

A decorative background consisting of a grid of grey dots of varying sizes, with several dots highlighted in red. The dots are arranged in a pattern that roughly outlines the map of Europe.

Eurobonds als Baustein einer Fiskalunion

Voraussetzungen und Ausgestaltungsmöglichkeiten unterschiedlicher Varianten

PHILIPP STEINBERG UND CAROLINE SOMNITZ

Februar 2013

- Ein einheitliches Konzept zur Einführung von Eurobonds existiert nicht. Stattdessen besteht eine konzeptionelle Vielfalt, die Gemeinsamkeiten, aber auch große Unterschiede aufzeigt. Es können drei Grundkategorien von Gemeinschaftsanleihen, die sich nach Art der Haftung sowie dem Umfang der Substitution der nationalen Anleiheemission unterscheiden, identifiziert werden.
- Zu unterscheiden ist zwischen einer Vollvergemeinschaftung von Schulden, einer gemeinschaftlichen Besicherung ausschließlich eines Teils der Schulden sowie »technischen« Konzepten, welche keine gemeinschaftliche Haftung befördern, aber dennoch Vorteile gegenüber nationalstaatlicher Anleiheemission bieten wollen.
- Die politischen Widerstände gegen ein gemeinschaftliches Schuldenmanagement in Europa sind groß, die Auswirkungen einer großvolumigen, gemeinschaftlichen Haftung unzureichend evaluiert und neue politische Governance-Strukturen noch im Aufbau begriffen. Denkbar wäre jedoch eine schrittweise Einführung von Eurobonds, beginnend mit nach Art und Umfang begrenzten Varianten. Eine stärkere gemeinschaftliche Haftung wird im Zuge einer institutionellen Weiterentwicklung der Europäischen (Währungs-)Union hin zu einer Fiskalunion unabdingbar sein. Deshalb ist eine Versachlichung der Debatte um Eurobonds dringend notwendig.



Inhalt

1. Einleitung – Die Relevanz der Debatte um Eurobonds	3
2. Vollständiger Ersatz der nationalen Anleiheemissionen durch »reine« Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Haftung	4
3. Teilweiser Ersatz nationaler Anleiheemissionen	5
3.1 Rote und blaue Anleihen	5
3.2 Das Konzept des Schuldentilgungsfonds	7
3.3 Eurobonds mit kurzfristiger Laufzeit und beschränktem Volumen: Eurobills	9
4. Unechte marktbasierende Eurobonds: European Safe Bonds und Euro Standard Bills	10
4.1 Das Konzept der European Safe Bonds	10
4.2 Das Konzept der Euro Standard Bills	11
5. Ausblick: Ein Stufenplan für Eurobonds als Teil einer Fiskalunion	11
Literatur	14



1. Einleitung – Die Relevanz der Debatte um Eurobonds

Die Diskussion um gemeinschaftliche Haftung durch »Eurobonds« oder »Stabilitätsanleihen« – Begriffe, unter die mittlerweile die verschiedensten Arten gemeinschaftlicher Anleihen gefasst werden – entwickelt sich allmählich zu einem Ritus: Manche preisen Eurobonds als die Lösung der Krise im Euroraum an, andere argumentieren, dass Eurobonds den Weg in die Transferunion und den »Zinssozialismus« (Brüderle 2012) zementieren, falsche Anreize setzen und so den Reformwillen in den betroffenen Staaten untergraben.

Das Problem an der Debatte ist, dass es *das* Eurobonds-Konzept nicht gibt. Es existiert eine Vielzahl unterschiedlicher Konzepte, die Gemeinsamkeiten, aber auch große Unterschiede aufweisen. In der öffentlichen Diskussion gehen die verschiedenen Konzepte zu Eurobonds oder ähnlichen Lösungsvorschlägen oft durcheinander, sodass eine sachliche Auseinandersetzung sowie die Möglichkeit, unterschiedliche Konzepte zeitlich gestaffelt einzusetzen, verloren gehen.

Gemeinsam ist den Vorschlägen, dass sie allesamt einen verlässlichen, mehrjährigen Rahmen bieten, wie sich die Mitgliedstaaten – zumindest teilweise – refinanzieren können. Dies sollte das Vertrauen der Märkte stärken, die Zinsaufschläge verringern, und somit dazu beitragen, dass sich die Mitgliedstaaten zu besseren Konditionen neue Liquidität beschaffen und möglicherweise wieder auf einen nachhaltigen Wachstums- und Konsolidierungspfad gelangen können.

Eine Versachlichung der Debatte ist dringend notwendig. Eine stärkere gemeinschaftliche Haftung wird im Zuge einer institutionellen Weiterentwicklung der Europäischen (Währungs-)Union zu einer Fiskalunion unabdingbar sein. Es geht weniger um das Ob, als um das Wann und das Wie. Denn de facto ist eine Haftung für die Verschuldung anderer Mitgliedstaaten bereits durch die Aktivitäten der Europäischen Zentralbank (EZB) Realität geworden – durch ihre Intervention auf den Sekundärmärkten, die nunmehr ohne Limit im Rahmen des Outright Market Transactions-Programms (OMT-Programm) erweiterbar ist, sowie durch die Target2-Salden-Forderungen der EZB an Eurostaaten (insbesondere mit schlechter Bonität) (vgl. Sinn 2012). Die EZB besitzt Staatsanleihen mit Nennwert von 250 Milliarden Euro und Target2-Forderungen in

Höhe von 900 Milliarden Euro (vgl. ifo Institut 2012). Wenn diese ausfallen, haften die Mitgliedstaaten in Höhe ihres EZB-Anteils (Deutschland mit 27 Prozent). Anders als bei Einführung einer expliziten gemeinschaftlichen Haftung wurden hier jedoch keine notwendigen politischen Begleitmaßnahmen ergriffen.

Eine stärkere gemeinschaftliche Haftung kann nämlich nicht für sich allein stehen. Sie ist kein Substitut für eine institutionelle und politische Weiterentwicklung der Union – wie die Diskussion um ihre Einführung oft suggeriert. Wer Eurobonds befürwortet, muss auch eine weitere politische Integration befürworten. Dies müssen insbesondere unsere französischen Partner anerkennen.

Um das weitere Verfahren gestalten zu können, ist ein gemeinsames Grundverständnis über verschiedene Möglichkeiten der Ausgestaltung von gemeinschaftlich garantierten Anleihen von großer Bedeutung. Darauf basierend lässt sich letztlich ein Stufenplan zur Einführung von Eurobonds im Rahmen einer Fiskalunion entwerfen. Denn es gibt kleinere und größere Lösungen, die sich aufeinander aufbauend einführen lassen. Die ausufernde Literatur zum Thema krankt regelmäßig daran, dass nicht klar herausgearbeitet wird, welches Konzept der Analyse zu Grunde liegt (vgl. Beck/Wentzel 2011, Völpel 2012, Schäfer 2012; für eine differenzierende Darstellung: Welfens 2011). Oftmals ist es das weitgehendste und am wenigsten wahrscheinliche.

Wichtig ist aber das Verständnis dafür, dass gemeinschaftlich besicherte Anleihen in vielen Varianten denkbar sind. Dabei unterscheiden sich die Varianten von Eurobonds vor allem nach Art und Umfang der Haftung (teil- oder gesamtschuldnerisch) sowie dem Umfang der Substitution der nationalen Anleiheemissionen.

Die verschiedenen Vorschläge lassen sich unter drei großen Konzeptionspositionen subsumieren, wobei die Begrifflichkeiten variieren. Um den verbreiteten Vorbehalt gegen Eurobonds aufzugreifen, nennt die EU-Kommission diese »Stabilitätsanleihen«, was aber keinerlei inhaltlichen Unterschied bedeutet (Europäische Kommission 2011).

Zunächst ist das Konzept der Vollvergemeinschaftung der Schulden mit gesamtschuldnerischer Haftung durch »reine« Eurobonds anzuführen. Dies ist das weitreichendste Konzept (siehe dazu Kapitel 2). Weniger weit-



gehend sind Vorschläge, welche lediglich einen Teil der Schulden gemeinschaftlich besichern wollen: Hier sind insbesondere *blue* und *red bonds*, das Konzept des Schuldentilgungspaktes sowie Eurobills zu nennen (siehe dazu Kapitel 3). Darüber hinaus existieren Konzepte, welche keinerlei gemeinschaftliche Haftung befördern, aber dennoch Vorteile gegenüber lediglich nationalstaatlicher Anleiheemission insbesondere durch gemeinsame Standardsetzung bieten wollen, wie beispielsweise die *euro-pean safe bonds* und *euro standard bills*. Vertreter dieser Konzeptionskategorie verwehren sich sogar dagegen, Vorschläge für »Eurobonds« zu machen (siehe dazu Kapitel 4). Schlussendlich stellen wir einen Stufenplan zur Verbindung der soeben aufgeführten Konzepte vor, mit dem Ziel, Eurobonds schrittweise als zentrales Element einer Fiskalunion einzuführen (siehe dazu Kapitel 5).

2. Vollständiger Ersatz der nationalen Anleiheemissionen durch »reine« Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Haftung

Der »reine« Eurobond ist die idealtypische Gemeinschaftsanleihe. Wird von Eurobonds gesprochen, denkt die Öffentlichkeit am ehesten an diesen. Allerdings würde er auch sehr umfangreiche institutionelle Veränderungen notwendig machen (Europäische Kommission 2011, Variante 1 der »Stabilitätsanleihen«).

Nach diesem Konzept legen die Eurostaaten ihre Finanzierung vollständig zusammen, indem sie gemeinschaftliche Anleihen emittieren, für welche sie gesamtschuldnerisch haften. Das bedeutet, dass jeder Mitgliedstaat vollumfänglich für einen Ausfall von Anleihen aufkommen müsste.

Um die »reinen« Eurobonds in den Markt einzuführen, könnten alle neu zu emittierenden Anleihen direkt als Eurobonds ausgegeben werden. Es bestünde die Möglichkeit, alte noch im Markt befindliche Anleihen umzutauschen. Alternativ könnten die Alt-Anleihen bis zu ihrer Fälligkeit im Markt bleiben. Je nach Restlaufzeit dieser Alt-Anleihen würde infolgedessen der Aufbau eines gemeinsamen Bondmarktes einige Zeit in Anspruch nehmen.

Das Resultat der Ausgabe von Euroanleihen wäre ein hochliquider, großer und transparenter Markt für Staatsanleihen. Liquidität ist ein zentraler Faktor zur Generierung eines attraktiven Marktes mit niedrigen Zinsen. Das

US-Beispiel zeigt, dass Liquidität und nicht nur Ausfallrisiken die Zinsen beeinflussen. Mit der Ausgabe von Euroanleihen könnte ein echtes Pendant zum US-amerikanischen Anleihemarkt institutionalisiert werden. Außerdem könnte durch die Schaffung von gemeinschaftlich garantierten Anleihen der Möglichkeit, gegen Staaten zu spekulieren, der Boden entzogen werden.

Einer der stärksten Kritikpunkte an diesem Konzept der gemeinschaftlichen Finanzierung lautet, dass die »reinen« Eurobonds mit dem *moral hazard*-Problem in seiner stärksten Ausprägung einhergehen. Dieses Argument trifft im Übrigen auch allen weiteren Formen von Eurobonds: Legten die Euroländer ihre gesamte Finanzierung zusammen, sähen sich die einzelnen Staaten nicht mehr dem »disziplinierenden« Marktdruck ausgesetzt. Notwendige Reformanstrengungen ließen nach.

Dieses Argument ist aber insofern zu hinterfragen, als dass es von einer verengten Analyse der Krise als Staatsschuldenkrise ausgeht. Bis auf Griechenland, und mit Einschränkungen Italien, haben die »Problemländer« – insbesondere Spanien und Irland – die Maastricht-Kriterien bis zum Ausbruch der globalen Finanzkrise immer eingehalten. Die heutige Verschuldung ist nicht das Ergebnis zu laxer Haushaltsführung, sondern resultiert aus den notwendigen Rettungsmaßnahmen für den Finanzsektor sowie aus der Forcierung asymmetrischer wirtschaftlicher Entwicklungen zwischen den Mitgliedstaaten (näher Priewe 2011, Hacker 2011, Lane 2012).

Grundsätzlich ist bei »reinen« Eurobonds eine verstärkte ökonomische und fiskalische Integration unabdingbar, welche umfassende Kontroll- und Durchgriffsrechte seitens der Gemeinschaft einschließen muss. Es ist zu berücksichtigen, dass eine Harmonisierung der Einnahmeseite allein falsche Anreize setzen kann. Neben der Einnahmenseite muss auch die Ausgabenseite stärker noch als es bislang mit dem Europäischem Semester, dem reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt sowie mit dem Fiskalpakt der Fall ist, gemeinschaftlicher Steuerung unterliegen.¹

Wie gemeinschaftlich garantierte Anleihen zu notieren sind, ist Gegenstand intensiver politischer und wissenschaftlicher Kontroversen. Die in der deutschen Debatte

1. Für eine Übersicht vgl. http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/priorities/economic-governance/index_de.htm; näher Steinbach/Steinberg (2010).



gehandelten Zahlen – bis zu 47 Milliarden Euro »auf lange Sicht«² – über die zusätzliche Belastung, die für Deutschland bei einer Refinanzierung mit Hilfe von und durch Eurobonds erwächst, sind höchst umstritten. So wird bei den Berechnungen die gesamte deutsche Staatsschuld von ca. zwei Billionen Euro zugrunde gelegt und mit der Zinsdifferenz (2,3 Prozent) aus dem deutschen und dem Durchschnittszins der Eurozone multipliziert.

Da eine Übernahme der gesamten Staatsschulden der Eurozone mittels gemeinschaftlich garantierter Anleihen, für welche die Mitgliedstaaten gemeinschaftlich haften, keine realistische – und kurzfristig auch keine wünschenswerte – Option ist, diskutieren wir die Auswirkungen auf das Zinsniveau im Rahmen eines realitätsnäheren Szenarios (siehe Kapitel 3).

Die Einführung von Eurobonds – zumindest in ihrer »reinen« Form – stößt zudem auf rechtliche Herausforderungen. Genannt seien insbesondere die Frage der Kompetenzgrundlage und das *no bailout*-Verbot gemäß Art. 125 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV). Dieser Artikel schließt die Haftung der Europäischen Union und deren Mitgliedstaaten für Verbindlichkeiten anderer Mitgliedstaaten aus. Eine systematische und teleologische Betrachtung des Art. 125 I AEUV kommt deswegen zu dem Ergebnis, dass Eurobonds – anders als die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und die Griechenlandhilfen – mit der *no bail-out*-Klausel, wie sie heute besteht, wohl kaum vereinbar sind (Mayer/Heidfeld 2011: 425). Das Bundesverfassungsgericht führt diesbezüglich aus, dass europäische Verpflichtungen, die sowohl sachlich als auch zeitlich unzureichend spezifiziert sind und auf eine Haftungsübernahme für Willensentscheidungen anderer Staaten hinauslaufen, nicht verfassungskonform sind (BVerfG 2011). Allerdings sind Eurobonds nicht von vornherein verfassungsrechtlich unzulässig – ihre konkrete Ausgestaltung muss jedoch strikten Vorgaben unterliegen (Mayer/Heidfeld 2011: 425). Infolgedessen könnten Eurobonds in Deutschland bei Änderung des AEUV umgesetzt werden.

2. Diese Summe berechnen Berg et al. (2011).

3 Teilweiser Ersatz nationaler Anleiheemissionen

Der Hauptkritikpunkt an »reinen« Eurobonds, die Vergemeinschaftung der gesamten Staatsschuld und damit einhergehende Anreizprobleme, hat verschiedene Autoren bewogen, weniger weitgehende Konzepte zu entwickeln. Diese zielen darauf ab, lediglich einen Teil der Anleiheemissionen gesamt- oder teilschuldnerisch gemeinschaftlich abzusichern.

3.1 Rote und blaue Anleihen

Pionier dieser Richtung ist das *Blue and Red Bond*-Konzept von Jacques Delpla und Jakob von Weizsäcker (Delpla/von Weizsäcker 2011 und 2010). Es ersetzt einen Teil der nationalen Anleiheemissionen durch gesamtschuldnerisch gedeckte Gemeinschaftsanleihen. Denkbar ist auch, das Konzept lediglich teilschuldnerisch umzusetzen. Dabei würden allerdings Zinsvorteile verloren gehen (Europäische Kommission 2011).

Die diesem Vorschlag zugrunde liegende Idee ist einfach. So soll die Staatsschuld der Eurostaaten in zwei Tranchen, in *blue* und *red bonds*, aufgeteilt werden: Dabei wird nur ein Teil der nationalen Finanzierung durch Eurobonds ersetzt. Die erste Tranche, die sogenannten *blue bonds*, wird bis zu einer fest definierten Grenze der Staatsverschuldung, die beispielsweise bei 60 Prozent des jeweiligen BIP liegen kann, ausgegeben und von den Eurostaaten gemeinsam begeben und behaftet. Die *blue bonds* genießen Senioritätsstatus und sind vorrangig zu bedienen. Delpla und von Weizsäcker schlagen vor, *blue bonds* als Belohnung für fiskalische Nachhaltigkeit einzusetzen.

Die zweite Tranche besteht aus den sogenannten *red bonds*, welche für die Finanzierung der Staatsschulden oberhalb der festgelegten Grenze ausgegeben werden. Dies sind Staatsanleihen, wie wir sie heute kennen: Sie werden in rein nationaler Verantwortung vom jeweiligen Eurostaat emittiert und nicht gemeinschaftlich behaftet. Im Gegenteil, die *red bonds* bilden die Juniortranche, die von einem Zahlungsausfall immer zuerst betroffen wäre. Sie müssen mit *collective action clauses* ausgestattet werden. In der Konsequenz ist es weiterhin notwendig, diese mit einem sehr hohen Risikogewicht zu versehen. Damit würden die risikobehafteten *red bonds* für Banken relativ unattraktiv und deshalb auch nicht als Kreditsicherheit bei der Liquiditätsversorgung der EZB akzeptiert werden.



Über die Allokation der *blue bonds* soll ein unabhängiger Stabilitätsrat jedes Jahr aufs Neue entscheiden. Delpla und von Weizsäcker weisen darauf hin, dass die Unabhängigkeit des Stabilitätsrats vergleichbar mit der der EZB sein müsste, um eine politische Einflussnahme zu verhindern. Laut dem Konzept der Autoren sollen die nationalen Parlamente über die Allokations-Vorschläge abstimmen. Sollte ein Land diese ablehnen, kann es in dem betreffenden Jahr weder selbst *blue bonds* emittieren noch haftet es für die *blue bonds* der anderen Länder. Durch diese systemimmanente Sicherung können sich wirtschaftlich stärkere Länder vor dem Eigennutz schwächerer Länder schützen. Jedoch ist fraglich, wie effektiv die Umsetzung dieser Konzeption sein kann, fehlt doch ohne die Teilnahme der wirtschaftlich starken Länder die Grundlage für Eurobonds.

Im Wesentlichen unterscheidet sich das Konzept der *blue* und *red bonds* von dem der »reinen Eurobonds« darin, dass es nicht die gesamte Staatsschuld der gemeinschaftlichen Haftung durch die Mitgliedsländer der Eurozone unterstellt. *Moral hazard*-Probleme könnten mithilfe dieses Konzeptes verringert werden, da aufgrund der Veränderung der Grenzkosten der Verschuldung bei den betroffenen Staaten ein Disziplinierungseffekt herbeigeführt wird: So sinken die Grenzkosten bei den *blue bonds*, steigen bei den *red bonds* hingegen an – ein beabsichtigter Effekt.

Entgegen oft geäußerten Bedenken ist es bei dieser Form der Eurobonds nicht zu erwarten, dass Deutschlands Refinanzierungskosten langfristig in einer nicht verkräftbaren Art und Weise ansteigen.

Zwar wird oft auf die Studie des ifo-Instituts (2011) verwiesen, welches die jährlichen Mehrbelastungen für den deutschen Haushalt auf 47 Milliarden Euro sowie den Zinsaufschlag gegenüber Bundesanleihen auf 2,3 Prozent taxiert (Berg et al. 2011; Beck/Wentzel 2011). Dieser Rechnung liegt jedoch das Konzept der »reinen« Eurobonds sowie einer anteiligen, nicht gemeinschaftlichen Haftung zugrunde. Deshalb wird der Mittelwert für die Zinsen aller Euroländer verwendet, womit die Erkenntnisse der Studie zumindest hier nicht anwendbar sind.

Die Finanzierungskosten im *blue bond*-Setting können nicht mit dem Durchschnittszins gleichgesetzt werden, da sie einer gemeinschaftlichen Haftung unterliegen. Ihre Sicherheit steht in direkter Relation zur wirtschaft-

lichen Stabilität des stärksten Mitgliedlandes, da dieses im Falle eines Ausfalls für alle anderen bürgt. In der Konsequenz stellen Eurobonds einen »sicheren Hafen« dar. *Blue bonds* würden über eine hohe Liquidität verfügen (fünf bis sechs Milliarden Euro), welche vergleichbar mit US-Treasuries (ca. sieben Milliarden Euro) ist. Eurobonds könnten somit mit den US-Wertpapieren in Konkurrenz treten. Eben weil es sich um extrem sichere, hochliquide und daher niedrig verzinsten Wertpapiere handelt, werden diese bei den Investoren auf Interesse stoßen, die ihre Abhängigkeit von US-Treasuries reduzieren wollen. Anzuführen sind hier Staatsfonds von Schwellenländern, die aufgrund des Haushaltsdefizits der Vereinigten Staaten das Vertrauen in den US-Dollar verloren haben. Der IWF rechnet damit, dass die Zahl der Staaten, deren Schulden als sicher gelten, abnehmen wird. Bis 2016 könnte sich das Angebot an sicheren Anlagen um rund neun Billionen Dollar verringern. Dies entspricht 16 Prozent des aktuellen Gesamtbestandes (vgl. International Monetary Fund 2012).³ Dahingehend ist das Potenzial des Vorschlages von Delpla und von Weizsäcker sehr hoch. Nach Schätzungen belaufen sich die Ersparnisse aufgrund des Liquiditätsprivilegs von US-Treasuries auf ca. 0,8 Prozent des Nennwerts pro Jahr (Warnock/Warnock 2005).

Auch Deutschland könnte von dieser Entwicklung langfristig profitieren. So betrug die durchschnittliche Rendite zehnjähriger deutscher Anleihen vor der Krise vier Prozent. 2012 ist dieser Wert auf 1,4 Prozent gesunken (Eurostat 2012). Diese Entwicklung, welche auf einem psychologischen Effekt beruht, bei dem Deutschland als sicherer Hafen wahrgenommen wird und in der Konsequenz Kapitalströme anzieht, wird jedoch nicht dauerhaft anhalten.

Ferner besteht die Möglichkeit, Eurobonds durch einen Ausgleichsmechanismus so auszugestalten, dass Deutschland an den Refinanzierungsgewinnen der schwächeren Eurostaaten partizipiert und somit sogar als Gewinner aus der Einführung von Eurobonds hervorgeht. Dieser Ausgleichsmechanismus würde garantieren, dass Deutschland im Bereich der *blue bonds* keine höheren Zinsen zahlen müsste als im Falle des alleinigen Ganges an den Kapitalmarkt. Die EU-Kommission hat das beispielhaft dargelegt: So finanziert sich Land A zu einem Zins von zwei Prozent am Kapitalmarkt, Land B hingegen

3. Angeloni et al. (2011) argumentieren zudem, dass Europa, will es auf dem Währungsgebiet/Reservewährung auf Augenhöhe mit den USA und China bleiben, eigene sichere Anleihen ausgeben sollte.



zu fünf Prozent. Der gemeinsame Zins für Stabilitätsanleihen liegt bei 2,5 Prozent. Um Land A nicht schlechter und Land B immer noch besser zu stellen, leistet Land B einen Ausgleich in Höhe von einem Prozent an Land A. Dieses zahlt in der Folge nur noch 1,5 Prozent Zinsen, Land B 3,5 Prozent – beide Länder profitieren (Europäische Kommission 2011).

Die gemeinschaftliche Haftung der Euroländer bis zur Grenze von 60 Prozent macht auch bei diesem Konzept Änderungen des AEUV notwendig – wie bereits bei den »reinen« Eurobonds ausgeführt. Verfassungsrechtlich wäre das Konzept in Deutschland umsetzbar. Hierbei muss der Haushaltsgesetzgeber bei der Emission von Anleihen eingebunden und das – im Einzelnen schwer zu definierende – Konzept der Begrenzung von Gewährleistungsermächtigungen, welches das Bundesverfassungsgericht aus dem Demokratieprinzip entwickelt, eingehalten werden. Danach gilt eine quantitative Begrenzung des Umgangs von Gewährleistungsermächtigungen. Allerdings ist immer auch das Ausfallrisiko zu berücksichtigen: je geringer das Ausfallrisiko, desto höher die mögliche Gewährleistung (BVerfG 2011: Rn. 131; Mayer/Heidfeld 2012: 427). Ferner darf sich das Parlament nicht seiner Haushaltsautonomie entledigen (BVerfG 2009; Mayer/Heidfeld 2012: 426).

Die 60-Prozent-Grenze zwischen den *blue* und *red bonds* sollte zudem vertraglich abgesichert werden, damit sie nicht, wenn es politisch opportun ist, aufgeweicht wird.

Der von Delpla und von Weizsäcker vorgelegte Vorschlag enthält gute Ansatzpunkte für einen mittel- bis langfristig umsetzbaren Vorschlag. Eine unabdingbare Voraussetzung für seine Umsetzung ist jedoch, dass die Mitgliedstaaten ihre Staatsverschuldung im Vorfeld senken (vgl. Frankel 2012). Denkbar wäre andernfalls bei zeitnaher Einführung, dass ein Land wie beispielsweise Italien mit einem Schuldenstand von 120 Prozent des BIP durch *blue* und *red bonds* insgesamt nicht bessergestellt wird: So würden 60 Prozent der Schulden über *blue bonds*, die anderen 60 Prozent über *red bonds* finanziert. Je nach Höhe der Zinsen auf *red bonds* könnte sich ein im Durchschnitt ähnlicher Zinssatz ergeben, wie Italien ihn bereits heute zahlt.⁴ Diese Schwachstelle greift das Konzept des Schuldentilgungsfonds auf, welches in gewisser Weise

4. In der Literatur gehen die Meinungen über die Wirksamkeit des *Blue* und *Red bond*-Vorschlages auseinander, vgl. Schütte et al. (2012).

eine Weiterentwicklung des *blue* und *red bonds*-Konzeptes darstellt. Hierin begründet sich zusätzlich, warum der in Kapitel 5 beschriebene Stufenplan, der eine schrittweise Einführung von Eurobonds vorsieht, von großer praktischer Relevanz ist.

3.2 Das Konzept des Schuldentilgungsfonds

Auch wenn es sich zunächst nicht so anhört: Das Konzept des Schuldentilgungsfonds fußt ebenfalls auf der Idee gemeinschaftlicher Haftung, allerdings einer streng konditionierten. Es basiert auf einem Vorschlag des deutschen Sachverständigenrates (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011 und 2012a).

Dieses Konzept verbindet zwei Dinge: So soll es einerseits kurzfristig Entspannung bei der Refinanzierung für die angeschlagenen Euro-Staaten schaffen – andererseits mittel- und langfristig die Schulden auf ein vernünftiges Maß reduzieren. Darüber hinaus ist der Schuldentilgungsfonds im Gegensatz zu unbefristeten Eurobonds zeitlich begrenzt.

Nach dem Vorschlag des SVR sollen die Staatsschulden, die den Maastricht-Referenzwert von 60 Prozent des BIP überschreiten, in einen gemeinsamen Tilgungsfonds mit gemeinschaftlicher Haftung ausgelagert werden. Zum Vergleich: Die Schuldenstandsquote Deutschlands betrug 2011 81,2 Prozent. Die Festlegung eines verbindlichen Tilgungsplanes für die ausgelagerten Staatsschulden, welcher Zahlungen als festen Anteil am BIP spezifiziert, soll deren Tilgung in einem Zeitraum von 20 bis 25 Jahren ermöglichen. Danach löst sich der Fonds von selbst auf. Griechenland, Irland und Portugal sind zunächst von der Teilnahme ausgeschlossen, da sie sich bereits unter dem Rettungsschirm befinden.

Am Ende der *roll-in*-Phase hätte der Fonds die Größe von ca. 2,3 Billionen Euro, wenn alle Mitgliedstaaten, die derzeit nicht unter dem Rettungsschirm sind, teilnehmen würden. Die zwei wichtigsten Teilnehmer wären Italien, mit einem Anteil von knapp über 40 Prozent, sowie Deutschland mit ca. 25 Prozent.

Die gemeinschaftliche Haftung soll nach dem Vorschlag des SVR mit einer strikten fiskalischen Disziplin einhergehen und fußt auf fünf Säulen:



- Die Voraussetzung für die Auslagerung von Schulden in den Tilgungsfonds ist die Einführung einer nationalen Schuldenbremse. Die Einhaltung könnte zum Beispiel vom EuGH überprüft werden.

Es wird ein Zeitpunkt vereinbart, bis zu dem ein ausgeglichener Haushalt erreicht werden soll (in Deutschland 2016). In der Interim-Phase läuft die Refinanzierung für die Tilgung ausstehender Anleihen sowie für die Neuverschuldung des entsprechenden Landes über den Tilgungsfonds, bis der Finanzierungsrahmen (in Höhe des Teils der ausgelagerten Staatsschulden) ausgeschöpft ist. Die Schulden werden somit nicht schlagartig, sondern sukzessive ausgelagert (sogenanntes *roll-in*). Der Tilgungsfonds selbst finanziert sich durch die Ausgabe eigener, unter gemeinschaftlicher Haftung aufgelegter Anleihen.

Nach dieser Übergangsperiode muss die Staatsschuld in Höhe von 60 Prozent wieder allein über den Markt finanziert werden. Der Rest verbleibt im Fonds und muss getilgt werden. Ersteres hat eine disziplinierende Wirkung, womit ein erneuter Anstieg der Verschuldung verhindert werden soll.

- Zusammen mit dem Tilgungsfonds wird eine gemeinsam festgelegte, mittelfristige Konsolidierungs- und Wachstumsstrategie vereinbart.

- Die gemeinsame Haftung für neue Schulden wird ausgesetzt, wenn ein Land den in der Konsolidierungs- und Wachstumsstrategie vorgegebenen Verpflichtungen nicht nachkommt. Das *roll-in* wird dann abgebrochen, das Land müsste sich dann wieder alleine am Kapitalmarkt finanzieren.

- Die Teilnehmerländer müssen einen Teil der nationalen Währungsreserven verpfänden, um Haftungsrisiken zu begrenzen und eine angemessene Eigenbeteiligung sicherzustellen. Ein Betrag von 20 Prozent der vom Fonds übernommenen Kredite kann auf diese Weise abgesichert werden.

- Zur Sicherung der Schuldentilgung gegenüber dem Fonds soll seitens der Länder ein Aufschlag auf nationale Steuern (Mehrwertsteuer und/oder Einkommensteuer) vorgenommen werden, deren Aufkommen direkt in den Tilgungsfonds fließt.

Diese Begleitmaßnahmen sollen die teilnehmenden Staaten disziplinieren und im Fall eines Ausfalls die Haftung der anderen Staaten beschränken. So sind drei bis vier Jahre des Nicht-Zahlens eines Landes zusätzlich durch die nationalen Sicherheiten gedeckt. Dieser Puffer ermöglicht es, in dieser Zeit eine Lösung zu finden. Zu Zahlungen durch die anderen europäischen Mitgliedstaaten kommt es darüber hinaus nur, wenn der Haftungsfall, dessen Umfang die hinterlegten Sicherheiten überschreitet, auch eintritt.

Es muss sichergestellt werden, dass die Zuweisungen an den Tilgungsfonds so gestaltet werden, dass der Abbau der ausgelagerten Schulden innerhalb von 20 bis 25 Jahren gelingt. Danach soll der Tilgungsfonds sich quasi automatisch abschaffen. Dies – das unterstreicht der SVR ausdrücklich – ist ein wesentlicher Unterschied zu dem Konzept der Eurobonds.

Problematisch ist jedoch, dass die Länder mit einem höheren Schuldenstand auch mehr Anstrengungen zum Abbau der Staatsschuld unternehmen müssen, um diese im selben Zeitraum wie die niedriger verschuldeten Länder abzubauen.⁵ Dies macht in den derzeit von der Krise besonders betroffenen Ländern höhere Primärüberschüsse ihrer Haushalte als in den wirtschaftlich starken Ländern notwendig, damit die Tilgung nicht über die Aufnahme neuer Schulden geschieht. Dass dies gelingt, ist in der momentanen Situation nicht sehr wahrscheinlich. So rechnet der SVR am Beispiel Italiens vor, wie der Tilgungspfad aussehen könnte: Um die vorgegebenen Ziele zu erreichen, unterstellt der Sachverständigenrat einen Primärüberschuss Italiens in Höhe von 4,2 Prozent des BIP pro Jahr sowie ein BIP-Wachstum von drei Prozent (1,95 Prozent für 2012). Dies ist sehr ambitioniert, da nur drei Industrie- und sechs Schwellenländer in den vergangenen zehn Jahren einen Primärüberschuss von über vier Prozent aufweisen konnten (Vallée 2012).

Flankierend zur Schuldentilgung muss der Pakt daher eine konkrete Wachstumsstrategie für jedes Land vorsehen. Nur eine Kombination aus nachhaltiger Finanzpolitik und Stärkung der Wachstumskräfte kann dauerhaft niedrige Anleihezinsen und solide Wachstumschancen wahren. Deswegen gilt auch für diesen Vorschlag: Er muss mit dem Ausbau der Wirtschafts- und Währungs-

5. Dies erkennt auch der Sachverständigenrat an, siehe Bofinger et al. (2011).



union zu einer Fiskalunion einhergehen, welche eine verbindliche Koordinierung der Haushalts- und Wirtschaftspolitiken der Mitgliedstaaten umfasst.

Der zinsdämpfende Effekt bedeutet einen Zeitgewinn für einen verträglichen Konsolidierungspfad und wachstumsfördernde Reformen. Dafür sind allerdings die vorgeschlagenen Instrumente fiskalischer Disziplin zu starr konstruiert und wirksame konjunkturfördernde Projekte bleiben gänzlich unberücksichtigt. Diese sind jedoch unerlässlich, um Primärüberschüsse zu erzielen. Zudem kann der Schuldentilgungspakt nur erfolgreich sein, wenn der EZB die Flankierung des Schuldenabbaus durch einen monetären Wachstumsmantel ermöglicht wird (vgl. Pusch 2012). Letzteres ist allerdings mittlerweile der Fall.

Zu beachten ist, dass der Schuldentilgungsfonds innerhalb der vorgesehenen 20 bis 25 Jahre bei Misserfolg nicht einfach abgeschafft werden kann. Fraglich ist, ob die jeweiligen Regierungen der Nationalstaaten in diesem Zeitraum die Regeln einhalten werden – oder ob diese, wenn es politisch opportun ist, durch die Regierungen missachtet werden (vgl. ebd.; Deutsche Bundesbank 2012). Regeln für eine glaubwürdige, gemeinschaftlich determinierte Haushalts- und Finanzpolitik müssen verbindlich sein, ebenso wie die Aussicht auf einen glaubhaften Ausschluss von Staaten im Falle eines Regelverstoßes.

Auch gegen den Schuldentilgungsfonds gibt es rechtliche Einwände. Er kann jedoch vermutlich so konstruiert werden, dass er mit hoher Wahrscheinlichkeit mit dem Verfassungsrecht in Bezug auf die Übernahme finanzieller Gewährleistungen und die Wahrung der haushaltspolitischen Gesamtverantwortung des Deutschen Bundestages vereinbar ist (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2012b). Dabei sind die Befristung finanzieller Gewährleistungen sowie die notwendige Einbindung des Haushaltsgesetzgebers tragende Motive in der Verfassungsrechtsprechung – zumal die zeitliche Begrenzung ein Indiz dafür ist, dass die haushaltspolitische Gesamtverantwortung des Parlaments nicht dauerhaft und substantiell beeinträchtigt ist.

3.3 Eurobonds mit kurzfristiger Laufzeit und beschränktem Volumen: Eurobills

Um eine Alternative zu der langfristigen Bindung, die mit Eurobonds in den bislang genannten Versionen eingegangen wird, zu schaffen, schlagen Christian Hellwig und Thomas Philippon im Dezember 2011 »Eurobills« vor (Hellwig und Philippon 2011).

Eurobills sind Eurobonds für Laufzeiten von weniger als einem Jahr, welche die kurzfristigen Schulden finanzieren sollen.

Zu diesem Zweck gründen die Eurostaaten eine gemeinsame Schuldenagentur, welche die Eurobills ausgeben soll. Diese Form der Gemeinschaftsanleihen können bis zu einem Umfang von maximal zehn Prozent des Eurozonen-BIP ausgegeben werden. Für 2012 hätte dies bedeutet, dass ca. die Hälfte aller Refinanzierungsnotwendigkeiten gedeckt worden wären. Dies würde den betroffenen Staaten Zeit geben, Reformen zu implementieren, ohne von den Finanzmärkten getrieben zu werden.

Eurobills werden gemeinschaftlich von den Staaten der Eurozone garantiert. Die Teilnahme am Programm soll jedoch an Kriterien geknüpft werden wie beispielsweise Haushaltsdisziplin und die Durchführung von Reformen.

Ein entscheidender Kritikpunkt an Eurobills ist, dass sowohl ihr Volumen als auch ihre Laufzeit nicht ausreichen könnten, um die derzeitigen Probleme zu lösen. Dies sollen und können Eurobills auch nicht leisten. Sie stellen vielmehr ein ergänzendes, kurzfristiges Instrumentarium zur Behebung von Finanzierungsengpässen dar und dienen der Reduktion staatlicher Abhängigkeit von den Finanzmärkten. Mit Eurobills werden keine dauerhaften Verpflichtungen eingegangen, sodass Nachjustierungen oder gar das komplette Einstellen des Programms bei Abweichungen von den vorgegebenen Bedingungen möglich sind. Ihre geringen Laufzeiten und ihr begrenztes Volumen verringern die Risiken. Gerade dies kann dem Programm Glaubwürdigkeit verleihen. Demgegenüber ist zu konzedieren, dass die Wirkung des Programms auf die langfristige Refinanzierungsfähigkeit von Euro-Mitgliedstaaten begrenzt ist und auf diese Weise die eingangs beschriebenen Vorteile von Eurobonds nur sehr eingeschränkt in der Realität zu Tage treten würden.

4. Unechte marktbasierete Eurobonds: European Safe Bonds und Euro Standard Bills

Mit der Kategorie der »unechten marktbasiereten« Eurobonds soll keine von den Mitgliedstaaten besicherte Anlageklasse geschaffen werden. Die Autoren legen auch größten Wert darauf, dass es sich hierbei nicht um Eurobonds handelt. Vielmehr sollen sich die Mitgliedstaaten zumindest im Hinblick auf »gerechtfertigte« Schulden zu niedrigen, einheitlichen Zinsen refinanzieren können.

Die beiden Modelle haben einen Gedanken gemein: Die Staaten sollen »gerechtfertigte« Kredite zu niedrigen (EU-weit einheitlichen) Zinsen aufnehmen können, »ungerechtfertigte« jedoch nur zu hohen. Auf diese Weise soll sichergestellt werden, dass laxer Disziplin bestraft wird, echte Anstrengungen hingegen gefördert. Dabei wird vorgeschlagen, jeweils gemeinschaftliche EU-Anleihen zu schaffen und diese im Falle einer Staatsinsolvenz bevorzugt zu bedienen.

»European Safe Bonds« wurden Ende 2011 von Euro-nomics ins Gespräch gebracht (Euro-nomics group 2011), Euro Standard Bills von der European Economic Advisory Group (EAAG) im darauffolgenden Jahr (EEAG 2012; ebenso Sinn 2012).

4.1 Das Konzept der European Safe Bonds

Nach dem Konzept der European Safe Bonds⁶ kauft eine europäische Schuldenagentur nationale Anleihen nach einem bestimmten Schlüssel auf, zum Beispiel entsprechend der Wirtschaftsleistung der letzten fünf Jahre. Die Obergrenze des Aufkaufs nationaler Anleihen soll auf maximal 60 Prozent des jeweiligen BIPs begrenzt sein, und diese Grenze sollte vertraglich festgeschrieben werden.

Die Schuldenagentur hält diese Anleihen als Wertpapiere in ihrer Bilanz und nutzt sie als Sicherheit, um zwei Arten von Wertpapieren auszugeben:

European Senior Bonds (ESBies): Beim Ausfall eines Wertpapiers des Portfolios sind die Ansprüche aus den

ESBies vorrangig. Zusätzlich zahlen die Mitgliedstaaten Kapital ein, mit dem mögliche Verluste ausgeglichen werden können. In der Konsequenz dienen die ESBies vorrangig Banken, Pensionsfonds und der EZB als sichere Anlage. Zudem könnte die Schuldenagentur Teile des *safe-haven premiums* für Verlustfälle einbehalten.

European Junior Bonds (EJB): Die Junior-Tranche des Portfolios aus den Wertpapieren wird an risikobereite Investoren verkauft. Hier spiegeln sich mögliche Ausfallrisiken eines Staates in den Renditen wider. Im Gegensatz zu den ESBies müssen Verluste hier von den Anleihebesitzern selbst getragen werden und werden nicht von der Schuldenagentur oder den Mitgliedstaaten aufgefangen. Mögliche Investoren könnten beispielsweise Hedgefonds sein.

Die Finanzierungsobergrenze von 60 Prozent des Eurozonen-BIP bedeutet einen Umfang von ca. 5,5 Billionen Euro für die neuen Bonds. Die Autoren von Euro-nomics schlagen vor, das Konzept stückweise über fünf Jahre umzusetzen. Das bedeutet, dass alle sechs Monate ca. 550 Milliarden Euro zur Verfügung stehen. Der Anteil zum Beispiel Italiens daran wäre laut Autorenberechnungen 17 Prozent. Jedes Jahr über einen Zeitraum von fünf Jahren hinweg würde die Schuldenagentur damit italienische Schulden im Umfang von 188 Milliarden Euro kaufen. Dies stellt einen großen Anteil an Italiens Neuverschuldungs-Notwendigkeiten dar. Nach dem Konzept würde zuerst die Neuverschuldung über Primärmarktaktivitäten finanziert. Sollte darüber hinaus noch Kapital zur Verfügung stehen, könnten alte Schulden umgewandelt werden.

Die Sicherheit der ESBies soll durch drei Instrumente garantiert werden: Diversifikation (alle nationalen Anleihen kommen in einen Topf, zwischen ihnen besteht – zumindest aktuell – eine negative Korrelation, welche eine stabilisierende Wirkung haben kann), Tranching (*senior, junior tranche*) und Kapitalpuffer (erst werden die Halter der *junior bonds* in die Pflicht genommen, dann wird der Kapitalpuffer abgeschmolzen und danach können mögliche Verpflichtungen auf die Halter der *senior bonds* umgelegt werden). Laut Simulationen von Euro-nomics sind die ESBies sicherer als deutsche Bundesanleihen. Dieses Konzept soll zudem Transfers und eine unbegrenzte Schuldenübernahme zwischen den Ländern ausschließen, was Vertragsänderungen oder eine verstärkte fiskalische Integration obsolet macht.

6. Beck et al. (2011) haben ein ähnliches Konzept vorgelegt: »synthetische Eurobonds«. Diese unterscheiden sich vom vorliegenden Vorschlag jedoch dadurch, dass sie nur das Instrument der Diversifikation nutzen, jedoch nicht das Tranching sowie Kapitalgarantien.



Den Erfolg der European Safe Bonds machen die Autoren von Euro-nomics von der Einführung zweier wichtiger regulatorischer Änderungen abhängig:

- Die EZB bevorzugt die ESBies und akzeptiert sie als Hauptform der Sicherheiten, was in letzter Konsequenz auch das Risiko für die EZB mindert.
- Die Bankenregulierer geben ESBies ein Risikogewicht von Null, nationale Anleihen oder auch die Junior-Tranche werden in schlechtere Kategorien eingestuft. Somit weiß jeder Investor – ob privat oder institutionell – beim Kauf, worauf er sich einlässt. Rettungsaktionen und Entschädigungen sind in der Konsequenz ausgeschlossen.

Die Autoren der Euro-nomics group legen Wert darauf, dass ESBies nicht mit Eurobonds gleichzusetzen seien. Dies liegt zum einen an der Konstruktion, die keine Gesamt- und auch keine teilschuldnerische Haftung anderer Mitgliedstaaten beinhaltet. Die Sicherheit der ESBies wird durch Marktmechanismen hergestellt. Der Teil, der nicht über ESBies refinanziert werden kann, würde über European Junior Bonds finanziert. Hier wirken normale Marktmechanismen, und die Bonität der Mitgliedstaaten bestimmt hier weiterhin den Kurs. Die Art der Gestaltung der European Safe Bonds erinnert allerdings an Collateralized Debt Obligations (CDOs), welche mitverantwortlich für den Ausbruch der Finanzkrise 2008 waren. Damals hatten Banken US-Hypotheken aufgekauft, gebündelt und die Tranchen zu dem Risiko nicht angemessenen Preisen weiterverkauft. European Safe Bonds unterscheiden sich insofern von den CDOs, als dass sie transparent sind. Die CDOs hingegen waren komplett intransparent, weil es für die einzelnen Hypotheken keinen Preis gab. Vor dem Hintergrund dieser Erfahrungen ist es dennoch fraglich, ob sich die Vertrauenskrise mittels Finanzengineering lösen lässt. Die Diskussion um das *leveraging* der Rettungsschirme hat die Probleme eines solchen Vorgehens offenbart.

Die Wirkungsweise von European Safe Bonds gestaltet sich ähnlich derer von Konzepten mit gesamtschuldnerischer Haftung für einen Teil der Staatsschulden. Der Vorteil wäre, dass formal keine gesamtschuldnerische Haftung – auch nicht für einen Teil der Schulden – notwendig wäre. Ferner käme diese Form der Eurobonds ohne Fiskalunion aus.

Der Erfolg dieses Modells hängt allerdings von der Konstruktion ausreichend »sicherer« ESBies ab. Es ist aber keineswegs gewährleistet, dass stets genug Anleihen (von jedem Land) im hinreichenden Maße zur Verfügung stehen. Ferner wird die EZB in die Pflicht genommen, sodass indirekt wieder eine Haftung der Mitgliedstaaten gemäß ihrem Anteil am Kapital der EZB erfolgt – wenn auch nur für die »sicheren« ESBies.

Dieses Konzept würde zwar keine Vertragsänderungen samt Fiskalunion notwendig machen, allerdings durchaus weitreichende regulatorische Änderungen. Zu diesen zählt auf lange Sicht die Option des Ausstiegs aus dieser Form der Finanzierung, welche – entgegen der Auffassung der Euro-nomics group – aus unserer Sicht allenfalls langfristig möglich wäre (vgl. Vallée 2012).

Insgesamt scheinen Zweifel angebracht, ob mittels Bündelung und Stückelung von Staatsschulden in »gute« und »schlechte« Schulden sowie angesichts der in der Finanzkrise gemachten Erfahrungen die Refinanzierungsprobleme der Mitgliedstaaten gelöst werden können.

4.2 Das Konzept der Euro Standard Bills

Die European Economic Advisory Group setzt mit ihrem Konzept der Euro Standard Bills ebenfalls auf den Markt. Anders als bei Hellwig und Philippon sollen aber keine gemeinsamen, sondern weiterhin individuelle Anleihen ausgegeben werden (EEAG 2012). Diese sollen für Anleger attraktiv gemacht werden, indem sie strengen, einheitlichen Regeln unterliegen sowie bevorzugt bedient, durch ein Pfand (Immobilien oder Steuereinnahmen) besichert und auf einen bestimmten Prozentsatz der Wirtschaftsleistung begrenzt werden. Abhängig von der Bonität der einzelnen Länder ergeben sich dabei allerdings Unterschiede in den individuellen Zinsraten. Der Mehrwert dieses Instruments wird deswegen nicht wirklich klar zumal dieses nur einen relativ kleinen Teil der »gerechtfertigten« Schulden umfasst.

5. Ausblick: Ein Stufenplan für Eurobonds als Teil einer Fiskalunion

Eurobonds können dabei helfen, dass sich Mitgliedstaaten zu tragfähigen Konditionen am Kapitalmarkt finan-



zieren können und auf einen nachhaltigen Schuldenpfad zurückkommen.

Die in den Kapiteln 2 bis 4 erläuterten Konzeptionen von Eurobonds, zusammen mit den notwendigen Maßnahmen zum Aufbau einer wirksamen Fiskalunion sowie der notwendigen weiteren Verstärkung der gemeinsamen Wirtschafts- und Finanzpolitik, lassen sich dabei wie folgt im Rahmen eines Stufenplans nach dem »Baukastensystem« kombinieren. Dabei gibt es zwei grundsätzliche Modelle (Claessens et al. 2012).

Nach dem ersten Modell erfolgt

1. eine Einigung der Mitgliedstaaten auf eine Fiskalunion,
2. anschließend die Einführung von Eurobills, wie in 3.3 vorgestellt.
3. In einem nächsten Schritt werden *blue* und *red bonds* eingeführt, wie in 3.1 erläutert,
4. am Ende steht ein Europäisches Finanzministerium.

Das zweite Modell geht ebenfalls von

1. einer Einigung auf eine Fiskalunion aus,
2. im Folgenden wird ein Schuldentilgungspakt geschlossen, wie in 3.2 dargestellt.
3. Der nächste Schritt wäre der zu den unter 3.1 diskutierten *blue* und *red bonds*,
4. und auch hier steht am Ende ein Europäisches Finanzministerium.

Aufgrund mangelnder Erfahrungen mit der Größenordnung und damit verbundenen Auswirkungen einer großvolumigen gemeinschaftlichen Haftung sowie des Aufbaus notwendiger politischer Governance-Strukturen ist eine schrittweise Lösung nach dem »Baukastensystem« empfehlenswert, mit welcher sich die Staaten nicht von Anfang an auf Dauer binden. Das neu einzurichtende europäische Finanzministerium stünde dabei für die institutionell und regulatorisch abgebildete und demokratisch rückgekoppelte Integration der Finanz- und Haushaltspolitik in der Eurozone.

Klar ist auch: Eurobonds müssen in ein Institutionengefüge im Rahmen einer Wirtschafts- und Fiskalunion eingebettet werden, sodass ihre Einführung begleitet wird vom Aufbau umfassender Koordinierungs-, Kontroll- und Eingriffsrechte.

Ohne eine vertiefende, wirtschaftliche und politische Integration zu einer Fiskalunion, die es auch ermöglicht, Wachstumsimpulse zu generieren, sind großvolumige Eurobonds schwer vorstellbar.⁷ Dazu müssen die Nationalstaaten perspektivisch mehr Souveränitätsrechte an die Gemeinschaft abtreten, der präventive Arm des Stabilitäts- und Wachstumspakts weiter gestärkt werden (Steinbach/Steinberg 2010). Ein erster Schritt ist mit der Einführung des Europäischen Semesters erfolgt⁸, dessen Bedeutung nach wie vor unterschätzt wird. Seitdem müssen die 17 Euro-Staaten ihre Haushalte künftig nach einem gemeinsamen Zeitplan und einheitlichen Regeln vorbereiten und vor dem endgültigen Beschluss durch die Europäische Kommission bestätigen lassen.

Ebenso notwendig ist angebotsseitig der Aufbau einer international wettbewerbsfähigen Produktpalette (Brenke 2012; Stobbe/Pawlicki 2011). Die Umstellung auf eine wissensintensive Produktpalette/Wirtschaftsstruktur unterstreicht in diesem Zusammenhang besonders die Relevanz von Investitionen in Humankapital (Wolf 2012). In diesem Rahmen müssen auch Produktivitätsunterschiede überwunden werden, um zu verhindern, dass Europa dauerhaft in einen starken und einen schwachen Teil gespalten wird (Kollatz-Ahnen 2012).

Neben präventiven Maßnahmen werden auch schärfere reaktive Maßnahmen notwendig sein. In diesem Zusammenhang gibt es diverse Vorschläge, die diskutiert werden:

- Ein Land, das permanent gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt verstößt, soll vor dem EuGH verklagt werden können. Dies ist bisher durch Art. 126 Abs. 10 AEUV ausgeschlossen.
- Ein weiterer Vorschlag sind »automatische Sanktionen« gegen Defizitländer, wofür eine Änderung von Art. 121 AEUV nötig wäre.

7. Weitergehende Überlegungen zu diesem Thema finden sich in: Tirole (2012), Claessens et al. (2012), Hacker (2011).

8. Vgl. zum Ergebnis des ersten »Semesters« den Bericht der Europäischen Kommission KOM(2011) 400 endgültig.

- Schließlich wird die Schaffung des Postens eines Stabilitätskommissars diskutiert, der direkte Durchgriffsrechte in die nationalen Haushalte erhält.

Dabei ist sicherzustellen, dass Sanktionen demokratisch rückgekoppelt werden – das Europäische Parlament und die nationalen Parlamente müssen zumindest im Rahmen der Implementierung der Mechanismen beteiligt sein.

Eurobonds können natürlich nicht alle Probleme der Eurozone lösen. Sie sind lediglich *ein* Baustein im Rahmen einer Fiskalunion. Eine allein auf Liquidität gerichtete Lösung ohne institutionelle Begleitmaßnahmen ist nicht zielführend.

Analysiert man die verschiedenen Versionen von Eurobonds und bettet sie konzeptuell und institutionell in den Aufbau einer demokratisch rückgekoppelten Fiskalunion ein, so zeigt sich, dass sie ein wichtiges und wohl auch unumgängliches Element einer lebensfähigen Wirtschafts- und Währungsunion sind. Ohne ein solches Mittel ist die Eurozone ein Währungsraum, der nicht annähernd die Voraussetzungen aufweist, die eine Währungsunion zum Überleben benötigt. Doch auch mit Eurobonds wäre die Eurozone noch weit von den Voraussetzungen eines »optimalen Währungsraumes« entfernt (Mundell 1961). Die alternativen Mittel – Erhöhung der Transfers, europäische Sozialversicherungssysteme – sind politisch wohl noch deutlich schwieriger umzusetzen als der vorgeschlagene stufenweise Aufbau einer echten politischen Fiskalunion mit schrittweiser Vergemeinschaftung eines Teils der Finanzierung.



- Angeloni, Ignazio; Bénassy-Quéré, Agnès; Carton, Benjamin; Destais, Christophe; Darvas, Zsolt; Pisani-Ferry, Jean; Sapir, André; Vallée, Shahin** (2011): Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective, CEPII Research Report, 2011/01.
- Beck, Hanno; Wentzel, Dirk** (2011): Eurobonds – Wunderwaffe oder Sprengsatz für die Europäische Union?, in: *Wirtschaftsdienst*, Oktober Ausgabe 91/10: 717–723.
- Beck, Thorsten; Uhlig, Harald; Wagner, Wolf** (2011): Insulating the financial sector from the European debt crisis: Eurobonds without public guarantees, September 2011.
- Berg, Tim Oliver; Carstensen, Kai; Sinn, Hans Werner** (2011): Was kosten Eurobonds?, in: *ifo Schnelldienst* 17/2011: 25–33; <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1211447.PDF> (aufgerufen am 4.2.2013).
- Bofinger, Peter; Feld, Lars P; Franz, Wolfgang; Schmidt, Christoph M; Weder di Mauro, Beatrice** (2011): A European Redemption Pact, *VoxEU.org*; <http://www.voxeu.org/article/european-redemption-pact> (aufgerufen am 4.2.2013).
- Brenke, Karl** (2012): Die griechische Wirtschaft braucht eine Wachstumsstrategie, in: *DIW Wochenbericht* 5/2012.
- Brüderle, Rainer** (2012): Brüderle will Spanier in Deutschland ausbilden, in *Die Welt* vom 28.05.2012; <http://www.welt.de/politik/deutschland/article106383962/Bruederle-will-Spanier-in-Deutschland-ausbilden.html> (aufgerufen am 4.2.2013).
- BVerfGE** (2011): Neue Juristische Wochenschrift 2011, S. 2946, Randnummer 100 – Eurorettung.
- BVerfGE** (2009): 123, 267 (361) – Lissabon.
- Claessens, Stijn; Mody, Ashoka; Vallée, Shahin** (2012): Paths to Eurobonds, *IMF Working Paper* WP/12/172, Juli 2012.
- Delpla, Jacques; von Weizsäcker, Jakob** (2010): The Blue Bond Proposal, *Bruegel Policy Brief* 2010/03.
- (2011): Eurobonds. Das *Blue Bond*-Konzept und seine Implikationen, in: Friedrich-Ebert-Stiftung, *Perspektive*, Berlin.
- Deutsche Bundesbank** (2012): *Monatsbericht Juni 2012*, Frankfurt am Main.
- Euro-nomics group** (2011): ESBies: A realistic reform of Europe's Financial Architecture, in: Beck, Thorsten (Hrsg.): *The Future of Banking*. London: CEPR; http://www.voxeu.org/sites/default/files/file/the_future_of_banking.pdf (aufgerufen am 4.2.2013).
- Europäische Kommission** (2011): Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds; http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green_paper_en.pdf (aufgerufen am 4.2.2013).
- European Economic Advisory Group** (2012): The EEAG Report on the European Economy, CESifo 2012.
- Eurostat** (2012): Langfristige Rendite öffentlicher Anleihen; <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=de&pcode=teimf050&plugin=0> (aufgerufen am 4.2.2013).
- Frankel, Jeffrey** (2012): Could Eurobonds be the answer to the Eurozone crisis?, in: *VoxEU.org* (Juni 2012); <http://www.voxeu.org/article/could-eurobonds-be-answer-eurozone-crisis> (aufgerufen am 4.2.2013).
- Hacker, Björn** (2011): Konturen einer Politischen Union, Friedrich-Ebert-Stiftung, *Internationale Politikanalyse*, Berlin.
- Hellwig, Christian; Philippon, Thomas** (2011): Eurobills, not Eurobonds, in: *VoxEU.org* (Dezember 2011); <http://www.voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds> (aufgerufen am 4.2.2013).
- Ifo Institut** (2012): Haftungspegel; http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Haftungspegel.html#_edn3 (aufgerufen am 4.2.2013).
- International Monetary Fund** (2012): Global Financial Stability Report. The Quest for Lasting Stability; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/pdf/text.pdf> (aufgerufen am 4.2.2013).
- Kollatz-Ahnen, Matthias** (2012): Ein Wachstumsprogramm für Europa, in: Friedrich-Ebert-Stiftung, *Internationale Politikanalyse*, Berlin; <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/09201.pdf> (aufgerufen am 4.2.2013).
- Lane, Philip R.** (2012): The European Sovereign Debt Crisis, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 26, Number 3, Summer 2012: 49–68.
- Mayer, Franz C.; Heidfeld, Christian** (2012): Verfassungs- und europarechtliche Aspekte der Einführung von Eurobonds, in: *Neue Juristische Wochenschrift* (7/2012): 422 ff.
- Mundell, Robert A.** (1961): A Theory of Optimum Currency Areas, in: *The American Economic Review* Vol. 51/1961.
- Priewe, Jan** (2011): Die Weltwirtschaft im Ungleichgewicht. Ursachen, Gefahren, Korrekturen, in: *WISO Diskurs* (Juni 2011); <http://library.fes.de/pdf-files/wiso/08171.pdf> (aufgerufen am 4.2.2013).
- Pusch, Toralf** (2012): Kann ein Schuldentilgungspakt Europa aus der Krise führen?, in: Friedrich-Ebert-Stiftung, *Internationale Politikanalyse*, Berlin.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung** (2011): Verantwortung für Europa wahrnehmen. Jahresgutachten 2011/12. Paderborn: Bonifatius.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung** (2012a): Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen. Sondergutachten gemäß § 6 Absatz 2, Satz 1 des Gesetzes über die Bildung eines Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 5. Juli 2012.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung** (2012b): Verfassungsrechtliche Grenzen und Möglichkeiten für eine Umsetzung des Schuldentilgungspaktes des Sachverständigenrates, Gutachten im Auftrag des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung von Prof. Dr. Frank Schorkopf.



Schäfer, Hans-Bernd (2012): Eurobonds – Gruppenhaftung im Clan bedroht die Bürgergesellschaft und den Sozialstaat, *Wirtschaftsdienst*, Ausgabe 91/9: 609–612.

Schütte, Martin; Blanchard, Nicholas; Hüther, Michael; Lucke, Bernd (2012): Eurobonds: Kann eine Unterteilung in Blue bonds und Red bonds das Risiko für die Euroländer minimieren?, in: *ifo Schnelldienst* 4/2012, 65.Jg.

Sinn, Hans-Werner (2012): *Die Target-Falle – Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, Hanser Verlag, München.

Steinbach, Armin; Steinberg, Philipp (2010): Nach der Krise ist vor der Krise. Haben wir die richtigen Lehren gezogen, und was bleibt zu tun?, in: *WISO direkt*, Friedrich-Ebert-Stiftung; <http://library.fes.de/pdf-files/wiso/07551.pdf> (aufgerufen am 4.2.2013).

Stobbe, Antje; Pawlicki, Peter (2011): Griechenland, Irland, Portugal. Mehr Wachstum durch Innovationen, in: *Deutsche Bank research* (16.11.2011); http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000280869.PDF (aufgerufen am 4.2.2013).

Tirole, Jean (2012): The Euro Crisis: Some Reflexions on institutional reform, in: *Banque de France, Financial Stability Review* No. 16, April 2012.

Vallée, Shahin (2012): The Road to a Common Euro Area Debt Issuance Mechanism. Presentation before the European Parliament; http://www.bruegel.org/fileadmin/bruegel_files/Blog_pictures/eurobonds_EP_snv.pdf (aufgerufen am 4.2.2013).

Völpel, Henning (2012): Eurobonds – Ausweg oder Irrweg?, *Wirtschaftsdienst*, Ausgabe 92/6: 358–359.

Warnock, Francis E.; Warnock, Veronica C. (2005): International Capital Flows and U.S. Interest Rates, in: *International Finance Discussion Papers* Vol. 840/2005, 1 ff.

Welfens, Paul J.J. (2011): Für zentralisierte Eurobonds, Strukturreformen und eine Euro-Union, *Wirtschaftsdienst*, Ausgabe 91/9: 613–620.

Wolf, Nikolaus (2012): Crisis and Policy Responses within the Political Trilemma: Europe, 1929–1936 and 2008–2011, in: *EHES Working Papers in Economic History* 16/2012; http://ehes.org/EHES_No16.pdf (aufgerufen am 4.2.2013).



Über die Autoren

Caroline Somnitz, B.Sc., ist Masterstudentin der Volkswirtschaftslehre an der Humboldt-Universität zu Berlin und Mitarbeiterin beim SPD-Parteivorstand.

Dr. Philipp Steinberg ist Referent des Parteivorsitzenden der SPD und stellvertretender Landesvorsitzender der Berliner SPD.

Impressum

Friedrich-Ebert-Stiftung
Internationale Politikanalyse | Abteilung Internationaler Dialog
Hiroshimastraße 28 | 10785 Berlin | Deutschland

Verantwortlich:
Dr. Ernst Hillebrand, Leiter Internationale Politikanalyse

Tel.: ++49-30-269-35-7745 | Fax: ++49-30-269-35-9248
www.fes.de/ipa

Bestellungen/Kontakt hier:
info.ipa@fes.de

Die Internationale Politikanalyse (IPA) ist die Analyseeinheit der Abteilung Internationaler Dialog der Friedrich-Ebert-Stiftung. In unseren Publikationen und Studien bearbeiten wir Schlüsselthemen der europäischen und internationalen Politik, Wirtschaft und Gesellschaft. Unser Ziel ist die Entwicklung von politischen Handlungsempfehlungen und Szenarien aus der Perspektive der Sozialen Demokratie.

Diese Publikation erscheint im Rahmen der Arbeitslinie »Europäische Wirtschafts- und Sozialpolitik«, Redaktion: Dr. Björn Hacker, bjoern.hacker@fes.de. Redaktionsassistentz: Nora Neye, nora.neye@fes.de.

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.

Diese Publikation wird auf Papier aus nachhaltiger Forstwirtschaft gedruckt.



ISBN 978-3-86498-485-3