogar laut Kommission, je nach Konstruktion, nicht auszuschließen, dass die Zinssätze für die derzeitigen Niedrigzinsstaaten, wie Deutschland, die Niederlande oder Finnland, steigen würden, „ohne dass das Kreditrisiko der derzeitigen Hochzins-Emittenten sinken würde“.

In vertragsrechtlicher Hinsicht ist die Vergemeinschaftung aller Staatsschulden in der Eurozone an die Verwirklichung der politischen Union gebunden, in der die Kompetenzen für die Fiskal- und Wirtschaftspolitik nicht mehr bei den Mitgliedstaaten, sondern bei der EU liegen. Nur so könnten Haushaltsdisziplin und Reformen durchgesetzt werden. Das geht, den politischen Willen für einen solchen Schritt vorausgesetzt, nicht ohne weitreichende Vertragsänderung, bei der auch die demokratische Legitimierung der EU auf völlig neue Grundlagen gestellt wird. Für die Überwindung der akuten Krise fällt dieses Modell aus.

## Ab 60 Prozent zahlt jeder seins

Blue & Red Bonds: Jacques Delpla und Jakob von Weizsäcker vom Brüsseler Think Tank Bruegel gehörten zu den ersten, die nach Ausbruch der Eurokrise ein Modell zur Einführung von Eurobonds vorstellten. In Anbetracht der systemischen Risiken schien ihnen schon Anfang 2010 der Haftungsausschluss für die Schulden anderer Euro-Länder nicht mehr haltbar. Sie sahen vielmehr bereits voraus, dass die griechische Liquiditätskrise auf den Bankensektor

überspringen und sich zu einer europäischen Bankenkrise mit unabsehbaren Folgen für die europäische Wirtschaft auswachsen könnte.

Die Staatsschulden der Eurozone sollten jedoch nicht komplett vergemeinschaftet werden, sondern nur die Schulden bis zu einer Höhe von 60% des BIPs. Das ist die Marge, die im Maastricht-Vertrag als Gesamtschuldengrenze eines Staates festgelegt wurde. Diese Bluebonds genannten Staatsanleihen erhalten Vorrangstatus. Da sie sich auf die ersten, sozusagen „gesunden“ 60% der Staatsschulden beziehen, erwarten die Autoren für die Blue Bonds ein AAA-Rating und damit geringe Zinsen.

Alle Schulden, die über dieser Grenze liegen, bleiben nationale Schulden, für die keine Haftung durch die anderen Mitgliedstaaten übernommen wird. Damit im Falle einer Staateninsolvenz der Bankensektor nicht in Mitleidenschaft gezogen wird und sich Staatsschuldenkrise und Bankenkrise künftig nicht mehr wechselseitig aufschaukeln können, sollen die nationalen Schuldtitel (Red Bonds)

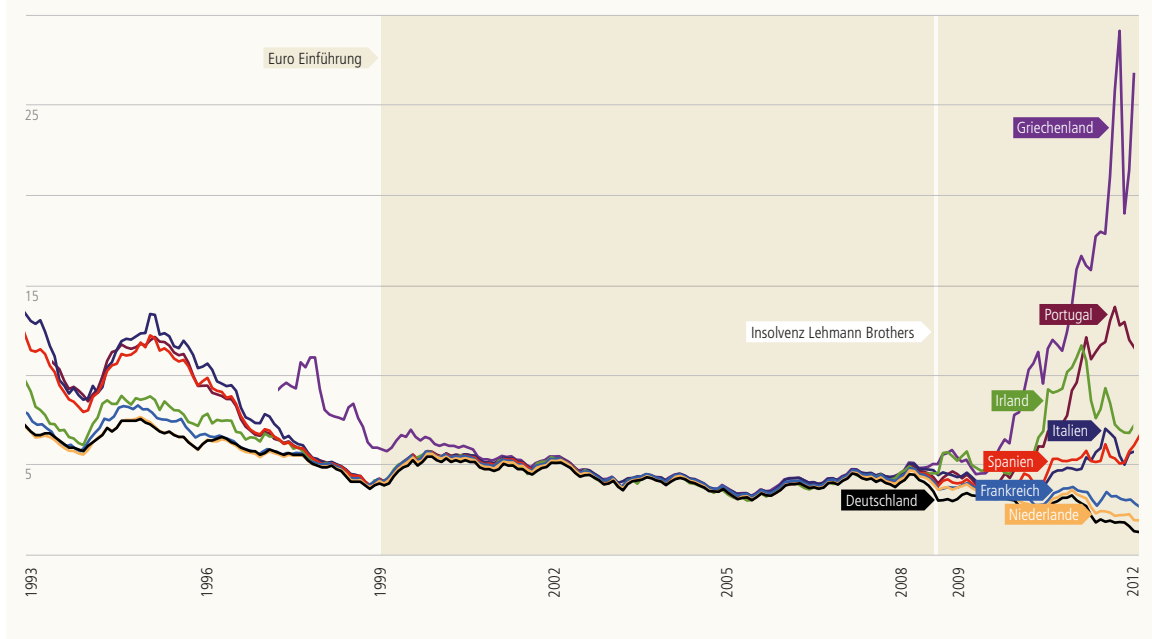
aus dem Bankensystem herausgehalten werden.

Der Vorschlag über die Zuteilung der Blue Bonds erfolgt jährlich von einem unabhängigen Stabilitätsrat. Über dessen Vorschlag wird in den nationalen Parlamenten abgestimmt. Wenn ein Land dem Vorschlag nicht folgt, würde es in diesem Jahr weder selbst Blue Bonds erhalten, noch für die neu herausgegebenen haften. Damit steht und fällt die Ausgabe der Blue Bonds mit der Bereitschaft der stabileren Länder, sich weitere Haftungsrisiken aufzubürden. Die Autoren können auch nur vorsichtig darüber spekulieren, wie niedrig oder wie hoch das Zinsrisiko für die Blue und Red Bonds ausfallen wird. Einem Land wie Italien mit einem Gesamtschuldenstand von über 130% des BIP wäre aber nur geholfen, wenn die Zinsvorteile der Blue Bonds die Zinsnachteile der Red Bonds ausgleichen würden.

Auch diese Eurobonds dürften aufgrund der Größe des Schuldenvolumens von bis zu 60% der Staatsschulden am BIP der Eurozone nicht ohne Vertragsänderung eingeführt werden.

## Der Zinsdruck auf europäische Staatsanleihen

Entwicklung von Zinsen auf Staatsanleihen in Prozent, Januar 1993 bis Juni 2012



Quelle: OECD, 2012

© Bertelsmann Stiftung

## Bis 60 Prozent zahlt jeder seins

Schuldentilgungsfond: Dieser Vorschlag gilt nur für Länder, die bisher noch keine Finanzhilfen in Anspruch genommen haben und basiert auf drei Säulen: einem Schuldentilgungsfonds für eine temporäre und begrenzte Vergemeinschaftung von Schulden, dem Fiskalpakt und einer Insolvenzordnung für Staaten. In den Schuldentilgungsfonds sollen alle Staatsschulden ausgelagert werden, die über der im Maastricht Vertrag festgesetzten 60%-Grenze liegen. Ziel ist es, diese in einem Zeitraum von circa 25 Jahren abzubauen. Dabei bleibt jedes Land, für die von ihm ausgelagerten Schulden verantwortlich und tilgt diese vollständig selbst. Die kollektive Haftung greift nur, sollte ein Land zahlungsunfähig werden. Die Auslagerung der Schulden geschieht nicht auf einen Schlag, sondern in einem mehrjährigen Übergangszeitraum, der sogenannten Roll-in-Phase, in der der Refinanzierungsbedarf, der in diesen Jahren besteht, sukzessive durch den Fonds gedeckt wird.

Nach Abschluss dieser Phase sollen sich die nicht ausgelagerten Schulden auf Niveau der 60%-Schuldengrenze des Maastricht-Vertrags befinden. Die Refinanzierung der Staaten wird durch den Kauf von ein- bis zweijährigen Anleihen auf den Primärmärkten organisiert. Voraussetzungen für den Zugang zum Tilgungsfonds sind die Ratifizierung des Fiskalpakts, der von den Mitgliedstaaten fordert, eine Schuldenbremse in ihre Verfassungen aufzunehmen, sowie das Respektieren einer strikten Konditionalität (analog den Auflagen des EFSE/ESM). Zu den disziplinierenden Maßnahmen soll auch gehören, dass ein Land einen Teil seiner Zinsvorteile verliert, sollte es sich nicht an die Auflagen halten. Zudem soll jedes Land Steuern einführen, deren Einnahmen ausschließlich für den Abbau der Schulden eingesetzt werden sollen. Zusätzlich soll der Tilgungsfonds durch 20% der Vermögenswerte der Staaten – etwa Währungs- oder Goldreserven – abgesichert werden.

Die Autoren sind zuversichtlich, den Schuldentilgungspakt im bestehenden Rechtsrahmen verankern zu können. Dazu zitieren sie Artikel 136 Absatz 3 des Vertrags über die Arbeitswei-

se der Europäischen Union (AEUV), nach dem freiwillige Hilfsmaßnahmen zur Sicherung der Stabilität des Euros zulässig sind, wenn sie in „unabdingbaren“ Notfällen und unter strikter Konditionalität erfolgen.

## Zehn Prozent für mehr Liquidität

Eurobills sind gemeinschaftliche Anleihen mit einer Laufzeit von nur einem Jahr. Sie sollen Vorrangstatus bei der Kreditbedienung erhalten. Für sie wird gesamtschuldnerisch gehaftet. Damit sind Eurobills besonders sichere Anleihen. Gleichzeitig würde damit ein höchst liquider Markt geschaffen, der gerade für Banken, die sich unter Basel III höhere Kapitalreserven zulegen müssen, attraktiv wäre. Eine Kapitalflucht aus Anleihen schwächerer in Anleihen stärkerer Eurostaaten würde zudem unterbunden.

Zur Emission dieser Kurzanleihen würde eine unabhängige Institution ins Leben gerufen, von den Autoren Christian Hellwig und Thomas Philippon „Joint Debt Management Office“ genannt. Diese Schuldenagentur würde das Monopol für die Emittierung der Eurobills erhalten und die Quoten entsprechend dem Bedarf der Mitgliedstaaten festlegen. Nationalen Regierungen wäre es verboten, sich noch nebenbei und zusätzlich über nationale Kurzanleihen zu refinanzieren.

In den Genuss der Eurobills können nur Staaten kommen, die weniger als 10% ihres GDPs in diesen Kurzanleihen „offenstehen“ haben. Weitere Bedingung an der Teilnahme von Eurobill-Auktionen ist, dass die Auflagen aus dem Stabilitätspakt plus, dem Sixpack und dem Europäischen Semester erfüllt werden, mit denen sich die Mitgliedstaaten auf die Einhaltung der Haushaltsdisziplin und Strukturreformen verpflichtet haben.

Nach Auffassung ihrer Erfinder, sollen Eurobills ohne Vertragsänderungen eingeführt werden können, weil die Verbindlichkeiten die hierfür von den stärkeren Staaten eingegangen werden müssen, in ihrem Umfang kontrollierbar wie zeitlich begrenzt seien.

Eurobills kaufen damit Zeit, Finanzreformen

auf den Weg zu bringen und das Vertrauen der Märkte wiederzugewinnen. Wenn allerdings die Krise schon ein Ausmaß erreicht hat, dass man entweder nur noch gemeinsam untergehen oder sich gemeinsam retten kann, dürften Eurobills das Blatt kaum noch wenden können.

## Krisengewinne umverteilen

FIRE: Außer Konkurrenz zu diesen Modellen hat jüngst Friedrich Heinemann vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) ein Konzept vorgestellt, dass die Vertrauenskrise an den Märkten für Staatsanleihen und die damit verbundenen Refinanzierungsbürden insbesondere für Spanien und Italien durch einen Zinsausgleich entschärfen soll: Fiscal interest rate equalization – Fiskalischer Zinsausgleich (FIRE). Als Reaktion auf die Krise ziehen sich nämlich immer mehr Investoren aus den finanziell angeschlagenen Ländern zurück und legen ihr Kapital in den Staaten mit noch hoher Kreditwürdigkeit an. Letztere, darunter Deutschland und die Niederlande, zahlen fast gar keine Zinsen mehr oder erhalten sogar Geld dafür, dass sie sich Geld leihen. Die Idee ist nun, dass diese Niedrigzinsländer einen Teil ihrer Einsparungen in einen Fonds einzahlen.

Aus diesem Fonds wiederum würden die Staaten Unterstützung erhalten, die vom Markt im Verlauf der Krise mit immer höheren Zinsforderungen abgestraft werden. Es soll aber keine volle Kompensation erfolgen, um den Markt mit seiner disziplinierenden Preisbildung nicht völlig außer Kraft zu setzen. Ausgeglichen werden sollen nur Zinsforderungen, die oberhalb von 5% liegen. Nach Kalkulationen des ZEW würden der Fonds 2012 für Italien und Spanien rund 6 Milliarden Euro benötigen. Hierbei würden nur Staaten in den Fonds einzahlen, deren Zinsen unterhalb von 2,5% liegen.

Deutschland würde danach mit 90% praktisch diesen Zinsausgleich finanzieren. Diese Kosten sind signifikant, liegen aber weit unter den Kosten, die anfallen würden, wenn beide Länder Schutz unter dem EFSF/ESM suchen müssten. Das Garantievolumen des EFSF/ESM, soviel steht fest, reicht kaum für Spanien und sicher nicht für Italien. Eine weitere Aufsto-

ckung würde notwendig. Deutschland ist bis dato Zahlungsverpflichtungen in Höhe von knapp unter 170 Milliarden Euro eingegangen. Hierbei sind die Garantien für Griechenland nicht mitgezählt.

Dieser Zinsausgleich würde im Prinzip ähnlich wirken, wie die von der EZB im Verlauf der Krise immer wieder getätigten Aufkäufe von Staatsanleihen unter Druck geratener Staaten auf dem Sekundärmarkt. Bis auf weiteres und in Ermangelung einer geeigneten neuen Governance-Architektur, die für die Einführung von Eurobonds sehr wahrscheinlich ohne Vertragsänderung nicht zu haben ist, böte dieser Zinsausgleichsmechanismus rasche Abhilfe. Er setzt den Hebel an einem der Hauptprobleme der derzeitigen Krise an und drückt die Refinanzierungskosten in den angeschlagenen Ländern. Ähnlich wie bei den Eurobills dürfte die Wirkung dieses Zinsausgleichsmechanismus mit jeder Verschärfung der Krise abnehmen bzw. die Kosten für Deutschland in eine Höhe treiben, in der dann doch wieder über die Einführung von Eurobonds oder aber einem neuen Mandat für die EZB nachzudenken wäre.

### III

## Stabilität kostet

Ob und wie Eurobonds oder ihre beiden kleineren Schwestern, Eurobills und FIRE, den Teufelskreis durchbrechen können, erfordert sicher noch weitere und sehr viel eingehendere Überlegungen. Alles im bisherigen Verlauf der Krise deutet daraufhin, dass der Schlüssel zur Lösung am Ende in einer neuen Rolle der EZB als „lender of last resort“ nach dem Vorbild der FED liegen dürfte.

Der Eurokrise kann jedenfalls nach allem, was wir bisher wissen, ihre ungeheure Virulenz nicht genommen und ein Überspringen auf noch mehr Staaten verhindert werden, wenn weiterhin nein zu jeder Form der gesamtschuldnerischen Haftung gesagt wird. Umfassendere Rettungsmaßnahmen, als sie bisher mit dem EFSF/ESM zur Verfügung stehen, scheinen unausweichlich. Nicht nur aus deutscher Sicht wäre es



wünschenswert, erst den Umbau der Eurozone zu einer Wirtschafts- und Stabilitätsunion zu bewerkstelligen, bevor nach den bisherigen negativen Erfahrungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt unkalkulierbare Haftungsrisiken für die Schulden anderer Mitglieder übernommen werden. Kontrolle vor Haftung zu setzen, dafür könnte es aber inzwischen zu spät sein.

Gerade die starken Länder in der Eurozone sollten noch intensiver abwägen, ob es nicht zu allererst in ihrem Interesse liegt, dass die Eurozone nicht auseinander bricht. Deutschland hat bisher vom Euro profitiert. Für Deutschland gilt daher insbesondere, was die Wirtschaftsweisen in ihrem Jahresgutachten 2011/12 folgendermaßen formulierten: „Wer die Vorteile

offener Gütermärkte wahrnehmen will, muss angesichts weltweit vernetzter Geld und Kapitalmärkte dafür Sorge tragen, dass die daraus resultierenden Instabilitäten keine ernstzunehmenden realwirtschaftlichen Schäden anrichten. Dieser Schutz ist nicht kostenlos zu haben.“

Sicher kann es die EU auch ohne den Euro geben. Zwei Mitgliedstaaten, England und Dänemark, haben seine Einführung für sich ausgeschlossen. Aber es wäre nicht mehr die EU, die sich in der Präambel des Lissabon-Vertrags die „Schaffung einer immer engeren Union der Völker Europas“ auf ihre Fahnen geschrieben hat und in deren Weiterentwicklung zu einer echten politischen Union die Zukunftschancen Europas in der globalisierten Welt liegen. ■

## Literatur

**Europäische Kommission:** Grünbuch über die Durchführbarkeit der Einführung von Stabilitätsanleihen (KOM(2011) 818), Brüssel, 23.11.2011  
[http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green\\_paper\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green_paper_de.pdf)

**Jacques Delpla and Jakob von Weizsäcker:** The Blue Bond Proposal, Bruegel Policy Brief, Issue 2010/03, May 2010  
<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/403-the-blue-bond-proposal/>

**Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung:** Verantwortung für Europa wahrnehmen, Jahresgutachten 2011/12, November 2011  
<http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/schuldentilgungspakt.html?&L=0>

**Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung:** Der Europäische Schuldentilgungspakt – Fragen und Antworten, Arbeitspapier 01/2012, Stand: 25. Januar 2012  
[http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/arbeitspapier\\_01\\_2012.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/arbeitspapier_01_2012.pdf)

**Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung:** Sondergutachten „Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen“, Wiesbaden, 5. Juli 2012  
<http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/sg2012.pdf>

**Thomas Philippon, Christian Hellwig:** Eurobills, Not Eurobonds, 2 Dec 2011  
<http://www.voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds>

**Friedrich Heinemann:** FIRE for the Euro – A Strategy for Stabilizing Government Bond Markets, ZEW Policy Brief, No.1, July 2012  
<http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/policybrief/pb01-12.pdf>

**V.i.S.d.P.**

Bertelsmann Stiftung  
Carl Bertelsmann Straße 256  
D-33311 Gütersloh  
[www.bertelsmann-stiftung.de](http://www.bertelsmann-stiftung.de)

Isabell Hoffmann  
[isabell.hoffmann@bertelsmann-stiftung.de](mailto:isabell.hoffmann@bertelsmann-stiftung.de)  
Telefon +49 5241 81 81313

Joachim Fritz-Vannahme  
[joachim.vannahme@bertelsmann-stiftung.de](mailto:joachim.vannahme@bertelsmann-stiftung.de)  
Telefon +49 5241 81 81421

ISSN 1865-7435

**Zuletzt erschienen:**

**spotlight europe # 2012/04**

Mobil statt arbeitslos?  
*Dr. Thieß Petersen*

**spotlight europe # 2012/03**

Für die Vereinigten Staaten von Europa  
*Joachim Fritz-Vannahme*

**spotlight europe # 2012/02**

Stabilität hat ihren Preis  
*Dr. Thieß Petersen*

**Alle Ausgaben des „spotlight europe“  
stehen im Internet als Download bereit:  
[www.bertelsmann-stiftung.de/spotlight](http://www.bertelsmann-stiftung.de/spotlight)**