



MANAGERKREIS
DER FRIEDRICH-EBERT-STIFTUNG

Eurobonds Aufregerthema oder Lösungsansatz?

Beiträge zur aktuellen Debatte



Autoren:

Dr. Harald Noack
Asmus Angelkort
Jürgen Philipper

**FRIEDRICH
EBERT**

STIFTUNG

www.managerkreis.de

Die Autoren sind Mitglieder der permanenten Arbeitsgruppe „Finanzpolitik, Steuern, Haushalt, Finanzmärkte“ des Managerkreises der Friedrich-Ebert-Stiftung.



Impressum

ISBN: 978-3-86498-572-0

Herausgeber:

Friedrich-Ebert-Stiftung, Zentrale Aufgaben

Redaktion:

Sina Dürrenfeldt , Marcel, Röthig, Patrick Rüter

© 2013 by Friedrich-Ebert-Stiftung

Umschlag + Layout:

Werbestudio Zum Weissen Roessl,
Susanne Noé

Druck:

bub Bonner Universitäts-Buchdruckerei

Printed in Germany 2013

Eurobonds

Aufregerthema oder Lösungsansatz?

Beiträge zur aktuellen Debatte

Autoren:

Dr. Harald Noack*

Asmus Angelkort*

Jürgen Philipper*

* Die hier vertretene Meinung gibt ausschließlich die Meinung der Verfasser wider.

Inhalt

Vorwort	5
Einführung	6
Das Grünbuch der Europäischen Kommission	7
Eine Bilanz der bisherigen „Euro-Rettungsmaßnahmen“	9
Die potentiellen Kosten der Rettungsmaßnahmen bzw. eines (teilweisen) Zusammenbruchs der Eurozone	11
Das Dilemma der Eurozone	12
Die Möglichkeit von „Jumbo-Anleihen“	14
Eurobonds: Kein Ausweg aus der Krise – Eine Gegenposition	17
Kontroll- und Eingriffsmechanismen als Ersatz für die Marktdisziplin	17
Vereinbarkeit mit deutschem Recht und Artikel 125 des AEUV	18
Eurobonds als Krisenlösungsinstrument	19
Teilweiser Ersatz der nationalen Anleihen durch Eurobonds	20
Fazit	21
Wie Eurobonds doch erfolgreich sein könnten – Die Idee von Common European Bonds (CEB)	22
Struktur der CEBs	23
CEBs und EZB	24
Die Frage des Emittenten von CEBs, der Weiterleitung der Mittel und der Preisgestaltung	25
Obergrenze für CEBs	26
CEBs und Haushaltsdisziplin	28
Zusammenfassung	30
Ausblick	31
Literaturverzeichnis	33

Vorwort

Das Thema Eurobonds spaltet Gesellschaft, Wissenschaft und Politik. Während die Gemeinschaftsanleihen in Deutschland mehrheitlich als direkter Zugriff Europas auf deutsches Geld („Wir sollen wieder zahlen!“) gewertet werden, weisen andere Stimmen auf die notwendige europäische Einheit zur Bewältigung der staatlichen Refinanzierungs- und Staatsschuldenkrise hin („Den Teufelskreis durchbrechen“).

Die Autoren und Mitglieder der permanenten Arbeitsgruppe „Finanzpolitik, Steuern, Haushalt, Finanzmärkte“ des Managerkreises der Friedrich-Ebert-Stiftung möchten diese emotional geführte Debatte versachlichen und mit ihren europapolitischen Überlegungen Antworten auf die Frage „Eurobonds – Aufregerthema oder Lösungsansatz?“ geben. Dabei gibt es auch unter den Mitgliedern des Managerkreises unterschiedliche Positionen, die wir Ihnen mit dieser Analyse gerne aufzeigen wollen.

Eurobonds können ein wichtiges Zeichen für ein starkes und vereintes Europa sein, wenn sie auch am Markt über eine entsprechende Bedeutung verfügen. Es wäre jedoch unrealistisch, die sich ergebenden rechtlichen und politischen Hürden für die Einführung von Eurobonds außer Acht zu lassen. Mit der Möglichkeit, neue Verschuldung mit einem deutlich höheren Risiko für alle Beteiligten einzugehen, müssen Haushaltsdisziplin und Sanktionsmöglichkeiten verbunden sein.

Ein ausschließlich ökonomisches und marktorientiertes Argument spricht dafür, diese Bedingungen so schnell wie möglich zu schaffen, um mit Eurobonds den Finanzmärkten ein Produkt anzubieten, das aufgrund der Liquidität dem Markt angemessen ist und in seiner Konstruktion die verunsicherten Marktteilnehmer überzeugt und neues Vertrauen in die Gemeinschaft der Europäischen Union, ihre Mitgliedstaaten und die Politik schaffen kann.

Es darf sich hierbei aber nicht nur um ein neues Produkt als solches, also um l’art pour l’art handeln, es muss ein wirklich den Markt überzeugendes Produkt sein. Das von der Europäischen Kommission vorgelegte Grünbuch zur Einführung von Stabilitätsbonds ist hierfür eine gute Basis. Inzwischen scheinen aber andere Probleme und die vom EFSF und vom ESM ausgehenden Wirkungen dazu geführt haben, dass Eurobonds in den Hintergrund getreten sind. Dies ist zu bedauern, denn die Märkte sind nicht wirklich beruhigt, sie sind lediglich augenblicklich ruhig. Eurobonds könnten zur Beruhigung beitragen, die Diskussion um sie sollte deshalb wieder etwas an Fahrt aufnehmen.

Dr. Harald Noack

*Vorsitzender der permanenten
Arbeitsgruppe „Finanzpolitik,
Steuern, Haushalt, Finanzmärkte“*

Patrick Rüter

*Koordinierender Referent
Managerkreis der
Friedrich-Ebert-Stiftung*

Einführung

Was 2007 als Banken- und Finanzmarktkrise begann, wird im Jahr 2013 völlig unabhängig von der Situation der Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft sowie der Europäischen Währungsunion fälschlich als Eurokrise bezeichnet. Betrachtet man die Kursentwicklung des Euro seit seiner Einführung vor zehn Jahren, wird schnell klar, dass nicht der Euro in der Krise ist, sondern einige der Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) und der Europäischen Währungsunion (EWU). Die Ursachen sind vielfältig. Gemeinsam ist den Mitgliedstaaten, die besonders betroffen sind (das sind derzeit neben Griechenland, Portugal, Irland und Spanien), dass sich in ihren Inlandsmärkten Blasen, häufig im Immobiliensektor, gebildet haben, die geplatzt sind.

Diese Blasenbildungen fanden unter dem Euro leicht und offenbar unbemerkt von den nationalen, aber auch von den europäischen Politik- und Finanzmarktverantwortlichen statt. Der Euro hat hierzu sicherlich ungewollt beigetragen, in dem es in allen Staaten der Währungsunion über ein Jahrzehnt möglich war, sich an den Weltfinanzmärkten als Mitglied der Währungsunion zu günstigsten Bedingungen zu verschulden. Dies wird oft unscharf als „Finanzieren“ bezeichnet. Richtiger wäre darauf aufmerksam zu machen, dass die Konditionen dieser „Finanzierung“ nicht der Leistungsfähigkeit der jeweiligen Volkswirtschaften entsprachen. Hinzu kam, dass die Verschuldung in den entsprechenden Mitgliedstaaten nicht zum Aufbau wert- und nachhaltiger sowie widerstandskräftiger Inlandsmärkte geführt hat.

Spätestens mit der drohenden Zahlungsunfähigkeit Griechenlands vor mehr als einem Jahr war klar, dass die Märkte reagieren würden und sie taten es, auch getrieben von den Ratingagenturen dieser Welt.¹ Dies geschah derart, dass die Spreads² für Anleihen dieser Länder in Größenordnungen kamen, die die Staatshaushalte auf Dauer nicht verkraften konnten. Zur Lösung dieser Situation wurden und werden neben den Rettungsschirmen, EFSF und ESM, auch die Begebung sogenannter Eurobonds diskutiert.

Ein umfangreiches Eurobondprogramm für alle Staaten der Eurozone könnte die finanziellen Ressourcen für den Erhalt der Eurozone gewährleisten und den Märkten ein glaubwürdiges Signal für den langfristigen Erhalt des Euroraums liefern.³ Darüber hinaus würde laut PricewaterhouseCoopers „die Einführung von Eurobonds ... zumindest kurzfristig den Euroraum stabilisieren, weil durch sie die Anpassungslast der Euroländer an bislang aufgebaute strukturelle Ungleichgewichte umverteilt werden kann“ (PWC 2012: S. 32).

1 Die permanente Arbeitsgruppe „Finanzpolitik, Steuern, Haushalt, Finanzmärkte“ des Managerkreises der Friedrich-Ebert-Stiftung hat hierzu eine andere Publikation vorgelegt: Stuwe, Weiß, Philipper, Ratingagenturen: Sind sie notwendig, überflüssig, notwendiges Übel oder schädlich?

2 Unter Spreads versteht man die Differenz zwischen zwei Zinssätzen oder Preisen auf den Wertpapier- und Devisenmärkten zwischen An- und Verkauf.

3 So bezeichnen PWC „... Eurobonds (als) das stärkste verfügbare politische Instrument, um den Märkten kurzfristig Glaubwürdigkeit zu signalisieren und so zu einer Stabilisierung zu gelangen“ (PWC 2012: S. 32f).

Das Grünbuch der Europäischen Kommission

Grundlage dieses Diskussionsbeitrages ist das Grünbuch der Europäischen Kommission über die Durchführbarkeit der Einführung von Stabilitätsanleihen (KOM [2011] 818 endgültig), welches bewusst nicht von „Eurobonds“, sondern von „Stability-Funds“, also „Stabilitätsfonds“ spricht. Diese Bezeichnung ändert aber nichts daran, dass die Kommission vorschlägt, künftig nicht mehr oder nicht allein nur durch die Mitgliedstaaten Anleihen begeben zu lassen, sondern ausschließlich durch die Mitglieder des Euroverbundes oder in Form von gemeinsamen Anleihen.⁴ Überlegungen zu gemeinsamen Anleihen der Euroländer stehen unter der Bedingung, dass die europäischen Verträge angepasst bzw. in ihrem Wesen grundsätzlich geändert werden müssen. Dieses aufwendige Verfahren ist schon deshalb notwendig, weil die Europäische Union, anders als die einzelnen Mitgliedstaaten, nicht als Vertragspartner der Käufer von Eurobonds auftreten kann. Um diesen Mangel zu beseitigen, wird die Einführung einer europäischen Schuldenagentur erwogen, die sowohl das Management der Anleihen innerhalb der beteiligten Mitgliedstaaten wie auch den Vertrieb auf den Finanzmärkten durchführen kann.

Zu den Vorstellungen der Europäischen Kommission zu den Euroanleihen im Einzelnen:⁵

Eine Variante soll die nationalen Emissionen vollständig ersetzen. Sie ist durch gesamtschuldnerische Haftung gekennzeichnet und die Kommission geht selbst davon aus, dass für die Umsetzung ein längerer Zeitraum benötigt und umfangreiche Änderungen der europäischen Verträge notwendig sind.

Zwei andere Varianten sollen die nationalen Emissionen lediglich teilweise ersetzen, sie unterscheiden sich dadurch, dass einmal eine gesamtschuldnerische Haftung, während im anderen Fall nur eine teilschuldnerische Haftung aller für alle vorgesehen ist. Lediglich die Variante, die eine teilweise Haftung aller für die Stabilitätsbonds vorsieht, bedarf keiner Vertragsänderungen und ist kurzfristig umsetzbar.⁶

	Ersatz der nationalen Emissionen durch Stabilitätsbonds	Haftung	Umsetzbarkeit	Moral-Hazard
Variante 1	Vollständig	Gesamtschuldnerisch	Langfristig, Vertragsänderung nötig	Stark
Variante 2	Teilweise	Gesamtschuldnerisch	Mittel- bis langfristig, Vertragsänderung nötig	Mittel, aber starker Anreiz zur Haushaltsdisziplin
Variante 3	Teilweise	Teilschuldnerisch	Kurzfristig, keine Vertragsänderung	Gering, aber Anreiz zur Haushaltsdisziplin

⁴ In dem Zusammenhang muss darauf hingewiesen werden, dass einige heftige Reaktionen auf diese Initiative wenig verständlich erscheinen, da mit dem Grünbuch eine breite Konsultation auf der europäischen Ebene erreicht werden sollte. Erst ein anschließendes Weißbuch macht üblicherweise konkretere Vorschläge, die dann in Form einer Verordnung oder einer Richtlinie verbindlich werden können.

⁵ Es handelt sich um eine Zusammenfassung der wesentlichen Punkte des Grünbuches.

⁶ Vgl. dazu im Einzelnen: Grünbuch 2011, S. 14 – 23.

Das Grünbuch der Europäischen Kommission führt zur Einführung von Stabilitätsanleihen folgende Gesichtspunkte auf:

- Die Einführung von gemeinsamen Staatsanleihen könnte die Staatsanleihekrise weiter dämpfen, da die Hochzins-Mitgliedstaaten von der höheren Kreditwürdigkeit der Niedrigzins-Mitgliedstaaten profitieren können.
- Stabilitätsanleihen würden die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems des Euroraums gegenüber künftigen Erschütterungen stärken und die finanzielle Stabilität steigern.
- Das Bankensystem des Euroraums würde von der Verfügbarkeit von Staatsanleihen profitieren, weil Banken gewöhnlich eine hohe Anzahl von Staatsanleihen als risikoarme und liquide Anlagen mit geringer Volatilität halten.

Staatsanleihen würden außerdem als Liquiditätspuffer eingesetzt werden können, da sie zu verhältnismäßig stabilen Preisen verkauft oder als Sicherheit in Refinanzierungsgeschäften eingesetzt werden können. Eine erhebliche inländische Ausrichtung der Bestände der Banken an öffentlichen Schuldtiteln ist offensichtlich. Deshalb besteht ein enger Zusammenhang zwischen ihren Bilanzen und der Bilanz des jeweiligen Staates. Verschlechtert sich die Haushaltslage beträchtlich, wird die Bilanz zwangsläufig durch die Qualität der verfügbaren Sicherheiten des inländischen Bankensystems beeinträchtigt. Dadurch sind Banken dem Risiko der Refinanzierung sowohl auf dem Interbankenmarkt als auch beim Zugang an den Fazilitäten des Eurosystems ausgesetzt. Stabilitätsanleihen würden allen Banken im Euroraum solidere Sicherheiten bieten und somit deren Anfälligkeit für die Herabstufung der Bonität einzelner Mitgliedstaaten senken.⁷

Darüber hinaus würden Stabilitätsanleihen eine Vereinfachung der Übertragung der Geldpolitik ermöglichen. So hat die Staatsanleihekrise den Übertragungskanal der Geldpolitik beeinträchtigt, weil die Staatsanleiherenditen auf sehr volatilen Märkten großen Schwankungen unterworfen waren. In einigen Ausnahmefällen wurde die Funktionsweise der Märkte so stark beeinträchtigt, dass die EZB im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte eingreifen musste. Stabilitätsanleihen würden einen größeren Pool von sichereren und liquiden Vermögenswerten schaffen. Dies, so die Europäische Kommission, würde dazu führen, dass die von der EZB festgelegten geldpolitischen Rahmenbedingungen reibungslos und einheitlich über den Staatsanleihenmarkt zu den Kreditkosten von Unternehmen und Haushalten und schließlich zur Gesamtnachfrage durchdringen.

Außerdem ist die Europäische Kommission der Auffassung, dass Stabilitätsanleihen die Effizienz des Staatsanleihenmarktes des Euroraums und des Finanzsystems des Euroraums im weiteren Sinne fördern würden. Mit Stabilitätsanleihen würde ein breiter und hochliquider Markt mit einem einzigen Benchmarkzins anstelle der derzeit inländerspezifischen Benchmarkzinsen möglich. Die Liquidität und hohe Bonität des Stabilitätsanleihenmarktes würde zu niedrigen Benchmarkzinsen führen, die entsprechend niedrige Kreditrisiko- und Liquiditätsprämien widerspiegeln.⁸

In ihrem Grünbuch geht die Europäische Kommission auch auf notwendige Rahmenbedingungen von Stabilitätsanleihen ein. So weist sie darauf hin, dass es notwendig ist, mögliche Nachteile solcher Instru-

⁷ Siehe hierzu: Grünbuch 2011, S. 5.

⁸ Siehe hierzu: Grünbuch 2011, S. 6.

mente zu beseitigen. Hierzu gehören Vertragsänderungen und wesentliche Anpassungen des institutionellen Konzepts der Währungs- und Wirtschaftsunion und der Europäischen Union.

Ein weiterer wichtiger Aspekt ist, dass die Haushaltsdisziplin der Mitgliedstaaten nicht verringert werden darf, um das Moral-Hazard-Problem im Griff zu behalten. So war die Zeit seit der Einführung des Euro durch eine uneinheitliche Marktdisziplin in der Haushaltspolitik der teilnehmenden Mitgliedstaaten gekennzeichnet. Die hohe Konvergenz der Anleiherenditen im Euroraum im Laufe der ersten zehn Jahre nach der Einführung des Euro kann im Nachhinein nicht durch die Haushaltsentwicklungen der Mitgliedstaaten gerechtfertigt werden. Die seit 2009 erfolgte Korrektur war abrupt und führte möglicherweise auch zu einigen Übertreibungen. Trotz dieser Unstimmigkeiten bestätigen jüngste Erkenntnisse, dass Märkte die Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten des Euroraums disziplinieren können. Bei einigen Formen der Stabilitätsanleihen würde eine solche Disziplin verringert oder gar gänzlich ausgehöhlt werden, da die Mitgliedstaaten des Euroraums Kreditrisiken für einen Teil oder die Gesamtheit ihrer Staatsschulden bündeln würden und damit, dass die Gefahr des Moral-Hazard entstünde. Das mit der gemeinsamen Emission eingehende Moral-Hazard-Problem entsteht, da das mit der fehlenden Haushaltsdisziplin eines der Mitgliedstaaten verbundene Kreditrisiko von allen Teilnehmern getragen würde.⁹ Die Kommission ist deshalb der Auffassung, dass wesentliche Änderungen des Rahmens für die wirtschaftliche Steuerung im Euroraum erforderlich sind, um die mit der gemeinsamen Begebung von Staatsanleihen verbundenen negativen Auswirkungen auf die Marktdisziplin zu unterbinden.

Eine Bilanz der bisherigen „Euro-Rettungsmaßnahmen“

Obwohl es zwischenzeitlich um die Diskussion von Eurobonds oder Stabilitätsbonds bzw. Stabilitätsanleihen etwas ruhiger geworden ist, waren und sind die Stimmen dazu überwiegend negativ. So hat sich die Bundesregierung sehr eindeutig geäußert, indem sie darauf hinwies, dass eine Vergemeinschaftung von Schulden und ein unbegrenzter Beistand so lange ausgeschlossen seien, solange die Mitgliedstaaten eine eigene Finanzpolitik betreiben. Andere wiesen darauf hin, dass in einem Europa, in dem jeder Mitgliedstaat selbst Verantwortung übernehmen soll, eine gemeinsame Euroanleihe der falsche Weg sei. Differenzierter waren solche Stimmen, die die Einführung gemeinsamer Anleihen der Eurostaaten unter bestimmten Bedingungen für überlegenswert halten. Gefordert wurde, dass Länder, die solche gemeinsamen Anleihen in Anspruch nähmen, sich einer strengen europäischen Kontrolle unterwerfen und Haushaltsrecht abgeben müssten.

Die Diskussion konzentriert sich dabei auf die Fragen

- der (unbegrenzten) Haftung,
- der potentiellen Kostennachteile für Länder mit einem sehr guten Rating,
- der (fehlenden) Bereitschaft zur teilweisen Übertragung staatlicher Souveränität, die von vielen als Voraussetzung für die Begebung von Eurobonds angesehen wird,
- des Moral-Hazard, bzw. des potentiellen Mangels an haushaltspolitischer Disziplin,
- des Prinzips „Keine Hilfe ohne Bedingungen“,

⁹ Siehe hierzu: Grünbuch 2011, S. 9 und 10.

- der immer wieder festzustellenden politischen Bereitschaft zur Aufweichung bzw. Verschiebung einmal festgelegter Grenzen und
- eine ganze Reihe technischer Einführungs- und Umsetzungsprobleme.

Zwar werden die Finanzierungskostenvorteile für Länder mit schlechterem Rating, die Möglichkeit der Stabilisierung des Finanz- und Bankensystems im Euroraum als auch das Entstehen eines sehr liquiden Anleihemarktsegments nicht bestritten, aber die Sorge vor den oben genannten Nachteilen für Länder scheinen zu überwiegen. Hinzu kommt, dass gerade Deutschland derzeit zu historisch äußerst günstigen Sätzen am Markt Finanzmittel aufnehmen kann.¹⁰

Die Politik hat sich daher bisher zur Bekämpfung der Finanzierungsprobleme verschiedener Euroländer auf die diversen Rettungspakte¹¹, begleitet von Unterstützungsmaßnahmen der EZB im Rahmen von (konditionierten) Anleihekäufen¹², beschränkt. Diese Maßnahmen bergen jedoch nicht nur hohe Haftungsrisiken in sich; sie sind – was die Anleihekäufe der EZB anbelangt – auch ordnungspolitisch umstritten bzw. mit Befürchtungen vor steigender Inflation verbunden. Darüber hinaus kann die Konditionalität der Hilfen zu Wachstumseinbußen mit entsprechenden gravierenden Auswirkungen auf die Wirtschaft, den Arbeitsmarkt und das soziale Klima führen.

Mittlerweile ist die Frage in den Vordergrund gerückt, ob die Staaten der Eurozone überhaupt gewillt und in der Lage sind, den Bestand der Eurozone als Ganzes sicherzustellen. Hierzu haben die Regierungen nicht unwesentlich selbst beigetragen, indem sie mit ihren Maßnahmen weitestgehend den Märkten hinterherlaufen, da sie in der Bemessung ihrer Schritte jeweils nur so weit gehen, wie es die Situation zwingend erfordert.¹³

Zudem zeigt die Einstellung der Bundesregierung zu den Anleihekäufen der EZB bei gleichzeitig signalisierter Unterstützung für den diese Maßnahmen ablehnenden Bundesbankpräsidenten, dass die Politik sich offensichtlich nur schwer zwischen der Einhaltung ordnungspolitischer Prinzipien und dem Zwang, den bisherigen Weg der Rettungspakte weiter zu gehen, da sonst die bereits gegebenen Garantien fällig werden könnten, entscheiden kann. Eine nachhaltige Lösung der Eurokrise setzt aber voraus, dass die Politik ihrer Verantwortung in vollem Umfang nachkommt und sich nicht zur Lösung der zugegebenermaßen schwierigen Fragestellungen auf die EZB verlässt.¹⁴

Hinzu kommt eine sich verbreitende Europamüdigkeit, verbunden mit einer hohen Skepsis gegenüber den EU-Organen und deren zum Teil unzureichender demokratischer Legitimation. So nimmt vermutlich die Mehrheit der Bürger die Vorteile der EU im politischen, wirtschaftlichen und sozialen Bereich als selbstverständlich gegeben hin, ohne sich ihrer immer bewusst zu sein. Ebenso muss wohl auch mangelndes Vertrauen in die Fähigkeit der Politik konstatiert werden, den Menschen in Europa die Notwendigkeit eines gemeinsamen Finanzmarktes mit einer gemeinsam vereinbarten Finanz-, Haushalts- und

10 So soll Deutschland für die Anleihen, die in den letzten dreieinhalb Jahren emittiert wurden, nur noch € 86 Mrd. Zinsen zahlen müssen, verglichen mit € 154 Mrd., wenn die Zinsen noch auf dem Niveau zwischen 1999 und 2008 lägen (Müller 2012).

11 Zu nennen sind hier das erste Rettungspaket für Griechenland, IWF-Hilfen, EFSM, EFSF und ESM.

12 Zu nennen sind hier insbesondere das Securities Markets Programme (SMP) und Outright Monetary Transactions (OMT).

13 Siehe hierzu Sachverständigenrat 2012: S. 11.

14 Henrik Müller weist in seinem Buch „Euro-Vision“ darauf hin, dass die EZB mit ihren Maßnahmen lediglich Zeit kaufen, aber nicht die fundamentalen Probleme lösen kann (Müller 2012, S. 195f.).

Wirtschaftspolitik, einer bis zu einer bestimmten Höhe gemeinsamen Verschuldungspolitik und einem einheitlich geregelten Bankenmarkt zu vermitteln.

Die Kehrseite dieser Medaille heißt gemeinsame Verpflichtung zur Verbesserung der Wettbewerbsstrukturen für Europa. Diese herzustellen erfordert nicht nur Zeit, sondern auch schmerzhaft Anpassungsprozesse und finanzielle Unterstützung bzw. Transferzahlungen, was jedoch politisch vielfach schwer vermittelbar ist.

Bei den Geberländern wird nahezu ausschließlich die Frage nach dem „wieso“, dem „wie viel“ und den Risiken respektive Kosten der finanziellen Unterstützung gestellt; bei den Nehmerländern dominiert die Frage nach der sozialverträglichen Akzeptanz der Anpassungsmaßnahmen und ggf. nach dem notwendigen Zeitrahmen für diese Maßnahmen.

Die potentiellen Kosten der Rettungsmaßnahmen bzw. eines (teilweisen) Zusammenbruchs der Eurozone

Die bestehenden Risiken und potentiellen Kosten eines Austritts einzelner Länder aus dem Euro bzw. eines teilweisen oder vollständigen Kollabierens des Eurosystems sind bereits auf Basis der bisher beschlossenen Maßnahmen und den Verpflichtungen von EZB und Bundesbank im Rahmen des Ankaufs von Anleihen sowie aus den Target-Salden sehr hoch.

Nach einer Aufstellung des Focus liegt die Haftung des deutschen Steuerzahlers bei einem Zahlungsausfall der GIPS-Staaten¹⁵ sowie Italiens und Zyperns bei € 784 Mrd.¹⁶ Das Handelsblatt nennt sogar einen noch höheren Wert von € 893 Mrd.¹⁷ Es muss jedoch darauf hingewiesen werden, dass hier Haftungssummen und nicht Verluste genannt werden. Auch ist nicht davon auszugehen, dass im Fall eines Zahlungsausfalls oder einer Umschuldung die Forderungen zu 100% ausfallen würden. Allerdings sollte bedacht werden, dass gemäß Grünbuch der EU zu Stabilitätsanleihen „... eine Standardannahme für die Preisfindung bei Ausfallrisiken ist, dass im Fall des Zahlungsausfalls (lediglich) 40% der Forderungen beigetrieben werden können“ (Grünbuch 2011: S. 19, Fußnote 23); mit anderen Worten 60% der Forderungen müssten abgeschrieben werden. In den vorgenannten Zahlen fehlen allerdings die potentiellen Forderungsausfälle, die sich im staatlichen Bereich (Direktinvestitionen staatlicher Stellen, Anteile des Staates an den Bad Banks) sowie aus eventuell nötigen Rettungspaketen für deutsche Banken im Falle eines Forderungsausfalls bei einem oder mehreren Ländern der Eurozone ergeben würden.¹⁸

Bei einem Auseinanderbrechen der Eurozone insgesamt kämen zudem volkswirtschaftliche Kosten (Verschlechterung der Terms of Trade, negative Auswirkungen auf den Export und damit auch auf das BIP und die Arbeitslosenzahlen) aus einer deutlich aufgewerteten Währung hinzu. So hat beispielsweise die Bertels-

15 Griechenland, Irland, Portugal, Spanien.

16 Siehe Focus 37/2012: S. 29. Berücksichtigt wurden hierbei das erste Griechenlandrettungspaket, Haftung aus IWF-Krediten, EFSM, EFSF, ESM-Kapitaleinlagen, ESM-Garantien, EZB-Staatsanleihekäufe und Target-Kredite.

17 Siehe Handelsblatt vom 8./9./10.06.2012, S. 1 und S. 8-11.

18 Gemäß Finanzstabilitätsbericht 2012 der Bundesbank betragen die bilanziellen Forderungen des deutschen Bankensystems per Juni 2012 gegenüber Griechenland € 10,2 Mrd., Irland € 31,6 Mrd., Portugal € 14,9 Mrd., Spanien € 99,2 Mrd. und Italien € 103,4 Mrd. (Bundesbank 2012: S. 29). Der IWF sieht sogar für den Fall eines Zerfalls des Euro Kapitallöcher bei Banken, die diese zwingen würden ihre Bilanzsummen um US\$ 4.500 Mrd. zu reduzieren (Hönighaus 2012).

mann Stiftung errechnet, dass im Falle eines Staatsbankrotts und Euroaustritts von Griechenland, Portugal, Spanien und Italien öffentliche und private deutsche Gläubiger bei einem angenommenen 60-prozentigen Forderungsausfall € 455 Mrd. abschreiben müssten. Hinzu kämen noch kumulierte Einbußen des realen BIP über den Zeitraum 2013 bis 2020 in Höhe von € 1.707 Mrd., was 69% des deutschen BIP entspräche.¹⁹ Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung hat in seinem Sondergutachten vom 5. Juli 2012 darauf verwiesen, dass die Bundesrepublik Deutschland per Ende 2011 Forderungen gegenüber dem Euro-Raum von € 2.790,1 Mrd. und gegenüber den Problemländern von € 777,7 Mrd. hatte. Hinzu kamen noch Auslandsforderungen der Deutschen Bundesbank gegenüber dem Euro-Raum von € 530 Mrd. (Sachverständigenrat 2012, S. 10).²⁰ In demselben Gutachten prognostiziert der Sachverständigenrat bei einem Auseinanderbrechen der Eurozone potentielle Gesamtverluste für den privaten und öffentlichen Sektor in Deutschland von € 3,3 Billionen (Sachverständigenrat 2012, S. 9).

Darüber hinaus könnte sich die Unsicherheit über den Fortbestand der Eurozone negativ auf das Rating Deutschlands und damit auch auf die Kosten der Finanzierung auswirken. Es erscheint wenig realistisch, davon ausgehen, dass der Bund auch in Zukunft zu den derzeit so günstigen Konditionen Mittel aufnehmen kann, insbesondere falls er noch höhere Garantieverpflichtungen eingehen würde oder aus Garantien bzw. für nationale Rettungsprogramme in Anspruch genommen würde. Die Wahrscheinlichkeit eines Zinsanstiegs für Bundesanleihen wächst mit dem Risiko des Fortbestandes der Eurozone.

Die vorgenannten Zahlen betrachten lediglich die potentiellen monetären Auswirkungen eines Zerfalls des Euro. Die politischen Auswirkungen wären noch gravierender.²¹

Das Dilemma der Eurozone

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung stellt sich die Frage, was die Eurozone von den USA, Japan und Großbritannien, die sich trotz kaum ausgeprägter Konsolidierungsbemühungen zu historisch niedrigen Zinsen refinanzieren können, unterscheidet? Hierauf gibt der Sachverständigenrat folgende Antworten:²²

- Die USA, Japan und Großbritannien sind im Wesentlichen in eigener Währung, die sie selbst schaffen können, verschuldet. Dieses gilt nicht für die Länder der Eurozone.²³
- Sie verfügen über eine Zentralbank, die im Rahmen eines Quantitative Easing bereit ist, in großem Umfang auf den Anleihemärkten aktiv zu werden.
- Der wohl wichtigste Unterschied ist jedoch, dass lediglich bei den Ländern der Eurozone der Investor Gefahr läuft, Anleihen eines Staates zu erwerben, der potentiell aus dieser Eurozone ausscheiden kann.

19 Vgl. hierzu: BertelsmannStiftung, Policy Brief # 2012/06 „Wirtschaftliche Folgen eines Euro-Austritts der südeuropäischen Mitgliedsstaaten“.

20 Als Problemländer nennt der Sachverständigenrat Griechenland, Irland, Portugal, Italien und Spanien.

21 Vgl. Müller, H 2012, S.17.

22 Sachverständigenrat 2012: S. 5 f.

23 So verweist auch Markus Schreyer in seinem Aufsatz „Endspiel um den Euro“ darauf, dass der Krise in der Eurozone ein systemisches Problem dahingehend zugrunde liegt, als dass sich die Mitgliedsstaaten der Eurozone letztendlich in „fremder Währung“ verschulden. Ebenso verweist er darauf, dass „... dem einzelnen EWU-Mitgliedsland keine nationale Zentralbank zur Verfügung (steht), die im Krisenfall stets zu einer Monetisierung der Staatsanleihen übergehen und diese ankaufen kann, um so die Zinssätze zu stabilisieren und die unmittelbare Zahlungsunfähigkeit des Staates abwenden (zu können)“ (Schreyer 2011).

Da dieses bei Problemländern mit einem Werteverfall der „neuen“ Währung und entsprechend höheren Kosten der Bedienung von in Euro denominierten Schulden verbunden wäre, entsteht hier ein potentiell hohes Verlust- und Ausfallrisiko.

- Was demnach fehlt, ist der Mangel an Vertrauen auf Investorenmenseite in den unbedingten politischen Willen aller Staaten der Eurozone, Teil des Eurosystems zu bleiben.

Angesichts des vorgenannten potenziellen Haftungsszenarios stellt sich zudem die Frage, was geschehen würde, wenn sich die bereits etablierten Rettungsschirme als nicht ausreichend erweisen sollten? Wäre eine Erhöhung dann politisch überhaupt noch durchsetzbar?

Grundsätzlich muss festgestellt werden, dass eine weitere Erhöhung der Rettungsschirme in Deutschland sicherlich kaum oder nur sehr schwer vermittelbar wäre. Nichtsdestotrotz könnte Deutschland gezwungen sein, über eine weitere Erhöhung der Rettungsschirme entscheiden zu müssen. Falls diese von Deutschland abgelehnt würde, wäre ein Auseinanderbrechen der Eurozone sehr wahrscheinlich. Dieses wäre jedoch - wie oben erwähnt - mit hohen Kosten oder sogar Verlusten aus den vorgenannten Rettungsprogrammen verbunden.

Vor dem Hintergrund der nicht unberechtigten Sorge, dass die Volumina von EFSF und ESM in extremen Situationen nicht ausreichen könnten, wird auf die Möglichkeit zu Staatsanleihekäufen durch die EZB verwiesen, was jedoch neben ordnungspolitischen Risiken und der inhärenten potentiellen Inflationseffekte aber auch der fehlenden demokratischen Kontrolle hinsichtlich eventueller Haftungsauswirkungen für die Ländern der Eurozone unseres Erachtens erhebliche Risiken in sich birgt.

Es muss die Frage gestellt werden, ob das von der Politik vorgebrachte Bekenntnis zum Erhalt des Euro und der Eurozone mit den entsprechenden finanziellen Ressourcen unterlegt ist. Dieses gilt umso mehr, als dass selbst starke Nationen als Folge umfangreicher Rettungspakte für Staaten und Banken an ihre finanziellen Grenzen gelangen.

In der Diskussion werden immer wieder verschiedene Anforderungen an eine Lösung der Eurokrise gestellt. Beispielhaft seien hier die Anforderungen genannt, die der Sachverständigenrat in einem Sondergutachten hierzu formuliert hat.²⁴ Er fordert:

- Es dürfe keine automatische Vergemeinschaftung von Risiken geben. Vielmehr sei eine Rückkehr zur Stabilitätsunion notwendig.
- Dieses erfordere jedoch eine vorübergehende Ausweitung der Garantien. Laut Sachverständigenrat sei, ... darauf zu achten, dass
 - das wahre Ausmaß der eingegangenen Risiken für den Bürger nachvollziehbar wird und weiterhin bleibt“ und es sei “ ... zu gewährleisten,
 - dass Hilfen nur gegen strikte Konditionalität und mit der jederzeitigen Möglichkeit, Fehlverhalten zu sanktionieren vergeben werden.“
- Zudem müsse die Trennung zwischen Geld- und Fiskalpolitik wiederhergestellt werden.
- Ebenso vonnöten sei ein glaubwürdiges Bekenntnis zum Euro, um die systemische Krise der Währungsunion zu bewältigen und das

²⁴ Siehe hierzu: Sachverständigenrat 2012: S. 18f.

- Einhalten europa- und verfassungsrechtlicher Vorgaben, wobei „... insbesondere die Begrenztheit der getroffenen Maßnahmen in zeitlicher Hinsicht oder im Hinblick auf die Haftungsvolumen sowie die Möglichkeit des Deutschen Bundestages, sein Haushaltsrecht zukünftig weiterhin umfassend wahrzunehmen, ... in Betracht zu ziehen“ seien.

Internationale Investoren wollen neben einer adäquaten Verzinsung und einem liquiden Markt vor allem die Sicherheit, dass sie ihr Geld zurückgezahlt bekommen. Die Eurozone steht dabei in einem internationalen Kapitalwettbewerb und das in einer Phase, wo hohe Schuldenstände refinanziert werden müssen, große Budgetdefizite die Schulden weiter steigen lassen, der wirtschaftliche Abschwung - vor allem in Teilen der Eurozone - vorerst weitere Sparbemühungen vereitelt, zumindest aber erschwert und die Unsicherheit an den Märkten die Zinsen weiter steigern lassen könnte.²⁵ Für Europa und insbesondere die Eurozone bedeutet das, den Investoren ein „Geschäftsmodell“ zu liefern, welches überzeugende und realistische Maßnahmen für nachhaltige Strukturreformen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit aller Staaten der Eurozone und der Konsolidierung ihrer Haushalte aufzeigt, wobei belegt werden muss, dass die Staaten die Möglichkeit haben auf einen Wachstumspfad zurückzukehren.

Ein Signal „pro Euro“ an die internationalen Finanzmärkte könnte dann erfolgreich sein, wenn folgende Bedingungen erfüllt würden:

- Die Politik müsste ein Maßnahmenpaket beschließen, welches so bemessen wäre, dass der Finanzierungs- und Refinanzierungsbedarf der Zentralregierungen aller Euroländer auf die kommenden drei bis fünf Jahre unter diesem Programm abgewickelt werden könnte.
- Dabei müssten die Euroländer überzeugend darlegen, dass diese Jahre dazu genutzt würden, die öffentlichen Haushalte zu konsolidieren und die Wirtschafts- und Wettbewerbsstruktur in den Ländern der Eurozone zu verbessern.²⁶
- Das Maßnahmenkonzept müsste zudem den Investoren ein klares Bild darüber liefern, welches Risiko-profil Finanzierungen der Euroländer beinhalten.
- Schließlich müsste auch eine Diskussion darüber geführt werden, ob für die Eurozone nicht letztendlich auch ein „lender of last resort“ vorhanden sein müsste. Wenn man dieses für notwendig erachtet, dann kann diese Aufgabe nur der EZB zufallen.

Die Möglichkeit von „Jumbo-Anleihen“

Überlegungen, gemeinsame Anleihen ansonsten selbständiger Rechtssubjekte zu begeben, sind nichts Neues. So haben die Länder der Bundesrepublik Deutschland, die bis auf nur einige wenige Finanzierungen an den Kapitalmärkten vornehmen, Ende der 90er Jahre und zu Beginn dieses Jahrzehnts sogenannte Jumbo-Anleihen emittiert.²⁷ Darüber hinaus wurde das Konzept solcher Emissionen in der EU erstmals ebenfalls Ende der 90er Jahre auf der Basis des Berichts der Giovannini-Gruppe diskutiert.²⁸ Die Stabilitäts-

25 Siehe hierzu: Müller, H 2012, S. 30f.

26 Vgl. hierzu: Grünbuch 2011, S. 18.

27 Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2008, S. 31ff.

28 Vgl. Giovannini-Gruppe: Report on coordinated issuance of public debt in the Euro-area (11/2000).

fonds auf der Basis der Überlegungen der Europäischen Kommission haben einige Gemeinsamkeiten mit Jumbo-Anleihen. Es lohnt sich deshalb ein Vergleich mit diesen.

In der Untersuchung „Der Markt für Anleihen der deutschen Länder“ nimmt die Bundesbank eine Analyse der Anleihepraxis vor dem Hintergrund der Tatsache vor, dass die deutschen Bundesländer ihre Verschuldung seit der Wiedervereinigung erheblich ausgeweitet haben. Sie führt aus, dass seit Ende der 90er Jahre zur Finanzierung der Haushaltsdefizite in zunehmendem Maße auf die Emission von Länderanleihen zurückgegriffen werde.²⁹

In diesem Zusammenhang wird in der Untersuchung darauf hingewiesen, dass besonders für kleinere Bundesländer die Emission von großvolumigen Anleihen (im Alleingang) trotz der in der Regel geringeren Liquiditätsprämie nicht immer optimal sei. Angesichts des absolut meist geringeren Finanzbedarfs müssten diese Länder zwar selten am Kapitalmarkt aktiv werden, allerdings zwischen den Emissionszeitpunkten Mittel am Geldmarkt anlegen oder aufnehmen. Um ohne diese zusätzlichen Kosten der Liquiditätshaltung großvolumige Anleihen auflegen zu können, haben seit 1996 mehrere Bundesländer gemeinsame Jumbo-Anleihen („Länder-Jumbos“) etabliert. Diese haben aus Investorensicht neben der höheren Liquidität den Vorteil, dass die beteiligten Länder gesamtschuldnerisch haften. Jumbo-Anleihen, so die Untersuchung weiter, weisen einen durchschnittlichen Emissionsbetrag von gut 1,2 Mrd. Euro auf und zählen damit zu den größten Anleihen auf dem Länder-Bond-Markt.³⁰

Der Bericht kommt im Hinblick auf die Jumbo-Anleihen zu folgenden spezifischen Ergebnissen:

„Betrachtet man statt einzelner Länderanleihen die Entwicklung der von mehreren Ländern gemeinsam begebenen Jumbo-Anleihen, zeigt sich systematisch ein höheres Integrationsniveau. Die Renditen von Jumbos, die mithin erheblich größeres Emissionsvolumen als einzelne Länderanleihen haben, verlaufen somit stärker im Gleichklang mit Bundesanleihen als normale Länderanleihen. Eine gesonderte Betrachtung der besonders großvolumigen Länderanleihen (Jumbos oder einzelne Anleihen), die auch auf elektronischen Marktplätzen handelbar sind, zeigt für diese sogar einen noch höheren Integrationsgrad. Dies deutet erneut auf die große Bedeutung der Liquidität für die Integration des Anleihemarktes hin.“ Im weiteren Verlauf führt der Bericht dazu aus: „Eine zunehmende Integration der Märkte für Staatsanleihen ist auch auf europäischer Ebene beobachtbar. Auch für zentralstaatliche Anleihen anderer europäischer Staaten können Bundesanleihen als Referenz angesehen werden“.³¹

Alles in Allem zeigt der Bericht, dass auf der Basis wissenschaftlicher und technischer Parameter, nämlich der Integration der Finanzmärkte, der Liquidität und der gesamtschuldnerischen Haftung bei gemeinsamen großvolumigen Anleihen der Bundesländer auch von der Bundesbank ein Vorteil gesehen wird. Das Grünbuch der Europäischen Kommission geht insoweit in dieselbe Richtung. Die Europäische Kommission macht im Grünbuch aber auch deutlich, dass gemeinsame Stabilitätsanleihen oder Eurobonds darüber hinaus die europavertragsrechtlichen Bedingungen erfüllen müssen, mit der Folge, dass umfangreiche Vertragsanpassungen unumgänglich werden und das Problem des Moral-Hazard mit stringenten Maßnahmen

29 Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2008, S. 31.

30 Ebenda, S. 37.

31 Ebenda, S. 45.

bekämpft werden muss. Insoweit widerspricht die Auffassung des ehemaligen Vizepräsidenten und Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank, Franz-Christoph Zeitler, die er in dem Artikel „Eurobonds verlängern die Krise, statt sie zu lösen“, beschrieben hat, nicht den obigen Ausführungen.³² Zeitler bezieht eine kritische Position zu Eurobonds auf der Basis rechtlicher Ausgangspositionen. Er schreibt: „Die Strahlkraft Europas als Friedens- und Freiheitsordnung“, also als Wertegemeinschaft, beruht zu einem Teil auf dem Bekenntnis zur Rechtstreue. Dies war stets tragender Gesichtspunkt der großen europäischen Reden. Die Einführung von Eurobonds bedeutete eine Aufgabe des für die europäische Währungsverfassung zentralen Grundsatzes der finanzpolitischen Eigenverantwortung.³³

³² Siehe hierzu: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 12.1.2012, S. 12.

³³ Art. 125 AEUV: „Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der ... anderen Mitgliedstaaten.“

Eurobonds: Kein Ausweg aus der Krise – Eine Gegenposition

Keines der im Grünbuch der Europäischen Kommission vorgestellten Modelle überzeugt, da sich das Moral-Hazard-Problem weiterhin als nicht lösbar erweist und zum derzeitigen Zeitpunkt sogar eine Gefahr für den Europäischen Integrationsprozess darstellt. Vor allem sind Eurobonds kein Krisenlösungsinstrument. Vielmehr ist jede Form von Gemeinschaftsanleihen nur in Kombination mit einer politischen Union denkbar. Als Ausweg aus der gegenwärtigen Finanzierungskrise einiger Mitgliedstaaten stehen genügend Alternativen zur Verfügung: gezielte, temporäre und an konkrete Auflagen geknüpfte Rettungsmaßnahmen, Zwangsanleihen und einmalige Vermögensabgaben sowie in letzter Konsequenz die Staatsinsolvenz und so die Beteiligung privater Gläubiger weltweit an den damit verbundenen Kosten.

Auch die neu gefundene Bezeichnung Stabilitätsbonds statt Eurobonds vermag nicht darüber hinwegzutäuschen, dass jede Form der gesamtschuldnerischen Haftung zwischen Staaten genau dasselbe Moral-Hazard-Problem schafft, das bereits Mitauslöser der ersten Finanzkrise 2008 war: die Trennung zwischen Risiko und Haftung, also die Möglichkeit, Risiken zu Lasten eines anderen einzugehen. Nur indem man auch die Kontrolle des anderen zulässt, können die aus dieser Trennung resultierenden Fehlanreize überwunden werden. Die meisten Befürworter von Eurobonds erkennen dies natürlich und fordern folgerichtig eine stärkere Überwachung der Haushaltsdisziplin sowie Durchgriffsrechte auf die nationale Finanzpolitik.

Kontroll- und Eingriffsmechanismen als Ersatz für die Marktdisziplin

Das bedeutet aber konkret, dass diese Kontroll- und Eingriffsmechanismen denselben Grad an fiskalpolitischer Disziplin sicherstellen müssen wie die Marktdisziplin. Fraglich ist, ob der mit solchen Instrumenten einhergehende Verlust an staatlicher Souveränität politisch gewollt und durchsetzbar ist. Dagegen spricht, dass einige Mitgliedsländer bereits die Konditionalität von Hilfen aus dem Rettungsschirm in Frage stellen. In Deutschland wäre wahrscheinlich eine Verfassungsänderung oder sogar eine Volksabstimmung für derart weitgehende Eingriffsbefugnisse erforderlich. Zudem lehrt die Erfahrung, dass Maximalpositionen letztlich im Rahmen eines Kompromisses verwässern und Regelwerke nachträglich aufgeweicht werden.

Es sei daran erinnert, dass die Geschäftsgrundlage für die Einführung des Euro ohne Vollzug der politischen Union insbesondere die Maastricht-Kriterien, das „No Bail Out-Prinzip“ sowie die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank waren. In der Folge wurden die Maastricht-Kriterien über achtzig Mal gebrochen, der Euro-Rettungsschirm EFSF bzw. ESM geschaffen, und die EZB betreibt im Ergebnis eine indirekte Staatsfinanzierung (auch wenn die Anleihekäufe mit Störungen der geldpolitischen Transmission begründet werden).

Die Schaffung von Eurobonds zum jetzigen Zeitpunkt würde bedeuten, dass der Fehler bei Einführung des Euro wiederholt und der zweite Schritt vor dem ersten gemacht wird. Es ist daher zu erwarten, dass die Zustimmung zu Eurobonds zwar zunächst mit stärkeren Kontroll- und Eingriffsmöglichkeiten erkaufte, diese aber in der Folge entschärft und Zinsgewinne wie schon einmal nach Einführung des Euro wieder verkonsumiert werden. Jede Verwässerung einer künstlichen Marktdisziplin reduziert die Moti-

vation zur fiskalpolitischen Disziplin und läuft auf eine offene, unkontrollierbare Transferunion hinaus. Dies wird die Stabilität der Währungsunion und das Vertrauen der Investoren in gemeinschaftliche Anleihen unterlaufen. Am Ende würde sich die Finanzierungs Krise, welche jetzt nur einzelne Staaten trifft, auf den gesamten Euroraum erstrecken.

Darüber hinaus bleibt die genaue Ausgestaltung der Eurobonds in der öffentlichen Diskussion unklar und mögliche negative Szenarien werden außer Acht gelassen: Wie sollen die Finanzmittel aus den Eurobond-Emissionen verteilt werden? Wird es Ausgleichszahlungen geben, welche die unterschiedliche Bonität der Mitgliedstaaten berücksichtigen? Wie hoch sollen jene sein? Was passiert, wenn ein Land zusätzlichen Finanzbedarf anmeldet etwa zur fiskalpolitischen Stimulierung? Dürfen oder müssen dann die anderen Mitgliedsländer mitziehen, so dass die gleichen Wettbewerbsbedingungen sichergestellt werden? Was geschieht, wenn ein Land Zins- und Tilgungszahlungen einstellt und der Haftungsfall eintritt? Welche innen- und außenpolitischen Folgen sind denkbar, wenn ein Mitgliedstaat wegen seiner Verstöße gegen die Haushaltsdisziplin aufgrund eines Mehrheitsbeschlusses der Mitgliedstaaten und nicht aufgrund der Einschätzung der Finanzmärkte von der Finanzierung abgeschnitten wird? Die aktuellen Ressentiments gegenüber einzelnen Mitgliedstaaten sowohl in den Gläubiger- als auch in den Schuldnerländern deuten bereits an, welche politische Sprengkraft der gemeinschaftlichen Finanzierung innewohnt. Es besteht die Gefahr, dass Gemeinschaftsanleihen die Europäische Integration eher bedrohen als fördern.

Vereinbarkeit mit deutschem Recht und Artikel 125 des AEUV

Im Falle von Deutschland ist zudem das Bundesverfassungsgerichtsurteil zur Griechenland-Hilfe und dem Euro-Rettungsschirm EFSF zu beachten, wonach keine dauerhaften völkervertragsrechtlichen Mechanismen begründet werden dürfen, die auf eine Haftungsübernahme für Willensentscheidungen anderer Staaten hinauslaufen. Da Kontroll- und Eingriffsmechanismen, die zur Übertragung von Willensentscheidungen eines Schuldenstaates auf einen Gläubigerstaat führen, zum einen nicht denkbar sind und zum anderen ohnehin erst wirken, wenn ein Zahlungsausfall droht, ist eine pauschale Haftung im Vorfeld für mögliche spätere Verbindlichkeiten eines anderen Staates nach dem Urteil wahrscheinlich nicht zulässig.

Auf europäischer Ebene ist zudem das „No Bail Out-Prinzip“ in Artikel 125 Abs. 1 S. 2 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) zu beachten, wonach ein Mitgliedstaat nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderer öffentlich-rechtlicher Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedstaats haftet und nicht für derartige Verbindlichkeiten eintritt. Schon die bilateralen Griechenland-Hilfen sowie die Gründung des EFSF und ESM sind kritisch im Lichte des Artikels 125 AEUV zu sehen. Spätestens jedoch bei Einführung von Eurobonds wird man einen Verstoß gegen das „No Bail Out-Prinzip“ annehmen müssen. Wesen der gesamtschuldnerischen Haftung ist der automatische Eintritt für die Schuld eines anderen, so dass schon der Wortlaut des Artikels 125 AEUV wenig Interpretationsspielraum zulässt. Auch widerspricht eine gesamtschuldnerische Haftung dem Grundgedanken des Artikels 125 AEUV. Er zielt gerade darauf ab, die Mitgliedsländer in die Mechanismen des freien Marktes zu zwingen.³⁴ Die mit einer direkten Finanzierung verbundene disziplinierende Wirkung steigender Kreditkosten soll die ökonomischen Anreize zu einer soliden Haushaltspolitik setzen und damit letztendlich die Stabilität der Währungsunion sichern. Dies steht in komplettem Gegen-

satz zu Eurobonds, wodurch die Marktdisziplin ausgeschaltet wird. Eine Ausgestaltung von Eurobonds mit teilschuldnerischer Garantie könnte dagegen nach Auffassung der Europäischen Kommission mit Artikel 125 AEUV vereinbar sein.³⁵ Solche Umgehungsstrukturen bedeuten aber im Ergebnis eine Einführung von Eurobonds auf Raten (siehe unten). Sie legen den Verdacht nahe, dass eine ehrliche Debatte über die Aufgabe des „No Bail Out-Prinzips“ und die Einführung einer Transferunion vermieden werden soll. Damit riskiert man, die Unterstützung der Bevölkerung zum europäischen Integrationsprozess zu verlieren.

Eurobonds als Krisenlösungsinstrument

Laut der Europäischen Kommission wird das Bankensystem von der Verfügbarkeit von Eurobonds profitieren.³⁶ Dies ist unstrittig der Fall, weil eine Staatsinsolvenz damit praktisch ausgeschlossen ist, die Liquidität für Europäische Staatsanleihen erhöht wird und die Europäische Zentralbank besser als bislang die Funktion des „Lender of last Resort“ wahrnehmen kann. Wie bei anderen Rettungsmaßnahmen der jüngeren Vergangenheit stellt sich die Frage, ob unter dem Deckmantel der Europäischen Integration der Finanzsektor der eigentliche Profiteur von der Einführung von Eurobonds ist, obwohl es vordergründig gerade darum geht, einen „Schutzwall“ im angeblich existenziellen Kampf gegen die „Märkte“ zu errichten. Martialische Begriffe wie „Firewall“, „Bazooka“ und „Big Bertha“ verschleiern, dass durch die bisherigen Rettungsmaßnahmen in erster Linie Vermögenspositionen geschützt wurden. Eine Staatsinsolvenz unter Einbeziehung privater Gläubiger sollte nicht unter dem Gesichtspunkt vermeintlicher Ansteckungsrisiken tabuisiert werden. Die im Falle einer Insolvenz dann wahrscheinlich notwendige Rettung einzelner privater Gläubiger ist womöglich günstiger und gerechter als die Rettung ganzer Staaten und die daraus resultierende Umverteilung zu Lasten der Allgemeinheit. Kleinanleger könnten besonders geschützt werden.³⁷

Die Finanzierung der Mitgliedsländer hat bis zur Staatsschuldenkrise einwandfrei funktioniert, insbesondere stellten Illiquiditätsprämien für Anleihen kleinerer Mitgliedstaaten kein Problem dar. Für Länder wie Schweden oder Finnland gilt dies auch immer noch. Daher sind aktuelle Finanzierungsschwierigkeiten keine Legitimationsgrundlage für eine endgültige und unumkehrbare Einführung von Gemeinschaftsanleihen. Eurobonds sind kein Instrument zur Krisenlösung. Die Kriseninstrumente EFSF und ESM eröffnen den betroffenen Ländern bereits die Möglichkeit, einen Teil der notwendigen Anpassungsmaßnahmen unabhängig von den Entwicklungen an den Kapitalmärkten zu strecken. Neben strukturellen Reformen und Ausgabenkürzungen scheinen zudem noch nicht alle Finanzierungsmöglichkeiten ausgeschöpft. Die teilweise beträchtlichen Privatvermögen in den Eurokrisenländern könnten etwa durch Zwangsanleihen oder Vermögensabgaben vorrangig zur Sanierung der Staatshaushalte oder zur Finanzierung von Wachstumsprogrammen herangezogen werden, bevor andere Instrumente zur Anwendung kommen.³⁸

Die Einführung von Gemeinschaftsanleihen ist in der Bedeutung und Tragweite vergleichbar mit der Einführung des Euro. Daher muss an der Vorgabe festgehalten werden, die seinerzeit auch in Hinblick

35 Siehe hierzu: Grünbuch 2011, S. 14.

36 Vgl. Ebenda, S. 5.

37 Hau u.a. 2012.

38 Siehe hierzu: Bach, 2012: „Vermögensabgaben – ein Beitrag zur Sanierung der Staatsfinanzen in Europa“.

auf die Einführung des Euro galt (jedoch später wieder aufgegeben wurde): keine Gemeinschaftsanleihen ohne Vollzug der politischen Union einschließlich der weitgehenden Zentralisierung der Wirtschafts- und Finanzpolitik. Diese politische Union setzt einen neuen institutionellen Rahmen mit dem expliziten Einverständnis der europäischen Bevölkerung voraus. Die öffentliche Debatte hierzu ist erst in den Anfängen und braucht angesichts der Konsequenzen der teilweisen Aufgabe staatlicher Souveränität Zeit. Ein Schnellschuss im Lichte der Staatsschuldenkrise gefährdet dagegen das europäische Projekt.

Teilweiser Ersatz der nationalen Anleihen durch Eurobonds

Abzulehnen sind ferner die im Grünbuch genannten Modelle mit abgeschwächten Formen von Gemeinschaftsanleihen, wie zum Beispiel

- der teilweise Ersatz der nationalen Anleihen durch Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Haftung (auch bekannt als Delpla/von Weizsäcker-Vorschlag), bzw.
- der teilweise Ersatz der nationalen Anleihen durch Eurobonds mit teilschuldnerischer Haftung.

Bei beiden Modellen werden also nationale Emissionen bis zu einer bestimmten Obergrenze (z.B. 60% des BIP) durch Eurobonds entweder mit teil- oder gesamtschuldnerischer Haftung ersetzt. Fraglich ist, ob diese Modelle überhaupt zu einer spürbaren Erleichterung bei den Zinszahlungen führen:

- Unabhängig vom Haftungsumfang schafft man mit den nationalen Emissionen, welche den über die Obergrenze hinausgehenden Finanzbedarf abdecken, eine noch illiquidere und volatilere Asset-Klasse als die derzeitigen Staatsanleihen der Krisenländer, was ggf. zu einer Risikoprämie führen wird. Außerdem wird die Nachrangigkeit dieser Anleihen die Zinskosten zusätzlich erhöhen. Nach dem Vorschlag von Jacques Delpla und Jakob von Weizsäcker sollen zudem die nationalen Staatsanleihen durch weitere Maßnahmen für die Märkte unattraktiv gemacht werden, wodurch der eben beschriebene Effekt noch verstärkt wird.³⁹
- Darüber hinaus zeigte die Hebel-Diskussion bei dem EFSF und das geringe Interesse der Investoren an teilgarantierten Anleihen, dass derartige Mischkonstruktionen am Kapitalmarkt wahrscheinlich weniger nachgefragt werden als „plain vanilla“ Eurobonds.
- Schließlich erinnert die Aufteilung in zwei Anlageklassen, d.h. in gemeinschaftliche Anleihen bis zu einer Obergrenze von 60% des BIP sowie nationale Anleihen für den darüber hinausgehenden Finanzierungsbedarf, an die krisenauslösenden Asset Backed Securities (ABS)-Konstruktionen mit vor- und nachrangigen Tranchen. Das kann zum Beispiel bedeuten, dass sich bei einer positiven Korrelation der Default-Wahrscheinlichkeiten zwischen mehreren Ländern die Wahrscheinlichkeit eines teilweisen Ausfalls der Gemeinschaftsanleihe erhöht. Insofern kauft sich der Investor ein Korrelationsrisiko, also eine Art zusätzliches Ansteckungsrisiko ein, das bepreist werden muss.

Am Ende könnte der gewichtete Gesamtzinssatz beider Asset-Klassen selbst bei einer gesamtschuldnerischen Garantie wieder dem gegenwärtigen Refinanzierungssatz entsprechen, was den Zweck der Eurobonds konterkarieren würde. Bei einer Obergrenze von 60% des BIP könnte dies eine Verzinsung zum Beispiel verbleibender italienischer Bonds von etwa 9% bedeuten, legt man einen Zinssatz für Ge-

meinschaftsanleihen von 3% bis 4% zugrunde.⁴⁰ Es ist sehr wahrscheinlich, dass diese hohen und volatileren Zinskosten für die über 60% des BIP hinausgehenden Schulden politischen Druck erzeugen, die Obergrenze auf über 60% anzuheben, wobei jede Anhebung aufgrund der eben beschriebenen Effekte den Anhebungsdruck noch einmal verstärkt. Vor dem Hintergrund der jüngeren Rettungsgeschichte darf bezweifelt werden, dass ein Ausfall der verbleibenden nationalen Emissionen tatsächlich in Kauf genommen wird. Insofern handelt es sich letztlich bei den abgeschwächten Modellen auch nur um eine Einführung von Eurobonds auf Raten. Insbesondere besteht die Gefahr, dass durch Mischkonstruktionen die Entscheidung über eine politische Union als zwingende Voraussetzung von Gemeinschaftsanleihen umgangen wird.

Fazit

Die (teilweise) Einführung von Gemeinschaftsanleihen zum jetzigen Zeitpunkt kann, wie bereits erwähnt, zu einer Erosion einer Zustimmung zur politischen Union führen. Dies zeigt die Parallele zu Transfersystemen innerhalb von Nationalstaaten. Indizien einer nur begrenzt ausgeprägten Solidarität, wie die in den letzten Jahren wieder aufgeflamten Unabhängigkeitsbestrebungen Kataloniens, Norditaliens, Flanderns oder Schottlands sind hier eindrucksvolle Beispiele. Ebenso die Klagen Bayerns und Hessens gegen den Länderfinanzausgleich vor dem Bundesverfassungsgericht. Ordnungspolitisch spiegelt sich also das Dilemma, welches wir im Euroraum beklagen, auch innerhalb Deutschland wider – also innerhalb eines homogenen gewachsenen Kultur- und Sprachraums. In einer fragilen Union wird die vermeintliche Lösung Eurobonds so schnell zu einem Teil des Problems. Mittelfristig werden hierdurch die Zentrifugalkräfte, die zu einem Auseinanderdriften der europäischen Union führen, gestärkt.

Dass eine politische Union auch mit einem „No Bail Out-Prinzip“ funktioniert, sehen wir an den Vereinigten Staaten von Amerika. Jeder einzelne Bundesstaat muss dort für seine Schulden selbst geradestehen. Kann ein Staat, wie derzeit Kalifornien, seine Schulden nicht bedienen, gibt es keine Hilfe von anderen Bundesstaaten oder aus Washington.

40 Annahmen: 2010 BIB, 118,4% Staatsverschuldung sowie Jahresdurchschnittsrendite von 6% für italienischer Anleihe mit über 20 Jahren Laufzeit (Quelle Eurostat).

Wie Eurobonds doch erfolgreich sein könnten – Die Idee von Common European Bonds (CEB)

Trotz aller vorgebrachter Kritik sollte diejenige von der Europäischen Kommission vorgebrachte Variante, die bei teilweiseem Ersatz nationaler Emissionen eine lediglich teilweise Haftung für alle Mitgliedsstaaten vorsieht, näher untersucht und diskutiert werden. Zur besseren begrifflich Unterscheidung wollen wir im Folgenden von Common European Bonds bzw. CEBs sprechen. Wir schlagen vor, die Emission derartiger CEBs, ausgestattet mit den weiter unten genannten Strukturelementen, mit dem Ziel zu prüfen,⁴¹

- eine bestimmte „Grundversorgung“ für die Staaten der Eurozone mit Finanzmitteln als gemeinsame Aufgabe zu betrachten und sicherzustellen,⁴² wobei alle teilnehmenden Länder sich grundsätzlich zur Schuldenbremse, zur Haushaltskonsolidierung und zur Steigerung ihrer Wettbewerbsfähigkeit verpflichten müssen,⁴³
- die europäische Staatsanleihekrise zu dämpfen, indem sich die Euroländer (direkt oder indirekt) an den internationalen Kapitalmärkten zumindest für die nächsten drei bis fünf Jahre zu günstigen Konditionen finanzieren können,⁴⁴
- die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems im Euroraum zu stärken und den europäischen Bankensektor zu stabilisieren,
- einen bedeutenden, hoch liquiden und sicheren Anleihemarkt zu schaffen und, in Ergänzung hierzu,
- einen Zeitrahmen für die Haushaltskonsolidierung und Steigerung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit zu schaffen, wobei Verpflichtungen in dieser Richtung Voraussetzung für die Teilnahme am Eurobondprogramm sein müssen,

41 Die vom Sachverständigenrat geforderten Vorgaben – keine automatische Vergemeinschaftung von Risiken, nachvollziehbares Risikoprofil, Konditionalität, Trennung von Geld- und Fiskalpolitik, glaubwürdiges Bekenntnis zum Euro und Einhalten europa- und verfassungsrechtlicher Vorgaben – könnten u.E. damit weitestgehend erfüllt werden (Sachverständigenrat 2012: S. 18f). Vgl. hierzu auch Grünbuch 2011: S. 5ff.

Siehe auch PWC 2012: S. 29; Die Autoren konstatieren dort, dass „Eurobonds ein Instrument sein können, um reale Ungleichgewichte zwischen den Eurostaaten durch gemeinschaftliche Haftung und Umverteilung fiskalpolitischer Anpassungslast abzubauen und so den nicht-optimalen Währungsraum „Eurozone“ politisch zu stabilisieren.“

42 Hierbei sollte grundsätzlich der Zentralstaat Empfänger von Finanzmitteln aus diesem Programm sein. Nachgelagerte staatliche Stellen oder Banken sollten nur über den Umweg über den Zentralstaat an diese Mittel kommen.

Zur Zusammensetzung der öffentlichen Schulden in Europa siehe: Eurostat 2012

43 In ihrem Grünbuch fordert die Europäische Kommission, dass mit der Begebung von Stabilitätsanleihen „eine wesentlich stärkere Finanzüberwachung und Koordinierung der Politik einhergehen (müsste), um das Moral-Hazard-Problem zu vermeiden, tragfähige öffentliche Finanzen zu gewährleisten sowie die Wettbewerbsfähigkeit zu fördern und schädliche makroökonomische Ungleichgewichte auszugleichen“ (Grünbuch 2011: S. 4).

44 So weist das ehemalige EZB-Executive Board Mitglied, Lorenzo Bini Smaghi, in seinem 2011 gehaltenen Vortrag „European democracies and decision-making in time of crisis“ auf Folgendes hin: „The sovereign debt crisis has shown the need for a safety net for those governments which lose access to financial markets while undertaking an adjustment programme.“ (ECB 2011)

- sowie eine angemessene Nutzen-/Lastenverteilung der Länder der Eurozone als auch
- eine Wahrung der Budgetrechte der jeweiligen Parlamente zu erreichen.

Struktur der CEBs

CEBs müssten so ausgestattet werden, dass sie mit einer möglichst hohen Bonität versehen wären. Dieses ist nicht nur für die Akzeptanz am Kapitalmarkt wichtig. Vielmehr ist damit zu rechnen, dass Eurostaaten mit gutem bis sehr gutem Rating derartige Anleihen nur dann akzeptieren, wenn auch CEBs idealerweise ein AAA-Rating bekommen würden. Andernfalls dürften die Finanzierungskosten der guten und sehr gut bewerteten Länder zu stark steigen. Ohne Frage wäre die Risikoqualität von CEBs mit gesamtschuldnerischer Haftung besser als bei CEBs mit nur teilschuldnerischer Haftung. Es stellt sich jedoch die Frage, ob dieser Nachteil nicht – zumindest weitgehend – ausgeglichen werden könnte, in dem mehrere oder alle der nachfolgenden Strukturelemente inkorporiert würden:⁴⁵

- Die CEB-Emissionen bzw. der Emittent dieser Emissionen (z.B. eine Europäische Schuldenagentur) würden von den teilnehmenden Eurostaaten teilschuldnerisch besichert werden.
- Die Europäische Schuldenagentur bekäme den Status eines bevorrechtigten Gläubigers. Dadurch würde sichergestellt, dass CEBs de facto vorrangig bedient werden müssten. Dieses wäre wohl nur sukzessive dadurch darzustellen, dass neue, in eigener nationaler Verantwortung begebene Bonds mit speziellen Klauseln ausgestattet würden, die zur de facto Nachrangigkeit im Fall eines Zahlungsausfalls oder einer Umschuldung führen würden.⁴⁶ Bereits emittierte, in nationaler Verantwortung begebene Anleihen müssen dabei den gleichen Status wie CEBs haben, da eine Änderung ihres Status technisch einem Zahlungsausfall gleichkäme.⁴⁷
- Zudem könnte darüber nachgedacht werden, Sicherheiten wie Devisen- oder Goldreserven zu hinterlegen.⁴⁸ Diese könnten insbesondere für den Fall verpflichtend sein, dass vorher festgelegte Parameter (z.B. Haushaltsdefizit, Schuldenquote etc.) nicht eingehalten oder gebrochen werden.
- Darüber hinaus wäre es denkbar durch weitere strukturelle Maßnahmen die Werthaltigkeit von CEBs anzuheben. Dazu könnte z.B. die Verpflichtung gehören, dass der Emittent (sprich eine Europäische Schuldenagentur) z.B. einen geringen Teil der Anleiheerlöse für die Liquiditätssteuerung bzw. zur Sicherstellung der kurzfristigen Zahlungsfähigkeit des Emittenten einbehält.
- In den Fällen, wo bereits Rettungsprogramme für bestimmte Staaten beschlossen wurden und weiter aktiv genutzt werden, könnte zudem die Verpflichtung implementiert werden, dass Mittelzuweisungen aus dem CEB-Programm für die Tilgung von Altschulden verwendet werden müssen.

45 Vgl. hierzu Grünbuch 2011: S. 12 sowie S. 22f.

46 Vgl. hierzu Ebenda, S. 22/23; Delpla/ v. Weizsäcker 2011: S. 3; SIFMA 2008: S. 2.

47 Vgl. hierzu Grünbuch 2011: S. 17, Anmerkung 21.

48 Vgl. hierzu Ebenda, S. 22.

CEBs und EZB

Delpla und von Weizsäcker machen für ihr „Blue Bond/ Red Bond“-Konzept den Vorschlag, dass die sogenannten „Red Bonds“ sukzessive regulatorisch aus dem Bankensystem herausgedrängt werden sollten. Um die strenge „No-Bail-Out-Klausel“ einhalten zu können, ohne dass es zu Gefahren für das Bankensystem kommt, sollte ihrer Ansicht nach das Halten von „Red Bonds“ für die Banken vergleichsweise unattraktiv gemacht werden. Ebenso sollte die EZB nach Delpla und von Weizsäcker darauf verzichten, „Red Bonds“ als Sicherheit für die Kreditversorgung zu akzeptieren.⁴⁹

Dieser Idee folgend könnte analog für CEBs überlegt werden, ob diese sukzessive in der Regulierung von Banken gegenüber in nationaler Verantwortung begebenen Anleihen bevorzugt werden sollten. Eine solche Restriktion kann sicherlich dann sinnvoll sein, wenn national begebene Anleihen ein schlechtes oder sehr schlechtes Rating aufweisen. Dadurch wäre ein zusätzlicher Anreiz für die Länder der Eurozone gegeben, ihre Haushalte zu konsolidieren und ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. Wo aber in nationaler Verantwortung begebene Anleihen weiterhin eine hohe Kreditqualität aufweisen spricht nichts dagegen, dass diese weiterhin als Sicherheit von der EZB akzeptiert werden sollten.

Eine weitere Frage wäre, inwieweit es der EZB erlaubt sein sollte, strikt begrenzt auf Sekundärmarktoperationen, CEBs am Markt zu kaufen, um auf diese Weise auch Einfluss auf Zinssätze für mittelfristige bzw. längere Laufzeiten auszuüben.⁵⁰ Die EZB ist mit dem anhängigen Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht in Karlsruhe bereits mit dem Vorwurf konfrontiert, letztlich doch in die Staatsfinanzierung einzugreifen und gegen Artikel 123 AEUV zu verstoßen. Diese Frage wird allerdings durchaus kontrovers gesehen.⁵¹ Bereits heute ist die EZB nicht nur durch die Käufe von Staatsanleihen (im Rahmen von SMP und OMT), sondern auch durch die Bereitschaft Staatsanleihen im Rahmen von Liquiditätsprogrammen (LTRO) bzw. von Offenmarktgeschäften als Sicherheit zu akzeptieren, de facto indirekt in die Finanzierung von Staaten involviert.⁵²

Es könnte daher durchaus überlegt werden, der EZB das Recht zum Ankauf von CEBs am Sekundärmarkt zu geben. Voraussetzung dafür wäre, dass im Gegenzug die EZB auf den Ankauf von in nationaler Verantwortung begebenen Bonds grundsätzlich verzichtet. Sie würde somit die Möglichkeit erhalten, besser Einfluss auf die mittel- und langfristigen Zinssätze in der Eurozone nehmen zu können. Der Verzicht auf den Ankauf von in nationaler Verantwortung begebenen Anleihen hätte zur Konsequenz, dass die Staaten der Eurozone, die keine nachhaltige Haushaltskonsolidierung betreiben, nicht mit der Hilfe der EZB rechnen könnten. Vermutlich würde allein schon die Tatsache, dass die EZB CEBs am Sekundärmarkt ankaufen könnte dazu führen, dass keine großen Volumina an CEBs angekauft werden müssten. Insofern

49 Delpla/ v. Weizsäcker 2011: S. 3.

50 Markus Schreyer schlägt z.B. vor, die EZB solle das Recht haben, von einer Europäischen Finanzagentur begebene „... Anleihen aller Laufzeiten zum Zwecke der Steuerung der monetären Bedingungen bzw. der zeitlichen Zinsstruktur in der EWU nach eigenem Ermessen und unabhängig von den meist prozyklisch agierenden Ratingagenturen zu handeln, um so das Wirtschaftswachstum in der Eurozone ihrerseits ebenfalls zu unterstützen“ (Schreyer 2011: S. 4).

51 Vgl. hierzu Dullien/ Joeßges 2011: S. 2.

Auch der Staatsrechtler Christoph Herrmann vertritt in einem Beitrag für das Handelsblatt die Ansicht, dass „... das Verbot der monetären Finanzierung ... durch die Anleihekäufe nicht verletzt (wird), solange diese lediglich an den Sekundärmärkten staatfinden, die EZB also nicht direkt von den Emittenten Anleihen erwirbt“ (Herrmann 2012).

52 Henrik Müller weist zu Recht darauf hin, dass durch diese Maßnahmen die Disziplinierung der Staaten durch die Märkte geschwächt wird. Als Beispiel nennt er die Verzögerung bei der Rettung und Schrumpfung des Bankensektors in Spanien (Müller, H. 2012: S. 128).

dürfte die damit verbundene Inflationsgefahr, auch angesichts möglicher Sterilisierungsmaßnahmen der EZB, jedenfalls auf absehbare Zeit, kaum gegeben sein.⁵³

Die Frage des Emittenten von CEBs, der Weiterleitung der Mittel und der Preisgestaltung

Zur klaren rechtlichen Abgrenzung der CEBs von in eigener nationaler Verantwortung begebenen Anleihen wäre es zwingend notwendig, auf ein reines Pooling zu verzichten und stattdessen einen einzigen Emittenten für CEBs zu etablieren. Dieser Emittent sollte sich rechtlich und hinsichtlich seiner Aufgaben von anderen multinationalen Emittenten der Eurozone unterscheiden.

Im Grünbuch werden hierfür folgende drei Optionen genannt:⁵⁴

- die Europäische Kommission,
- die EFSF bzw. der ESM oder
- eine neu zu gründende Europäische Schuldenagentur.

Eine neu zu gründende Europäische Schuldenagentur hätte dabei den Vorteil, dass sie als Emittent mit eigener Rechtspersönlichkeit auftreten könnte. Die CEB-Emissionen würden sich damit auch von den Finanzierungsmaßnahmen der EFSF und des ESM für Rettungspakete abgrenzen. So wird im Grünbuch selbst darauf hingewiesen, dass der ESM eine andere Aufgabenstellung hat und „... als separater Emittent von Schuldtiteln für die Zwecke der Organisation und Deckung von außergewöhnlichem Finanzbedarf bestehen bleiben“ sollte (Grünbuch 2011: S. 32).⁵⁵ Zudem unterliegt der ESM der politischen Einflussnahme. Die Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) und die European Primary Dealers Association (EPDA) fordern in ihrem gemeinsamen Diskussionspapier “A Common European Government Bond Market” ebenfalls eine unabhängige Agentur, frei von politischer Einflussnahme.⁵⁶

Die Mittel aus den Emissionen sollten per Kredit an die einzelnen Staaten weitergeleitet werden.⁵⁷ Um die Risikoqualität von CEBs zu schützen, sollten die vergebenen Kredite des Emittenten – wie oben dargelegt – einem bevorrechtigten Gläubigerstatus unterliegen. Für jeden Staat sollte es eine Obergrenze geben, bis zu der er Mittel aus dem CEB-Programm in Anspruch nehmen kann.⁵⁸ Diese Obergrenze darf sich nicht nach dem Finanzbedarf des Staates richten, sondern muss nach einem Verteilungsschlüssel, gemessen an der volkswirtschaftlichen Leistung des Staates oder an den gewichteten Anteilen an der EZB, bemessen werden.⁵⁹ Dieses hätte den Vorteil, dass jeder Staat genau seine Grenze kennt bis zu der

53 Vgl. hierzu Dullien/ Joebges 2011 und PWC 2012.

54 Grünbuch 2011: S. 31.

55 Eine ähnliche Ansicht vertreten Delpla und von Weizsäcker, die den ESM als Mittel gegen Liquiditätskrisen weiter einsetzen wollen (Delpla/ v. Weizsäcker 2011: S. 4).

56 SIFMA 2008: S. 2.

57 Wir stehen der im Grünbuch geäußerten Idee, eine Europäische Schuldenagentur könne auch Staatsanleihen aufkaufen, kritisch gegenüber, da hierdurch der bevorrechtigte Gläubigerstatus beeinträchtigt würde. Dieses gilt nicht für die eventuelle Marktpflege eigener, von der Schuldenagentur begebener Anleihen (Grünbuch 2011: S. 28).

58 Zur Ermittlung bzw. Festsetzung der Obergrenze äußern wir uns weiter unten in diesem Papier.

59 Markus Schreyer schlägt z.B. die Bevölkerungszahl als Verteilungsschlüssel vor (Schreyer 2011: S. 4).

er Mittel aus dem CEB-Programm abrufen kann. Darüber hinausgehender Finanzbedarf ist dann aus in eigener nationaler Verantwortung zu tätigen Mittelaufnahmen zu decken.

Alternativ schlagen Delpla/ von Weizsäcker vor, dass ein unabhängiger Stabilitätsrat die Zuteilungsquoten bestimmt, die dann von den betroffenen nationalen Parlamenten im Rahmen ihrer Budgethoheit auf jährlicher Basis beschlossen würden.⁶⁰ Eine Ablehnung durch ein Parlament würde automatisch zur Nichtteilnahme des betreffenden Landes am Emissionsprogramm des jeweiligen Jahres und an der Haftung der in dem betreffenden Jahr begebenen Bonds führen. Wir sehen diesen Vorschlag jedoch sehr kritisch, da zum einen die Gefahr besteht, dass gut bewertete Länder zu Lasten der schwächer bewerteten Länder – zumindest temporär – aus dem Programm ausscheiden könnten. Zudem würden Investoren kein Programm bevorzugen bei dem die strukturelle Risikoqualität der einzelnen Emissionen stark variieren kann.

Die Preisgestaltung für CEBs könnte dergestalt sein, dass jeder Staat die Emissionskosten sowie einen Kostenanteil aus dem Betrieb des Emittenten sowie ggf. des einbehaltenen Liquiditätspuffers leisten muss. Kritisch zu bewerten wäre sicherlich, wenn die Staaten sich unabhängig von ihrer eigenen Wettbewerbsfähigkeit und Risikoqualität bis zur Höhe der anteiligen CEB-Grenze gleich günstig finanzieren könnten. Daher wäre der von Paul de Grauwe im Zusammenhang mit der Begebung von Eurobonds gemachte Vorschlag erwägenswert, wonach eine zusätzliche Gebühr für alle Staaten auf Eurobonds in der Höhe abhängig vom Schuldenstand der Länder, anfallen sollte.⁶¹

Obergrenze für CEBs

Um zu ermitteln, welcher Finanzierungsrahmen für ein glaubwürdiges Bekenntnis zum Euro dargestellt werden müsste, stellt sich zunächst die Frage nach dem Gesamtvolumen an national begebenen Staatsanleihen in den Ländern der Eurozone und dem periodischen Finanzierungs- bzw. Refinanzierungsbedarf. Neben der Gesamtobergrenze für die Begebung von CEBs muss darüber hinaus gefragt werden, wie groß die Gefahr ist, dass die Politik diese Grenze zu hoch ansetzt bzw. sie bei Bedarf einfach erhöht?

Bei einem BIP zu Marktpreisen vom € 9.419,2 Mrd. per Ende 2011 betrug der öffentliche Schuldenstand im Euroraum per Ende 2011 € 8.215,3 Mrd. bzw. 87,2 % des BIP.⁶² Diese öffentlichen Schulden waren dabei zu 79,6% – entsprechend € 6.537,6 Mrd. – durch Wertpapieremissionen aufgenommen worden.

Hierzu einige Anmerkungen:

Die Obergrenze für CEBs muss die Finanzmärkte dahingehend überzeugen, dass die Eurozone alles unternimmt, um die Finanzlage der Eurostaaten zu stabilisieren. Sie sollte daher so hoch wie nötig aber so klein wie möglich⁶³ und keinesfalls über dem Maastricht-Kriterium für den Schuldenstand in Höhe von 60% des BIP liegen, d.h. nicht höher als ca. € 5.650 Mrd. sein.⁶⁴ Die Obergrenze könnte z.B. auf Vorschlag der Eurogruppe nach Konsultationen mit der EZB von allen Ländern der Eurozone gemeinsam

60 Delpla/ v. Weizsäcker 2011: S. 3.

61 Ehrlich/ Kühnlenz 2012.

62 Quelle: Eurostat 2012.

63 Vgl. hierzu Grünbuch 2011: S. 19.

64 Delpla und von Weizsäcker nennen bei ihrem Vorschlag zur Emission von „Blue Bonds“ und „Red Bonds“ eine Grenze für „Blue Bonds“ von 60 % des BIP (Delpla/ v. Weizsäcker 2011:, S. 1).

festgelegt und beschlossen werden. Dieses Verfahren wäre auch nötig, um den Budgetrechten der nationalen Parlamente Rechnung zu tragen.

Die Gefahr, dass die Politik die Obergrenze zu hoch ansetzt, wird dadurch begrenzt, dass die besser bewerteten Euroländer für CEBs im Vergleich zu derzeit in nationaler Verantwortung begebenen Anleihen vermutlich höhere Zinsen zahlen müssten. Im Gegenteil, die Gefahr, dass die Obergrenze zu niedrig angesetzt wird und damit ihre Wirkung verfehlt, ist nach den bisherigen Erfahrungen mit den politischen Entscheidungen zur Eurorettung eher wahrscheinlich. Grundsätzlich wird zwar damit zu rechnen sein, dass die Politik eine latente Tendenz zur Erhöhung eines CEB-Rahmens zeigen wird. Solange sich die Erhöhung im Rahmen des BIP-Wachstums bewegt, wäre dagegen jedoch nichts einzuwenden.

Gepprüft werden könnte ein Gesamtrahmen zwischen € 3.000 Mrd. und € 5.000 Mrd. wobei es – wie bereits erwähnt – für jeden Staat eine Obergrenze geben würde, bis zu der er Mittel aus dem CEB-Programm in Anspruch nehmen könnte. Gemessen am EZB-Kapitalschlüssel stünden den nachfolgenden Ländern demnach folgende Summen zur Verfügung:⁶⁵

- Griechenland: € 85 – 141 Mrd.
- Irland: € 48 – 80 Mrd.
- Portugal: € 75 – 125 Mrd.
- Italien: € 537 – 895 Mrd.
- Spanien: € 357- 595 Mrd.
- Frankreich: € 611 – 1.019 Mrd.
- Deutschland: € 814 – 1.365 Mrd.

Die vorgenannten Zahlen zeigen, dass es auch für Länder wie Spanien oder Italien möglich wäre ihre Finanzierungsnotwendigkeiten für die nächsten drei bis fünf Jahre über CEBs zu tätigen. Beide Länder haben gemäß Sondergutachten des Sachverständigenrats für 2013 bis 2015 bzw. 2017 einen Refinanzierungsbedarf bzw. einen Bedarf zur Defizitfinanzierung in Höhe von € 383,5 Mrd. bis € 576,3 Mrd. für Spanien und von € 581,3 Mrd. bis € 828,7 Mrd. für Italien.⁶⁶

Ebenso lägen die bereits bestehenden Rettungspakete (ohne Eigenanteil und IWF) innerhalb der o.g. Grenzen.⁶⁷

- Griechenland: € 80 Mrd.
- Irland: € 40,2 Mrd.
- Portugal: 52,0 Mrd.
- Spanien: € 100 Mrd.

65 Vgl. DBR 2011: S. 9.

66 Sachverständigenrat 2011: S. 7.

Das Handelsblatt verweist in seiner Ausgabe vom 21.12.2012 (S. 1) darauf, dass „alle Euro-Länder zusammen ... nach Schätzungen der britischen Großbank Barclays im kommenden Jahr (Anmerkung: 2013) neue Bonds über 794 Milliarden Euro ausgeben müssen.“

67 Quelle: DBR 2011: S. 9, 10.

Bereits erfolgte Auszahlungen unter diesen Rettungspaketen könnten angerechnet werden. Ebenso sollten Staaten, die gegen die Voraussetzungen zur Teilnahme am CEB-Programm verstoßen, ggf. zunächst auf die bereits implementierten Rettungspakete zugreifen müssen. Von daher sollten Freiräume unter diesen Programmen bzw. im ESM zukünftigen Hilfsmaßnahmen im Fall von Liquiditätskrisen vorbehalten bleiben.

CEBs und Haushaltsdisziplin

Als wesentlicher Kritikpunkt an Eurobonds wird immer wieder das sogenannte „Moral-Hazard-Problem“ genannt. Die Europäische Kommission weist in ihrem Grünbuch selbst darauf hin, dass mit Stabilitätsanleihen „... eine wesentlich stärkere Finanzüberwachung und Koordinierung der Politik einhergehen (müsste), um das Moral-Hazard-Problem zu vermeiden, tragfähige öffentliche Finanzen zu gewährleisten sowie die Wettbewerbsfähigkeit zu fördern und schädliche makroökonomische Ungleichgewichte auszugleichen.“ Würden sie als eine Möglichkeit gesehen Marktdisziplin zu umgehen, dann würden Investoren und Mitgliedstaaten sicher zögern diese Anleihen zu akzeptieren (Grünbuch 2011: S. 4).

Delpla und von Weizsäcker sehen in der Aufteilung der Staatsverschuldung in „Red Bonds“ und „Blue Bonds“ ein fiskalpolitisches Disziplinierungsinstrument.⁶⁸ Durch die Festlegung einer Obergrenze für CEBs würde gleiches für weiter in nationaler Verantwortung zu begebende Anleihen gelten. Im Gegensatz zu von der EU oder der Troika festgelegten Zielparametern würde der Markt durch die Höhe der verlangten Zinsen für in nationaler Verantwortung begebene Anleihen fiskalpolitische Glaubwürdigkeit fordern.

In der Diskussion um Rettungspakete und die eventuelle Einführung von Eurobonds wird gefordert, dass finanzielle Unterstützungsprogramme immer mit Sparmaßnahmen verbunden werden müssen. Grundsätzlich gilt zwar, dass auch im Falle einer Finanzierung durch die Begebung von CEBs sichergestellt sein muss, dass der Anreiz zur Einhaltung fiskalischer Disziplin bzw. zur Schuldentilgung erhalten bleiben muss. In diesem Sinne benötigt ein CEB-Programm flankierend wirksame Regeln gegen unsolide Staatsfinanzen. Dieses könnte dadurch erreicht werden, dass die Teilnahme am CEB-Programm an bestimmte Kriterien wie die Einrichtung einer gesetzlichen Schuldenbremse, an die Einhaltung bestimmter Haushaltsvorgaben aber auch an Maßnahmen gebunden ist, welche die Wettbewerbsfähigkeit des Landes verbessern. Es gilt aber auch zu berücksichtigen, dass Sparen allein keine sinnvolle Strategie zur Krisenbekämpfung darstellt. Vielmehr muss es möglich sein, CEBs zur Finanzierung von nachhaltigen Wachstumsmaßnahmen einzusetzen.

Selbstverständlich wären strenge Sanktionsmaßnahmen im Fall der Zuwiderhandlung nötig, seien es Strafzahlungen, die zwangsweise Verpfändung von Gold- und Währungsreserven oder die temporäre Verpflichtung, Mittel aus den Rettungsprogrammen und Zuweisungen aus dem CEB-Programm für die frühzeitig Tilgung von Altschulden zu verwenden.

Wenn man berücksichtigt, dass die meisten Staaten nur begrenzt ihren Mittelbedarf durch CEBs decken könnten, dann ist der Anreiz zur Haushaltsdisziplin bzw. Schuldenreduktion sicherlich (sehr) hoch, da

- die Risikoqualität für in eigener Verantwortung begebene Emissionen in Abhängigkeit von der jeweiligen Risikoqualität der einzelnen Staaten schlechter oder sogar deutlich schlechter wäre,
- die national begebenen Anleihen vermutlich in Zukunft „Collectiv Action Clauses“ enthalten würden,

- diese Papiere weniger Liquidität aufweisen würden und somit
- die Zinskonditionen vergleichsweise höher bzw. deutlich höher wären als die von CEBs.

Dabei dürften auch für gut bewertete Länder die Finanzierungskosten für in nationaler Verantwortung begebene Anleihen über denen liegen, die der betreffende Staat heute für seine Anleihen bezahlt. Der Anreiz, sich so wenig wie möglich durch in eigener nationaler Verantwortung begebene Anleihen zu finanzieren, wäre von daher sicherlich sehr hoch.

Ähnlich wie bei „Blue Bonds/ Red Bonds“ könnten sich Kritiker gegen die festgesetzte CEB-Obergrenze mit den Argumenten dahingehend wenden,

- dass Staaten, die in ihrer Verschuldung noch unterhalb dieser Grenze liegen, einen starken Anreiz haben den verbleibenden Spielraum auszunutzen, und
- dass insbesondere der politische Druck zur Erhöhung der Obergrenze ständig gegeben sein wird.

Dieses ist zwar grundsätzlich richtig, kann jedoch kein hinreichender Grund gegen die Einführung von CEBs sein, zumal auch bei den bisherigen Rettungsprogrammen ein latenter Druck zur Erhöhung besteht.

Dabei gilt es insbesondere für die Bundesrepublik abzuwägen, ob eine Beteiligung an einem eventuellen CEB-Programm (Prävention) – trotz vermutlich höherer Finanzierungskosten – am Ende nicht deutlich günstiger ausfiele als die ad hoc eingerichteten Rettungsmaßnahmen für hoch verschuldete Staaten (Medikation), die mit deutlich höherem Ausfallrisiko behaftet sind.

Aufgrund der mit Eurobonds und in geringerem Maße auch mit CEBs verbundenen Umverteilungswirkung weist PWC darauf hin, dass „... ein Land mit höherer Wettbewerbsfähigkeit einen Transfer in ein Land mit geringerer Wettbewerbsfähigkeit leistet“, was wiederum zu einem Sinken des Wettbewerbsvorteils der Unternehmen in den Geberländern führen kann (PWC 2012: S. 32). Dies mag aus deutscher Sicht zunächst kritisch gesehen werden. Allerdings wird ein Überleben der Eurozone und damit die Vermeidung der sehr hohen Kosten eines Ausscheidens einzelner Länder aus der Eurozone oder gar eines Zusammenbruchs derselben nur dann möglich sein, wenn alle Länder der Eurozone international wettbewerbsfähig werden.⁶⁹

69 Vgl. hierzu unsere Ausführungen unter „Die potentiellen Kosten der Rettungsmaßnahmen bzw. eines (teilweisen) Zusammenbruchs der Eurozone“.

Zusammenfassung

Als ein klares Signal an die Finanzmärkte zum Erhalt der Eurozone und zur Bereitschaft, die internationale Wettbewerbsfähigkeit aller Staaten der Eurozone zu verbessern, sollte die Politik die Emission von CEBs ernsthaft prüfen, diskutieren und in Erwägung ziehen. Die Struktur der CEBs könnte dabei wie folgt aussehen:

- Emittent wäre – wie vorgeschlagen – eine Europäische Schuldenagentur/ Europäische Finanzagentur.
- Die Aufgabe dieser Agentur wäre es eine Art „Grundstockfinanzierung“ für die Staaten der Eurozone sicher zu stellen.
- Alle Staaten der Eurozone würden anteilmäßig (z.B. in Höhe ihres gewichteten Anteils an der EZB) für die CEBs haften und dürfen ebenso anteilmäßig Mittel über diese Agentur aufnehmen. Dieses hätte den Vorteil,
 - dass jedes teilnehmende Land genau wüsste wie hoch seine Ansprüche aber auch seine Verpflichtungen aus einem solchen CEB-Programm wären und
 - dass die Budgetrechte der Parlamente gewahrt werden könnten.
- Die Mittel aus den Emissionen der Agentur sollten per Kredit an die einzelnen Staaten weitergeleitet werden. Um die Risikoqualität von CEBs zu fördern, sollten die Europäische Schuldenagentur und damit de facto die von ihr vergebenen Kredite einem bevorrechtigten Gläubigerstatus unterliegen.
- Eine Art „Garantie- oder Liquiditätsfonds“ zur Sicherstellung der kurzfristigen Zahlungsfähigkeit könnte über einen Liquiditätseinbehalt oder etwaig hinterlegte Sicherheiten dargestellt werden.

Aus heutiger Sicht ist es schwer zu beurteilen, ob die bereits beschlossenen Rettungspakete letztendlich ausreichen werden, um allen Staaten der Eurozone, die auf dem Kapitalmarkt nicht oder nur schwer bzw. zu (sehr) hohen Zinsen Finanzmittel aufnehmen können, wieder eine sichere und preislich verkraftbare Mittelaufnahme zu ermöglichen, insbesondere wenn auch nennenswerte Teile der zur Verfügung stehenden Mittel für Bankenstabilisierungsmaßnahmen verwendet werden müssen. Dies gilt insbesondere dann, wenn außer Spanien auch noch Italien unter einen Rettungsschirm schlüpfen müsste. Dabei gibt der International Monetary Fund (IMF) zu bedenken, dass EFSF, EFSM bzw. ESM-Anleihen de facto bereits eine Form von Eurobonds sind, wenn auch nicht die effektivste.⁷⁰

CEBs wären ein klares Signal an die internationalen Finanzmärkte, dass die Eurozone die nötigen Maßnahmen ergreift und pro-aktiv⁷¹ und im ausreichenden Umfang die nötigen Finanzierungsstrukturen darstellt, um für die Staaten der Eurozone stabile und preislich akzeptable Finanzierungsbedingungen sicherzustellen. Unseres Erachtens sollten Eurobonds daher weniger als „Aufregerthema“, sondern als ernst zu nehmender Lösungsansatz betrachtet werden.

⁷⁰ IMF 2012: S. 56.

⁷¹ Der IMF weist auf Folgendes hin: „Ex ante fiscal risk sharing is essential for an effectively functioning monetary union, but it will require a strengthening of economic governance. Waiting for a crisis to develop in part of a monetary union before supporting member countries is not an efficient use of economic resources“ (IMF 2012: S. 56).

Ausblick

Es ist sicherlich verfrüht zu konstatieren, dass die Eurokrise bereits ausgestanden ist. Die immer noch hohe Verschuldung in vielen EU-Ländern, nicht nur im Staatssektor, sondern auch im Unternehmens- und Privatsektor, weiterhin hohe Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite in einigen Ländern, die Gefahr eines Rückgangs des globalen Wachstums, insbesondere aber rückläufige Wachstumsraten in einigen EU-Ländern sprechen dafür, dass noch schwierige Jahre der Anpassung vor den Ländern der Eurozone liegen.

In diesem Umfeld muss sich Europa behaupten und die internationalen Investoren überzeugen, dass es zur Wahrung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit Europas einen gemeinsamen Weg gehen wird.

Es könnte sein, dass dafür die bereits beschlossenen Rettungspakete ausreichend dimensioniert sind. Es ist aber auch nicht auszuschließen, dass der Umfang der Rettungspakete nicht ausreicht und insbesondere ihre sehr strikte Konditionierung dazu führen könnte, dass Europa nicht kurz- bis mittelfristig auf den Wachstumspfad zurückkehren kann. Die EU und insbesondere die Eurozone sollten für derartige Situationen vorbereitet sein und den Willen und die Bereitschaft bekunden, alles Notwendige für den Erhalt des Euro zu tun.

Literaturverzeichnis

- Bach, Stefan (Bach 2012): Vermögensabgaben – ein Beitrag zur Sanierung der Staatsfinanzen in Europa, http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.405699.de/12-28.pdf
- Bertelsmann Stiftung (Bertelsmann 2012): Wirtschaftliche Folgen eines Euro-Austritts der südeuropäischen Mitgliedsstaaten, Policy Brief # 2012/06
- Delpla, Jacques und von Weizsäcker, Jakob (Delpla/ v. Weizsäcker 2011): Eurobonds – Das Blue Bond-Konzept und seine Implikationen, Friedrich Ebert Stiftung 2011
- Deutsche Bank Research (DBR 2011): Transferunion Europa, 2011
- Deutsche Bundesbank (Bundesbank 2008): Monatsbericht Juni 2008, Frankfurt
- Deutsche Bundesbank (Bundesbank 2012): Finanzmarktstabilitätsbericht 2012, Frankfurt
- Dullien, Sebastian und Joebges, Heike (Dullien/ Joebges 2011): Keine Angst vor EZB-Käufen von Staatsanleihe, Friedrich Ebert Stiftung 2011
- Ehrlich, Peter und Kühnlenz Andre (Ehrlich/ Kühnlenz 2012): So könnten Eurobonds aussehen in: FTD-Online, <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110708.en.html>
- European Central Bank (ECB 2011): European democracies and decision-making in time of crisis, Speech by Lorenzo Bini Smaghi, member of the Executive Board of the ECB, Hellenic Foundation for European and Foreign Policy, 8th European Seminar 2011, Adjusting to the Crisis: policy choices and politics in Europe, Poraos, 8 July 2011, <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110708.en.html>
- Europäische Kommission (Grünbuch 2011): Grünbuch über die Durchführbarkeit der Einführung von Stabilitätsanleihen, Brüssel 2011
- Eurostat (Eurostat 2012): Öffentliches Defizit im Euroraum und in der EU27 bei 4,1% bzw. 4,5% des BIP, Pressemitteilung 62/2012 vom 23. April 2012, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-23042012-AP/DE/2-23042012-AP-DE.PDF
- Focus: Egal, ob sie hart bleiben ... er wird weich, Focus 37/2012
- Giovannini-Gruppe: Report on coordinated issuance of public debt in the Euro-area (11/2000), <http://ec.europa.eu/economie-finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf>
- Hau, Harald, Hege, Ulrich (Hau u.a. 2012): Warum ein Schuldenschnitt die bessere Lösung ist, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 14.9.2012
- Hellmann, D., Münchrath, J., Sigmund, T. (Hellmann u.a. 2012): Was kostet Europa? in: Handelsblatt vom 8./9./10.06.2012, S. 1 und S. 8-11

- Hermann, Christoph (Hermann 2012): Die EZB hält die Verträge ein, in: Handelsblatt vom 6.08.2012, S. 8f
- Hönighaus, Reinhard (Hönighaus 2012): Euro-Krise: Kapitalflucht sorgt den IWF in FTD-Online, <http://www.ftd.de/politik/europa/:euro-krise-kapitalflucht-sorgt-den-iwf/70101982.html>
- International Monetary Fund (IMF 2012): Global Financial Stability Report, April 2012
- Müller, Hans Christian (Müller, H.C. 2012): Die Euro-Krise beschert dem deutschen Staat Zinersparnisse in Milliardenhöhe, zeigt eine neue Studie des Kieler Instituts für Weltwirtschaft, in: Handelsblatt vom 13.08.2012, S. 17
- Müller, Henrik (Müller, H. 2012): EuroVision, Frankfurt/ New York 2012
- PricewaterhouseCoopers (PWC 2012): Der Euro in der Krise, 2012, http://www.pwc.de/de_DE/de/oeffentliche-unternehmen/assets/pwc_studie_eurokrise_april_2012.pdf
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Sachverständigenrat 2012): Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen, Wiesbaden 2012
- Securities Industry and Financial Markets Association/ European Primary Dealers Association (SIFMA 2008): A Common European Government Bond, Discussion Paper, September 2008, <http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=20933>
- Schreyer, Markus (Schreyer 2011): Endspiel um den Euro, Friedrich Ebert Stiftung, 2011

Eurobonds

Aufregerthema oder Lösungsansatz?

Beiträge zur aktuellen Debatte

THESENPAPIERE DES MANAGERKREISES:

Ratingagenturen: Sind sie notwendig, überflüssig, notwendiges Übel oder schädlich?, November 2012

Basel III und Mittelstandsfinanzierung, Oktober 2011

**Finanzmarktregulierung: Einführung einer Bankenabgabe und
Finanztransaktionsteuer auf deutscher und europäischer Ebene,** Juli 2011

Zukunftsinvestitionen trotz Schuldenbremse, Mai 2011

**Nachhaltiges Wachstum finanzieren –
Strategien und Finanzierungsinstrumente für eine Green Economy,** November 2010

Lehren aus der Finanzmarktkrise ziehen, Mai 2010

Diese und weitere Thesenpapiere finden Sie zum Download auf:

www.managerkreis.de