

Zur Diskussion

Braucht die Eurozone neue Anleihen? Eine Diskussion unterschiedlicher Anleihen-Konzepte für die Währungsunion

Die Staatsschuldenkrise im Euroraum hat verschiedene Schwachstellen innerhalb der Währungsunion aufgezeigt – und sie hat eine Diskussion dahingehend angestoßen, wie die (Finanzmarkt-) Stabilität der Eurozone erhöht und die fiskalische Situation der Währungsunion verbessert werden kann. In diesem Rahmen sind verschiedene Konzepte entstanden, die unterschiedliche Formen von (Gemeinschafts-) Anleihen für den Euroraum vorsehen. Die EU-Kommission erwägt offensichtlich, solche Konzepte in die Debatte über die Reform der Eurozone einzuführen. Deswegen, und vor einem möglichen Auslaufen der expansiven Geldpolitik der EZB, könnte neuer Schwung in die Debatte kommen. Die einflussreichsten Vorschläge in dieser Diskussion werden im Folgenden dargestellt.



Staatsschuldenkrise zeigt Schwachstellen der Währungsunion auf

Zahlreiche Mitgliedstaaten hatten seit Beginn der Währungsunion hohe Schuldenstände angehäuft – so hoch, dass diese bei Weitem die auf europäischer Ebene vereinbarte Schuldenstandsquote von 60 Prozent des BIP überschritten (s. Abbildung 1). Im Laufe der Wirtschaftskrise der Jahre 2008 bis 2010 gerieten die öffentlichen Haushalte zunehmend unter Druck und das Zusammenspiel aus wirtschaftlichem Abschwung und hohem öffentlichen Schuldenstand erschwerte einigen Mitgliedstaaten der Währungsunion den Zugang zur Refinanzierung am Kapitalmarkt. Die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen stiegen zum Teil erheblich an (s. Abbildung 2). Unsicherheiten im Hinblick auf den Umgang mit der Staatsschuldenkrise im Euroraum sorgten für einen weiteren Anstieg der Risikoaufschläge. Durch den starken Staaten-Banken-Nexus innerhalb der Eurozone, also der Tatsache, dass Banken vor allem Staatsanleihen ihres eigenen Sitzstaates halten, zeigte sich zudem die Gefahr einer Rückkopplung zwischen Staatsschulden- und Bankenkrise.

Kasten 1: Warum eine starke Verbindung zwischen Banken und ihren Sitzstaaten problematisch ist

In der Eurozone wird von Banken ein hoher Anteil an Schuldtiteln ihres jeweiligen Heimatstaates gehalten. Kommt es zu einer Staatsschuldenkrise, dann werden Abschreibungen insbesondere bei den nationalen Banken ausgelöst, die wiederum zu Eigenkapitalverlusten führen. Handelt es sich um systemisch relevante Banken, erhöht dies die Notwendigkeit, diese Banken mit staatlicher Hilfe zu retten – was aber den Staatshaushalt noch mehr belastet und eine Staatsschuldenkrise noch weiter verschärfen kann.

Eine weitere wechselseitige Verstärkung von Krisen kann dadurch erfolgen, dass die Banken infolge von Eigenkapitalverlusten aus der Abschreibung auf Staatsanleihen ihre Kreditvergabe einschränken, was das Wirtschaftswachstum beeinträchtigt und so die Lage der Staatsfinanzen weiter verschlechtert.

Zentrale Ziele

Vor diesem Hintergrund entstand eine Vielzahl von Vorschlägen, die in unterschiedlichem Ausmaß darauf abzielen, die Finanzmarkt-Stabilität der Währungsunion zu erhöhen und langfristig die fiskalische Situation der Eurozone zu verbessern. Je nach Konzept liegt der Fokus dabei darauf,

- ▶ neue Anreizstrukturen zu schaffen bzw. Marktmechanismen wieder zur Geltung zu verhelfen, um einer erneuten Überschuldung entgegenzuwirken,
- ▶ eine sichere Anlagemöglichkeit und hohe Liquidität in einem integrierten Markt zu schaffen,
- ▶ die starke Verbindung zwischen Banken und ihren Sitzstaaten aufzubrechen,
- ▶ die destabilisierende Flucht von Investoren zwischen (vermeintlich) schwachen und starken Schuldnern abzumildern.

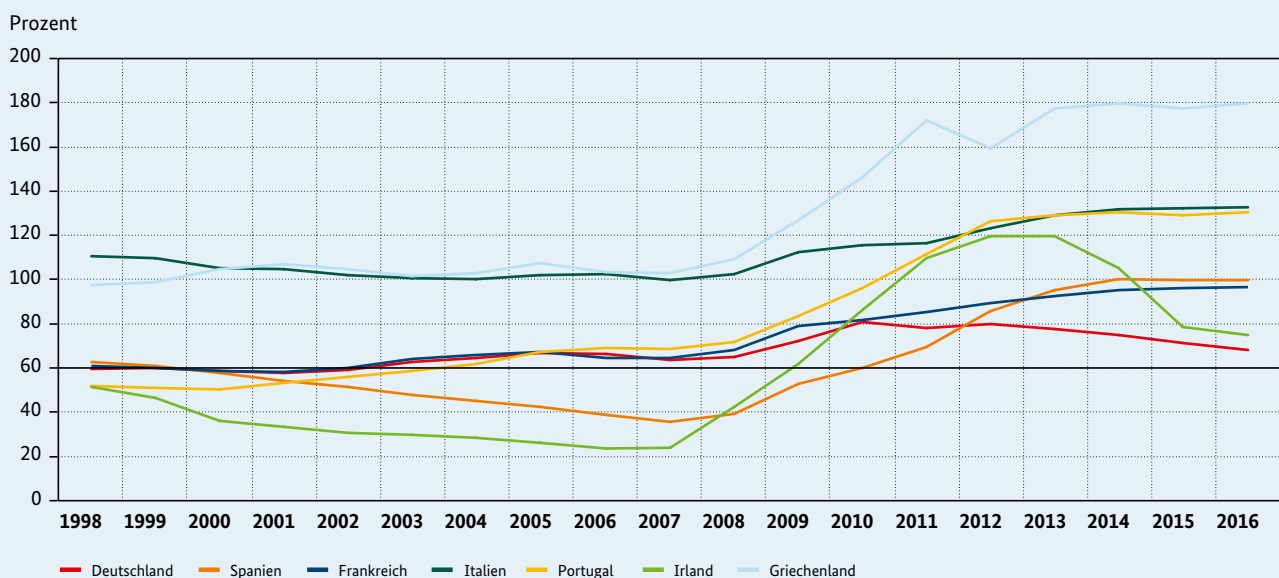
Übersicht über verschiedene Anleihen-Konzepte

Accountability Bonds

Der Vorschlag der so genannten Accountability Bonds (Fuest 2016) zielt in erster Linie auf eine Stärkung der fiskalischen Disziplin in der Währungsunion. Eine erneute Überschuldung der Mitgliedstaaten soll so vermieden werden.

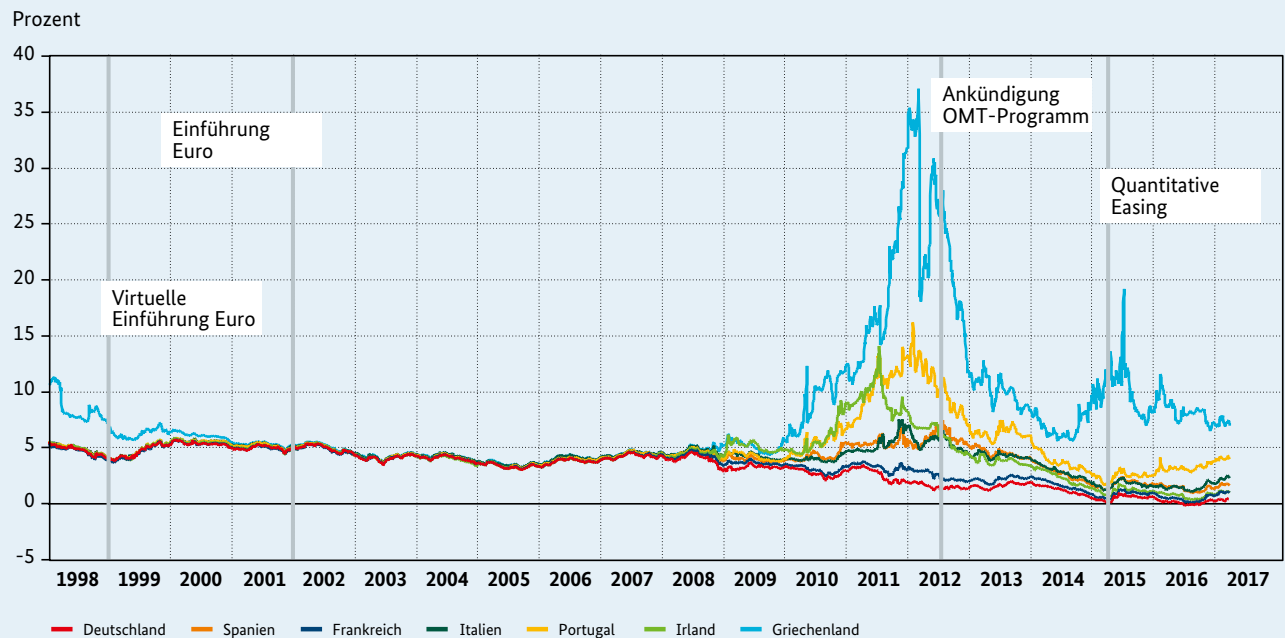
Im Detail sieht der Vorschlag vor, dass Mitgliedstaaten der Eurozone, die das im Europäischen Fiskalpakt verankerte Ziel eines strukturellen, also um Konjunktur- und Einmal-Effekte bereinigten Defizits von maximal 0,5 Prozent des BIP überschreiten, künftig den überschießenden Teil der Neuverschuldung mit nachrangigen Staatsanleihen (Accountability Bonds) finanzieren müssen. Diese nachrangigen Anleihen dürften von der EZB nicht erworben und von Banken nur mit hinreichender Eigenkapitalunterlegung gehalten werden. Falls die Staatsschuldenquote eines Mitgliedstaats 120 Prozent des BIP überschreiten sollte, würden für die Accountability Bonds die Zinszahlungen ausgesetzt und es würde eine automatische Verlängerung der Laufzeiten erfolgen. Bei einer Inanspruchnahme eines Programms des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) würden die Anleihen endgültig ihren Wert verlieren.

Abbildung 1: Entwicklung der öffentlichen Schuldenstandsquoten in ausgewählten Eurozonen-Mitgliedstaaten



Quelle: EU-Kommission, AMECO-Datenbank

Abbildung 2: Zinssätze zehnjähriger Staatsanleihen



Bei diesem Vorschlag steht allein die langfristig disziplinierende Wirkung auf die nationale Haushaltspolitik im Fokus.

Er sieht keine Form von gemeinschaftlichen Schulden vor. Kosten einer Neuverschuldung, die über die Regeln des Fiskalpakts hinausgehen, sollen allein dem Verursacher angelastet werden. Kurzfristig ist von diesem Ansatz keine Finanzmarktstabilisierung (keine sichere Anleihe, keine Liquiditätsvorteile) der Eurozone zu erwarten. Hervorzuheben ist, dass der Vorschlag ausschließlich auf die Stromgröße der „überschießenden“ Neuverschuldung abzielt, den aufgelaufenen Schuldenstand aber nicht berührt: Nur der Teil der laufenden Neuverschuldung, der nach den fiskalischen Regeln der Währungsunion ohnehin unzulässig wäre bzw. beschleunigt reduziert werden müsste, müsste in Form nachrangiger Anleihen begeben werden. Dadurch könnte das bei einigen anderen Vorschlägen angelegte Problem, dass bei Ländern mit hohen Schuldenständen plötzlich große Teile der Staatsschuld nachrangig finanziert werden müssten, vermieden werden. Dies könnte die konkrete Umsetzung des Vorschlags erleichtern.

European Safe Bonds¹

Zentrales Ziel dieses Ansatzes (Brunnermeier et al. 2011) ist die Schaffung eines sicheren Wertpapiers für den Euro-Markt und das Durchbrechen des Staaten-Banken-Nexus. Letzteres ist insbesondere eine Voraussetzung für die Vollendung der Bankenunion.

Dem Vorschlag zufolge sollen European Safe Bonds (ESBies) strukturierte Wertpapiere sein, die – ähnlich wie bei einer Collateralised Debt Obligation – mit Staatsanleihen der Mitgliedstaaten unterlegt sind. Sie sollen regulatorisch so privilegiert werden, dass sie als alleinige sichere Anleihe der Eurozone dienen. ESBies sollen entweder von einer Europäischen Schuldenagentur oder einem privaten Emittenten ausgegeben werden und durch eine hohe Liquidität und ein minimales Ausfallrisiko gekennzeichnet sein. Der Emittent würde in einem festen Verhältnis Staatsschuldtitel der Mitgliedstaaten aufkaufen² und im Gegenzug wiederum zwei Wertpapiere ausgeben, denen die folgende Verbriefungsstruktur zugrunde liegt: Die Senior-Tranche umfasst

1 Das Konzept der European Safe Bonds kursiert derzeit auch unter dem Begriff Sovereign Bond Backed Securities (SBBS). Die Arbeitsgruppe des Ausschusses für Finanzstabilität (ESRB) plant, dazu einen Bericht vorzulegen. Auch die Europäische Kommission ist interessiert an dem Konzept.

2 Die Anteile der einzelnen Mitgliedstaaten könnten sich aus den nationalen Anteilen am EWU-BIP ergeben.

die ESBies mit minimalem Ausfallrisiko. Die Junior-Tranche (European Junior Bonds, EJBies), das zweite Wertpapier, hingegen stellt eine mit (erheblichen) Risiken behaftete Anleihe dar und wäre im Verhältnis zu den ESBies nachrangig; die EJBies würden für die ersten X Prozent an Ausfällen herangezogen und sind somit eine Art Sicherheitspuffer für die ESBies. Die Sicherheit der ESBies kommt folglich allein durch Diversifizierung und Tranchierung des Portfolios zustande.³ Damit sich die ESBies am Markt durchsetzen, müssten allerdings zwei Rahmenbedingungen geändert werden: Die EZB müsste im Rahmen ihrer Refinanzierungspolitik ausschließlich ESBies als Sicherheiten akzeptieren, und im Rahmen der Bankenregulierung müssten nationale Staatsanleihen mit Eigenkapital unterlegt werden. Für ESBies wäre dies nicht notwendig.

Der Hauptvorteil der ESBies liegt in der Schaffung einer sicheren Anleihe bei gleichzeitiger Wahrung der Marktdisziplin⁴ und ohne explizite Vergemeinschaftung des Risikos. Ein weiterer Vorteil des Ansatzes wird darin gesehen, dass die gegenwärtige regulatorische Fehlbewertung, nach der nationale Staatsanleihen einheitlich als risikofrei gelten, überwunden wird. Außerdem würde der hohe Anteil von Anleihen des Sitzstaates in den Bankbilanzen vermieden, weil bei der Suche nach sicheren Anlagen in verstärktem Maße auf ESBies zurückgegriffen würde. Die Nachfrage nach Staatsschuldtiteln wäre damit gleichmäßiger über die Banken der Eurozone verteilt. Nationale Anleihen könnten weiter ausgegeben werden, müssten aber von den Banken in Abhängigkeit vom Rating mit Eigenkapital unterlegt werden. Eine solche Reform würde das Finanzsystem langfristig deutlich stabiler machen. Allerdings ist nicht gesichert, ob sich die neuen Wertpapiere zu „angemessenen“ Konditionen absetzen lassen. Dies gilt insbesondere für die Junior-Tranchen. Zwar könnten sie in Anbetracht ihres höheren Ertrages gerade für renditeorientierte und weniger risikosensible Anleger interessant sein. Falls dies aber nicht der Fall wäre, könnten sich ESM und/oder EZB genötigt sehen, als Käufer tätig zu werden, um eine Krise vom europäischen Bondmarkt abzuwenden. Insofern besteht die Gefahr, dass der Vorschlag implizit doch zu einer Vergemeinschaftung von Risiken führt.

Blue- und Red-Bonds

Bei diesem Vorschlag (Delpla und von Weizsäcker 2011) stehen die Sicherstellung der Finanzierung der Staatsschuld zu zinsgünstigen Konditionen und die Schaffung einer sicheren Anleihe im Euro-Markt im Fokus.

Kasten 2: Rechtlicher Rahmen

Soweit die hier dargestellten Konzepte eine – wie auch immer geartete – Vergemeinschaftung von Staatsschulden vorsehen oder bewirken, müssen sie sich am so genannten „Bail-out“-Verbot des Art. 125 Abs. 1 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) messen lassen.

Nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) lässt diese für die Wirtschafts- und Währungsunion fundamentale Nichtbeistands-Klausel eine finanzielle Unterstützung bzw. Transferzahlungen zwischen den Mitgliedstaaten unter anderem nur dann zu, wenn dadurch der Anreiz für den Empfänger-Mitgliedstaat, eine solide Haushaltspolitik zu betreiben, nicht beeinträchtigt wird.

Aus dem Kontext des ESM-Vertrags ergibt sich aus der Rechtsprechung des EuGH zudem, dass eine Finanzhilfe letztlich wohl nur zulässig ist, wenn sie für die Wahrung der Finanzstabilität des gesamten Euro-Währungsgebiets unabdingbar ist und strengen Auflagen unterliegt.

Soweit nach diesen Maßstäben eine Unvereinbarkeit mit dem „Bail-out“-Verbot vorläge, könnte eine Umsetzung nur durch Änderung der europäischen Verträge erfolgen.

Im Detail sieht das Konzept vor, dass Schulden eines Mitgliedstaates in Höhe von bis zu 60 Prozent des BIP in gemeinschaftliche Haftung begeben würden, die so genannten Blue-Bonds. Für darüber hinausgehende Schulden müsste der Mitgliedstaat ausschließlich allein haften, über die so genannten Red-Bonds. Durch diese Aufteilung soll

3 Legt man eine Aufteilung von 70 Prozent für ESBies und 30 Prozent für das zweite Wertpapier zugrunde, so haben Simulationsrechnungen der Autoren ergeben, dass Ausfälle bei den ESBies mit einer Wahrscheinlichkeit von 0,8 Prozent (oder alle 125 Jahre) auftreten würden.

4 Da Staatsanleihen, bei angemessener Begrenzung des ESBies-Volumens nach wie vor am Markt verkauft werden müssen, soll eine risikogerechte Bepreisung stattfinden.

eine sichere Anleihe mit großem Volumen – die Blue-Bonds aller Mitgliedstaaten – geschaffen werden. Damit könnte die Verzahnung zwischen nationalen Banken und deren Sitzstaat aufgebrochen werden. Außerdem sollen über diese Aufteilung insgesamt geringere Refinanzierungskosten für (schwächere) Schuldner erreicht werden. Eine ausreichende Marktdisziplinierung soll über die Red-Bonds sichergestellt werden, die gegenüber den Blue-Bonds nachrangig wären und deren Kosten weiterhin die nationale Kreditwürdigkeit reflektieren sollen. Darüber hinaus würden für Red-Bonds *collective action clauses* eingeführt, die bei einem Ausfall der Bonds ein geordnetes Verfahren ohne Gefährdung des Gesamtsystems ermöglichen sollen.

Zentral für den Vorschlag ist die Begrenzung des Volumens der Gemeinschaftsanleihen, da diese entscheidend für die hohe Bonität der Anleihe ist. Eine glaubwürdige Überprüfung und Einhaltung dieser Obergrenze ist daher Voraussetzung für das Funktionieren dieses Konzepts. Ob es – wie von den Autoren des Vorschlags behauptet – insgesamt zu einer günstigeren Finanzierung für die Mitgliedstaaten führt, ist unklar. Für hochsolvente Staaten wie Deutschland dürfte dies kaum möglich sein. Aber auch für andere Mitgliedstaaten ist dies fraglich.⁵

Eurobills

Ein ähnlicher Vorschlag, jedoch mit deutlich geringerem gemeinschaftlichen Haftungsvolumen, ist jener der so genannten Eurobills (Philippon und Hellwig 2011). Der Fokus dieses Konzepts liegt auf der Sicherstellung der kurzfristigen Refinanzierung der Staatsschuld zu zinsgünstigen Konditionen sowie auf der Liquiditätsversorgung der Banken.

Dem Vorschlag zufolge sollen von einer neu zu gründenden Agentur gemeinschaftliche Anleihen ausgegeben werden, die ausschließlich der kurzfristigen Kreditaufnahme dienen. Diese hätten bis zu einem Jahr Laufzeit und könnten bis zu zehn Prozent des BIP der Eurozone betragen. Die

Mitgliedstaaten könnten im Gegenzug kurzfristige Anleihen (wiederum bis zu maximal zehn Prozent des BIP) bei der Agentur aufnehmen. Sie müssten sich im Gegenzug dazu verpflichten, keine (eigenen) kurzfristigen Anleihen auszugeben. Die langfristige Kreditaufnahme bliebe unberührt.⁶ Die Folge wäre den Autoren des Vorschlags zufolge, dass sich schwächere Mitgliedstaaten zu günstigeren Konditionen (kurzfristig) refinanzieren könnten, während für solvente Staaten aufgrund des Liquiditätseffekts keine nennenswerten Anstiege der Finanzierungskosten zu erwarten wären.⁷ Die Teilnahme am Eurobill-System wäre an die Einhaltung der fiskalischen Stabilitätskriterien der Währungsunion gebunden. Dies soll die richtigen Anreize für eine langfristig stabile Finanzpolitik setzen.

Das Konzept adressiert in erster Linie Liquiditäts- und nicht Insolvenzprobleme von Staaten. Durch den Zugang zu einem hochliquiden Markt für kurzfristige Gemeinschaftsanleihen bietet der Vorschlag (Krisen-) Staaten einen gewissen Schutz vor übertriebenen Marktreaktionen sowie möglicherweise Zinseinsparungen – zumindest in Zeiten einer nicht sehr expansiven Geldpolitik.

Stabilitätsanleihen

Der Vorschlag der Stabilitätsanleihen geht auf Ángel Ubide zurück (Ubide 2015) und zielt auf die Schaffung einer Fiskalkapazität auf Eurozonenebene. Als Baustein für diesen neuen Ordnungsrahmen sieht das Konzept die Einführung von Gemeinschaftsanleihen vor, die durch Steuereinnahmen gedeckt sind.

Ausgangspunkt für diesen Vorschlag ist die Einschätzung, dass auch die neu geschaffenen Rahmenbedingungen in der Währungsunion (z. B. der Europäische Stabilitätsmechanismus) nicht ausreichen, um den Währungsraum zu stabilisieren. Explizit wird daher die Schaffung einer Fiskalkapazität auf Eurozonenebene gefordert, um in Zeiten des Abschwungs expansive Impulse setzen zu können und nicht prozyklisch handeln zu müssen. Als ersten Schritt dorthin wird die Einführung von Stabilitätsanleihen vorgeschlagen.

5 So liegt etwa die bestehende Staatsschuld Italiens derzeit bei über 130 Prozent des BIP; weniger als die Hälfte könnte in Blue-Bonds getauscht werden und würde mit erheblichen Zinsvorteilen ausgestattet. Der übrige Teil müsste hingegen das ganze Insolvenzrisiko tragen, so dass mit höheren Renditen zu rechnen wäre. Ob im Durchschnitt die Zinslast sinken würde, ist fraglich.

6 Eurobills sollen bestehende kurzfristige Anleihen der einzelnen MS ersetzen, ohne das Gesamtvolumen der kurzfristigen Euroanleihen zu erhöhen.

7 Laut Berechnungen der Autoren aus dem Jahr 2011 würde die Gemeinschaftsgarantie auf kurzfristige Schuldtitel Italien zu direkten Zinseinsparungen in Höhe von mindestens sechs Milliarden Euro verhelfen. Dazu kämen über die Stabilisierung der langfristigen Zinsen indirekte Einsparungen.

Eine neu zu schaffende European Debt Agency (EDA) sollte demnach Gemeinschaftsanleihen von bis zu 25 Prozent des Eurozonen-BIP begeben. Die erforderlichen Rückzahlungen sollen durch Steuereinnahmen sichergestellt werden. Dabei soll zuerst ein Teil nationaler Steuereinnahmen (bspw. der Mehrwertsteuereinnahmen) an die EDA zur Tilgung weitergereicht werden. Langfristig soll ein Großteil der Tilgungszahlungen über eigene Steuereinnahmen der Eurozone sichergestellt werden. Die EDA würde jährlich eine Allokation der Stability Bonds vorschlagen, welche von einem parlamentarischen Komitee⁸ angenommen werden müsste. Darüber hinaus würde die EDA die von den Mitgliedstaaten zu leistenden Beiträge festlegen. Explizit soll es auch möglich sein, dass die EDA in Zeiten des wirtschaftlichen Abschwungs zusätzliche Stabilitätsanleihen ausgibt, um die Mittel für einen eurozonenweiten Impuls zur Verfügung zu stellen. Stabilitätsanleihen wären gegenüber nationalen Anleihen vorrangig und würden daher auch für Banken eine sichere Anlage (mit allen bereits genannten Vorteilen) darstellen.

Neben der Stärkung von Finanzmarktstabilität in der Eurozone steht bei diesem Ansatz auch ein fiskalisches Stabilisierungselement im Fokus. Er geht damit deutlich weiter als alternative Vorschläge. Der Vorschlag würde eine effektive Stabilisierung ermöglichen, mit einem Anteil an Gemeinschaftsanleihen von 25 Prozent des BIP der Eurozone (ca. 2,5 Billionen Euro) allerdings eine politisch nicht einfach darzustellende Vergemeinschaftung nach sich ziehen.

Fazit

Die dargestellten Vorschläge haben grundsätzlich die gemeinsame Zielsetzung, die Eurozone weiter zu stabilisieren und zukünftige Krisen zu vermeiden. Sie unterscheiden sich allerdings im Hinblick darauf, wie diese Stabilisierung erreicht werden kann. Die Konzepte illustrieren das Spannungsfeld in dieser Diskussion, die sich zwischen einer verschärften Marktdisziplinierung (Accountability Bonds) einerseits und einer Risikoteilung (z. B. Blue-Bonds) andererseits bewegt.

Ein Teil der vorgestellten Ansätze ist auf dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise, d. h. in den Jahren 2010 und 2011, entstanden. Einige der adressierten Probleme wurden inzwischen zumindest teilweise durch die Schaffung des Europäischen Stabilitätsmechanismus sowie durch die expansive Geldpolitik der EZB adressiert und haben ihre unmittelbare Dringlichkeit derzeit verloren. Allerdings wird – auch aufgrund der gestiegenen Inflation in der Eurozone – über ein Auslaufen der expansiven Geldpolitik diskutiert. Vor diesem Hintergrund könnten manche Konzepte perspektivisch wieder an Relevanz gewinnen.

Schließlich ist allen Vorschlägen gemein, dass ihre Einführung mit politischen und rechtlichen Herausforderungen verbunden wäre.

Kontakt: Sybille Lehwald
Referat Europäische Wirtschafts- und Währungsfragen

Literaturverzeichnis

- Brunnermeier, M. K., et al., 2011, European Safe Bonds (ESBies), The euro-nomics group, Zusammenfassung abrufbar unter VoxEU.org.
- Claessens, S., Ashoka, M., Vallee, S., 2012, Path to Eurobonds, Bruegel Working Paper 2012/10.
- Claessens, S., Ashoka, M., Vallee, S., 2012, Making Sense of Eurobond proposals, VOX EU, 17.08.2012.
- Corsetti, G., et al., 2016, Reinforcing the Eurozone and protecting an open society, VOX EU, 27.05.2016.
- Delpla, J., von Weizsäcker, J., 2011, Eurobonds. Das Blue Bond-Konzept und seine Implikationen. FES, Perspektive 2011.
- Hellwig, C., Philippon, T., 2011, Eurobills statt Eurobonds. Ein Beitrag zur Neuordnung des Euroraums. Ökonomenstimme, 14.12.2011.
- Fuest, C., 2016, Die Europäische Union am Scheideweg – zur Zukunft der Europäischen Währungsunion, ifo Schnelldienst 10/2016.
- Sachverständigenrat – Jahresgutachten 2011/12.
- Ubide, Ángel, 2015, Stability Bonds for the Euro Area, Policy Brief – Peterson Institute for International Economics, PB15-19.
-

8 Dieses Komitee würde Repräsentanten der einzelnen MS und des Europäischen Parlaments umfassen.