

## Oktober 2011

---

➤ **Thema des Monats:**

**Eurobonds kein Instrument zur Lösung der Schuldenkrise**

Eurobonds erhöhen Anreiz zur Verschuldung

Glaubwürdige Defizit- und Verschuldungsobergrenze als Mindestvoraussetzung

Dauerhafte Stabilität nur durch Harmonisierung weiterer Politikbereiche

Finanzierung des deutschen Staatshaushaltes würde teurer

Blue Bond-Konzept beinhaltet große Unsicherheiten

## Research Team

### **Dr. Marco Bargel**

Chefvolkswirt  
marco.bargel@postbank.de

### **Heinrich Bayer**

heinrich.bayer@postbank.de

### **Elke Brogsitter**

elke.brogsitter@postbank.de

### **Matthias Göthel**

matthias.goethel@postbank.de

### **Thilo Heidrich**

thilo.heidrich@postbank.de

### **Heinz-Gerd Sonnenschein**

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

[www.postbank.de/research](http://www.postbank.de/research)

Redaktionsschluss: 21.09.2011

Deutsche Postbank AG  
Zentrale  
Friedrich-Ebert-Allee 114-126  
53113 Bonn  
Telefon: (0228)920-0

### **Disclaimer:**

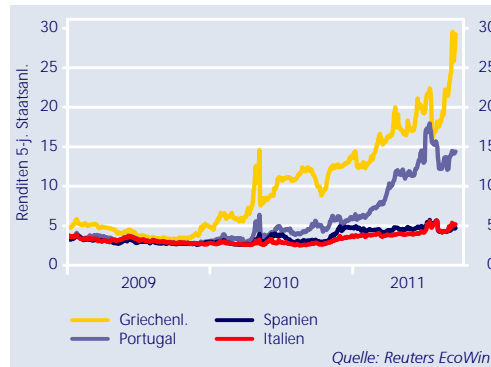
Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; Postbank Research garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

## Eurobonds kein Instrument zur Lösung der Schuldenkrise

Nachdem sich die Situation an den Märkten für Anleihen der Euro-Peripheriestaaten auch nach Verabschiedung eines weiteren Rettungspaketes für Griechenland nicht nachhaltig stabilisiert hat, sind zuletzt wieder Eurobonds als ein möglicher Lösungsweg in den Fokus geraten. Von den Eurostaaten gemeinschaftlich begebene Anleihen - so die Idee - würden überschuldeten Mitgliedsländern eine Finanzierung ihrer Haushalte zu günstigeren Konditionen ermöglichen und dadurch eine weitere krisenhafte Zuspitzung durch immer höhere Risikoaufschläge an den Kapitalmärkten verhindern.

Bei der Ausgestaltung von Eurobonds sind unterschiedliche Lösungen denkbar. Zum einen können Anleihen gemeinschaftlich von einem Emissionsvehikel begeben werden, wobei die Emissionserlöse auf die beteiligten Staaten aufgeteilt werden. Zum anderen können die Euro-Länder auch weiterhin selbst Anleihen emittieren, die aber von den anderen Mitgliedsländern garantiert werden. Unabhängig von der gewählten Lösung ist eine gesamtschuldnerische Haftung der Euro-Mitgliedstaaten von entscheidender Bedeutung. Nur wenn jeder einzelne Staat für die vertragsgerechte Bedienung der Anleihe in voller Höhe einsteht, ist eine erstklassige Bewertung der Emissionen durch Ratingagenturen gewährleistet. Einzelne Ratingagenturen haben bereits angekündigt, dass sich das Rating bei einer nur anteiligen Haftung der einzelnen Staaten am Rating des schwächsten Mitglieds ausrichten würde. Denn bei einer solchen begrenzten Haftung würden erstklassige Schuldner wie Deutschland nur mit einem Anteil, bspw. entsprechend ihrer Beteiligung am EZB-Kapital, haften. Damit wären die mit einer Ratingverbesserung verbundenen Finanzierungsvorteile für die Peripherieländer verloren. Ersatzweise käme auch eine „Überdeckung“ der Anleihen durch entsprechend hohe Garantien der einzelnen Mitgliedstaaten in Frage, so dass trotz anteiliger Haftung, wie z.B. heute beim Hilfsfonds EFSF, ein „AAA“-Rating der Eurobonds erreicht werden könnte.

### Keine Entspannung an den Märkten trotz neuem Rettungspaket



### Eurobonds erhöhen Anreiz zur Verschuldung

Eurobonds sind allerdings mit einer Reihe signifikanter Probleme verbunden, so dass ihre Einführung unter den derzeitigen Rahmenbedingungen sogar kontraproduktiv wäre. Ein gewichtiges Argument gegen Eurobonds sind die damit verbundenen Fehlanreize für die Fiskalpolitik in den einzelnen Mitgliedsländern. Würden alle Defizite über gemeinschaftliche Anleihen finanziert, bestünde kaum mehr ein Anreiz zu sparen. Der Markt als disziplinierender Faktor würde entfallen, da bei fiskalpolitischem Fehlverhalten kaum Sanktionen über höhere Finanzierungskosten zu erwarten wären. Insbesondere kleine und mittelgroße Staaten können davon ausgehen, dass ein höheres Defizit isoliert betrachtet zunächst keinen Einfluss auf die Finanzierungskosten hätte, da ihr Anteil an der Gesamtverschuldung des Euroraums gering ist. Insofern würden Eurobonds das zugrundeliegende Problem der Überschuldung sogar noch verschärfen, eine Lösung für die Verschuldungsproblematik stellen sie auf keinen Fall dar.

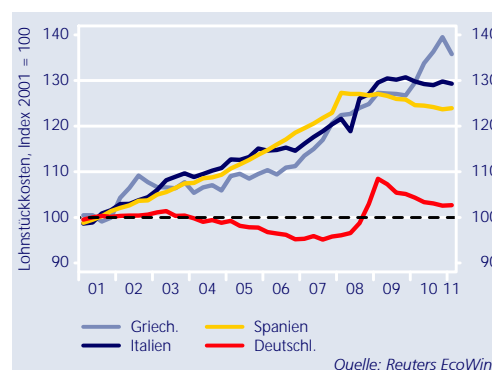
## Glaubwürdige Defizit- und Verschuldungsobergrenze als Mindestvoraussetzung

Ein solches *Moral Hazard*-Verhalten, also die Neigung einzelner Staaten sich zulasten der Gemeinschaft übermäßig zu verschulden, muss durch institutionelle Mechanismen unterbunden werden, wenn der Markt seine Funktion als Kontrollinstanz nicht mehr erfüllen kann. Andernfalls wären auf lange Sicht eine Überschuldung der Gemeinschaft und eine Verteuerung der Finanzierung für alle beteiligten Länder nicht zu verhindern. Als Mindestvoraussetzung einer Einführung von Eurobonds muss daher die Verankerung einer glaubwürdigen Defizit- und Verschuldungsobergrenze angesehen werden. Dies setzt vor allem die Implementierung eines konsequenten und automatischen Sanktionsmechanismus bei Nichteinhaltung der Obergrenzen voraus. Die Erfahrungen mit dem bisherigen Stabilitäts- und Wachstumspakt (Maastrichter Vertrag) haben gezeigt, dass Sanktionen, die durch einfachen Mehrheitsbeschluss der Mitgliedstaaten verabschiedet werden müssen, im Zweifelsfall nicht greifen. Der vorliegende Entwurf zur Reform des Paktes bringt diesbezüglich zwar eine Verbesserung, da Strafen automatisch in Kraft treten, wenn nicht eine Mehrheit der Mitgliedstaaten dagegen stimmt. Insofern liegt die Hürde für ein Außerkraftsetzen des Sanktionsmechanismus etwas höher. Ob dies ausreicht, Sanktionen bei Überschreitung der Defizitobergrenzen tatsächlich gegen mögliche politische Widerstände durchzusetzen, darf aufgrund der negativen Erfahrungen aus der Vergangenheit aber bezweifelt werden.

Weitere zentrale Bestandteile eines wirkamen Kontrollmechanismus, wie die frühzeitige Androhung von Sanktionen (auch bereits im Vorfeld einer Defizitüberschreitung) sowie die Verpflichtung zur Rückführung des Verschuldungsstandes bei Überschreitung der Obergrenze von 60% des BIP sind im aktuellen Entwurf enthalten und sollten auch entsprechend umgesetzt werden. Nicht berücksichtigt ist bisher die Forderung nach einem ausgeglichenen Haushalt über

den gesamten Konjunkturzyklus hinweg, wodurch die Glaubwürdigkeit einer dauerhaften stabilitätsorientierten Fiskalpolitik weiter erhöht würde. Deutschland hat den Stabilitäts- und Wachstumspakt daher um eine nationale Schuldenbremse ergänzt, die einen Ausgleich des strukturellen (= konjunktur-unabhängigen) Haushaltssaldos vorsieht. Durch nationale Vorschriften kann und sollte darüber hinaus auch die Verantwortung der verschiedenen öffentlichen Einheiten (Bund, Länder, Kommunen) bei der Einhaltung der im Stabilitätspakt vereinbarten Obergrenzen geregelt werden. Neben Deutschland hat unter den EWU-Staaten bisher nur Spanien eine solche Schuldenbremse auf den Weg gebracht. Da im Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht alle nationalen Besonderheiten berücksichtigt werden können und die Verbindlichkeit von Defizitobergrenzen durch nationale Vorschriften weiter erhöht wird, sollten alle EWU-Mitgliedstaaten eine Schuldenbremse einführen. Nationale Regelungen müssen dabei Verfassungsrang haben, da andernfalls ein Risiko besteht, dass Defizit- und Verschuldungsgrenzen bei einer Änderung der politischen Mehrheitsverhältnisse relativ einfach außer Kraft gesetzt werden können. Leider wird diese Forderung bei der spanischen Verschuldungsbremse nicht vollständig erfüllt, da sie zwar in die Verfassung aufgenommen worden ist, Defizitobergrenzen aber in einem einfachen Ausführungsgesetz geregelt werden.

## Ohne weitreichende Harmonisierung entstehen große Ungleichgewichte



### **Dauerhafte Stabilität nur durch Harmonisierung weiterer Politikbereiche**

Aber selbst die Verankerung einer Schuldenbremse in allen Mitgliedsstaaten wird auf Dauer kaum ausreichen, um die für Eurobonds erforderlichen stabilitäts-politischen Voraussetzungen zu schaffen. Die Erfahrung der vergangenen Jahre hat gezeigt, dass sich Staaten wirtschaftlich sehr unterschiedlich entwickeln können, wenn nur ein zentraler Politikbereich, nämlich die Währungspolitik, harmonisiert wird. Ohne eine verbesserte Abstimmung weiterer wichtiger Politikbereiche werden immer wieder große wirtschaftliche Ungleichgewichte entstehen, die den Zusammenhalt der Währungsunion und ihre institutionellen Rahmenbedingungen auf lange Sicht in Frage stellen. Neben einer verbesserten Koordination der Fiskalpolitik muss daher vor allem auch eine Harmonisierung der Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik angestrebt werden. Erste Ansätze hierzu sind erkennbar. Die Initiative Deutschlands und Frankreichs in Form des Euro Plus-Paktes zielt in diese Richtung. Eine wirkungsvolle Harmonisierung ohne einen weitreichenden Verzicht auf nationale Souveränität und ohne automatische Sanktionsmechanismen ist allerdings kaum vorstellbar. Insofern sind Zweifel an einem schnellen Erfolg der Integrationsbemühungen angebracht, zumal nicht nur die politische Bereitschaft zu einem solchen Schritt in Frage steht, sondern auch schwierige verfassungsrechtliche Fragen zu klären sind.

### **Finanzierung des deutschen Staatshaushaltes würde teurer**

Eurobonds würden zweifellos die Zinslast für überschuldete Mitgliedstaaten reduzieren, da diese von einer besseren Bonität der Gemeinschaftsanleihen profitierten. Die Kehrseite der Medaille ist eine Verwässerung der Bonität von Mitgliedstaaten, die wie Deutschland über ein erstklassiges Rating verfügen. Denn mit jedem Eurobond steigt die Verschuldung der mithaftenden Staaten implizit an. Letztendlich könnte Deutschland trotz stabilitätskonformen Verhaltens sein

„AAA“-Rating verlieren. Die Auswirkungen von Eurobonds auf die Zinsbelastung von Mitgliedsstaaten mit einem überdurchschnittlichen Rating sind allerdings umstritten. Zwar führt eine Verwässerung der Bonität tendenziell zu höheren Finanzierungskosten. Modellrechnungen, u.a. des ifo Instituts, kommen zum Ergebnis, dass durch die Einführung von Eurobonds auf Deutschland eine Mehrbelastung von jährlich bis zu 50 Mrd. € zukommen könnte. Allerdings dürften Eurobonds aufgrund ihres sehr hohen Volumens über einen Liquiditätsvorsprung verfügen, was in der Regel mit einem Zinsvorteil verbunden ist. Im Falle deutscher Bundesanleihen dürfte dieser Effekt allerdings kaum ins Gewicht fallen, da die Marktliquidität hier bereits heute sehr hoch ist. Dementsprechend würde Deutschland durch eine Verwässerung der Bonität auch unter Berücksichtigung des Liquiditätseffektes stark belastet werden.

### **Blue Bond-Konzept beinhaltet große Unsicherheiten**

Ein Ansatz, das *Moral Hazard*-Problem bei Eurobonds in den Griff zu bekommen, wurde vom Brüsseler *Think Tank Brugel* entwickelt. Danach soll die gesamte Staatsschuld der Eurostaaten in zwei Teile aufgeteilt werden, den sogenannten Blue Bond und den Red Bond. Der Blue Bond soll als Eurobond bis zur Maastricht-Schuldengrenze von 60% des Bruttoinlandsprodukts emittiert werden und gegenüber Red Bonds einen Vorrangstatus haben. Aufgrund der gesamtschuldnerischen Haftung aller Euro-Länder und der Begrenzung des Finanzierungsvolumens würde sich die Zinsbelastung für hochverschuldete Mitgliedstaaten bei Blue Bonds deutlich reduzieren. Red Bonds würden dagegen weiterhin in nationaler Verantwortung des jeweiligen Euro-Staates ohne Mithaftung der anderen Mitgliedsländer begeben. Da hochverschuldete Staaten für ihre Red Bonds weiterhin einen hohen Risikoaufschlag zahlen müssten, würde ein wichtiges Instrument zur Disziplinierung der Fiskalpolitik – so die Befürworter des Konzeptes – erhalten bleiben. Außerdem bleibt die Mithaftung der anderen

Mitgliedsstaaten begrenzt, so dass die negativen Auswirkungen auf deren Bonität geringer wären.

Auch wenn das Ausmaß der Fehlanreize mit dem Blue/Red Bond-Konzept zumindest gemildert werden könnte, bleibt dennoch ein wichtiger Einwand bestehen. So sind die Auswirkungen auf die Zinsbelastung der EWU-Länder äußerst unsicher. Der Liquiditätsvorteil, der aus dem relativ hohen Volumen von Eurobonds resultieren würde, ginge bei einer Aufteilung in Tranchen zumindest teilweise wieder verloren. Gleichzeitig sind die Risikoaufschläge für die Red Bonds kaum kalkulierbar. Es ist sogar nicht einmal so unwahrscheinlich, dass Red Bonds an den Kapitalmärkten überhaupt keine Abnehmer finden und die betroffenen Staaten somit sehr schnell in eine Umstrukturierung getrieben würden. Die Obergrenze von 60% des BIP für Blue Bonds könnte dann von politischer Seite, wie die negativen Erfahrungen mit dem aktuellen Stabilitäts- und Wachstumspakt zeigen, sehr schnell zur Disposition gestellt werden. Damit wären der Verschuldung wie im Falle konventioneller Eurobonds Tür und Tor geöffnet. Außerdem beinhaltet das Blue/Red Bond-Konzept ein spezifisches Moral Hazard-Problem. So wäre es denkbar, dass sich ein Staat im Krisenfall infolge politischen Drucks (z.B. bei einem sehr hohen Exposure der heimischen Banken) entscheidet, trotz ihres Nachrangcharakters nur die Red Bonds zu bedienen und die aus Blue Bonds resultierenden Zahlungsverpflichtungen nicht mehr einzuhalten.

**Fazit:** Im aktuell sehr angespannten Marktumfeld besteht ein Risiko, dass Eurobonds als kurzfristige Scheinlösung eingesetzt werden, um Investoren und Marktteilnehmer zu beruhigen. Der Euroraum ist allerdings noch nicht reif für Gemeinschaftsanleihen. Letztendlich würden sie temporär ein „weiter wie bisher“ ermöglichen mit dem Risiko, dass sich die Verschuldungssituation auf lange Sicht sogar noch verschärft. Vor der Einführung von Eurobonds müssen erst die Ursachen der Verschuldungskrise angegangen werden. Besondere Bedeutung kommt hierbei der Verankerung glaubhaften Defizit- und Verschuldungsziele zu, die einen langfristig ausgeglichenen Staatshaushalt gewährleisten. Genauso dringend sind strukturelle Verbesserungen in den Mitgliedsländern, die mit einer stärkeren Integration der Politikbereiche auf EWU-Ebene einhergehen sollten. Die Maßnahmen müssen schnell umgesetzt werden, da ansonsten die fiskalpolitischen und wirtschaftlichen Ungleichgewichte innerhalb der Eurozone weiter zunehmen und den Bestand der Währungsunion insgesamt gefährden werden.

*Dr. Marco Bargel*