**Kapitel 8 - Staatsverschuldung**

**Exkurs „Eurobonds“**

Nehmen Sie an, ein Familienmitglied ist hoch verschuldet und vielleicht auch noch arbeitslos. Die Banken wollen ihm kein Geld mehr leihen bzw. nur noch gegen sehr hohe Zinsen. Wäre es nicht sinnvoll, wenn der Familienverband beschließt, gemeinsam Geld aufzunehmen und für den armen Verwandten zu bürgen? Dadurch sinkt das Risiko für die Banken, weil es mehr Schuldner gibt, auf die sie zurückgreifen könnten. Auch die Zinsen dürften in diesem Fall sinken. Ähnlich wie in einer Großfamilie wird für die Familie der Euro-Staaten die Einführung von **Eurobonds** vorgeschlagen. Es handelt sich dabei um die Ausgabe gemeinsamer Staatsanleihen aller Euro-Länder. Bisher müssen sich die Mitgliedsstaaten der Eurozone zur Finanzierung ihrer Ausgaben einzeln an den Kapitalmarkt wenden.

Am Bond-Markt geben sie Schuldtitel mit bestimmten Laufzeiten (z. B. 2, 24 oder 36 Monate) zu festgelegten Konditionen heraus. Die Konditionen orientieren sich an der Nachfrage der Investoren, an deren Risikoeinschätzung und an der Laufzeit. Die Verzinsung hängt aber auch von den geldpolitischen Beschlüssen der Notenbanken ab. Für die Euro-Mitglieder ist das die Europäischen Zentralbank. Anleger, die in solche Anleihen investieren, gewähren den Staaten einen Kredit. Für sie als Gläubiger sind die Schuldscheine am Markt frei handelbar. Sie können die Titel jederzeit zum aktuellen Kurs an- oder verkaufen. Verzinsung und Laufzeit der Papiere stehen fest, der Kurs bewegt sich mit den Markteinschätzungen.

Für die Preisfindung an Finanz- und Kapitalmärkten gilt in der Regel, dass ausgehend von einem risikolosen Referenzzins ein individueller **Risikoaufschlag** (bemessen in Basispunkten, auch **Spread** genannt) zu entrichten ist: **Referenzzins + Risikozuschlag = Nominalzins**. Länder mit einem aus Sicht der Gläubiger höheren Risiko für die Bedienung des Kredits (Zins und Tilgung) weisen einen höheren Risikozuschlag auf. Dabei gelten in der Eurozone die Zinsen auf deutschen Staatstiteln oft als Referenz für die Zinsbestimmung auf Staatsanleihen anderer Euro-Länder. Zum Ende der Laufzeit müssen die Staaten ihre Anleiheschuld in der Regel durch neue Kredite finanzieren und dazu neue Anleihen auflegen. Dabei können sich die Konditionen drastisch verschärfen. Stark verschuldete Staaten müssen hohe Zinsen zahlen. Geraten sie in den Fokus der nervösen Kapitalmärkte, dann steigen die Risikoaufschläge weiter (der Spread weitet sich aus). Staaten mit hervorragender Bonität kommen dagegen vergleichsweise günstig an frisches Geld.

An dieser Stelle setzt die Idee der Eurobonds an. Eurobonds sind Anleihen mittlerer und längerer Laufzeit am Kapitalmarkt, für deren Platzierung nicht wie üblich das bedürftige Land, sondern die Euro-Staaten gemeinsam als Schuldner auftreten. Die Kreditwürdigkeit und die Wirtschaftskraft der finanzstarken Staaten Europas (Deutschland, Niederlande, Österreich) werden mit den Problemen der schwachen Länder (überwiegend südeuropäische Euro-Mitglieder, Italien, Griechenland, Portugal und Spanien) in eine Waagschale geworfen. Die Schuldenaufnahme wird auf die Schultern der gesamten Eurozone verteilt. Aus Sicht der Investoren wäre das Risiko eines Zahlungsausfalls geringer, da die Währungsunion als einheitlicher Schuldner gemeinsam für ihre Schulden haften würde.

Für die Preisfindung bzw. Zinskonditionen würde dies bedeuten, dass sich der Zins für die Eurobonds zwischen den Zinsen der Länder guter **Bonität** und den Zinsen für Länder schlechter Bonität einpendelt (Tab. E.8.1). Es kommt zur **Zinskonvergenz** zwischen den Ländern mit einem niedrigen und hohen Zins. Konsequenz ist, dass sich Länder mit schlechter Bonitätsprüfung günstiger an den Kapitalmärkten refinanzieren könnten und Länder mit guter Bonitätseinstufung im Vergleich zur Ausgangslage schlechtere Zinskonditionen erhalten würden. Gleichzeitig ist der Anleihemarkt größer und liquider.

Tab. E.8.1: Auswirkungen auf die Zinsen und Bonität durch die Emission von Eurobonds

| Land A | Land B | Land C |
| --- | --- | --- |
| Bonität: AAA:  2 % für Staatsanleihen | Bonität: BBB  4 % für Staatsanleihen | Bonität: BBC  6 % für Staatsanleihen |
| Schuldenstand: 2.000 Mrd. €  Zinsbelastung: 40 Mrd. € | Schuldenstand:1.500 Mrd. €  Zinsbelastung: 60 Mrd. € | Schuldenstand:1.000 Mrd. €  Zinsbelastung: 60 Mrd. € |
| Zinskonvergenz für Eurobonds: 4 %, Bonität: zwischen AAA und BBC | | |
| Mehrbelastung:  40 Mrd. € | Mehrbelastung:  keine | Minderbelastung:  20 Mrd. € |

Das folgende Zahlenbeispiel in Tabelle E.8.2 zeigt, dass die Zinskonvergenz zu Mehr- bzw. Minderbelastungen der nationalen Haushalte führt. Es ist zu erkennen, dass die Höhe der Mehr- bzw. Minderbelastungen der nationalen Haushalte vor allem vom Schuldenstand der Ausgangslage bzw. von dem Zins abhängt, der sich für Eurobonds herausbildet. Auch das Volumen aller im Markt aktiv gehandelten Euro-Wertpapiere der Mitglieder der Währungsunion spielt bei der Herausbildung des Zinssatzes eine Rolle. Je größer dieses Volumen ist, desto geringere Durchschnittszinsen werden erwartet. Allerdings ist nicht nur die Größe, sondern auch die Qualität des Schuldners für jeden Gläubiger Maßstab für das Risiko und die Rendite. Warum würden sonst die Zinsen z. B. im relativen kleinen Schweizer Kapitalmarkt häufig unter den Zinsen liegen, die deutlich größere Währungsräume aufweisen?

Bezogen auf Eurobonds gibt es eine Vielzahl von möglichen **Vor- und Nachteilen**, die im Folgenden kurz erläutert werden (Tab. E.8.2).

Tab. E.8.2: Pro- und Contra-Argumente zu Eurobonds

|  |  |
| --- | --- |
| Pro-Argumente | Contra-Argumente |
| Erhalt der Währungsunion | Schuldnerländer werden aus der Eigenverantwortung entlassen |
| geringere Spannungen auf dem Anleihemarkt | Entstehen einer Transferunion |
| nur geringer Zinsanstieg | keine nachhaltige Lösung von Strukturproblemen |
| Vertiefung der EU-Integration | Wettbewerbsverzerrung |
| Signal der Einigkeit | (noch) keine politische Grundlage |

Argumente für Eurobonds

**Erhalt der Währungsunion:** Eine Währungsunion ist immer auch eine Solidargemeinschaft. Das setzt voraus, dass die stärkeren Staaten einen Teil ihrer Bonität an die schwächeren Partner abgeben. Dazu kann auch eine gemeinsame Anleihe gehören. Gerade exportstarke Länder können ein vitales Interesse am Erhalt einer Währungsunion haben. Zudem wird die Währungsunion als attraktiver Standort für in- und ausländische Investoren gestärkt.

**Geringere Spannungen auf dem Anleihemarkt:** Gemeinschaftliche Anleihen bedeuten niedrigere Finanzierungskosten für die Schuldnerländer, wenn die Eurobonds ein besseres Rating erhalten. Ein Eurobond entzieht den Investoren die Möglichkeit, die einzelnen Euroländer gegeneinander auszuspielen. Ihnen würde die Angriffsfläche entzogen, denn eine Euroanleihe wäre ein Beweis dafür, dass in der Eurozone alle für einander einstehen.

**Nur geringer Zinsanstieg:** Wenn Eurobonds gegenüber nationalen Anleihen nur einen geringen Zinsanstieg erfahren, fallen Mehrkosten für einzelne Staaten gering aus. Gleichzeitig würde ein Eurobond die Refinanzierung der Schuldnerländer erleichtern und damit die Chancen auf eine Rückzahlung der Hilfen dieser Länder erhöhen. Der Markt für Eurobonds käme an Größe und Liquidität dem amerikanischen Anleihemarkt nahe und würde die Rolle des Euro als internationale Reservewährung stärken. Beides hat einen zinssenkenden Effekt.

**Vertiefung der EU-Integration:** Aus der Integrationstheorie ist bekannt, dass eine Währungsunion ohne eine engere wirtschaftliche und politische Zusammenarbeit auf Dauer nicht funktionieren kann. Eine Vergemeinschaftung der Zinsrisiken wäre demnach ein entscheidender Schritt hin zu einer engeren Verzahnung der Eurostaaten. Die finanzschwachen Staaten müssen sich bei ihren Ausgaben stärker gegenüber der Mitsprache anderer Staaten öffnen. Um im Bild der Familie zu bleiben: Der Familienrat wird darüber entscheiden, ob sich der hoch verschuldete Onkel einen neuen Kühlschrank oder Fernseher von dem geborgten Geld kaufen darf. Eine Vertiefung der EU-Integration setzt also einen Machtverlust und die Aufgabe nationaler Souveränitätsrechte z. B. hinsichtlich des Budgets voraus.

**Signal der Einigkeit:** Eine Euroanleihe gilt als ein Signal der Einigkeit und der Entschlossenheit. Im Endeffekt würde sich eine gemeinsame Haftung der EWU für die Schulden einzelner nicht besonders von der aktuellen Praxis unterscheiden. Schließlich sind die Hilfspakete nichts anderes als EWU-finanzierte Sicherheiten für die Anleger. Sie werden nur „Kredite“ genannt, um eine Rückerstattung zu suggerieren und Wähler bzw. Steuerzahler zu beruhigen.

Argumente gegen Eurobonds

**Die Schuldenländer werden aus der Eigenverantwortung entlassen:** Die Krisenstaaten verlieren den Anreiz, ihre Finanzen in Ordnung zu bringen. Im Zweifel können sie auf die Solidarität der starken EWU-Partner zählen und müssen sich um Zinsaufschläge keine Sorgen mehr machen. Denn die disziplinierende Funktion des Kapitalmarktes geht verloren, was die weniger disziplinierte Mitgliedsländer zum **Trittbrettfahrer-Verhalten** verleiht. Eine gesamtschuldnerische Haftung führt dazu, dass Defizitländer ihrer Verantwortung enthoben werden, ohne aber finanzpolitische Autonomie einbüßen zu müssen. Aus diesen falsch gesetzten Anreizen resultiert das *moral hazard* Problem, wodurch die Ausnutzung der Solidarität aus rücksichtslos verfolgtem Eigeninteresse (Mehrausgaben) praktiziert wird.

**Aufbau einer Transferunion:** Die EWU ist kein föderales System mit einem Länderfinanzausgleich, wie er z. B. in Deutschland existiert. Ein Ausgleich durch Eurobonds kommt demnach der Bereicherung von Schuldenstaaten auf Kosten stabiler Staaten gleich. Zudem würde der Zinssatz am Kapitalmarkt durch Eurobonds auch für jene Staaten steigen, die bisher aufgrund weitgehend solider Haushaltsführung selbst für den Erhalt kostengünstiger Kredite gesorgt haben. Es kommt zu einem doppelten Minusgeschäft: Die kreditwürdigen Länder haften für die Schulden der Krisenstaaten und sind zugleich für künftige eigene Anleihen benachteiligt, da ihr Zinssatz hochgestuft wird.

**Eurobonds sind keine grundsätzliche Lösung:** Die Schuldenproblematik wird durch die Begebung einer gemeinsamen Anleihe der EU-Staaten keineswegs beseitigt, sondern lediglich überdeckt. Notwendig sind Strukturreformen, die die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer verbessern.

**Eurobonds verzerren den Wettbewerb:** Unterschiedlich hohe Zinssätze der Euro-Länder sind ein Ansporn, die Vorgaben des EU-Stabilitätspaktes zu erfüllen. Dieser Anreiz würde durch eine Euroanleihe verwässert.

**Euroanleihe verstößt gegen die EU-Verträge:** Mit dem derzeitigen institutionellen Rahmen ist eine gesamtschuldnerische Haftung nicht möglich. Die EU hat sich bei Euro-Einführung dafür entschieden, die Finanz- und Haushaltspolitik in nationaler Verantwortung zu belassen (Art. 125 EU-Vertrag). Wer das Zinsrisiko eines Euro-Staates ganz oder teilweise abschaffen will, braucht dafür eine neue politische Grundlage.

Es gibt verschiedene Eurobond-Modelle, die auf unterschiedliche Weise Vorkehrungen gegen eine zu hohe Neuverschuldung treffen können (Abb. E.8.1). Denkbar wäre, dass alle Euro-Staaten ihre Staatsanleihen künftig im Rahmen von „vollen Eurobonds“ gemeinsam und auf Dauer ausgeben. Dies würde die Risikozuschläge für überschuldete Länder mit einem Schlag beseitigen, weil Investoren dann dem gemeinsamen Währungsraum Kredite geben können. Denkbar ist auch, dass nur Länder mit hoher Bonität am Kapitalmarkt gemeinsam vorangehen (bi-, multilaterale Bonds). Dadurch würde das Problem umgangen, dass Eurobonds für sehr unterschiedliche Staaten ausgegeben würden.

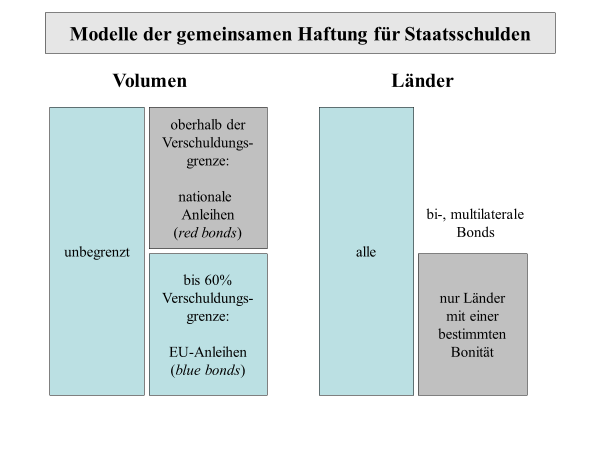


Abb. E.8.1: Eurobond-Modelle

Die Refinanzierungskosten von Staaten mit hoher Bonität könnten gegebenenfalls sinken. Allerdings würde die Kluft zwischen den finanzstarken und den finanzschwachen Euro-Ländern größer. Andere Varianten betrachten ein abgestuftes Modell. Die erste Tranche der Staatsverschuldung bis zur Maastricht-Schuldengrenze von 60 Prozent des nominalen BIP wird als **Blue Bond** bezeichnet. Der Blue Bond soll gemeinsam von den Staaten der Eurozone emittiert werden und die Staaten sollen gesamtschuldnerisch für ihn haften. Er wäre also ein Eurobond. Außerdem soll der Blue Bond Vorrangstatus gegenüber dem **Red Bond**, d. h. der Staatsverschuldung jenseits der Maastricht-Schuldengrenze, genießen. Durch den Vorrangstatus wäre der Blue Bond nach Ansicht von Befürwortern ein sicheres Verschuldungsinstrument, denn bis zur Schuldengrenze wird die Staatsverschuldung als vergleichsweise unkritisch gesehen. Außerdem wäre der Blue Bond durch das Pooling von Schulden in der Eurozone liquide. Die hohe Sicherheit und Liquidität sollen zu niedrigen Zinskosten führen. Der Blue Bond kann damit einen Beitrag für niedrige Refinanzierungskosten der Staatsverschuldung liefern.

Die zweite Tranche der Staatsverschuldung jenseits der Maastricht-Schuldengrenze von 60 Prozent des nominalen BIP wird als Red Bond bezeichnet. Im Kern sind sie vergleichbar mit dem Selbstbehalt in einer PKW-Versicherung. Für sie besteht keine europäische Haftung. Sie werden weiterhin in nationaler Verantwortung des jeweiligen Nationalstaats emittiert und sind im Vergleich zu Blue Bonds mit einer höheren Risikoprämie versehen. Red Bonds wären gegenüber den Blue Bonds nachrangig zu bedienen. Auf diese Weise soll für die einzelnen Euro-Länder der Anreiz bestehen bleiben, die Schuldengrenze nicht zu überschreiten. Denkbar wäre dazu z. B. eine institutionelle Verankerung einer Schuldengrenze bei 60 Prozent des nominalen BIP.

Um die Risiken für Red Bonds zu verringern, könnte sich die EZB weigern, die Red Bonds als Sicherheit zu akzeptieren. Gleichzeitig könnte die Bankenregulierung eine hohe Eigenkapitalhinterlegung für die Red Bonds verlangen. Damit würden die Red Bonds für Banken vergleichsweise unattraktiv. Damit können, so die Befürworter, die Red Bonds zu einer Sollbruchstelle im Finanzsystem werden und die Möglichkeit schaffen, zu einem Verfahren der geordneten Insolvenz von Staaten überzugehen.