

Anreizwirkungen gemeinschaftlicher Anleihen



Bericht von Philipp Engler und Christoph Große Steffen

Sichere Anleihen für die Währungsunion:
Stärkung des Bailout-Verbots
durch ein stabileres Finanzsystem

827

Interview mit Christoph Große Steffen

»Gemeinschaftlich begebene Anleihen
können langfristig Marktanreize zur Disziplinierung
wieder herstellen«

838

Am aktuellen Rand Kommentar von Kristina van Deuverden

VGR-Revision: Was sind die Folgen für die Finanzpolitik?

840



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
81. Jahrgang
3. September 2014

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tomaso Duso
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.
Dr. Kati Schindler
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner

Chefredaktion

Sabine Fiedler
Dr. Kurt Geppert

Redaktion

Renate Bogdanovic
Andreas Harasser
Sebastian Kollmann
Dr. Claudia Lambert
Dr. Anika Rasner
Dr. Wolf-Peter Schill

Lektorat

Dr. Stefan Bach

Textdokumentation

Manfred Schmidt

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74
77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. (01806) 14 00 50 25
20 Cent pro Anruf
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Serviceabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.



Der DIW Wochenbericht wirft einen unabhängigen Blick auf die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland und der Welt. Er richtet sich an die Medien sowie an Führungskräfte in Politik, Wirtschaft und Gesellschaft. Wenn Sie sich für ein Abonnement interessieren, können Sie zwischen den folgenden Optionen wählen:

Standard-Abo: 179,90 Euro im Jahr (inkl. MwSt. und Versand).

Studenten-Abo: 49,90 Euro.

Probe-Abo: 14,90 Euro für sechs Hefte.

Bestellungen richten Sie bitte an leserservice@diw.de oder den DIW Berlin Leserservice, Postfach 74, 77649 Offenburg; Tel. (01806) 14 00 50 25, 20 Cent/Anruf aus dem dt. Festnetz, 60 Cent maximal/Anruf aus dem Mobilnetz. Abbestellungen von Abonnements spätestens sechs Wochen vor Laufzeitende

NEWSLETTER DES DIW BERLIN



Der DIW Newsletter liefert Ihnen wöchentlich auf Ihre Interessen zugeschnittene Informationen zu Forschungsergebnissen, Publikationen, Nachrichten und Veranstaltungen des Instituts. Wählen Sie bei der Anmeldung die Themen und Formate aus, die Sie interessieren. Ihre Auswahl können Sie jederzeit ändern, oder den Newsletter abbestellen. Nutzen Sie hierfür bitte den entsprechenden Link am Ende des Newsletters.

>> Hier Newsletter des DIW Berlin abonnieren: www.diw.de/newsletter

RÜCKBLLENDE: IM WOCHENBERICHT VOR 50 JAHREN



Zur Kreditmarktsituation in Westdeutschland

In den vergangenen fünf Monaten stand der Rentenmarkt im Zeichen der von der Bundesregierung geplanten Kapitalertragsteuer für Gebietsfremde und der dadurch verursachten Wertpapierverkäufe durch Ausländer. Während die ausländischen Anleger von Juli vorigen bis März dieses Jahres dem Rentenmarkt reichlich 1,2 Mrd. DM – das sind fast 13 vH des Nettoabsatzes von inländischen festverzinslichen Wertpapieren – zugeführt hatten, entzogen sie im zweiten Vierteljahr dem Rentenmarkt netto fast 1 Mrd. DM. Dieser Rückfluß von Wertpapieren überforderte zusammen mit den inländischen Neuemissionen (netto 2,6 Mrd. DM) die Anlagebereitschaft der inländischen Wertpapierkäufer. Zwar nahm die öffentliche Hand erhebliche Stützungskäufe vor, und auch die Banken sahen sich gezwungen, einen Teil der zur Unterbringung beim Publikum vorgesehenen Emissionen selber zu übernehmen; trotzdem gaben die Kurse der festverzinslichen Papiere so stark nach, daß der Effektivzins von 5,9 % im Februar und im März auf gegenwärtig 6,3 bis 6,4 % und damit über das in den letzten vier Jahren herrschende Niveau stieg.

...

Interpretiert man die Sorge vor einer liquiditäts-politisch unerwünschten Abnahme der Geldexporte in dieser Weise, dann ist allerdings nicht ganz einzusehen, warum die Bundesbank dem drastisch wirkenden Instrument der Mindestreserve-Erhöhung den Vorzug gegeben hat. Wenn sie die unerwünschten Wirkungen einer Abnahme der Geldexporte verhindern wollte, dann hätte der Einsatz des adäquaten und wesentlich elastischeren Instruments der Swap-Politik, also notfalls auch die Gewährung von Geldexportprämien, ausgereicht.

aus dem Wochenbericht Nr. 36 vom 4. September 1964



Sichere Anleihen für die Währungsunion: Stärkung des Bailout-Verbots durch ein stabileres Finanzsystem

Von Philipp Engler und Christoph Große Steffen

Die Kosten einer Staatspleite innerhalb der Eurozone sind aufgrund der Auswirkungen auf das Finanzsystem unkalkulierbar. Über Ansteckungseffekte besteht die Gefahr einer tiefen Rezession in der gesamten Währungsunion. Dies zwingt die Euro-Mitgliedstaaten in Krisenzeiten zu kostspieligen Rettungsmaßnahmen. Von der Rettungspolitik in der jüngsten Krise ging das Signal aus, die Staatsschulden im Euroraum unterlägen einer Gemeinschaftshaftung. Damit wurden Anreize zur Haushaltsdisziplin vorläufig ausgehebelt.

Auf dieser Basis wird hier argumentiert, dass eine langfristige Ergänzung des institutionellen Gefüges im Euroraum um gemeinschaftlich begebene Anleihen die derzeit bestehenden verzerrten fiskalischen Anreizwirkungen verbessert. Ein solcher *sicherer Hafen* für die Eurozone kann entscheidend zur Stabilisierung des Finanzsystems in Krisenzeiten beitragen. Indem die indirekten Kosten einer Restrukturierung von Staatsschulden über die Auswirkungen auf das Bankensystem gesenkt werden, wird eine Restrukturierung von Schulden öffentlicher Schuldner in der Eurozone unter ökonomisch vertretbaren Kosten möglich. Das dadurch gestärkte *Bailout*-Verbot dürfte eine wieder zunehmend risikoorientierte Verzinsung nationaler Schulden bewirken. Zu diesem Zweck ist eine begrenzte gemeinschaftliche Haftung unter strengen Auflagen zu begrüßen, da sie Marktanreize zur Disziplinierung nationaler Ausgaben nutzbar macht und somit das Überschuldungsproblem im Euroraum langfristig einzuschränken hilft.

Als Voraussetzung für die Schaffung gemeinschaftlicher Anleihen müssten bindende finanzpolitische Regeln eingeführt werden, damit in begrenztem Umfang Souveränitätsrechte an eine zentrale fiskalische Instanz delegiert werden können. Kurzfristig sind somit die Bedingungen für gemeinschaftliche Anleihen nicht gegeben.

Die zerstörerische Wirkung einer Abwärtsspirale aus Risiken der Staatsverschuldung, einer Destabilisierung des Bankensektors und den realwirtschaftlichen Kosten einer Kreditklemme wurden in der Eurokrise offensichtlich.¹ Durch eine abrupte Desintegration der Finanzmärkte entlang nationaler Grenzen drohte die Währungsunion 2011/2012 zu scheitern. Der vormals undenkbarer Fall – ein Staatsbankrott innerhalb der Währungsunion – wurde mit Griechenland im Jahr 2010 akut. Die bisher gängige Praxis Staatsschuldenkrisen mittels Ad-hoc-Verhandlungen unter Beteiligung aller Gläubiger zu begegnen, war in dieser besonderen Situation innerhalb der Eurozone unmittelbar nicht anwendbar. Erst etwa zwei Jahre nach Verlust des Kapitalmarktzugangs kam es im Februar 2012 in Griechenland zu einem Schuldenschnitt.² Die Möglichkeit von Restrukturierungen hatte sich aufgrund der damit verbundenen hohen Kosten zu Gunsten von Ad-hoc-Rettungsmaßnahmen durch die Mitgliedsländer der Währungsunion verschoben. Die Mitgliedsländer sahen sich aufgrund drohender Ansteckungseffekte zu einer Politik gedrängt, Liquiditätshilfen auf der Grundlage bilateraler Verträge oder der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) zu leisten, die zeitversetzt zu Transferzahlungen führten. Darüber hinaus sah sich die Europäische Zentralbank (EZB) veranlasst, mit unkonventionellen Maßnahmen wie Notfallkrediten an notleidende Banken in Krisenländern (ELA), durch Staatsanleihekäufe auf dem Sekundärmarkt (SMP), und das Versprechen, ein Auseinanderbrechen der Eurozone zu verhindern (OMT), außerordentliche Risiken einzugehen.

Im Folgenden wird argumentiert, dass die Einführung von gemeinschaftlichen Anleihen im Euroraum, im Zu-

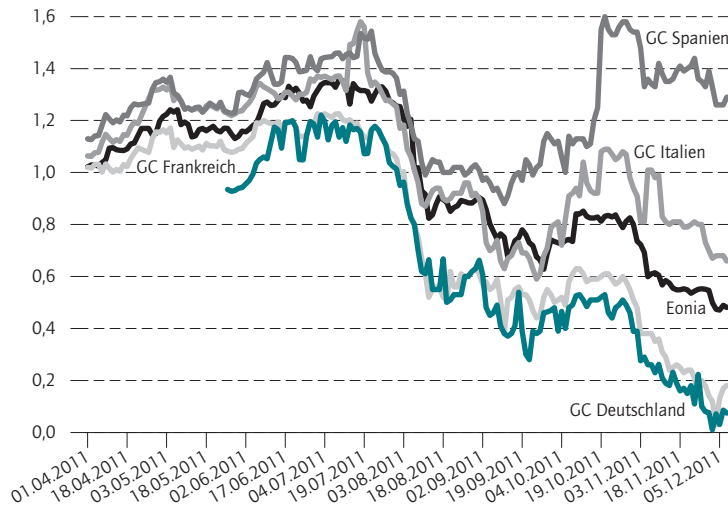
¹ Der vorliegende Bericht ist Teil einer Serie von DIW Wochenberichten, die sich mit Elementen einer Strategie zur institutionellen Neuordnung der Währungsunion befasst. Vgl. Fichtner, F., Fratzscher, M., Podstawski, M., Ulbricht, D. (2014): Den Euroraum zukunftsfähig machen. DIW Wochenbericht Nr. 24/2014.

² Zettelmeyer, J., Trebesch, C., Gulati, M. (2013): The Greek debt restructuring: an autopsy. *Economic Policy*, 515–563.

Abbildung 1

Zinsen für besicherte Interbankkredite

In Prozentpunkten



Quelle: Bloomberg.

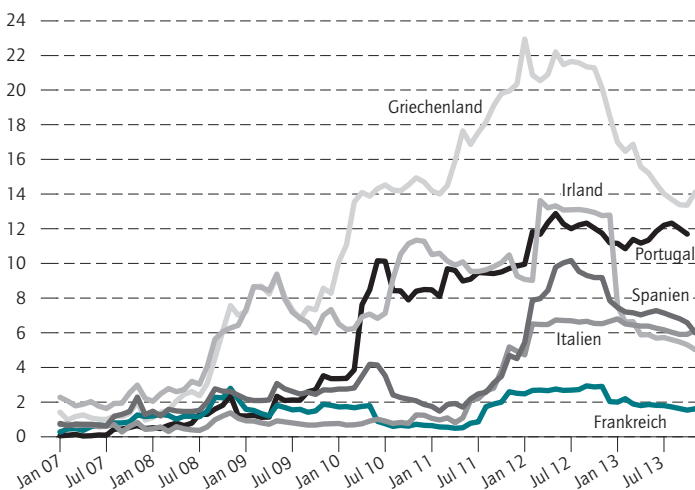
© DIW Berlin 2014

Die Zinssätze standardisierter Sicherheiten (GC repo rates) driften in der Krise auseinander.

Abbildung 2

Kreditvergabe des Eurosystems an Kreditinstitute

In Prozent der Bilanzsumme nationaler Notenbanken



Quelle: Nationale Notenbanken.

© DIW Berlin 2014

Zentralbankgeld ersetzte die private Kreditschöpfung.

sammenspiel mit weiteren wesentlichen institutionellen Reformen in der Währungsunion, eine krisenbedingte Abwärtsspirale abmildert und die damit einhergehende Rettungspolitik unnötig macht.

Ansteckung durch Kollateral-Kanal während der Krise

Der Vertrauensverlust in verbrieft Hypothekendarlehen aus dem amerikanischen Häusermarkt nach der Insolvenz der Investmentbank Lehmann Brothers resultierte in einem geschrumpften Bestand sicherer und hoch liquider Anleihen.³ Die Möglichkeit Staatsanleihen zur besicherten Finanzierung zu nutzen, erklärt die zunehmende Bedeutung von Staatsanleihen für den Kreditschöpfungsprozess der Privatbanken.⁴

In Europa ist der überwiegende Anteil der besicherten Interbankkredite mit europäischen Staatsanleihen unterlegt.⁵ Dies begründet die hohe Relevanz von Staatsanleihen für die Kreditschöpfung im Bankensystem.

Die systemische Relevanz wurde 2009 mit dem Beginn der griechischen Schuldenkrise offensichtlich. Die Finanzmärkte realisierten bisher unterschätzte Risiken der Staatsfinanzierung einiger Länder im Euro-Raum. Die daraufhin einsetzende Aufspreizung der Zinsdifferenzen auf Staatsanleihen erfasste die nationalen Bankensysteme in den Krisenländern,⁶ die in ihren Staatsanleihen-Portfolios eine starke inländische Ausrichtung aufwiesen (*Home bias*).⁷

Die Staatsschuldenkrise wirkte sich demzufolge asymmetrisch auf die Mitgliedsländer der Eurozone aus, wodurch die Gefahr eines Auseinanderbrechens der Währungsunion erhöht wurde. Dies wurde besonders deutlich im Verlauf des Jahres 2011: Zinsen auf Repo-Geschäfte, die mit europäischen Staatsanleihen besichert waren, bewegten sich deutlich auseinander (Abbildung 1). Während Transaktionen, die mit deutschen oder französischen Staatsanleihen besichert waren, noch unterhalb des EONIA-Swap-Satzes kursierten, entwickelten sich die Zinsen für die mit italienischen und vor allem spanischen Anleihen besicherten Repo-Geschäfte in die entgegengesetzte Richtung. Dieser Zusammenhang wird im Folgenden als Kollateral-Kanal bezeichnet.

³ Große Steffen, C. (2014): Knappheit sicherer Anleihen? Neue Herausforderungen nach der Krise. DIW Roundup Nr. 3, www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.434488.de/diw_roundup_3_de.pdf.

⁴ Manmohan, S., Stella, P. (2012): Money and collateral. IMF Working Paper, WP/12/95; ICMA (2014): Collateral is the new cash: The systemic risks of inhibiting collateral fluidity. International Capital Market Association, Zürich.

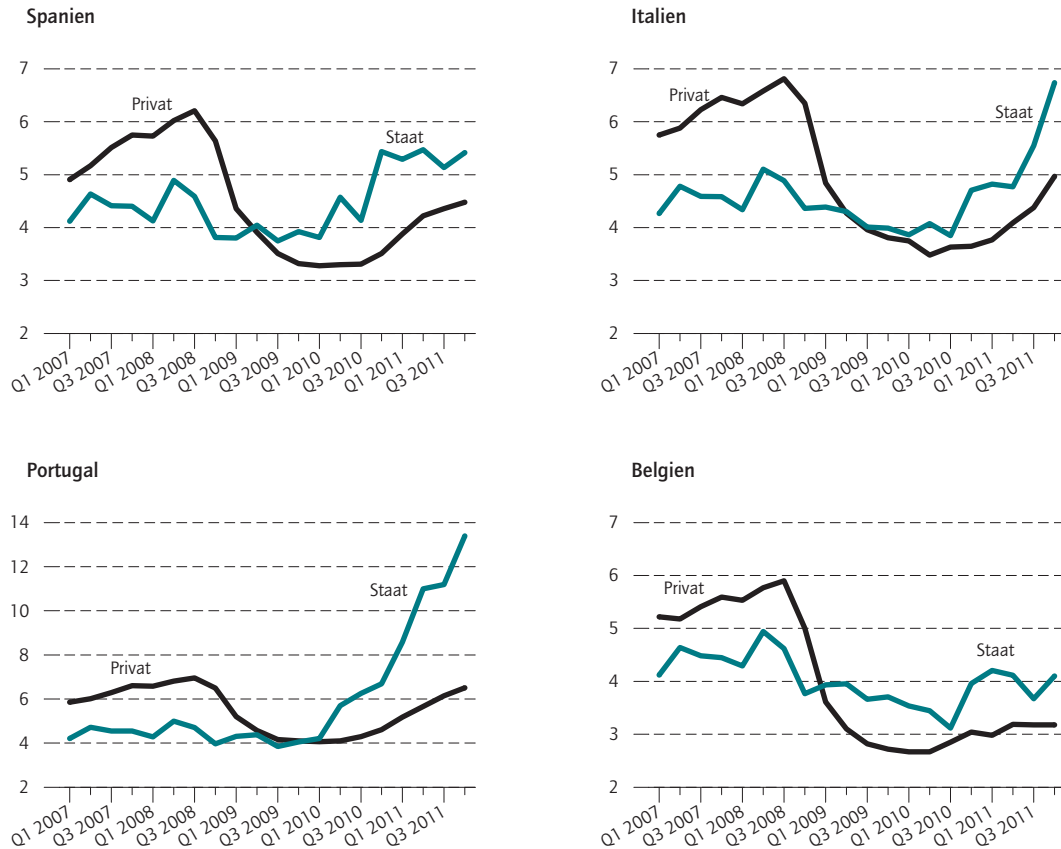
⁵ ICMA (2013): European repo market survey: Number 25 – conducted June 2013. International Capital Market Association, Zürich.

⁶ BIS (2011): Impact of sovereign credit risk on bank funding conditions. Committee on the Global Financial System (CGFS) Papers, No. 43, Juni 2011; van Rixtel, A., Gasperini, G. (2013): Financial crises and bank funding: Recent experience in the euro area. BIS Working Papers No. 406.

⁷ Arslanalp, S., Tsuda, T. (2012): Tracking global demand for advanced economy sovereign debt. IMF Working Paper WP/12/284.

Abbildung 3

Private und öffentliche Finanzierungskosten In Prozentpunkten¹



¹ Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihen und Darlehenszinsen an nichtfinanzielle Unternehmen mit Laufzeiten bis zu einem Jahr.

Quellen: EZB; Thomson Reuters Datastream; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die Korrelation privater und öffentlicher Finanzierungskosten nahm in den Krisenländern stark zu.

Die EZB konnte durch eine massive Ausweitung der Liquiditätsversorgung dem Anstieg der Finanzierungskosten und dem Rückgang der Finanzierungsmöglichkeiten für zahlreiche Banken in den Krisenländern entgegenzutreten (Abbildung 2).⁸ Dennoch konnte ein Auseinanderdriften der Kreditbedingungen in den Mitgliedsländern der Währungsunion nicht verhindert werden. Für die Krisenländer konnte im Verlauf der Jahre 2010/11 ein positiver Zusammenhang der privaten und öffentlichen Kreditzinsen beobachtet werden, während dies nicht für die Kernländer des Euroraums zutraf (Abbildung 3).

Die vom Staatssektor in den Bankensektor übergreifende Ansteckung ist ein Beleg für die systemische Dimension

der Krise.⁹ Im Ergebnis waren vor allem die Länder von einer Vertrauenskrise betroffen, deren Wirtschaftswachstum krisenbedingt am stärksten zurückging (Abbildung 4).

Schaffung sicherer Anleihen in der Eurozone: langfristig ökonomisch sinnvoll

Wie die Analyse des Modells von Engler und Große Steffen¹⁰ zeigt (Kasten 1), lassen sich Schuldenkrisen auch

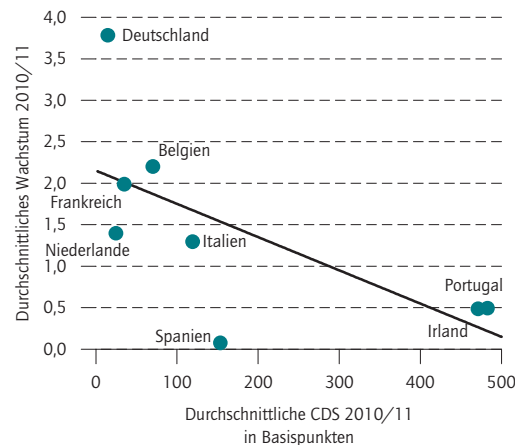
⁸ Giannone, D. et al. (2012): The ECB and the interbank market. ECB Working Paper Series No. 1496, November 2012.

⁹ Darüber hinaus war auch eine umgekehrte Ansteckung von Banken zu Staaten zu beobachten, siehe Ejsing, J., Lemke, W. (2011): The Janus-headed salvation. Sovereign and bank credit risk premia during 2008–2009. *Economics Letters* (110), 28–31.

¹⁰ Engler, P., Große Steffen, C. (2014): Sovereign risk, interbank freezes, and aggregate fluctuations. ssrn.com/abstract=2489914.

Abbildung 4

Zusammenhang zwischen dem Risiko einer Staatspleite und dem Wachstum



Quellen: Thomson Reuters Datastream; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die systemische Dimension der Krise: Niedriges Wachstum und hohe Risikoprämien sind in der Peripherie stark korreliert.

bei einer starken disziplinierenden Wirkung von drohenden realwirtschaftlichen Kosten eines Schuldenschnitts in Volkswirtschaften mit entwickelten Finanzmärkten nicht vollständig vermeiden, da Staaten durch eine Reihe negativer Schocks an ihre Schuldengrenze gebracht werden können. Als eine Ursache hierfür kann der Kollateral-Kanal am europäischen Interbankenmarkt ausgemacht werden, der in Folge eines Überschuldungsproblems im Zusammenspiel mit negativen Schocks in der Währungsunion seine Wirkung entfalten konnte.

In Zukunft ist es daher für die Europäische Währungsunion erforderlich, die disziplinierende Wirkung von Finanzmärkten stärker zu nutzen, um einen weiteren Anstieg der Schuldenstände im Euroraum zu verhindern. Dazu ist eine differenzierte Bepreisung von Staatsanleihen wünschenswert. Dies ist jedoch nur dann zu erreichen, wenn die Möglichkeit eines Schuldenschnitts real gegeben ist, und das *Bailout*-Verbot wieder Beachtung findet. Angesichts der derzeitigen Organisation der Finanzmärkte in Europa ist dies nicht der Fall: Aufgrund der negativen Auswirkungen eines Schuldenschnitts auf den Bankensektor ist die Androhung einer Restrukturierung von Schulden von vornherein unglaubwürdig.¹¹ Auch die Rettungspolitik durch EFSF/ESM und OMT hat diesen Eindruck bekräftigt.

¹¹ Eine bedeutende Ausnahme stellt Griechenland dar, das im Februar 2012 seine Schulden restrukturierte. Dies hat jedoch derzeit kaum Auswirkungen auf die Glaubwürdigkeit des Bailout-Verbots und eine risikoadäquate Verzinsung von Staatsschulden in der Eurozone. Dies legt wiederum nahe, dass die Märkte Griechenland als Einzelfall betrachten.

Die Schaffung von sicheren, also nicht ausfallgefährdeten Anleihen, sollte in einem zukünftigen neu geordneten institutionellen Gefüge der Europäischen Währungsunion dazu beitragen, die *Ex-ante*- und *Ex-post*-Transferzahlungen innerhalb der Eurozone besser auszubalancieren. Gemeinschaftliche Anleihen innerhalb einer Währungsunion bringen drei Vorteile mit sich. Erstens, die Möglichkeit und Notwendigkeit einer sinnvollen Verteilung finanzpolitischer Risiken und zweitens, die Stärkung der Finanzmarktstabilität durch eine verbesserte und robustere Integration der Finanzmärkte. In ihrer Funktion als sichere Anlagemöglichkeit würden gemeinschaftlich begebene Anleihen drittens, die Position des Euro als internationale Reservewährung stärken.¹²

Die Debatte zu Eurobonds gilt es zu versachlichen

Während der Schuldenkrise haben sich zwei Lager gebildet, die die Vorschläge zu Eurobonds unterschiedlich einschätzen. Auf der einen Seite stehen die konsequenten Gegner jeglicher Form gemeinschaftlich begebener Anleihen. Das Hauptargument gegen Eurobonds sind die berechtigten Bedenken in Bezug auf die Anreizwirkungen: Ein Staat, der im Notfall seine Schulden nicht selbst zurück zu zahlen hat, wird keine vernünftige Haushaltspolitik betreiben.¹³ Darüber hinaus bestehen verfassungsrechtliche Bedenken: Diese weisen als Voraussetzung von Eurobonds auf eine Fiskalunion oder die Errichtung eines europäischen Bundesstaates hin.¹⁴

Auf der anderen Seite stehen die Befürworter, die im Laufe der Zeit eine Vielzahl von Vorschlägen hervorgebracht haben, gemeinschaftliche Anleihen für ökonomisch sinnvoll erachten und die rechtlichen Voraussetzungen für bereits kurz- oder mittelfristig erreichbar halten. Diese Vorschläge unterscheiden sich hauptsächlich bezüglich des Umfangs der Haftung, die von einer vollen Vergemeinschaftung sämtlicher Schulden bis hin zu synthetischen Anleihen mit keinerlei *De-facto*-Vergemeinschaftung reichen.

Ungeachtet der Frage, ob der Euroraum eine vollständige Fiskalunion anstrebt oder nicht, ist der Bedarf einer ver-

¹² Insbesondere dürfte die Finanzmarktstabilität ein zunehmend wichtiger Faktor sein, der die Qualität einer Währung als Reservewährung definiert, siehe Goldberg, L., Krogstrup, S., Lipsky, J., Rey, H. (2014): Why is financial stability essential for key currencies in the international monetary system? *voxeu.org*, 26. Juli 2014.

¹³ Siehe beispielsweise Schäfer, H.-B. (2012): Eurobonds – Gruppenhaftung im Clan bedroht die Bürgergesellschaft und den Sozialstaat. *Wirtschaftsdienst*, 91/9, 609–612; sowie Schütte, M., Blanchard, N., Hüther, M., Lucke, B. (2012): Eurobonds: Kann eine Unterteilung in Blue bonds und Red bonds das Risiko für die Euroländer minimieren? *Ifo Schnelldienst* 4/2012.

¹⁴ Mayer, F., Heidfeld, C. (2012): Verfassungs- und europarechtliche Aspekte der Einführung von Eurobonds. *Juristische Wochenschrift*, Heft 7, 422–427.

stärkten finanzpolitischen Koordinierung in der Währungsunion während der Krise offenbar geworden. Dies macht Durchgriffsrechte auf das Budget nationaler Staaten von Seiten Brüssels erforderlich, die über das bisher vereinbarte Maß hinausgehen sollten, um ausreichend finanzpolitische Koordination sicherzustellen.¹⁵

In diesem Kontext scheint eine Versachlichung der zum Teil sehr emotional geführten Debatte um die Einführung von Eurobonds erforderlich. Denn ist eine effektive finanzpolitische Koordinierung im Sinne einer zumindest partiellen Fiskalunion hergestellt, so ist auch die ökonomische Voraussetzung für die stufenweise Einführung von gemeinschaftlichen Anleihen geschaffen, um sich deren vielseitige positive Effekte für die Währungsunion langfristig nutzbar zu machen.

Da aktuell noch keine partielle Fiskalunion besteht, sind die Voraussetzungen für gemeinschaftliche Anleihen derzeit nicht gegeben. Auch kurzfristig dürften politische Hürden eine rasche Umsetzung verhindern. Dies führt zu dem Dilemma, wie das *Bailout*-Verbot kurz und mittelfristig umzusetzen ist. Langfristig bleibt eine Nicht-Haftungs-Klausel wie in den USA und der Schweiz notwendig, selbst wenn sich die Europäische Union in Richtung einer politischen Union in der Form eines Bundesstaates entwickeln sollte.¹⁶

Vorschläge zu Eurobonds

Bisher werden Lösungen diskutiert, die in zwei Gruppen eingeteilt werden können:¹⁷ Auf der einen Seite des Spektrums stehen *echte* Eurobonds, die eine weitreichende Vergemeinschaftung von bestehenden Staatsschulden vorsehen. Die Vorschläge dazu entstanden größtenteils im Zuge der Staatsschuldenkrise im Euroraum. So forderten der designierte EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker und der damalige italienische Finanzminister Giulio Tremonti Ende 2010 die Einführung von Eurobonds.¹⁸ Sie sollten der Finanzierung nationaler Budgets dienen und kurzfristig den Finanzmärkten Stabilität signalisieren, um die Krise zu beenden.¹⁹

Bei *echten* Eurobonds wird von den teilnehmenden Ländern eine gegenseitige und vollumfängliche Haftung für die damit eingegangenen Zahlungsverpflichtungen übernommen. Im Fall der Zahlungsunfähigkeit einzelner Teilnehmer müssten die Partnerländer für diese Zahlungen uneingeschränkt aufkommen. Dadurch reduziert sich aus Sicht der Gläubiger das Ausfallrisiko einzelner Staaten erheblich. Allerdings würde dies die Gefahr eines gemeinschaftlichen Ausfalls unter Umständen erhöhen.²⁰ Bei gemeinsamer Haftung über die gesamte nationale Schuldenlast besteht darüber hinaus das moralische Risiko (*moral hazard*) einer verringerten Disziplin in der Haushaltsführung einzelner Mitgliedsländer, weil die Anreizwirkung der Anleihenmärkte eingeschränkt oder vollständig aufgehoben werden. Nicht zuletzt weil Eurobonds zu Hochzeiten der Krise als Substitut zu strukturellen Reformen vorgeschlagen wurden, sind sie in dieser Form strikt abzulehnen.

Ein Ausweg aus diesem Dilemma besteht darin, nicht sämtliche Staatsschulden zu vergemeinschaften. Von Weizsäcker und Delpla²¹ schlagen daher sogenannte *Blue Bonds* mit einer gemeinsamen Haftung vor, die lediglich bis zu einer Schwelle von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts eines jeden Landes begeben werden könnten. Für Schulden über die Schwelle von 60 Prozent hinaus müsste ein Schuldnerland allein haften. Diese Anleihen würden als sogenannte *Red Bonds* einem höheren Ausfallrisiko unterliegen, da sie im Insolvenzfall als nachrangig²² behandelt werden. Eine risikoangepasste Bepreisung würde einen starken disziplinierenden Effekt auf die emittierenden Regierungen ausüben. Die *Blue Bonds* hingegen könnten aufgrund der gemeinsamen Haftung sowie der Vorrangigkeit im Insolvenzfall als sicher angesehen werden und könnten als Sicherheiten im Bankensektor Verwendung finden.²³

Dem Vorschlag von *echten* Eurobonds gegenüber stehen sogenannte synthetische Eurobonds, deren populärster Vertreter die sogenannten *European Safe Bonds* (ESBies)

¹⁵ Heinemann, F., Moessinger, M.-D., Osterloh, S. (2012): Feigenblatt oder fiskalische Zeitenwende? Zur potenziellen Wirksamkeit des Fiskalvertrags. *Integration* 3/2012, 167–182.

¹⁶ Vgl. auch die vom Sachverständigenrat abweichende Stellungnahme von Wieland, V.: Sachverständigenrat Jahresgutachten 2013/2014, Ziffer 265; sowie Bordo, M., Markiewicz, A., Jonung, L. (2011): A fiscal union for the Euro: Some lessons from history. NBER Working Paper 17380.

¹⁷ Für eine ausführliche Diskussion der Vorschläge siehe Claessens, S., Mody, A., Vallée, S. (2012): Paths to Eurobonds. IMF Working Paper, WP/12/172.

¹⁸ Juncker, J.-C., Tremonti, G. (2010): E-bonds would end the crisis. *Financial Times*, 5. Dezember 2010.

¹⁹ Die Vorschläge sind, erstens, zu unterscheiden von den Harmonisierungsbestrebungen zwischen nationalen Schuldenagenturen, siehe Giovannini, A. et al. (2000): Coordinated public debt issuance in the euro area. Report of the Giovannini Group. Zweitens, gehen die Vorschläge über die reine Finanzierung

eines europäischen Budgets hinaus. Diese befinden sich mit sogenannten *Project Bonds* innerhalb einer EU-EIB-Kooperation bereits in einer Pilotphase. Auch die Europäische Kommission entwickelte eigene Vorschläge zur Einführung von sogenannten *Stability Bonds*, siehe Europäische Kommission (2011): Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds. ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/documents/pdf/green_en.pdf.

²⁰ Wagner, W. (2011): Eurobonds are likely to increase the risk of joint defaults in the Eurozone. voxeu.org, 8. Dezember 2011.

²¹ Von Weizsäcker, J., Delpla, J. (2010): The blue bond proposal. Bruegel Policy Brief, 2010/03.

²² Nachrangige Anleihen sind solche, deren Käufer im Fall eines Zahlungsausfalls die ersten Verluste zu tragen haben, während Käufer vorrangiger Anleihen erst bei höheren Verlusten herangezogen werden.

²³ Ein ähnlicher Vorschlag zu gemeinschaftlichen Anleihen mit kurzer Laufzeit stammt von Philippon, T., Hellwig, C. (2011): Eurobills, not Eurobonds. voxeu.org, 2. Dezember 2011.

Kasten 1

Modellanalyse

Die theoretische Modellanalyse von Engler und Große Steffen¹ basiert auf einem dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodell (DSGE) einer kleinen offenen Volkswirtschaft.² Darin werden im Wesentlichen zwei Erweiterungen gegenüber dem Standardmodell vorgenommen.

Erstens werden *heterogene Banken* abgebildet, die über einen Interbankenmarkt Kredite austauschen. Dieser Prozess verläuft nicht ganz ohne Reibungen. Banken im Modell unterliegen Finanzierungsbeschränkungen, die auf unvollkommene Märkte zurückzuführen sind. Diese Finanzierungsbeschränkungen lassen sich zu einem gewissen Grad reduzieren, indem Banken Staatsanleihen als Sicherheiten hinterlegen, um Kredite ausgeben zu können. Die hieraus resultierenden Implikationen für eine optimale Verschuldungspolitik des Staates sind bereits in früheren Studien analysiert worden.³ Allerdings berücksichtigen diese Studien nicht den Anstieg des Ausfallrisikos, der mit einer zu starken Ausweitung der Staatsverschuldung, oder unter starken makroökonomischen Schocks auftritt, wie sie während der europäischen Schuldenkrise beobachtet werden konnten.

Daher verfügt das Modell, zweitens, über die Dimension des *Ausfallrisikos staatlicher Anleihen* im Rahmen einer optimalen Ausfallentscheidung.⁴ Ein Staatsbankrott führt in dem Modell zu einem Zusammenbruch des Interbankenmarktes, was unmittelbar eine Kreditklemme und tiefe Rezession nach sich zieht. Diese Kosten wirken sich disziplinierend auf die Regierung aus und machen eine Rückzahlung der Schulden wahrscheinlicher. Dieser Zusammenhang verknüpft die Bedingungen auf den Interbankenmärkten mit den fiskalpolitischen Entscheidungen der Regierung.

¹ Engler, P., Große Steffen, C. (2014), a. a. O.

² Mendoza, E. (1991): Real business cycles in a small open economy. *American Economic Review* (81)4, 797–818.

³ Woodford, M. (1990): Public debt as private liquidity. *American Economic Review* (80)2, 382–388.

⁴ Zur Literatur strategischer Zahlungsausfälle siehe Eaton, J., Gersovitz, M. (1981): Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis. *Review of Economic Studies* (48)2, 289–309.

Ergebnisse der Modellanalyse

Der Staat steht bei der Bestimmung einer optimalen Fiskalpolitik vor dem Problem, dass es *ex ante* wünschenswert ist, sich zu verschulden. Indem die Anleihen in den Besitz von Banken gelangen, sind sie dazu geeignet, Finanzierungsbeschränkungen zu lockern und damit die private Kreditvergabe anzuregen. Allerdings entsteht ein Zielkonflikt, sollten die Staatsanleihen selbst durch einen Staatsbankrott bedroht sein: Dann nämlich droht ein sich selbst verstärkender Mechanismus zwischen Staatsrisiko und Finanzierungsbeschränkungen im Privatsektor. Somit erhalten Staatsschuldenkrisen über die Rolle von Staatsanleihen im Bankensektor eine systemische Dimension, die die gesamte Wirtschaft erfasst. *Ex post* sind sie darüber hinaus mit hohen makroökonomischen Kosten verbunden. Sie können in einem Szenario, in dem ein Staat unkontrolliert in die Zahlungsunfähigkeit gerät, bis zu 20 Prozent des Bruttoinlandsprodukts ausmachen (Abbildung 1). Entscheidend für die Modellergebnisse ist, dass diese Kosten abhängig von der Produktivitätsentwicklung und damit von der konjunkturellen Lage sind (Abbildung 2). Während in wirtschaftlich normalen Zeiten aufgrund des Kreditbedarfs der Wirtschaft die Kosten eines Zahlungsausfalls sehr hoch sind, fallen sie in der Rezession mit einer einhergehenden sinkenden Kreditnachfrage und der damit gesunkenen Bedeutung des Interbankenmarktes stark ab. Dies ist unter anderem auf den Amplifikationsmechanismus zwischen staatlichem Solvenzrisiko und den Finanzierungskosten des Bankensektors zurückzuführen, der die gesamtwirtschaftliche Produktion in der Rezession zusätzlich senkt und somit die Kosten der drohenden Kreditklemme im Falle eines Staatsbankrotts weiter reduziert. Diese Abwärtsspirale ist in jedem Fall mit hohen ökonomischen Kosten verbunden, sei es durch die Kosten eines Schuldenschnitts oder durch die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen bei Vermeidung eines Schuldenschnitts.

Bewertung der Modellergebnisse

Das Modell wird für die quantitative Analyse mittels spanischer Daten im Zeitraum von 2000 bis 2011 kalibriert.

sind.²⁴ Diese umfassen keinerlei Gemeinschaftshaftung. Vielmehr geht es bei diesem Vorschlag darum, Finanzprodukte aus bereits existierenden Staatsschulden durch

Verbriefung zu entwickeln. Banken wäre es nur gestattet, die sichere Tranche (ESBies) zu erwerben, um Staaten- und Bankrisiken zu entkoppeln. Synthetische Eurobonds haben nicht das primäre Ziel, nationale Budgets zu finanzieren oder den in Notlage geratenen Staat vor spekulativen Attacken zu schützen. Ihre Aufgabe ist es, die Auswirkungen der Schuldenkrise auf das Bankensystem zu reduzieren.

²⁴ Siehe Euro-nomics group (2011): European Safe Bonds (ESBies). www.princeton.edu/~jrc/files/esbie_pr.pdf; sowie Beck, T., Wagner, W., Uhlig, H. (2011): Insulating the financial sector from the crisis: Eurobonds without public guarantees. voxeu.org, 17. September 2011.

Modellsimulationen zeigen, dass Staatsschuldenkrisen extrem seltene Ereignisse sind. Dies ist dadurch zu erklären, dass die mit einem Staatsbankrott verbundenen Kosten durch eine Kreditklemme am Interbankenmarkt eine große disziplinierende Wirkung auf die Regierung entfalten. In der Literatur werden diese Kosten daher häufig als nützlich angesehen, da sie in normalen Zeiten die Zinsen für Staatsanleihen verringern.⁵

Gleichzeitig werden dadurch die mit einer Staatspleite verbundenen Ineffizienzen und Kosten enorm in die Höhe getrieben. Dies unterscheidet die Krise in der Eurozone von den Schuldenkrisen in Schwellenländern, für die eine *Ad-hoc*-Verhandlungslösung unter Beteiligung von Gläubigern durchführbar war.⁶ Darüber hinaus ist die *Ex-ante*-Effizienzsteigerung durch die disziplinierende Wirkung den ebenso *ex ante* auftretenden realwirtschaftlichen Kosten des Amplifikationsmechanismus zwischen staatlichem Risiko und Finanzierungsbedingungen gegenüberzustellen: Dies erklärt rückwirkend die Strategie europäischer Entscheidungsträger, für eine Rettungspolitik einzutreten. Auch wenn diese Politik mit hohen Kosten verbunden ist, wäre die Alternativlösung unter diesen Umständen deutlich teurer gewesen.⁷

Die Modellanalyse legt nahe, dass eine Regierung bei ihrer Verschuldungspolitik die Liquiditätswirkung von Staatsausgaben stärker berücksichtigen sollte. Das bedeutet: Ein Überschuldungsproblem sollte vermieden werden, sodass möglichst keine Zweifel über die Tragfähigkeit von Staatsschulden aufkommen. Damit wären Staatsanleihen grundsätzlich auch in schweren Rezessionen durch ihre hohe Solvenz dazu geeignet, die Finanzierung der Banken und damit die Kreditversorgung für die Unternehmen der Realwirtschaft sicherzustellen. Die *Ex-ante*-Kosten innerhalb einer den Konjunkturzyklus verstärkenden Abwärtsspirale während einer Rezession würden somit gar nicht erst entstehen.

⁵ Dooley, M. (2000): International financial architecture and strategic default. Can financial crises be less painful? Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 361–377.

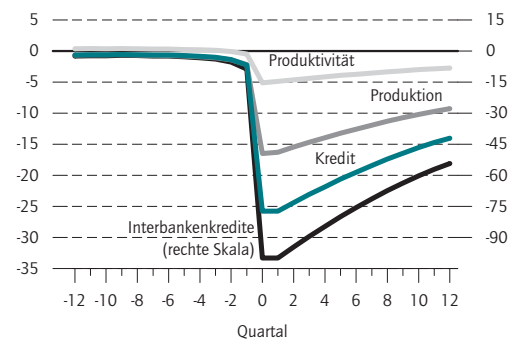
⁶ Panizza, U., Sturzenegger, F., Zettelmeyer, J. (2009): The economics and law of sovereign debt and default. Journal of Economic Literature (47)3, 651–698.

⁷ Buchheit, L. et al. (2013): Revisiting sovereign bankruptcy. CIEPR Report, Brookings Institution.

Abbildung 1

Simulierte Staatspleite

Abweichung vom langfristigen Trend in Prozent



Quelle: Engler, P., Große Steffen, C. (2014), a.a.O.

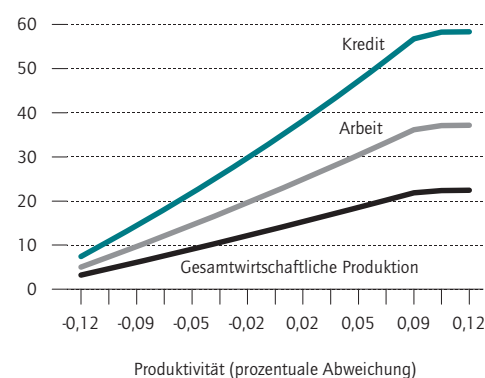
© DIW Berlin 2014

Die ex-post-Kosten einer Staatspleite durch eine Kreditklemme können bis zu 20 Prozent des Bruttoinlandsprodukts betragen.

Abbildung 2

Kosten einer Staatspleite

Prozentualer Verlust bei einem Schuldenschnitt



Quelle: Engler, P., Große Steffen, C. (2014), a.a.O.

© DIW Berlin 2014

Die Kosten einer Staatspleite sind in der Rezession besonders niedrig und machen einen Schuldenschnitt wahrscheinlicher.

Gemeinschaftliche Anleihen in das neue institutionelle Gefüge Europas integrieren

Sichere Anleihen gelten erst dann als sicher, wenn ihnen auch in Krisenzeiten das Vertrauen der Anleger geschenkt wird. Institutionell könnte dies durch eine Europäische Schuldenagentur gewährleistet werden: Sie würde eine Garantieerklärung erhalten, die die teilnehmenden

Staaten im Notfall dazu verpflichtet, für die gesamten gemeinschaftlich begebenen Anleihen einzuspringen. Die nationalen Finanzagenturen würden gemäß ihrem Anteil am Emissionsvolumen ihre Verpflichtungen bilateral mit der Europäischen Schuldenagentur abwickeln.

Darüber hinaus gilt es, erstens, das moralische Risiko einzuschränken, zweitens, die rechtlichen Voraussetzungen

zu erfüllen, und drittens, die institutionelle Konsistenz innerhalb der Währungsunion zu gewährleisten. Um das zentrale Problem des moralischen Risikos bei der Begebung gemeinschaftlicher Anleihen einzuschränken, gibt es eine Reihe von Möglichkeiten. Zunächst sollten Bemühungen intensiviert werden, eine Einhaltung der Haushaltsdisziplin auf politischem Wege durchzusetzen. Es ist zu hoffen, dass im Zuge der erforderlichen fiskalischen Koordination innerhalb des Euroraums in Zukunft gewisse Souveränitätsrechte an Brüssel – zumindest temporär – delegiert werden können.²⁵ Die schlechten Erfahrungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt lassen zwar begründete Zweifel an der Effizienz politischer Mechanismen aufkommen, jedoch sind sie als normative Verankerung komplementär zu marktbasierten Instrumenten wünschenswert. Darüber hinaus wäre es erforderlich, zumindest eine partielle Fiskalunion zu etablieren. Mitgliedsstaaten könnten beispielsweise temporär gewisse Souveränitätsrechte an Brüssel abtreten, sobald sich Finanzierungsengpässe andeuten. Beispielsweise ließe sich vereinbaren, dass sich ein Land bei einem Haftungsfall der gemeinschaftlichen Anleihen zur Teilnahme an einem makroökonomischen Anpassungsprogramm verpflichtet, wie es heute schon die Voraussetzung für Kredite des ESM darstellt. Der damit verbundene temporäre Abtritt von Souveränitätsrechten sollte die negative Anreizwirkung senken, die Solvenz der Partnerländer ungerechtfertigter Weise in Anspruch zu nehmen.

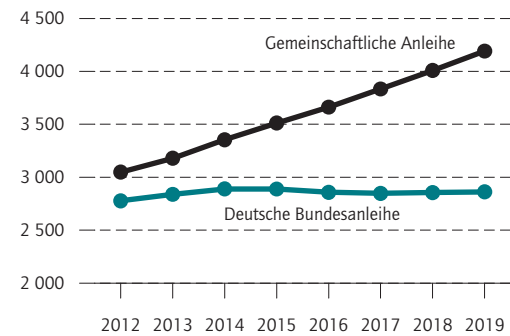
Schließlich sollte eine Begrenzung gemeinschaftlicher Anleihen deutlich unterhalb der Grenze von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts festgelegt werden, um zwischenstaatliche Ansteckungseffekte zu reduzieren. Gemeinschaftliche Anleihen sollten daher auf eine relativ niedrige Schwelle, zum Beispiel 25 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (der vergangenen fünf Jahre), beschränkt werden. Dies stellt einen Richtwert dar, um einen hinreichend liquiden Markt zu gewährleisten. Eine strenge Begrenzung ist für die Glaubwürdigkeit des Mechanismus, insbesondere in der Anfangsphase, entscheidend. Beispielsweise würde bei einem Emissionsvolumen von 25 Prozent die gemeinschaftliche Anleihe das Volumen deutscher Bundesanleihen bereits heute leicht übertreffen. In Abbildung 5 wird deutlich, dass mittelfristig der Bestand an sicheren Anleihen in Europa deutlich erweitert werden könnte. Hierfür ist zum einen die durch die Einführung der Schuldenbremse vorgezeichnete Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in Deutschland verantwortlich. Zum anderen bildet die Kopplung an das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum eine dynamische Komponente, die es erlaubt, bei stärkerem Wachstum den Bestand an gemeinschaftlichen Anleihen auszuweiten. Damit würde mittelfris-

²⁵ Basso, H., Costain, J. (2013): Fiscal delegation in a monetary union with decentralized public spending. Bank of Spain Working Paper No. 1311.

Abbildung 5

Emissionsvolumina

In Milliarden Euro



Quellen: IWF WEO Datenbank; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Gemeinschaftliche Anleihen im Umfang von 25 Prozent des Bruttoinlandsprodukts der Eurozone würden den Markt für deutsche Staatsanleihen im Volumen langfristig übertreffen.

tig der wichtigste Anleihenmarkt in der Eurozone und der zweitwichtigste Markt weltweit geschaffen werden.

Die rechtlichen Grundlagen sind in zweierlei Hinsicht zu prüfen. Auf der einen Seite stehen die europäischen Verträge sowie das deutsche Grundgesetz, welches enge Gestaltungsvorgaben für Anleihen mit gemeinschaftlicher Haftung auferlegt.²⁶ Zum anderen ist für den Haftungsfall zu klären, ob gemeinschaftliche Anleihen vorrangig behandelt werden (*senior*) oder gleichberechtigt neben nationalen Anleihen stehen (*pari passu*).

Die damit einhergehende Frage der Seniorität von gemeinschaftlichen Anleihen gegenüber nationalen Anleihen stellt unter Umständen eine rechtliche Barriere dar. Im Fall einer *Pari-passu*-Klausel ergeben sich höhere Ansteckungseffekte, da ein selektiver Zahlungsausfall nur auf weiterhin national begebene Schulden ausgeschlossen wird, und ein Garantiefall auf gemeinschaftlich begebene Anleihen wahrscheinlicher ist. Demgegenüber bietet die *Pari-passu*-Klausel einen niedrigeren Zins auf die national begebenen Schuldtitel, da im Fall einer Umstrukturierung der zu erwartete Rückzahlungsbetrag steigt. Die Staatsanleihenkäufe im SMP-Programm der EZB haben gezeigt, dass Senioritäts-Klauseln das Risiko eines Zahlungsausfalls für die verbleibenden Gläubiger erhöht und damit eine destabilisierende Wirkung auf die Anleihenmärkte hat.²⁷

²⁶ Mayer, F., Heidfeld, C. (2012), a. a. O.

²⁷ Eine kritische Bewertung nimmt auch der IWF vor, siehe IMF (2012): Euro Area Policies: 2012 Article IV Consultation – Selected Issues Paper, Annex: Valuation of sovereign bonds with ECB senior creditor status. Empirisch lässt sich darüber hinaus auch ein Effekt des Anstiegs vorrangiger Gläubiger in Krisenländern zeigen, siehe Steinkamp, S., Westermann, F. (2012): On creditor

Daher könnte eine Senioritäts-Klausel, neben den oben angeführten rechtlichen Bedenken, auch politische Bedenken auf Seiten der höher verschuldeten Mitgliedsländer hervorrufen. Insgesamt lässt sich vor diesem Hintergrund und im Sinne einer erstrebenswerten Versicherungswirkung eine *Pari-passu*-Regelung mit gemeinschaftlichen Anleihen besser vereinbaren als eine strikte Seniorität gegenüber den übrigen ausstehenden nationalen Schulden.

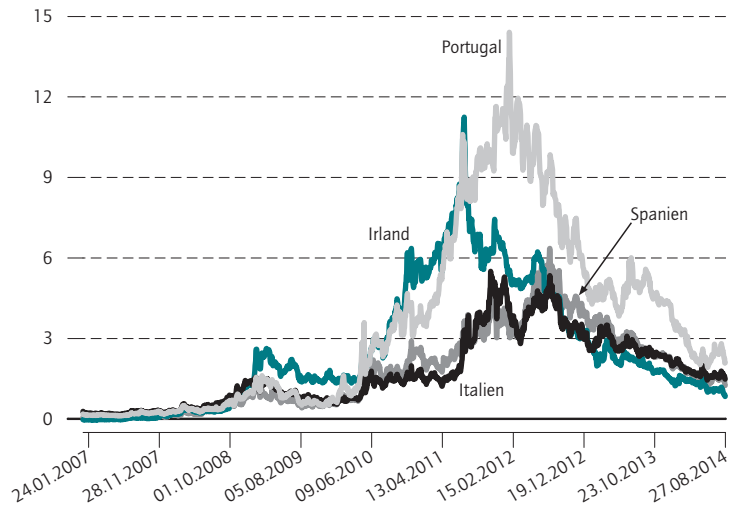
Die Schaffung von gemeinschaftlichen Anleihen ist dabei stets komplementär zu anderen Reformbemühungen in der Europäischen Währungsunion zu betrachten. In diesem Sinne gilt es, erstens, die Bankenunion und die regulatorischen Anforderungen weiterzuentwickeln, sowie zweitens, die Möglichkeit einer geordneten Staatsinsolvenz innerhalb der Währungsunion zu schaffen.²⁸

Darüber hinaus ist es entscheidend, die Funktion des ESM sowie die OMT-Erklärung der EZB in Bezug auf die weiterhin national begebenen Anleihen zu definieren. Andernfalls droht hier die Aufweichung des *Bailout*-Verbots durch die Hintertür, wie die Markterwartungen im derzeitigen institutionellen Gefüge erkennen lassen. So konvergieren seit etwa zwei Jahren die Zinsen auf Staatsanleihen im Euroraum auf einem Niveau, das verdeutlicht, dass die Risikoprämien im Fall der Krisenländer keinen Anreiz zum Abbau der Schuldenstände bieten (Abbildung 6). Die Funktion des ESM sollte auf die Bedürfnisse nationaler Liquiditätsengpässe fokussieren, um spekulative Attacken gegen die Schulden nationaler Regierungen weiterhin abwehren zu können. Allerdings bedarf es schnellerer Entscheidungsprozesse, sodass Fälle einer nationalen Insolvenz tatsächlich durch eine Restrukturierung und nicht mit Liquiditätshilfen des ESM gelöst werden.²⁹ Dementsprechend ist zu überlegen, das OMT-Versprechen lediglich für gemeinschaftlich begebene Anleihen anzuwenden und somit einen monetären Rückgriff einzig für dieses Marktsegment bereitzustellen.³⁰ Für diesen Fall ist das Verbot der monetären Staatsfinanzierung nach Artikel 123 AEUV wesentlich trennschärfer als bisher einzuhalten. Das Bundesverfassungsgericht stellte dazu in seinem Urteil zu OMT fest, dass unter anderem durch die Selektivität des Pro-

Abbildung 6

Zinsdifferenz gegenüber deutschen Anleihen

In Prozentpunkten bei 10-jähriger Laufzeit



Quellen: Thomson Reuters Datastream; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die Zinsen auf Staatsanleihen setzen aktuell keine Anreize zur Konsolidierung.

gramms, welches gezielt die Staatsanleihen notleidender Staaten ankauft, das Mandat der EZB überschritten sei.³¹ Dieser Einwand wäre für gemeinschaftliche Anleihen nicht gültig; insbesondere ließe sich eine Umverteilung innerhalb der Währungsunion durch Ankäufe von gemeinschaftlichen Anleihen durch die EZB nicht realisieren. Damit ist auch die Voraussetzung für Anleihenkäufe der EZB für geldpolitische Zwecke geschaffen. Vor dem Hintergrund der anhaltend niedrigen Inflationsraten im Euroraum wäre ein Markt für Interventionsmaßnahmen in der Eurozone bereits kurzfristig wünschenswert.³²

Schließlich sind Aufnahmekriterien zu definieren, die zur Teilnahme an der Ausgabe von gemeinschaftlichen Anleihen berechtigen. Naheliegend ist es vorzusetzen, dass ein Land bereits einen tragfähigen Schuldenstand aufweist. Dies ist jedoch nicht leicht zu definieren. Daher könnte man den derzeit durchschnittlichen Schuldenstand in der Eurozone als Näherungswert heranziehen, der etwa bei 95 Prozent des Bruttoinlandsprodukts liegt. Für die Länder, die dieses Kriterium nicht erfüllen, sollte als Bedingung zur Einführung von gemeinschaft-

seniority and sovereign bond prices in Europe. Working Papers 92, Institute of Empirical Economic Research.

²⁸ Diese beiden Themenfelder werden jeweils in einem gesonderten Bericht in dieser Reihe analysiert. Siehe Bremus, F., Lambert, C. (2014): Bankenunion und Bankenregulierung: Stabilität des Bankensektors in Europa. DIW Wochenbericht Nr. 26/2014; und Große Steffen, C., Schumacher, J. (im Erscheinen) DIW Wochenbericht Nr. 39/2014.

²⁹ Damit könnte Artikel 13 Absatz 1b des ESM-Vertrags mehr Gewicht erhalten, der die Tragfähigkeit von Schuldenständen als Voraussetzung für Stabilitätshilfen durch den ESM vorsieht.

³⁰ Illing, G., König, P. (2014): Die Europäische Zentralbank als Lender of Last Resort. DIW Wochenbericht Nr. 24/2014.

³¹ Paragraph 73 in der Urteilsbegründung des BVerfG vom 14. Januar 2014, siehe www.bundesverfassungsgericht.de/entscheidungen/rs20140114_2b-vr272813.html.

³² Bernoth, K., Fratzscher, M., König, P. (2014): Schwache Preisentwicklung und Deflationsgefahr im Euroraum: Grenzen der konventionellen Geldpolitik. DIW Wochenbericht Nr. 12/2014.

Kasten 2

Deutsche Bundesanleihen als sicherer Hafen?

Wie sich in der Krise gezeigt hat, sind deutsche Staatsanleihen nicht dazu geeignet, allein die Rolle sicherer Anleihen in der Eurozone zu übernehmen.¹ Deutsche Anleihen dienen zwar als sicherer Hafen in Krisenzeiten. Allerdings stellten sie daher in der Krise ein beliebtes Ziel von Fluchtkapital aus den Staaten der Peripherie dar und waren damit nur noch begrenzt verfügbar. Die parallel als Sicherheiten verwendeten Staatsanleihen verschiedener Länder innerhalb der Eurozone waren Ursache des Auseinanderdriftens der Finanzierungskosten europäischer Banken. Diese asymmetrischen Fliehkräfte im Finanzsystem der Eurozone gilt es für die Zukunft zu überwinden. Dazu ist es zu allererst erforderlich, durch eine regulatorische Anpassung dafür Sorge zu tragen, dass die Portfolien von Banken keinen starken *Home Bias* mehr aufweisen und ausreichend mit Eigenkapital unterlegt werden.²

¹ Privat emittierte Wertpapiere, etwa durch Hypotheken besichert, können in Krisenzeiten ebenso wenig als sicherer Hafen dienen. Siehe darüber hinaus Holmström, B., Tirole, J. (1998): Private and public supply of liquidity. *Journal of Political Economy* 106(1), 1–40.

² Pockrandt, J., Radde, S. (2012): Reformbedarf in der EU-Bankenregulierung: Solvenz von Banken und Staaten entkoppeln. DIW Wochenbericht

Innerhalb eines solchen reformierten regulatorischen Rahmens würde Deutschland jedoch vermutlich überproportional von seinem Status profitieren, da seine Anleihen als besonders sicher gelten. Die bereits jetzt zu beobachtenden krisenbedingten Zinsvorteile würden durch die regulatorische Anpassung verstärkt und institutionalisiert, was große politische Widerstände hervorrufen dürfte und neue dauerhafte Ungleichgewichte etablieren könnte.³

Darüber hinaus ist das Emissionsvolumen deutscher Staatsanleihen zu gering, um für den gesamten Euroraum sichere Anleihen in ausreichendem Maß zur Verfügung zu stellen. Erforderlich ist demzufolge ein Instrument mit höherem Emissionsvolumen, um der bereits jetzt einsetzenden erhöhten Nachfrage nach sicheren Anleihen angebotsseitig zu begegnen.

Nr. 20/2012.

³ Daher schlagen Fonseca und Santa-Clara auch ein Konzept vor, um die Zinslasten unter den Staaten auszugleichen, siehe Fonseca, J., Santa-Clara, P. (2012): Euro-coupons: Mutualise the interest payments, not the principal. *voxeu.org*, 11. Mai 2012.

lichen Anleihen ein tragfähiges Konzept zur Schuldentilgung vorliegen.

Gemeinschaftliche Anleihen sollten schrittweise eingeführt werden, sobald die diskutierten Voraussetzungen auf der Ebene der fiskalischen Koordinierung dazu geschaffen sind. Die mit einer Einführung verbundenen *Governance*-Fragen innerhalb eines Staatenbundes und verfassungsrechtliche Bedenken sind dabei im Vorfeld zu klären. Hier ist insbesondere die Anforderung des *Bailout*-Verbots nach Artikel 122 AEUV zu beachten, welches – je nach Umfang von gemeinschaftlichen Anleihen – unter Umständen eine neue rechtliche Grundlage erfordert. Das Bundesverfassungsgericht in Karlsruhe hat in einem Grundsatzurteil zum Vertrag von Lissabon rechtliche Möglichkeiten für eine vertiefte europäische Integration geschaffen. Die darin genannten verfassungsrechtlichen Bedingungen sind mit einer stufenweisen Einführung von Eurobonds in Einklang zu bringen.³³

Fiskalische Umverteilung gilt es besser auszubalancieren

Ein notwendigerweise einhergehender Nachteil von gemeinschaftlichen Anleihen ist die zu erwartende Verzer-

rung nationaler Finanzierungskosten, mit der *Ex-ante*-Transfers verbunden sind. Eine Befürchtung vieler Kritiker von Eurobonds lautet daher, dass die Finanzierung von Peripherieländern günstiger würde, während solide wirtschaftende Länder wie Deutschland höhere Zinsen zu zahlen hätten und damit ein dauerhafter Transfermechanismus eingerichtet würde.³⁴ Dies könnte der Fall sein, da starke Länder für Schulden anderer Länder mithaften und damit von Seiten der Investoren als weniger solvent angesehen werden.

Durch die starke Beschränkung von gemeinschaftlichen Anleihen auf etwa 25 Prozent des Bruttoinlandsprodukts wird der Haftungsumfang jedoch klar beschränkt. Es kommt hinzu, dass auch andere Länder gemeinschaftlich haften, sodass sich das Risiko für ein einzelnes Land nur leicht erhöhen dürfte. Schließlich gilt, dass auch die stärkeren Länder von der Haftung für ihren Anteil an den gemeinschaftlichen Anleihen profitieren werden. Insgesamt könnten die Vorteile und Privilegien, die mit der Funktion eines sicheren Hafens innerhalb einer Währungsunion verbunden sind, gleichmäßiger unter den Mitgliedsländern verteilt werden, was zur politischen Akzeptanz beitragen würde (Kasten 2).

³³ Schorkopf, F. (2009): The European Union as an association of sovereign states: Karlsruhe's ruling on the Treaty of Lisbon. *German Law Journal* (10)8, 1219–1240.

³⁴ Berg, T., Carstensen, K., Sinn, H.-W. (2011): Was kosten Eurobonds? *ifo Schnelldienst* 64(17), 25–33.

Der entscheidende Vorteil jedoch ist, dass durch die Schaffung von gemeinschaftlichen Anleihen als sicherer Hafen es möglich wird, zwischen den durchschnittlichen und den marginalen Zinssätzen von Staatsschulden zu differenzieren: Während sich die durchschnittlichen Zinsen absenken sollten, da die neuen sicheren Anleihen vom Safe-Haven-Vorteil und der Liquiditätsprämie profitieren, dürften die marginalen Zinssätze stark nach nationalen Begebenheiten differenzieren. Dies kann vor allem durch die effektive Trennung von Banken- und Staatsrisiken gelingen. Es ist dafür Sorge zu tragen, dass sich eine vollständige Zinsstrukturkurve für nationale Anleihen am Markt entwickelt. Somit werden starke Anreize gesetzt, über die reine Haushaltspolitik hinaus, die Qualität der nationalen Wirtschaftspolitiken zu verbessern, sodass auch die langfristige Schuldenragfähigkeit nicht aus dem Blickfeld nationaler Regierungen verschwindet.³⁵

Fazit

Die europäische Staatsschuldenkrise hat die Notwendigkeit einer effektiven finanzpolitischen Koordination

³⁵ Aus diesem Grund beinhaltet der „Eurobills“ Vorschlag von Hellwig und Philippon lediglich kurzfristige Anleihen. Tirole, J. (2012): The euro crisis: some reflexions on institutional reform. Banque de France, Financial Stability Review No. 16, April 2012, 225–242.

Philipp Engler ist Juniorprofessor für monetäre Makroökonomie an der FU Berlin | philipp.engler@fu-berlin.de

innerhalb der Europäischen Währungsunion offenbart. Durch die beschlossenen Rettungsmaßnahmen wurde der Weg einer *Ex-post*-Umverteilung eingeleitet, die die Anreize einer nationalen Überschuldung nur bedingt einzuschränken vermag.

Die Einführung von gemeinschaftlich begebenen Anleihen würde langfristig zu einer Entkopplung des Haftungsverbundes zwischen Nationalstaaten und dem Bankensystem beitragen. Dabei ist stets die Komplementarität mit anderen Politikmaßnahmen – allen voran die Bankenunion und ein Restrukturierungsrahmen für die Eurozone – hervorzuheben. Dadurch stellen gemeinschaftliche Anleihen eine Möglichkeit dar, die Marktanreize zur Disziplinierung nationaler Ausgaben wieder herzustellen und damit langfristig das Überschuldungsproblem einzudämmen. Die somit erzielt disziplinierende Wirkung sowie die bessere Balance der *Ex-post*- und *Ex-ante*-Transfers wurde in der bisherigen Debatte um die Einführung von Eurobonds vernachlässigt. Da gemeinschaftliche Anleihen mit einer Reihe weiterer ökonomischer Vorteile verbunden sind, die von der vertieften Finanzmarktintegration im Euroraum bis hin zur Stärkung des Euro als internationale Reservewährung reichen, gilt es die Debatte zu versachlichen.

Christoph Große Steffen ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | cgrossesteffen@diw.de

SAFE BONDS FOR THE EUROPEAN MONETARY UNION: ACHIEVING A CREDIBLE NO BAILOUT REGIME THROUGH A MORE ROBUST FINANCIAL SYSTEM.

Abstract: The cost of government insolvency in the euro area is incalculable due to the repercussions for the financial system. As a result of contagion effects, there is a risk that the entire Monetary Union could be pushed into a deep recession. This forces euro area member states to implement rescue packages during periods of crisis, at a high cost to taxpayers. The bailout policy adopted during the most recent crisis was an indication that sovereign debt in the euro area would be subject to joint liability. This temporarily eliminated incentives for budgetary discipline.

On this basis, it is argued that enhancing the institutional framework of the euro area by issuing common bonds would alleviate the existing distortions of fiscal incentive effects in the euro area in the long term. Such a “safe haven” for the euro area could make a major contribution

to stabilizing the financial system during periods of crisis. The positive impact this would have on the banking system could reduce the indirect costs of restructuring government debt which, in turn, would make restructuring debt from public debtors in the euro area economically feasible. This would strengthen the no-bailout rule which, again, is likely to result in an increasingly risk-based approach to interest on national debt. With this in mind, limited joint liability under strict conditions would be a welcome measure since it takes advantage of market incentives to cut public spending and consequently helps alleviate the problem of over-indebtedness in the euro area in the long term.

Since effective fiscal rules or a partial fiscal union are a necessary condition for common bonds, the creation of safe bonds for the European Monetary Union will stay on the agenda for some time.

JEL: E44; F55; H63

Keywords: monetary union, sovereign debt crisis, banking crisis, fiscal transfers, institutional reform



Christoph Große Steffen ist
Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der
Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin

FÜNF FRAGEN AN CHRISTOPH GROßE STEFFEN

»Gemeinschaftlich begebene Anleihen können langfristig Marktanreize zur Disziplinierung wieder herstellen«

1. Herr Große Steffen, 2009 drohte zum ersten Mal der Fall, dass mit Griechenland ein Land innerhalb der Europäischen Währungsunion bankrottgehen könnte. Rettungsmaßnahmen der Mitgliedsländer der Währungsunion konnten diesen Fall bislang abwenden. Hat sich diese Rettungspolitik damit bewährt? Die Rettungspolitik hat sich insofern bewährt, als dass die Krise besänftigt werden konnte. Allerdings hat sie langfristig auch finanzpolitische Fehlanreize gesetzt. Das *Bailout*-Verbot, die Nichtbeistands-Klausel, wurde aufgeweicht, weil sich Länder nun implizit auf diese Rettungspolitik berufen können und dadurch ihre Haushalte eventuell weniger stark konsolidieren. Unsere Modellanalyse zeigt, dass die Kosten eines Zahlungsausfalls innerhalb der Währungsunion enorm groß wären. In der Situation, in der wir uns 2009/2010 befunden haben, war die Rettungspolitik sinnvoll, weil die wirtschaftlichen Kosten einer Staatspleite unüberschaubar waren. Allerdings sollte langfristig der institutionelle Rahmen so geschaffen werden, dass Staatspleiten wieder möglich wären.
2. Es geht Ihnen also darum, eher die Folgen einer Staatspleite zu minimieren als ihr Eintreten zu verhindern? Die Kosten eines Staatsbankrotts würden sich durch die Einführung von gemeinschaftlichen Anleihen verringern. Als Folge könnte es in Zukunft günstiger sein, anstelle der bisherigen Praxis einer nachgelagerten Rettungspolitik, die Schulden eines Landes direkt zu restrukturieren. Dadurch können gemeinschaftliche Anleihen dazu beitragen, dass die Finanzmärkte diesen Fall stärker berücksichtigen und entsprechend im Vorhinein bereits eine risikobewusstere Bepreisung nationaler Schulden vornehmen. Im Moment findet durch die Rettungspolitik keine differenzierte und anreizkompatible Bepreisung statt.
3. Wie sollte der finanzpolitische Rahmen beschaffen sein, damit die Folgen einer Staatspleite innerhalb der Währungsunion beherrschbar bleiben? Wir sind der

Meinung, dass gemeinschaftlich begebene Anleihen in einer Währungsunion unter der Voraussetzung bindender finanzpolitischer Regeln ökonomisch langfristig sinnvoll sind. Die Finanzmarktkrise und die Staatsschuldenkrise von 2010 bis 2012 haben gezeigt, dass es zu einer massiven Desintegration der Finanzmärkte gekommen ist. Sichere Anleihen, die gemeinschaftlich von den Euro-Mitgliedsstaaten begeben sind, können diese explosiven Kräfte besser binden und dadurch die Gefahren eindämmen.

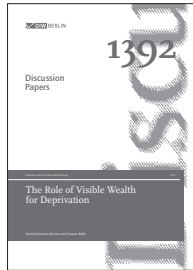
4. Eurobonds werden vielfach dafür kritisiert, falsche Anreize zu setzen, weil eventuelle Verluste von anderen Ländern mitgetragen werden müssen. Wieso sollen jetzt Eurobonds das Mittel der Wahl sein, wenn auf der anderen Seite ein *Bailout*-Verbot herrscht, das genau diese Fehlanreize verhindern soll? Das ist ein wichtiger Kritikpunkt, den wir sehr ernst nehmen. Zum einen lässt sich das moralische Risiko reduzieren, indem die maximal zulässige Zahl von gemeinschaftlichen Bonds auf eine geringe Schwelle begrenzt wird. Nationale Regierungen werden daher zusätzliche Schulden nach wie vor zu einem Zinssatz aufnehmen, der auf Fehlentwicklungen reagiert. Nicht zuletzt braucht es jedoch auch bindende finanzpolitische Regeln.
5. Wie wollen Sie die Gegner der Eurobonds von Ihren Vorschlägen überzeugen? Die Kritiker sind aus ordnungspolitischer Sicht zurecht davon überzeugt, dass der Marktmechanismus für die Bepreisung von Staatsanleihen wieder vermehrt greifen muss, um das Überschuldungsproblem, wie es sich in der Krise offenbart hat, dauerhaft in den Griff zu bekommen. Hier glauben wir, dass wir gar nicht so weit von den Kritikern entfernt sind. Auch wir meinen, dass es für eine effektive Bepreisung von Staatsrisiken zu einer Stärkung des *Bailout*-Verbots kommen muss. Letztlich würden wir auch einer Vollvergemeinschaftung der aufgelaufenen Schulden im Euroraum widersprechen. Das ist nicht unser Ziel.

Das Gespräch führte Erich Wittenberg.



Das vollständige Interview zum Anhören finden
Sie auf www.diw.de/interview

Discussion Papers Nr. 1392
2013 | Veronika Bertram-Hümmer and Ghassan Baliki



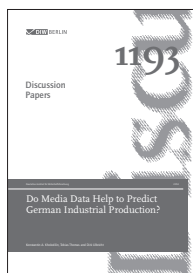
The Role of Visible Wealth for Deprivation

Motivated by the lack of literature linking actual to perceived relative deprivation, this paper assesses the role of visibility in the deprivation of goods and assets vis-à-vis income behind perceptions of relative deprivation. We rely on household survey data that includes unique information on reported perceived deprivation with a pre-specified reference group, namely others in the town or village. Based on a large number of asset and consumption items, we create an index of visible wealth by aggregating visible goods and assets using principal component weights. We find that relative deprivation in visible wealth has a ten percentage point higher explanatory power for reporting a high level of perceived deprivation than that of deprivation in income. The effect is robust under various sensitivity checks and for a number of controls. The finding sheds light on the importance of the visibility of the objects of comparison for an individual's assessment of his relative economic situation and proposes that future research should not solely rely on income-based deprivation measures.

www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere



Discussion Papers Nr. 1393
2013 | Konstantin A. Kholodilin, Tobias Thomas, Dirk Ulbricht



Do Media Data Help to Predict German Industrial Production?

Expectations form the basis of economic decisions of market participants in an uncertain world. Sentiment indicators reflect those expectations and thus have a proven track record for predicting economic variables. However, respondents of surveys perceive the world to a large extent with the help of media. So far, mainly very crude media information, such as word-count indices, has been used in the prediction of macroeconomic and financial variables. In this paper, we employ a rich data set provided by Media Tenor International, based on the sentiment analysis of all relevant media information in Germany from 2001 to 2014, whose results are transformed into several monthly indices. German industrial production is predicted in a real-time out-of-sample forecasting experiment using more than 17,000 models formed of all possible combinations with a maximum of 3 out of 48 macroeconomic, survey, and media indicators. It is demonstrated that media data are indispensable when it comes to the prediction of German industrial production both for individual models and as a part of combined forecasts. They increase reliability by improving accuracy and reducing instability of the forecasts, particularly during the recent global financial crisis.

www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere





Kristina van Deuverden, Wissenschaftliche Mitarbeiterin, Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin
Der Beitrag gibt die Meinung der Autorin wieder.

VGR-Revision: Was sind die Folgen für die Finanzpolitik?

Am 1. September 2014 wurden erstmals Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen auf Grundlage eines neuen Regelwerkes veröffentlicht. Gleichzeitig wurden einzelne Wirtschaftseinheiten neu klassifiziert und – wie bei jeder Revision – neue Erkenntnisse berücksichtigt. In der Öffentlichkeit fand bisher vor allem Beachtung, dass das Bruttoinlandsprodukt nun höher ist als zuvor. Schnell konzentrierte sich die Diskussion auf das Vorurteil, eine kleine Gruppe von Experten habe Prostitution, Drogen- und Zigarettenschmuggel dazu genutzt, uns reicher zu rechnen. Andere Aspekte fanden bisher nur wenig Beachtung.

So wird die Entwicklung der öffentlichen Finanzen häufig mittels Quoten beurteilt, in denen wichtige finanzpolitische Größen in Relation zur Wirtschaftsleistung gesetzt werden. Da letztere durch die Revision höher ausgewiesen wird, liegt die Vermutung nahe, diese Indikatoren seien alle gesunken. So einfach ist es aber nicht, denn auch die staatlichen Einnahmen und Ausgaben haben sich verändert. So sank die Investitionsquote infolge der Statistikrevision nicht, sondern ist kräftig nach oben korrigiert worden; nach der neuen Methode werden Forschungs- und Entwicklungsausgaben sowie Ausgaben für militärische Waffensysteme zu den Investitionen gezählt. Da beides zuvor als Staatskonsum behandelt wurde, hat sich zudem die ausgewiesene Struktur der öffentlichen Ausgaben verbessert. Aufgrund dieser Änderungen kann der Finanzpolitik in Deutschland nach der Revision ein besseres Zeugnis ausgestellt werden, ohne dass die Politik sich geändert hat. Das ist zwar nicht schön, hat letztlich aber nur zur Folge, dass wir in Zukunft bei unseren Urteilen vorsichtiger sein sollten. Andere Änderungen haben hingegen eine größere Bedeutung.

Die Reklassifikation hat zur Folge, dass der Staatssektor nun größer ist als zuvor und damit auch die Staatsausgaben. Der Finanzierungssaldo wird tendenziell belastet, und der Schuldenstand ist im Allgemeinen höher.

Für Deutschland haben sich die darauf basierenden Indikatoren verbessert – wenn auch nicht in allen Jahren. Obwohl die Wirtschaftsleistung europaweit gestiegen ist, muss dies aber nicht für alle Länder der Fall sein. Insbesondere die Schuldenstandsquote dürfte sich infolge der Reklassifikation in einzelnen Ländern erhöht haben. Mit Blick auf das fiskalische Gefüge in Europa kommt zudem eine einfache mathematische Tatsache zum Tragen: Je größer der Zähler, desto stärker wirkt eine Änderung des Nenners auf den Wert der Quote. Mit anderen Worten: Je größer das Defizit oder der Schuldenstand, desto stärker wird eine Erhöhung der Wirtschaftsleistung den Indikator verbessern.

Diese Indikatoren haben in den vergangenen Jahren immer mehr an Bedeutung gewonnen; auch die deutsche Schuldenbremse zielt auf die Begrenzung der strukturellen Defizitquote. Vor allem auf europäischer Ebene spielen Quoten aber eine wesentliche Rolle: Bereits im Maastrichter Vertrag wurden Obergrenzen für die Defizit- wie die Schuldenstandsquote definiert; der Fiskalvertrag zielt auf die Begrenzung der strukturellen Defizitquote; die in den Stabilitätsprogrammen der Mitgliedstaaten geplanten Konsolidierungspfade wie auch die von der EU-Kommission gegebenen länderspezifischen Empfehlungen beruhen auf der Entwicklung solcher Quoten.

Nicht nur diese Finanzplanungen müssen angepasst werden. Die fiskalischen Regeln setzen zunehmend auf quasi-automatische Konsequenzen. An sich ist dies auch richtig, denn solche Regeln wirken nur dann bindend, wenn Verstöße wehtun. Problematisch ist aber, dass die gewählten Grenzwerte an sich bereits höchst arbiträr und empirisch nur wenig gestützt sind. Nun wirbelt die Statistikrevision den Status Quo durcheinander und macht noch einmal deutlich: Trotz aller Sorgfalt und Systematik zeichnen sich die Regeln, die wir in der Politik befolgen, durch ein hohes Maß an Zufälligkeit aus.