

# CENTER FOR FINANCIAL STUDIES

---

## WHITE PAPER No. X

SEPTEMBER 2011

---

# Eurobonds zur Bewältigung der europäischen Krise? Wegweisung zu einer modernen Entwicklungsunion

Hans-Helmut Kotz  
Center for Financial Studies

Jan Pieter Krahen  
Center for Financial Studies

Christian Leuz  
The University of Chicago Booth School of Business

Helmut Siekmann  
Institute for Monetary and Financial Stability



# Eurobonds zur Bewältigung der europäischen Krise? Wegweisung zu einer modernen Entwicklungsunion

Hans-Helmut Kotz, Jan Pieter Krahen, Christian Leuz und Helmut Siekmann

Die aktuelle Debatte um den Umgang mit der Verschuldung Griechenlands und anderer EWU Staaten berührt die Grundlagen europäischer Wirtschaftspolitik. Die nächsten Schritte sind wohl abzuwägen, um über eine unmittelbare Kriseneindämmung hinaus eine langfristige Stabilisierung der wirtschaftlichen und politischen Strukturen in der Eurozone zu erreichen.

Eine funktionsfähige Wirtschafts- und Währungsunion hat ihren Preis. Sie ist aber auch von großem Nutzen, gerade für Deutschland und die wettbewerbsstarken Regionen, die insbesondere vom einheitlichen Binnenmarkt und der monetären Stabilität profitieren. Das rechtfertigt zugleich eine Unterstützung ökonomisch schwächerer Mitglieder der Union durch die stärkeren. Historisch waren Währungsunionen ohne einen derartigen minimalen fiskalischen Ausgleich nicht dauerhaft. Deshalb sind, wenn man die Währungsunion aufrechterhalten will, zwei Extrempositionen – keine Transfers, um keinen Preis ebenso wie deren Gegenteil: jedes Defizit wird bedingungslos finanziert – nicht zielführend. Ein kompletter Haftungsausschluss (no bail-out) ist nicht glaubwürdig, solange unabweisbare Schuldenschnitte von insolventen Staaten oder Regionen (wegen Überschuldung) nicht möglich sind, weil sie innerhalb eines stark integrierten Bankenmarktes potentiell unkontrollierbare Rückwirkungen auslösen. Andererseits liefe die unkonditionierte, dauerhafte Finanzierung regionaler Ungleichgewichte auf Transfervolumina hinaus, die eine Überforderung der Transfergeber darstellten. Sie führte vor allem zu einer Perpetuierung der Probleme, weil Anreize zur letztlich unabdingbaren Anpassung fehlten. Damit bleiben zur Schaffung der Voraussetzungen einer funktionsfähigen Währungsunion nur Optionen, die zwischen den Polen liegen.

## **Eurobonds**

In der aktuellen Situation werden sogenannte Eurobonds von vielen als die Lösung der Krise gesehen. Gemeint sind damit Anleihen, die von der Gemeinschaft aller Länder der Eurozone gesamtschuldnerisch verbürgt werden. Eurobonds können von Einzelstaaten oder von übernationalen Körperschaften begeben werden. Auch die Emissionen des EFSF sind in

diesem Sinne Eurobonds, obwohl dessen Haftungsumfang satzungsgemäß auf das eingezahlte Kapital und zusätzliche Garantiezusagen beschränkt ist.

### **Befürworter**

Mit Hilfe des Eurobonds, so argumentieren die Befürworter, könne es gelingen, die weltweite Verunsicherung „der“ Finanzmärkte bezüglich der Zahlungsfähigkeit griechischer und weiterer staatlicher Schuldner in Europa auszuräumen, diesen Ländern eine wesentliche Entlastung bei ihren Zinskosten zu gewähren und ihnen damit wieder eine positive Entwicklungsperspektive zu geben. Zinsdifferenzen zwischen den europäischen Staatsanleihen sind in den Augen der Befürworter von Eurobonds vor allem Ausdruck eines „schlechten“ Gleichgewichts, also einer Abwärtsspirale, die durch Liquiditätsprobleme zustande kommt, nicht aber die Konsequenz von Kreditwürdigkeits- und letztlich Überschuldungsproblemen. Da die an einer Währungsunion teilnehmenden Länder keine eigene Notenbank haben, die als Ausleiher letzter Instanz agieren kann, sollen Eurobonds hier Abhilfe schaffen und die Liquiditätsprobleme beseitigen, um so eine sich selbstverstärkende Abwärtsspirale zu verhindern.

### **Gegner**

Die Gegner weisen darauf hin, dass eine Übernahme von Eurobonds in das Reservoir europäischer Politikinstrumente den Einstieg in eine Transferunion bedeute und dringend benötigte Marktsignale außer Kraft setze. Weder werde die unangemessene Aufnahme von Krediten noch ihre Gewährung durch Finanzinstitute mit Sanktionen belegt und unverantwortliches Verhalten auf beiden Seiten der Darlehensvergabe gefördert.

Die Stabilitätsziele der EU werden mittelfristig – so wird befürchtet – gefährdet ohne wirklich zu positiven Entwicklungsperspektiven in den Schuldnerländern zu führen. Tatsächlich könnte die Schuldenquote steigen und damit die Kreditwürdigkeit immer fragiler werden. Die Haushalte der solide wirtschaftenden Mitgliedstaaten würden zudem mit erheblichen, im Einzelnen schwer abzuschätzenden zusätzlichen Zinszahlungen für ihre eigenen Schulden belastet. Es entstünde dadurch schließlich ein intransparenter und kaum kontrollierbarer Finanzausgleich, für den es keine Grundlagen und Grenzen gäbe.

## **Unsere Position**

Beide Positionen handeln nicht von einem Streit über die Sinnhaftigkeit der Währungsunion. Sie wird nicht bezweifelt. Der Streit geht um die Instrumente, die Maßnahmen, die man zu deren Absicherung für erforderlich hält. Das ist eine vollkommen legitime Debatte. Diese ist auch nützlich, in dem Ausmaß wie die Position des Gegenübers ernst genommen wird. Das trägt zur öffentlichen Urteilsbildung bei. Für uns ist wichtig: Es gibt nicht das Allheilmittel. Alle Instrumente sind mit Nebenfolgen verbunden. Deshalb ist Abwägen – das Würdigen von trade-offs – geboten. Für uns ist vor allem wichtig, dass klar zwischen Liquiditäts-, Solvenz- und Strukturproblemen getrennt wird. Diese sind dann durch transparente Maßnahmen zu adressieren. In der Debatte um die Eurobonds werden diese drei Problemkreise dagegen regelmäßig vermengt. In diesem Zusammenhang ist bemerkenswert, dass diejenigen, die Eurobonds als nicht zielführend ansehen, deshalb nicht zwingend gegen eine Unterstützung der Anpassungsanstrengungen schwacher Volkswirtschaften sind. Im Gegenteil: Unseres Erachtens sind konditionierte, wachstumsorientierte Transfers, die die strukturelle Anpassung begünstigen und damit die Schuldentragfähigkeit erhöhen, sehr wohl zweckgerecht. Sie erlauben die Wiederherstellung durchhaltbarer Leistungsbilanz- und Haushaltsrelationen.

## **Pro Entwicklungsunion**

Auch in Zukunft wird es in einem geeinten Europa stets Salden in den regionalen Leistungsbilanzen geben. Diese sind per se kein Problem. Sie können jedoch, wenn sie sich über die Zeit anhäufen, Anpassungsbedarf auslösen. In einer Währungsunion kann dieser sich abrupt einstellen. Mit der Einführung des Euro und dem damit zwingend verbundenen Verlust der nationalen Geldpolitik ist es nicht mehr möglich, regionale Leistungsbilanzdefizite – und die daraus erwachsende Nettoauslandsverschuldung – durch Abwertung der Währung zu reduzieren. Stattdessen müssen drei Mechanismen stärker genutzt werden: produktivitätsgerechte Anpassung der Kosten, Arbeitskräftemobilität zwischen den Regionen und Transfers zur Entwicklung strukturschwacher Regionen. Die Stärkung der regionalen Wettbewerbsfähigkeit verlangt neben gezielten Infrastrukturinvestitionen oftmals harte Einschnitte, soweit relative Faktorpreise (unter Berücksichtigung der regionalen Produktivitätsniveaus) angepasst werden müssen. Das wird in einigen Fällen nicht nur auf relatives Zurückbleiben der Reallöhne sondern deren effektive Kürzung hinauslaufen müssen. Eine (in der Währungsunion nicht mögliche) nominale Abwertung bewirkte de facto das gleiche. Auch bei den kon-

sumtiven Staatsausgaben müssen Anpassungsmaßnahmen erfolgen. Haushaltsausgaben und Sozialleistungen sind eventuell zu kürzen, das Steueraufkommen ist zu erhöhen. Jedenfalls ist der Ausweg in eine weitere Kreditaufnahme eine Sackgasse. Die Strukturprobleme werden so nur akzentuiert. Empirische Studien, auf einer Vielzahl historischer Erfahrungen aufbauend, zeigen, dass Verschuldungskrisen letztlich nur durch eine Steigerung der regionalen Wettbewerbsfähigkeit und reales Wirtschaftswachstum im Inland, gegebenenfalls gekoppelt mit einem Schuldenschnitt, zu lösen sind.

Strukturelle Anpassungen finden innerhalb der einzelnen Länder ständig statt – und sie führen dazu, dass eine in der Produktivität hinterherhinkende Region wieder Anschluss finden kann. Sie beinhalten oft Anpassungsinvestitionen – etwa in eine leistungsfähigere Steuerbürokratie, ein effizienteres Gesundheitswesen, eine robustere Infrastruktur, ein leistungsfähigeres Schulsystem. Transferleistungen innerhalb Europas können deshalb auch gut investiertes Geld sein, sofern damit notwendige Anpassungsmaßnahmen über Struktur- und Entwicklungsprogramme gezielt gefördert werden. Die beispielsweise in Griechenland anstehenden Reformen der öffentlichen Verwaltung und die Verringerung wenig produktiver Teile des öffentlichen Dienstes bei gleichzeitiger Steigerung des Steueraufkommens durch technischen Hilfen von außen (Beratung, Ausbildung) können durch Transfers gefördert und beschleunigt werden. Wenn den Defizitländern auf diese Weise aus ihrer wirtschaftlichen Abwärtsspirale geholfen wird, kommt das auch den Geberländern zugute. Die gesamteuropäische Produktivität wird gesteigert, so dass im Idealfall beide, Geber und Empfänger, gewinnen können.

Jahrzehntelange Erfahrungen in anderen Bereichen der Entwicklungspolitik haben deutlich gemacht, dass nachhaltige Entwicklung nicht über unbedingte oder wohlgemeinte Unterstützungszahlungen, sondern nur über konditionierte Transferleistungen, die dem Aufbau leistungsfähiger Institutionen (Steuersystem, Bankenaufsicht, Wettbewerbspolitik, Insolvenzrecht usw.) dienen, gelingen kann. Solche bedingten Transfers haben den Vorteil, als Maßnahme transparent und in Umfang und Dauer begrenzt zu sein. Sie sind somit auch deutlich besser vom demokratischen Souverän zu kontrollieren.

### **Pro nationale Staatsanleihen**

Eng verbunden mit dem Gedanken einer erweiterten und gestärkten Entwicklungsunion ist die Rolle funktionsfähiger Anleihemärkte. Die Unterschiede im Zinsniveau zwischen einem national begrenzten Anleihemarkt im Vergleich zu Referenzmärkten benennen die Kosten einer Finanzie-

rung zusätzlicher Schulden über den Kapitalmarkt und teilen Politikern und der Öffentlichkeit mit, inwieweit die aktuelle Haushaltspolitik langfristig durchhaltbar („nachhaltig“), und deshalb verantwortungsvoll ist.

Was muss gegeben sein, damit Anleihemärkte diese Signalaufgabe wahrnehmen können?

- Erstens, die Anleihemärkte müssen geografisch und wirtschaftlich eng umrissene, relativ homogene Haftungskreise umfassen, wie es insbesondere bei nationalen Staatsanleihen der Fall ist. Dadurch wird eine Übereinstimmung von Entscheidung (über die Wirtschafts- und Haushaltspolitik) und Verantwortung (bezüglich Zinsendienst und Schuldenlast) erreicht, so wie verantwortungsvolles Wirtschaften in allen Bereichen es stets verlangt.
- Zweitens, in ihrer Rolle als Anleiheemittenten müssen die Staaten tatsächlich gezwungen sein, für ihre Schulden geradezustehen. Können sie den Schuldendienst einmal nicht erfüllen, dann gibt es keine Notfallhilfe von dritter Seite und die Anleihegläubiger verlieren im Rahmen einer Umschuldung einen Teil ihres Geldes („haircut“). Es ist diese glaubwürdige Ausfalldrohung, die Gläubiger so vorsichtig machen wird, dass sie in einem funktionierenden Markt eine überbordende Haushaltspolitik der Länder bereits im Vorhinein verhindern werden – sei es über hohe Zinsforderungen, sei es über eine Kreditverweigerung (-rationierung).
- Drittens, wie wir heute wissen, existiert eine staatliche Umschuldung nur dann als reale Handlungsoption, wenn es für die Geschäftsbanken keine implizite Staatsgarantie aufgrund von systemischen Risiken (sei es „too-big-to-fail“, „too-interconnected-to-fail“ oder „too-many-to-fail“) mehr gibt. Dies bedeutet, dass Banken in Konkurs gehen können, ohne ihrerseits eine systemische Banken- oder Finanzkrise auszulösen und deshalb vom Staat gerettet werden (müssen). Zu diesem Zweck sind in vielen Ländern gesetzliche Regelungen geschaffen worden – in England im Banking Act 2009, in den USA im Dodd-Frank-Act („orderly resolution regime“) und in Deutschland im Restrukturierungsgesetz, das am 1.1.2011 in Kraft getreten ist. Hier gibt es aber Nachbesserungsbedarf. Der betrifft insbesondere die grenzüberschreitende Dimension. Damit ist er vor allem ein Thema, das in der Währungsunion zentral ist.

Sind diese Voraussetzungen erfüllt, können die auf den Finanzmärkten beobachteten Preise wirksame Steuerungsgrößen für Politik und Wirtschaft darstellen. Sie bilden gewissermaßen das Sensorium für den Einsatz unterstützender Strukturhilfen und entsprechender Entwicklungspro-

gramme, keine „platten“ Transfers wie es der Begriff der Transferunion suggerieren mag, sondern – wie in erfolgreicher internationaler Entwicklungshilfe – eine Hilfe zur Selbsthilfe.

### **Eurobonds schaden**

Den Vorteilen nationaler Staatsanleihen stehen keine vergleichbaren Vorteile eines „Überregionalbonds“ oder Eurobonds gegenüber.

- Da der Eurobond einen einheitlichen Preis für die gesamtschuldnerisch begebenen Staatskredite begründet, kann der Anleihezins für diesen Teil keine Signale mehr über die Solidität der Haushaltspolitik einzelner Länder senden. Solvenzprobleme werden verdeckt bzw. auf den mit Haftungsausschluss emittierten Teil begrenzt und dort möglicherweise kontraintentional verstärkt. Auch ist zu sehen, dass fehlende Zinsdifferenzen eine wesentliche Ursache für die jetzigen Probleme in der Eurozone darstellen. Sie begünstigen regionale Vermögenspreisblasen, die Wurzeln der Instabilität sind. Daher erscheint es wenig sinnvoll, Zinsdifferenzen, die die Unterschiede der Kreditwürdigkeit spiegeln, mit Eurobonds einzuebnen.
- Ein Einheitszins ist gleichbedeutend mit Transfers zu leistungsschwächeren Ländern. Das Kernproblem sind aber nicht die Transfers an sich, sondern, dass sie verdeckt und unkontrolliert erfolgen. Während man Strukturhilfen lenken und mit gezielten Konditionen versehen kann, lassen sich die in Zinskonditionen eingebetteten Transfers nicht kontrolliert in notwendige Anpassungsinvestitionen lenken. Daher sind Eurobonds, sofern sie nicht mit entsprechenden Auflagen verbunden sind, angesichts der tiefgreifenden Anpassungsbedarfe nicht zweckgerecht. Sie können als Ultima-Ratio-Instrument im Extremfall eine Krisenverschärfung abwehren. Damit erlauben sie es, Zeit zu kaufen. Aber sie beseitigen die strukturellen Ursachen der Eurokrise nicht. Vielmehr verschärfen sie mittelfristig die Solvenz- und Strukturprobleme durch die ihnen innewohnenden Fehlanreize aufgrund des Einheitszinses.
- Eurobonds könnten Anschluss- oder „roll-over“-Risiken in Ländern abwehren, die einem fundamental unbegründeten Ansturm ausgesetzt sind. Ein derartiges schlechtes Gleichgewicht kann in einer Währungsunion entstehen, weil die Anleihen grundsätzlich in Fremdwährung emittiert werden und keine nationale Notenbank als Liquiditätsspender letzter Zuflucht mehr existiert. Handelt es sich dagegen um Solvenzprobleme, steht mithin die Fähigkeit oder Willigkeit, die Schulden zu bedienen, grundsätzlich in Frage, dann

sind Eurobonds keine zweckgerechte Antwort. Sie überwälzen die Kosten von Fehlverhalten auf Dritte und stärken Anreize, die künftiges Fehlverhalten begünstigen („moral hazard“).

- Als weiteres Argument für den Eurobond werden oft Liquiditätsvorteile angeführt, die aus größeren Anleihevolumina und den damit verbunden niedrigeren Geld-Brief-Spannen resultieren. Diese dürften eher gering ausfallen. Es ist deshalb unwahrscheinlich, dass dieser Effekt die Zinserhöhung für die stärkeren Euroländer aufwiegen kann.

### **Drei Entscheidungsregeln**

Die voranstehenden Überlegungen lassen sich in drei Regeln zusammenfassen:

- **Regel 1: Klare Trennung von Liquiditäts- und Strukturproblemen** und damit eine Entkoppelung der Eurobond-Diskussion von den Überlegungen zu Transfers im Rahmen einer Entwicklungsunion. Letztere können durchaus gewünscht sein, um leistungsstärkere Wirtschafts- und Sozialstrukturen innerhalb Europas zu fördern, mittelfristig korrekturbedürftigen regionalen Ungleichgewichten entgegenzuwirken, ein Auseinanderdriften von Überschuss- und Defizitländern zu begrenzen sowie die damit verbundenen politischen Spannungen zu vermindern. Die Begebung von Eurobonds löst die Strukturprobleme in den schwächeren Ländern nicht. Diese bleiben bestehen, da die impliziten Transfers durch die Einführung von Eurobonds nur schwer an klare und nachhaltige Bedingungen geknüpft werden können. Kurzfristige Liquiditätsprobleme sollten stattdessen in extremis durch die EZB, als Helfer in größter Not, und mittelfristig natürlich in erster Linie durch den EFSF adressiert werden.
- **Regel 2: Stärkung internationaler Strukturhilfe in der Eurozone** („Europäische Entwicklungsbank“, gegebenenfalls EIB, KfW) zur Verbesserung der institutionellen Gegebenheiten in leistungsschwächeren Ländern der Eurozone. Die transferfinanzierte Aufbauhilfe kann ein wichtiges Instrument einer modernen Union sein. Strukturhilfen und Entwicklungsprogramme werden konditioniert, Transfers fließen abhängig von der Einhaltung vertraglicher Zusagen in Hinblick auf die Durchführung notwendiger Anpassungsmaßnahmen. Auch hier könnte der EFSF/ESM eine zentrale Rolle spielen.



- **Regel 3: Stärkung nationaler Anleihemärkte und Adressierung der Probleme im Finanzsektor.** Um eine Verbesserung des Steuerungspotenzials der Anleihemärkte zu erreichen, ist eine durchschlagende Lösung des Problems der impliziten Staatsgarantie für Banken („too-big-to-fail“) von erster Priorität. Probleme im Finanzsektor sollten nicht über eine Unterstützung von Staaten gelöst werden. Wenn hinter der Forderung nach Eurobonds auch der Wunsch steht, die Probleme unterkapitalisierter Banken zu lösen, so ist es günstiger und sinnvoller, dieses Problem über eine Rekapitalisierung der Banken oder auch Garantieleistungen für einige systemrelevante Banken zu lösen. Auf dem Höhepunkt der Krise war das keine Option, bzw. eine mit prohibitiven Opportunitätskosten. Mittelfristig ist es jedoch unabdingbar, passende Insolvenzverfahren (und zwar von Banken und von Staaten) zu entwickeln. Hier gibt es entscheidenden regulatorischen Nachbesserungsbedarf sowohl in Europa als auch in den USA.