Wie wir aus zahlreichen Zuschriften wissen, gibt es bei unseren Lesern ein großes Interesse am Thema Eurobonds. Zeit, sich dieses Thema einmal ausführlicher anzunehmen, zumal viele klassische Medien sich bei der Berichterstattung nicht eben mit Ruhm bekleckern und verschiedene Interessengruppen gezielt Desinformation streuen. Von Jens Berger

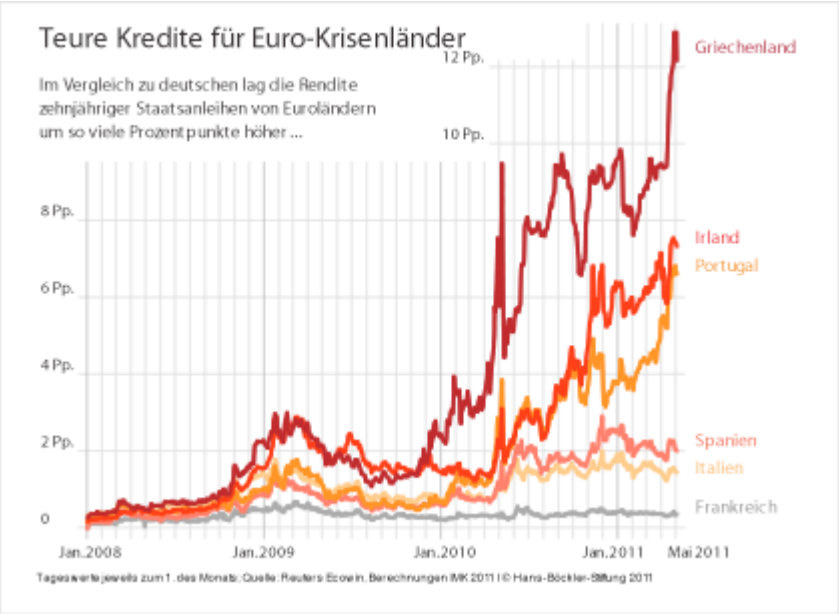
**Der Status quo**

Jedes Euroland ist selbst für die Ausgabe seiner Anleihen verantwortlich. In Deutschland ist beispielsweise die Finanzagentur im Auftrag des Finanzministeriums für das Schuldenmanagement des Bundes zuständig. Vereinfacht stellt sich das folgendermaßen dar: Das Finanzministerium sagt, zu welchem Zeitpunkt der Bund Geld benötigt und die Finanzagentur versteigert die Bundesanleihen so, dass sie zeitlich mit den anderen Zahlungsverpflichtungen des Bundes abgestimmt sind. Bei der Versteigerung erhalten die Bieter den Zuschlag, die den jeweils höchsten Kurswert versprechen, der mit der niedrigsten Verzinsung einhergeht. Sämtliche Euroländer haben vergleichbare Mechanismen, um Käufer für ihre jeweiligen Anleihen zu finden.

Zu welchem Zins Anleihen ausgegeben werden, hängt somit einzig und allein von der Bereitschaft der Käufer ab. Die „goldene Regel“ der Kreditvergabe besagt, dass ein höheres Risiko mit einem höheren Zins einhergeht. Nicht erst seit der Einführung des Euros gilt die Bundesanleihe aufgrund ihres geringen Risikos als Benchmark für andere Anleihen. In Finanzkreisen wird daher auch vom sogenannten „Bund-Spread“ gesprochen – also der Zinsdifferenz einer Anleihe zur jeweils vergleichbaren Bundesanleihe. Vor der Finanzkrise lag dieser „Bund-Spread“ für südeuropäische Anleihen meist nur bei geringen 20 bis 30 Basispunkten – das bedeutet, dass Länder wie Spanien oder Italien lediglich 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte höhere Zinsen als Deutschland zahlen mussten.

Von diesem „Bund-Spread“ waren und sind jedoch auch Länder betroffen, deren Verschuldung und Haushaltsdisziplin eigentlich wesentlich solider als die Deutschlands sind. Für Investoren und Spekulanten spielt nicht nur die Sicherheit, sondern auch die „Liquidität“ eine Rolle bei der Zinsbemessung. Bei kleineren Ländern wie beispielsweise Österreich, den Niederlanden oder Finnland ist der Markt für Anleihen nun einmal wesentlich kleiner als der Markt für Bundesanleihen. Wenn ein Spekulant größere Mengen dieser Papiere kauft oder verkauft, kann dies signifikante Auswirkungen auf den Kurs haben. Der Markt für Bundesanleihen ist jedoch derart groß und liquide, dass solche Ausschläge ziemlich schnell wieder ausgeglichen werden. Dieser „eingebaute Schutz vor Spekulanten“ ist ein Grund, warum institutionelle Anleger wie Pensionsfonds oder Lebensversicherungen gerne zu „großen Anleihen“ wie Bundesanleihen oder US-Treasury-Bonds greifen, obwohl sie für diese Papiere einen geringeren Zins bekommen als für die

Anleihen kleinerer, aber durchaus grundsolider Staaten.




Seit der Finanzkrise sind die Zeiten der kleinen Zinsaufschläge jedoch vorbei. Die Spekulanten nutzen die Konstruktionsfehler des Eurosystems gnadenlos aus, um gegen verschiedene Euroländer zu wetten. Zu den Hintergründen und Auswirkungen auf die Zinsen vieler Euroländer durch diese Spekulationen haben die NachDenkSeiten bereits berichtet:

- Die Eurokrise in Zahlen (I) – Wie Musterschüler zu Problemkindern wurden
- Eurokrise in Zahlen (II) – Krisengewinnler Neoliberalismus

**Teufelskreis aus Zinsen, Schuldenbremsen und Spekulationen**

Im gegenwärtigen Rahmen bedeuten höhere Zinsen den Beginn eines Teufelskreises, der die angegriffenen Länder in eine prekäre Situation bringen kann. Höhere Zinsen bedeuten immer auch einen höheren Zinsdienst. Der betroffene Staat muss also für seine neu aufgelegten Anleihen, die zwingend notwendig sind, um auslaufende Anleihen zu bedienen, mehr Geld zahlen. Daraus ergeben sich im gegenwärtigen Rahmen zwei Handlungsoptionen: Entweder der Staat nimmt noch mehr Schulden auf, um die höheren Zinslasten zu bedienen und riskiert damit eine weitere Abstufung durch die Ratingagenturen und eine weitere Erhöhung der Zinsen. Oder er kürzt Ausgaben in anderen Bereichen, um die höheren Zinslasten zu bedienen und würgt damit die Konjunktur ab, was

in der Folgeperiode zu sinkenden Staatseinnahmen führt, womit sich die Frage nach den Handlungsoptionen erneut stellt. Aus diesem Teufelskreis gibt es im gegenwärtigen Rahmen kein Entkommen. Die Sparprogramme, die europaweit aufgelegt werden, sind keine Lösung, sondern eine simple Verschiebung des Problems.

Um die Spekulationen zu unterbinden und die daraus resultierenden brandgefährlichen Folgen für die betroffenen Staaten abzuwenden, muss der Teufelskreis aus höheren Zinsen und Sparprogrammen oder höherer Neuverschuldung gestoppt werden. Um dies zu erreichen, muss das betreffende Land eine Möglichkeit bekommen, sich weitestgehend unabhängig vom Einfluss der Spekulanten zu refinanzieren. Ein solches Modell müsste folgendermaßen aussehen:

- Die Zinsen müssten niedrig sein
- Die Liquidität müsste hoch sein
- Die Sicherheit müsste hoch sein

Die beste Möglichkeit wäre freilich eine direkte Staatsfinanzierung über die Zentralbanken, wie wir sie im Artikel „Staatsfinanzierung als Subvention des Finanzsektors“ bereits angerissen haben. Leider ist eine solche Lösung aber momentan politisch nicht umsetzbar, da vor allem die deutsche Regierung aus ideologischen Gründen oder ihrer Verflechtung mit dem Finanzsektor nicht das geringste Interesse daran hat, die unglaubliche Subventionierung des Finanzsektors, die mit der Refinanzierung über die Finanzmärkte einhergeht, zu beenden. Den einzig sinnvollen – wenn auch nur zweitbesten – Lösungsansatz, dessen politische Umsetzung nicht vollkommen ausgeschlossen ist, stellen die sogenannten „Eurobonds“ dar.

**Eurobonds als Alternativer**

Der große Unterschied von Eurobonds zu nationalen Anleihen ist die gemeinsame Haftung. Für Eurobonds haftet die gesamte Eurozone, somit wird die erstklassige Sicherheit deutscher, österreichischer, finnischer oder niederländischer Anleihen in die Waagschale geworfen, um die schlechtere Sicherheit von Ländern, die nach Ansicht der Ratingagenturen und der Spekulanten weniger solide sind, auszugleichen. Anstatt nie enden wollende Rettungsschirme aufzuspannen, müssten die Euroländer bei Eurobonds „lediglich“ einen Mechanismus entwerfen, der die Haftungsfrage klärt.

Dabei ist es freilich zwingend erforderlich, dass die Eurobonds zu 100% durch die Mitgliedsstaaten abgesichert sind. Dies würde freilich bedeuten, dass vermeintlich solide Länder voll für vermeintlich unsolide Länder haften – ansonsten wäre das Modell zum Scheitern verurteilt, da es Ratingagenturen und Spekulanten genau den Hebel in die Hand geben würde, was die Eurobonds ja verhindern sollen. Äußerungen, wie die der Ratingagentur Standard & Poors, die suggerieren, dass das Rating für Eurobonds sich am schwächsten Eurozonenmitglied ausrichten wird, verkennen – fahrlässig oder vorsätzlich – die gemeinsame Haftung als Grundlage von Eurobonds. Was Standard & Poors mit solchen Dummheiten bezweckt, ist unbekannt. Dass die versammelte deutsche Presselandschaft diese Dummheiten unreflektiert wiedergibt, mag etwas mit Denkfaulheit zu tun haben, obgleich Stimmungsmache die wahrscheinlichere Erklärung ist.

**Was kosten uns die Eurobonds?**

Ebenfalls in die Kategorie „Stimmungsmache“ gehören die Äußerungen von Hans-Werner Sinn, der über sein ifo-Institut ausrechnen ließ [PDF – 570 KB], dass Eurobonds für den deutschen Bundeshaushalt zu jährlichen Mehrbelastungen in Höhe von 47 Milliarden Euro führen würden. Die zugrundeliegende Berechnung als Milchmädchenrechnung zu bezeichnen, würde jedoch jedes Milchmädchen beleidigen. Sinns Rechenkünstler haben ganz einfach den Mittelwert für die Zinsen aller Euroländer ermittelt und ihn als Zins für die Eurobonds unterstellt. Wenn man die spekulationsbedingten Aufschläge für südeuropäische Anleihen mit einberechnet, so kommt man auf einen Zinsaufschlag von 2,3% gegenüber den Bundesanleihen. Doch diese Berechnung widerspricht fundamental den oben umrissenen elementaren Regeln des Anleihenmarktes.

Durch die gemeinsame Haftung sind Eurobonds nicht so „sicher“ wie der Durchschnitt der nationalen Anleihen, sondern so sicher wie das stärkste Mitgliedsland, das schließlich in letzter Konsequenz für die Eurobonds haftet. Die Gesamtverschuldung der Eurozone ist mit rund 85,1% des Bruttoinlandsprodukts jedoch geringer als die Verschuldung der USA, die in diesem Jahr die 100%-Marke übersteigt. Es gibt keinen Grund anzunehmen, warum die Schulden der Eurozone unsicherer sein sollten als die Schulden der USA. Daher gibt es auch keinen Grund (wenn man mal Wechselkurs- und Währungseffekte beiseite lässt) anzunehmen, warum Eurobonds eine höhere Verzinsung haben sollten als die Treasury-Bonds der USA. Es gibt auch keinen Grund anzunehmen, dass Eurobonds bei Investoren nicht als sicherer Hafen gelten könnten. Welche Anlageform gibt es schon, die ähnlich sicher ist?

Es gibt einen weiteren entscheidenden Faktor, der dafür spricht, dass Eurobonds überhaupt keinen relevanten Zinsaufschlag gegenüber den heutigen Bundesanleihen haben dürften.

Außer US-Staatsanleihen gibt es kein Finanzinstrument, das höchste Sicherheit mit einer derart hohen Liquidität (die Gesamtstaatsverschuldung der Eurozone liegt bei rund 7.000 Milliarden Euro) in Verbindung mit einer ebenfalls hoch liquiden Ausgabewährung kombiniert. Sicher, auch Schweizer Bundesanleihen gelten als sehr sicher – es gibt aber nicht genug davon, um alle institutionellen Anleger zu bedienen (die Schweiz ist nur mit rund 209 Milliarden Franken verschuldet) und der Schweizer Franken birgt als „kleinere" Währung, die zudem Spekulationseffekten unterworfen ist, ein signifikantes Währungsrisiko.

Vor allem die großen institutionellen Anleger, wie Pensionsfonds und Lebensversicherer, müssen aufgrund der gesetzlichen Kapitalanlagerestriktionen ihre Einlagen (alleine die deutschen Lebensversicherer verwalten eine Versicherungssumme in Höhe von 2.600 Milliarden Euro) zu großen Teilen in Staatsanleihen im eigenen Währungsraum investieren. Welche Papiere werden diese Anleger wohl kaufen, wenn es nur noch Eurobonds gibt? Die Finanzmärkte sind schlicht und einfach nicht groß genug, um seriöse Produkte vorzuhalten, die eine realistische Alternative zu Eurobonds wären, und daher ist es auch unsinnig anzunehmen, dass es relevante Zinsaufschläge auf Eurobonds geben wird.

Ein weiterer großer Vorteil von Eurobonds besteht darin, dass sie alleine aufgrund der hohen Liquidität einen systemimmanenten Schutzmechanismus gegen Spekulanten hätten. Spekulanten schaffen es zwar, den griechischen, spanischen und sogar den italienischen Anleihenmarkt zu manipulieren – an einem „7-Billionen-Euro-Markt" mit inhärenter Rückendeckung durch die EZB würden sie sich jedoch die Zähne ausbeißen. Eurobonds hätten somit den großen Vorteil, allen Euroländern günstige Zinsen zu ermöglichen und gleichzeitig einen Schutzschirm vor Spekulanten zu spannen.

**Beispiel Italien**

Um die Vorteile von Eurobonds zu verstehen, lohnt sich ein Blick auf Italien. Das Land ist mit rund 1.900 Milliarden Euro verschuldet. Momentan muss Italien jedes Jahr rund 80 Milliarden Euro zur Bedienung der Zinskosten zahlen. Wenn das Land seine gesamten Schulden zum aktuellen Marktzins von 5,7% neu aufnehmen müsste, würden die Zinskosten auf 108 Milliarden Euro steigen. Legt man jedoch den aktuellen Marktzins für Bundesanleihen von 1,8% an, würden die Zinskosten auf 34 Milliarden Euro sinken. Wenn man einmal unterstellt, dass der Zins für Eurobonds sich am Zins für Bundesanleihen orientiert, beträgt der Vorteil für Italien somit 74 Milliarden Euro – Geld, das nicht nur zur Rückzahlung der Schulden verwendet werden kann, sondern auch ausreichend Manövriermasse für Konjunkturprogramme darstellt. Dank der gesunkenen Zinskosten wäre die Politik auch nicht gezwungen, sich auf kontraproduktive und halsbrecherische

Sparprogramme einzulassen.

**Einfallstor für den Schlendrian?**

Ein weiteres Argument, das immer wieder gegen Eurobonds ins Spiel gebracht wird, ist die populäre Fehlannahme, dass die nationalen Regierungen in unbegrenztem Umfang von diesem Instrument Gebrauch machen könnten. Diese Sorge ist jedoch komplett unbegründet. Die vertragliche Ausgestaltung der Eurobonds obliegt der europäischen Politik und es gibt viele mehr oder weniger gute Möglichkeiten, die einen „Missbrauch“ wirkungsvoll verhindern können. Als ein Beispiel von vielen sei hier die Aufteilung in „blaue“ und „rote“ Eurobonds genannt.

Bei diesem Modell darf jeder Staat so lange „blaue“ Bonds ausgeben, bis das Volumen einen vertraglich festgelegten Grenzwert überschritten hat. Dies könnte beispielsweise das Maastricht-Kriterium von 3% des Bruttoinlandsprodukts sein. Will ein Land höhere Schulden aufnehmen, muss es „rote“ Bonds ausgeben, für die dann jedoch nicht die Gemeinschaft, sondern ausschließlich das betreffende Land haftet und die dadurch mit einem signifikanten Zinsaufschlag verbunden wären. Dieser Schutzmechanismus ist jedoch gleichzeitig eine Achillesferse bei der Konstruktion der Eurobonds. Aus deutschen Kreisen ist bereits die Idee durchgesickert, die Grenze zwischen „blauen“ und „roten“ Bonds nicht an der Neuverschuldung, sondern an der Staatsschuldenquote festzumachen. Für Länder mit einer hohen Staatsschuldenquote hieße dies jedoch, dass sie die Vorteile der „blauen“ Bonds kaum nutzen könnten und im Endeffekt sogar noch für ihre schlechteren Startbedingungen bei der Einführung der Eurobonds bestraft würden. Ein solches Vorgehen würde somit nicht die gewünschte Stabilität bringen, sondern – im Gegenteil – die Situation abermals verschärfen und die „roten“ Bonds zu einem Spielfeld für Spekulanten machen.

Nicht nur die Trennung anhand der Gesamtverschuldung, sondern auch die Trennung anhand der Neuverschuldung hat ihre Tücken. Setzt man die Grenzwerte unrealistisch niedrig an, kann es passieren, dass Länder in eine fiskalische Notsituation geraten. Kein Land nimmt nur aus „Spaß an der Freud´“ Kredite zu hohen Zinsen auf. Ein Land, das sich in einer Notlage befindet, über höhere Zinsen auch noch zusätzlich zu bestrafen, kann allerdings nicht der Weisheit letzter Schluss sein. Sinnvoller wäre da sicherlich eine Ausgabe der „roten“ Eurobonds über einen speziellen Mechanismus, bei dem eine gemeinschaftliche Finanzierungsanstalt die Eurobonds ausgibt und mit einem festgelegten Strafaufschlag an die betreffenden Staaten weiterreicht. Dies hätte den Vorteil, dass der Strafaufschlag politisch bestimmt werden könnte und das Schicksal ganzer Volkswirtschaften somit nicht dem Wankelmut und der Gier der Spekulanten ausgeliefert würde.

**Was Eurobonds nicht können**

Hätte die Eurozone bereits bei ihrer Gründung auf das Instrument gemeinsamer Anleihen gesetzt, wäre es nie zur den Spekulationen am Anleihenmarkt gekommen, die heute ganze Volkswirtschaften in ihrer Existenz bedrohen.

Die grundlegenden volkswirtschaftlichen Probleme allerdings, wie beispielsweise die unterschiedlichen Lohnstückkosten und damit die unterschiedliche Wettbewerbsfähigkeit, werden durch Eurobonds nicht gelöst. (siehe dazu: H. Flassbeck und F. Spiecker: The Euro – a Story of Misunderstanding [PDF – 130 KB]). Eurobonds sind kein Allheilmittel und keine eierlegende Wollmilchsau. Sie sind lediglich ein sinnvolles Instrument, um die Eurokrise zu entschärfen und die Staatsfinanzierung von dem Wankelmut und der Gier der Märkte sowie der Macht und der Willkür des Finanzsektors und der Ratingagenturen zu entkoppeln. Sie sind vor allem eine notwendige Bedingung für jegliche Diskussion über die Umschuldung oder den Schuldenschnitt bestimmter Euroländer.