



Institut für Politische Wissenschaft und Soziologie  
Proseminar BMIB  
Neue Entwicklungen und Herausforderungen in der internationalen Politik  
Dozent: Dr. Kai Hirschmann  
Sommersemester 2012

## **Euro-Bonds – Konzepte und Beurteilung**

von  
**Vincent David Wolff**

## Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	1
2. Die aktuelle Euro-Krise	2
2.1. Mechanismen der Entstehung und Entwicklung	2
2.2. Der Euro am Scheideweg	5
3. Eine Europäische Finanzpolitik: Beschreibung und kritische Analyse verschiedener Konzepte	7
3.1. Blue-Red-Bonds	7
3.2. Euro-Bills	9
3.3. Stability-Bonds	10
3.4. Schuldentilgungsfonds	10
3.5. European Safe Bonds	11
4. Vergleichende Bewertung der Konzepte	12
5. Schlussbetrachtung	14
6. Quellen- und Literaturverzeichnis	16

## 1. Einleitung

„Keine Euro-Bonds, solange ich am Leben bin.“ Diese markigen Worte von Angela Merkel lassen die innen- und europapolitische Bedeutung der Diskussion um die verschiedenen Konzepte einer Europäischen Finanzpolitik erahnen.<sup>1</sup> Doch offenbaren sich in der aktuellen Krise der europäischen Währung fundamentale Strukturprobleme, die ein Beharren auf der aktuellen nationalen Finanzpolitik wohl unmöglich machen. Die vorliegende Arbeit hat zum Ziel, die Mechanismen der Entstehung der aktuellen Euro-Krise aufzuzeigen, infolgedessen die aktuelle Gemengelage darzustellen, um daraufhin die unterschiedlichen Konzepte zur Europäisierung der Finanzpolitik zu beschreiben und kritisch zu analysieren. Abschließend wird eine vergleichende Bewertung durchgeführt, welche auch nach der jeweiligen Machbarkeit der Konzepte fragen soll. Die Darstellung weiterer Rettungsmaßnahmen, wie Anleihenankäufe durch die Europäische Zentralbank oder der Ausbau einer politischen Union, würde den Rahmen der Arbeit sprengen, so dass der Fokus auf die diversen möglichen finanzpolitischen Instrumente gelegt wird. Für eine eingehendere wie auch globale Betrachtung der Krise empfehlen sich die Beiträge der Ökonomen Paul Krugman<sup>2</sup> und Wolfgang Münchau<sup>3</sup>.

Zu Beginn widmet sich diese Abhandlung den Gründen und verschiedenartigen Entwicklungen der kontemporären Euro-Krise und dem derzeitigen Stand der Dinge, der Situation, in welcher sich die europäische Einheitswährung befindet. Die kohärente Darstellung der Notwendigkeit einer Europäischen Finanzpolitik ist hier das Ziel. Der zweite Teil dieser Arbeit gibt einen Überblick über die unterschiedlichen Konzepte, die sich in zeitlichem Umfang, Finanzvolumen und auch im rechtlichen Charakter stark unterscheiden. Das abschließende Kapitel wird diese Konzepte unter den Gesichtspunkten der Machbarkeit, ökonomischen Sinnhaftigkeit und Nachhaltigkeit erörtern. In der Schlussbetrachtung werden die Ergebnisse zusammengefasst und eine Perspektive aufgezeigt.

Zum Forschungsstand und zur Literaturlage lässt sich folgendes anmerken: Die Bedeutung, die der Euro-Krise in den deutschen als auch internationalen Medien beigemessen wird, führte zu einer vielschichtigen Auseinandersetzung mit dem Thema. Besonders in Deutschland ist die Diskussion um eine weitere Europäisierung der

---

<sup>1</sup> Watzlawek, Georg: Merkel zieht mit klarer Kampfansage in den EU-Gipfel, in: Handelsblatt, 27. Juni 2012, S.3.

<sup>2</sup> Krugman, Paul: The Conscience of a Liberal, New York Times, New York 2012, in: <http://krugman.blogs.nytimes.com/> (letzter Aufruf 31. August 2012).

<sup>3</sup> Münchau, Wolfgang: Die Spur des Geldes, Spiegel Online, Hamburg 2012, in: [http://www.spiegel.de/thema/spon\\_muenchau/](http://www.spiegel.de/thema/spon_muenchau/) (letzter Aufruf 31. August 2012).

Finanzpolitik emotional sehr stark aufgeladen.<sup>4</sup> In dieser Arbeit wird im Wesentlichen auf die Analysen der IWF-Ökonomen Stijn Claessens, Ashoka Mody und Shahin Vallee, die sich auf dem Gebiet der sogenannten Euro-Bonds und ähnlichen Finanzinstrumenteneinen Namen gemacht haben, zurückgegriffen. Sie haben sorgfältig Vor- und Nachteile verschiedener Konzepte untersucht. Außerdem wird in der vorliegenden Arbeit auf die Studien der Volkswirtschaftler Paul De Grauwe und Wim Moesen Bezug genommen, die als vehemente Verfechter von Euro-Bonds gelten. Des Weiteren werden hier die Euro-Bonds-kritischen Auseinandersetzungen des Münchner IFO-Instituts berücksichtigt.

## **2. Die aktuelle Euro-Krise**

### **2.1 Mechanismen der Entstehung und Entwicklung**

Seit nun mehr fast vier Jahren erlebt Europa, bzw. die meisten Länder Europas, die bisher größte Krise seiner Währung. Nach Überwinden der Finanzkrise 2008 begann man zwar in vielen Ländern aufzuatmen, aber spätestens seit mit Griechenland im Oktober 2009 die Euro-Krise in die nächste Runde ging, ist den meisten der Ernst der Lage bewusst. Erst als der schwer in Schieflage geratene griechische Staat vor dem Bankrott bewahrt wurde, begann ein Nachdenken über die tieferen Ursachen der Krise. Diese sind vielfältig und komplex.<sup>5</sup> Zum Einen sorgten die nach der Einführung des Euro gesunkenen Kredite vor allem für die Peripherie-Staaten im Euro-Raum für historisch niedrige Zinsen. Durch ihre Mitgliedschaft in der Währungsgemeinschaft genossen sie bei den führenden Ratingagenturen großes Vertrauen und kassierten so Bestnoten. Indes hat sich dieser Effekt allerdings umgekehrt, die Ratingagenturen stufen nun finanziell angeschlagene Länder eher herab, wie auch der aktuelle Fall Slowenien zeigt.<sup>6</sup> Doch auch für andere Staaten zeigten sich Vorteile. Da die Wechselkurse wegfielen, war es ab 2002 deutlich einfacher, in andere Euro-Zonenländer zu exportieren – besonders deutsche Unternehmen profitierten stark davon.<sup>7</sup> Mittlerweile betragen die deutschen Exporte in andere Euro-Länder 59% der

---

<sup>4</sup> Watzlawek, Georg: Merkel zieht mit klarer Kampfansage in den EU-Gipfel, in: Handelsblatt, 27. Juni 2012, S.4.

<sup>5</sup> Hierbei wird auf eine Publikation im Rahmen des „Euro-Wettbewerb[s]“ zurückgegriffen, vgl. Wolff, Vincent: 10 Jahre Euro – was nun, Bonn 2012, in: [http://uni-bonn.academia.edu/VincentWolff/Papers/1869610/Euro-Wettbewerb\\_10\\_Jahre\\_Euro\\_-\\_was\\_nun](http://uni-bonn.academia.edu/VincentWolff/Papers/1869610/Euro-Wettbewerb_10_Jahre_Euro_-_was_nun) (letzter Aufruf 30. August 2012).

<sup>6</sup> Financial Times Deutschland: Fitch senkt Rating von EFSF-Kandidat Slowenien, in: Financial Times Deutschland, 8. August 2012, in: <http://www.ftd.de/finanzen/maerkte/marktberichte/:ratingagenturen-fitch-senkt-rating-von-efsf-kandidat-slowenien/70074289.html#z> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

<sup>7</sup> Heusinger, Robert von: Noch einer gegen Hans-Werner Sinn's Eindimensionalität, in: Zeit Online, 11. Dezember 2011, in: [http://blog.zeit.de/herdentrieb/2005/12/11/noch-einer-gegen-hans-werner-sinn's-eindimensionalitat\\_30](http://blog.zeit.de/herdentrieb/2005/12/11/noch-einer-gegen-hans-werner-sinn's-eindimensionalitat_30) (letzter Aufruf: 30. August 2012).

Gesamtexportmenge.<sup>8</sup> Insgesamt nahmen die Exporte in die EU von 1995 bis 2008 um 153% zu.<sup>9</sup> Alles schien gut zu laufen, bis 2008 auf dem US-Markt die Immobilien-Blase platzte und die Finanzkrise ihren Lauf nahm. Während gleichzeitig in Griechenland nach dem politischen Machtwechsel 2009 die wahren Staatsschulden und der tatsächliche Bestand der griechischen Staatsfinanzen offenbar wurde.

Jetzt, mitten in dieser Krise, offenbaren sich die politischen Defizite, die Kritiker bereits bei Einführung des Euro angeprangert hatten. Nicht nationale Probleme, sondern der Euro an sich sei das Problem und der Kern der Krise, heißt es nun. Hierbei sei nicht verschwiegen, dass es in der Wirtschaftswissenschaft unterschiedliche Vorstellungen zu den Ursachen der Krise gibt. Dahinter steht nicht selten auch der Streit zweier großer Theorieschulen.<sup>10</sup>

Die Probleme, die sich in der aktuellen Krise offenbaren, sind vielfältig. Zum Einen sank über die Jahre hinweg die Wettbewerbsfähigkeit aller Länder<sup>11</sup>, die durch billige Zinsen auf die nationalen Staatsanleihen die Möglichkeit nutzten, ihre Löhne – und damit die Lohnkosten insgesamt – zu erhöhen. Das führte zu extremen Ungleichgewichten zwischen den einzelnen Euromitgliedsländern.<sup>12</sup>

Ein weiteres Problem stellt die Europäische Zentralbank dar. Auf Drängen deutscher Bundespolitiker in den 1990er nach dem Vorbild der Deutschen Bundesbank als ein spezielles Modell konstruiert, zeigen sich nun eklatante Schwächen. Man sprach ihr damals lediglich das Mandat der Geldwertstabilität zu – ihre einzige Aufgabe sei es, die Inflationsrate konstant unter 2% zu halten. Ein System, so loben verschiedene deutsche Politiker immer wieder, das auch in Deutschland jahrzehntelang hervorragend funktioniert habe. Tatsächlich ist das nicht zutreffend, da auch die Deutsche Bundesbank mehrmals in

---

<sup>8</sup> Deutscher Industrie- und Handelskammertag: Statistiken zum Außenhandel. Die vorläufigen Zahlen für 2011 – Außenhandel mit Rekord, in: DIHK News – Umfragen und Zahlen, 13. November 2011, in: <http://www.dihk.de/themenfelder/international/aussenwirtschaftspolitik-recht/umfragen-und-zahlen/statistiken-zum-aussenhandel> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

<sup>9</sup> Statistisches Bundesamt: Export. Import. Globalisierung, in: DE Statis, Februar 2010, in: [https://www.destatis.de/DE/Publikationen/Thematisch/Aussenhandel/Gesamtentwicklung/AussenhandelWelt/handel5510006099004.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.destatis.de/DE/Publikationen/Thematisch/Aussenhandel/Gesamtentwicklung/AussenhandelWelt/handel5510006099004.pdf?__blob=publicationFile) (letzter Aufruf: 2. September 2012), S. 11.

<sup>10</sup> Krugman, Paul: Economists and Post-Crisis Policy, in: New York Times, 11. März 2012, in: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/03/11/economists-and-post-crisis-policy/> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

<sup>11</sup> Jahnke, Joachim: Die zweite Große Depression, Aachen 2009, S.27f.

<sup>12</sup> Busch, Berthold / Grömling, Michael / Matthes, Jürgen: Ungleichgewichte in der Eurozone. Ursachenanalyse und wirtschaftspolitische Empfehlungen, in: Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 17. April 2011, in: <http://www.iwkoeln.de/de/studien/iw-analysen/beitrag/62480> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

die Finanzwirtschaft eingriff.<sup>13</sup> Man begrenzte also die Handlungsmöglichkeiten der Europäischen Zentralbank. Dies bedeutet im Vergleich zur US-amerikanischen Federal Reserve, aber auch zur japanischen Notenbank, einen erheblichen Nachteil. Gerade die Möglichkeit, durch „quantitative easing“ in die Finanzmärkte einzugreifen und als „lender of last resort“, als Kreditnehmer letzter Instanz, Staatsanleihen aufzukaufen, hat sich z.B. in den USA als verlässliche Methode zur Sicherung der Finanzstabilität erwiesen<sup>14</sup> und auch in Zeiten der nationalen Notenbanken in Vor-Euro-Zeiten in vielen europäischen Staaten gut funktioniert. Dies ist nun nicht mehr möglich. Kein Euro-Staat hat mehr die Möglichkeit, Einfluss auf die Zentralbank zu nehmen, um z.B. durch Abwertung der eigenen Währung die eigene Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Konkret heißt das: Jedes Euro-Land gibt Geld in Eigenwährung aus, verschuldet sich aber de facto in Fremdwährung.<sup>15</sup>

Die nächste Baustelle, die sich in der Eurokrise offenbart, ist der Bankensektor. Die Nationalstaatlichkeit in diesem Bereich, fehlende bzw. mangelhafte Insolvenzregeln und eine unzureichende Regulation führten in der Vergangenheit dazu, dass sich einzelne Bankhäuser über ihre Verhältnisse verschuldeten und dann - aufgrund ihrer Größe und Systemrelevanz – von den nationalen Regierungen gerettet werden mussten. Dies bedeutete z.B. in den Fällen Irland und Spanien große Belastungen für die nationalen Haushalte.<sup>16</sup>

Zu den Strukturproblemen der gemeinsamen Währung gesellen sich weitere Krisenursachen, die in unterschiedlichen nationalen Gegebenheiten zu finden sind. Die in die Krise geratenen Länder haben ganz verschiedene Probleme. So hat der griechische Staat seit langem ein Problem auf der Einnahmeseite, was einer hohen Anzahl von Steuerhinterziehern und einer flächendeckenden Korruption geschuldet ist. Die Schwere der aktuellen Lage wiederum ist auf die von den Kreditgebern auferlegten Austeritätsprogrammen zurückzuführen, welche die griechische Wirtschaft buchstäblich zu Tode sparen.<sup>17</sup> Anders sieht es in Portugal aus. Hier summieren sich einige Faktoren auf:

---

<sup>13</sup> Thomas Fricke: Das große Euro-Gebrabbel, in: Financial Times Deutschland, 10. August 2012, in: <http://www.ftd.de/politik/deutschland/:kolumne-thomas-fricke-das-grosse-euro-gebrabbel/70074735.html> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

<sup>14</sup> Welfens, Paul JJ.: Die Zukunft des Euro. Die europäische Staatsschuldenkrise und ihre Überwindung, Berlin 2012, S. 186ff.

<sup>15</sup> Schreyer, Markus: Endspiel um den Euro. Notwendige wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Überwindung der Vertrauenskrise in der Euro-Zone, in: WISO direkt – Friedrich-Ebert-Stiftung, Oktober 2011, S.1 – 4, S.1.

<sup>16</sup> Münchau, Wolfgang: Was beim Gipfel beschlossen werden muss, in: Spiegel Online, 27. Juni 2012, in: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/wolfgang-muenchau-was-auf-dem-euro-gipfel-konkret-passieren-muss-a-841230.html> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

<sup>17</sup> Krugman, Paul: Austerity and Growth, in: New York Times, 18. Februar 2012, in: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/04/24/austerity-and-growth-again-wonkish/> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

ein schwacher Bankensektor, eine hohe private Verschuldung und ein exponentieller Anstieg der Produktivitätskosten zu Lasten der Wettbewerbsfähigkeit.<sup>18</sup> Aufschlussreich ist der Fall Irlands. Dort wurden, u.a. durch Absenken der Umsatzsteuer, jahrelang Leistungsbilanzüberschüsse und – im Bankensektor - enorme Gewinne erzielt. Als die Finanzkrise 2008 hereinbrach, war der irische Staat, trotz bis dato makelloser Bilanzen gezwungen, die größten Bankhäuser zu retten und verschuldete sich so außerordentlich.<sup>19</sup> Spätestens mit dem Hinzutreten Spaniens in die Krise zeigte sich dann, dass der Begriff der „Schuldenkrise“ falsch ist. Der spanische Staat verletzte nie die Maastricht-Kriterien, hat seit 2003 eine Schuldenbremse in der Verfassung festgeschrieben und fast jedes Jahr große Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet.<sup>20</sup> Dem Land wurde dann eine Blasenbildung im Immobiliensektor zum Verhängnis, zusammen mit einer miserablen Arbeitsmarktsituation – die Arbeitslosenquote beträgt 24%, bei Jugendlichen sogar 53%.<sup>21</sup> Italien, als drittgrößte Volkswirtschaft im Euroraum äußerst bedeutend, befindet sich mittlerweile auch in der Krise. Hier kommen eine seit zehn Jahren schwächelnde Konjunktur und eine aus den späten 1980er Jahren rührende hohe Gesamtverschuldung zusammen.<sup>22</sup>

## 2.2 Der Euro am Scheideweg

Italien wird nach Expertenschätzungen in den nächsten Jahren 650 Milliarden Euro von den Finanzmärkten benötigen, mit Spanien sind zusammen circa eine Billion Euro an Bedarf zu erwarten. Da reicht kein EFSF, kein Rettungsschirm und kein ESM ohne Bankenlizenz mehr.<sup>23</sup> Einen Zusammenbruch des Euros kann aber niemand ernsthaft wollen. Zu viel steht auf dem Spiel. Hauptleidtragender eines Euro-Zusammenbruchs wäre übrigens vermutlich die Bundesrepublik Deutschland. Alles ist billiger als der Niedergang der

---

<sup>18</sup> Beller, Kai: Euro-Rettungsschirm. Die Gründe für Portugals Desaster, in: Financial Times Deutschland, 7. April 2011, in: <http://www.ftd.de/politik/europa/:euro-rettungsschirm-die-gruende-fuer-portugals-desaster/60036237.html> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

<sup>19</sup> Kaufmann, Stefan: Schuldenkrise in Irland. Drei Wege in den Abgrund, in: Frankfurter Rundschau, 22. November 2010, in: <http://www.fr-online.de/schuldenkrise/schuldenkrise-in-irland-drei-wege-in-den-abgrund,1471908,4859638.html> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

<sup>20</sup> Krugman, Paul: Euro Fiscal History, in: New York Times, 5. Januar 2012, in: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/01/05/european-fiscal-history/?gwh=46D1FFD757F648D51056C92D937C3A90> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

<sup>21</sup> Wieland, Leo: Höchster Stand seit 1994. Arbeitslosigkeit in Spanien erreicht traurigen Rekord, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 27. Juli 2012, in: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/hoechster-stand-seit-1994-arbeitslosigkeit-in-spanien-erreicht-traurigen-rekord-11833960.html> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

<sup>22</sup> Löhe, Fabian / Beller, Kai / Schäder, Barbara: Schuldenkrise. Die Gründe für Italiens Misere, in: Financial Times Deutschland, 20. September 2011, in: <http://www.ftd.de/politik/europa/:schuldenkrise-die-gruende-fuer-italiens-misere/60106389.html> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

<sup>23</sup> Münchau, Wolfgang: Euro-Krise. Kurz vor dem Kollaps, in: Spiegel Online, 13. Juni 2012, in: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/euro-krise-der-euro-zone-droht-der-kollaps-a-838581.html> (letzter Aufruf: 31. August 2012).

Gemeinschaftswährung.<sup>24</sup> Doch auch die Lösung gestaltet sich schwierig: nur vereint – tatsächlich politisch vereint – kann der Euro überleben. Es geht also um die Konstruktion einer tatsächlichen politischen Union. Der erste Schritt in diese Richtung könnte die Einrichtung eines europäischen Finanzministers sein, der alle Haushalte überprüft und notfalls in Revision schickt, um so eine übermäßige Verschuldung zu unterbinden. Für weitere Schritte in Richtung einer politischen Union ist eine verstärkte demokratische Legitimation im Sinne einer europäischen Verfassung, wie sie Jürgen Habermas unlängst anregte, unerlässlich. Nur durch eine engere Bindung der Bevölkerung an das Konstrukt der Europäischen Union ist es zukünftig möglich, das supranationale Handeln zu legitimieren.<sup>25</sup> Vor allem sind auf dem ökonomischen Feld einige Veränderungen notwendig. Zu allererst muss es der EZB erlaubt sein, Staatsanleihen aufzukaufen, also durch eine quantitative Lockerung in die Kapitalmärkte einzugreifen.<sup>26</sup> Gleichzeitig ist aber ebenfalls eine geeignete Strategie für den Bankensektor wichtig.<sup>27</sup> Das geht nur über eine europäische Bankenunion, ein Modell, welches auf EU-Ebene bereits zahlreiche Befürworter findet. Zusammen mit einer ebenfalls europäischen Bankenaufsicht bedeutet dies eine weitere Stütze. Somit wird jedem Land der Druck genommen, auf nationaler Ebene die landeseigenen Finanzhäuser retten zu müssen. Schritt für Schritt können dann auch einheitliche Insolvenzregeln umgesetzt werden, die ein „too big to fail“ verhindern könnten.<sup>28</sup> Aber vor allem muss die Staatsfinanzierung im Euroraum neu organisiert werden.<sup>29</sup> Dafür wurden bereits verschiedene Konzepte vorgelegt, die im Folgenden beschrieben, kritisch analysiert und vergleichend bewertet werden sollen.<sup>30</sup>

---

<sup>24</sup> Münchau, Wolfgang: Merkel in der Euro-Krise. Deutschland ist erpressbar geworden, in: Spiegel Online, 29. August 2012, in: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/service/deutschland-ist-durch-angela-merkels-politik-erpressbar-geworden-a-852708.html> (letzter Aufruf: 31. August 2012).

<sup>25</sup> Habermas, Jürgen: Zur Verfassung Europas. Ein Essay, Berlin 2011, S. 8f.

<sup>26</sup> Die Gefahr der höheren Inflation wurde bereits widerlegt, vgl. Harff, Christoph: Indexierte Staatsanleihen und Preisniveaustabilität in Europa, in: Wirtschaftsdienst 1998/IV, S. 247–252, S. 250f.

<sup>27</sup> De Grauwe, Paul: The Governance of a fragile Eurozone, April 2011, in: KU Leuven Papers, in: [http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion\\_papers/Governance-fragile-eurozone\\_s.pdf](http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion_papers/Governance-fragile-eurozone_s.pdf) (letzter Aufruf: 2. September 2012), S. 15.

<sup>28</sup> Heinemann, Frank / Illing, Gerhard: Widerrede (2). Vorschlag für eine europäische Bankenunion, in: Süddeutsche Zeitung, 6. Juli 2012, in: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/widerrede-vorschlag-fuer-eine-europaeische-bankenunion-1.1405199> (letzter Aufruf: 31. August 2012).

<sup>29</sup> Hassel, Anke / Schelkle, Waltraud: A return to the Deutschmark or a core monetary union would impoverish Europe's economies. Instead Eurobonds could offer a viable solution to preserve unity in diversity, in: LSE Research, 22. März 2012, in: <http://eprints.lse.ac.uk/42963/> (letzter Aufruf: 2. September 2012).

<sup>30</sup> Nicht erwähnt werden hierbei die sogenannten „Projektanleihen“, da diese aufgrund ihres Einsatzfeldes und finanziellen Volumens von lediglich 230 Millionen Euro zu gering ausfallen, vgl. Münchau, Wolfgang: Der SPD fehlt der Killerinstinkt, in: Spiegel Online, 23. Mai 2012, in: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/streit-ueber-euro-bonds-spd-scheut-konflikt-mit-merkel-a-834663.html> (letzter Aufruf: 2. September 2012).



### 3. Verschiedene Konzepte einer Europäischen Finanzpolitik: Beschreibung und kritische Analyse

Die Diskussion um die sogenannten Euro-Bonds ist lebhaft, und viele verschiedene Meinungen werden vertreten. Die Mehrheit der Ökonomen<sup>31</sup> und auch der Gesamtbevölkerung<sup>32</sup> in Europa spricht sich für ein wie auch immer geartetes Modell zur Europäisierung der Finanzpolitik aus. Die erstmals von Jacques Delors 1993 eingebrachte Idee<sup>33</sup>, durch Euro-Bonds den Weg für eine politische Union zu ebnen, spaltet Befürworter und Gegner in Europa vor allem an der Frage der deutschen Kreditwürdigkeit und der Kosten. Während Kritiker eine sinkende Kreditwürdigkeit<sup>34</sup> und höhere Kosten<sup>35</sup> befürchten, verweisen andere Ökonomen auf das genaue Gegenteil<sup>36</sup>. Weiterhin existiert der Vorwurf, dass durch die Einführung des Euro an sich, speziell durch den ESM, die ESFS oder auch durch die Target II-Salden<sup>37</sup>, bereits eine gemeinschaftliche Haftung für die Schulden anderer Staaten eingetreten sei.<sup>38</sup>

#### 3.1 Blue-Red-Bonds

Das am weitesten verbreitete Konzept stammt von den beiden Ökonomen Jacques Delpla und Jakob von Weizsäcker und orientiert sich an einem Vorschlag von Paul de Grauwe und Wim Moesen. Es wurde im Mai 2010 veröffentlicht. Die Grundidee ist, die jeweiligen

---

<sup>31</sup> EurActiv: Bankers, economists see eurobonds as inevitable: Poll, in: EurActiv, 19. August 2011, in: <http://www.euractiv.com/euro-finance/bankers-economists-see-eurobonds-news-507043> (letzter Aufruf: 2. September 2012).

<sup>32</sup> Die Presse: EU-Bevölkerung für Tobin-Steuer und Eurobonds, in: DiePresse.Com, 27. Juli 2012, in: [http://diepresse.com/home/politik/eu/1271372/EUBevoelkerung-fuer-TobinSteuer-und-Eurobonds?\\_vl\\_backlink=/home/politik/eu/index.do](http://diepresse.com/home/politik/eu/1271372/EUBevoelkerung-fuer-TobinSteuer-und-Eurobonds?_vl_backlink=/home/politik/eu/index.do) (letzter Aufruf: 2. September 2012).

<sup>33</sup> EurActiv: German economists say 'Nein' to 'disaster' eurobonds, in: EurActiv, 18. August 2011, in: <http://www.euractiv.com/euro-finance/german-economists-nein-disaster-news-507021> (letzter Aufruf: 2. September 2012).

<sup>34</sup> Häring, Norbert: Moody's will die Euro-Bonds, in: Handelsblatt, 25. Juli 2012, in: <http://www.handelsblatt.com/meinung/kommentare/kommentar-moodys-will-die-euro-bonds-/6919100.html> (letzter Aufruf: 2. September 2012).

<sup>35</sup> Cünnen, Andrea / Mallien, Jan: Euro-Schuldenkrise- Was Eurobonds Deutschland wirklich kosten, in: Handelsblatt, 17. August 2011, in: [http://www.handelsblatt.com/politik/international/euro-schuldenkrise-was-eurobonds-deutschland-wirklich-kosten/v\\_detail\\_tab\\_print/4506262.html](http://www.handelsblatt.com/politik/international/euro-schuldenkrise-was-eurobonds-deutschland-wirklich-kosten/v_detail_tab_print/4506262.html) (letzter Aufruf: 2. September 2012).

<sup>36</sup> Heusinger, Robert von: Die Kosten für Euro-Bonds, in: Frankfurter Rundschau, 18. August 2011, in: <http://www.fr-online.de/wirtschaft/die-kosten-fuer-euro-bonds,1472780,9546832.html> (letzter Aufruf: 2. September 2012).

<sup>37</sup> Sinn, Hans-Werner / Wollmershäuser, Timo: Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr. Der Rettungsschirm der EZB, in: ifo Working Papers, 24. Juni 2011, in: [http://www.fes.de/wiso/pdf/international/2011/241011/Ifo\\_WP105.pdf](http://www.fes.de/wiso/pdf/international/2011/241011/Ifo_WP105.pdf) (letzter Aufruf: 2. September 2012), S. 3.

<sup>38</sup> Cochrane, John H.: Last Chance to Save the Euro, in: Wall Street Journal, 29. September 2011, in: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204422404576594971418554358.html> (letzter Aufruf: 2. September 2012).

Staatsschulden in zwei Teile zu splitten. Alle Staatsschulden bis 60% des BIP werden dabei vergemeinschaftet und als Blue-Bonds herausgegeben. Alle darüber liegenden Staatsschulden bleiben als Red-Bonds in nationalstaatlicher Verantwortung. Der Grundgedanke dabei ist, die Finanzinstitute vor länderspezifischen Risiken zu schützen, für einige Staaten die Refinanzierungskosten zu senken und die „Flucht in sichere Häfen“, welche zu starken Verwerfungen geführt hat, zu unterbinden.<sup>39</sup>

Durch die Eigenverantwortung der Staatsschuld über 60% mit der Ausgabe der Red-Bonds bleibt das Prinzip der Disziplinierung durch die Finanzmärkte bestehen.<sup>40</sup> Dadurch würde auch die Kreditwürdigkeit adäquat angezeigt.<sup>41</sup> Für die Staaten werden auch etwaige Vorkehrungen für eine geordnete Insolvenz getroffen und dafür Sorge getragen, dass Red-Bonds nicht in das Bankensystem geraten, um Risiken vorzubeugen. Da die Red-Bonds hoch spekulativ sind und bei einem Zahlungsausfall als erste betroffen wären, sei es ratsam, sie aus dem Bankensektor herauszuhalten, um so große Finanzkrisen bei Insolvenzen von Staaten zu vermeiden.<sup>42</sup> Erst werden also alle Ansprüche der Inhaber der Blue-Bonds erfüllt, dann erst die der Inhaber von Red-Bonds.<sup>43</sup>

Von zentraler Bedeutung dabei sind die Kontrolle und das Management der Emission der Blue-Bonds. Delpla und von Weizsäcker schlagen die Einrichtung eines unabhängigen Stabilitätsrates vor. Dieser habe die Aufgabe, in Verbindung mit einer europäischen Schuldenagentur Blue-Bonds auszugeben und die Überwachung der 60%-Grenze zu gewährleisten.

Die Einführung dieses Systems könnte stufenweise funktionieren: Es beginnen die fiskalisch glaubwürdigen Länder und legen die Basis. Später stoßen dann Länder hinzu, die ihre „Hausaufgaben“ erledigt haben. Alternativ dazu kann auch über Nacht die gesamte Staatsschuld im Euroraum in Blue- und Red-Bonds umgewandelt werden, was den Vorteil der Schuldenrestrukturierung in angeschlagenen Ländern vereinfacht.<sup>44</sup>

---

<sup>39</sup> Claessens, Stijn / Mody, Ashoka / Vallee, Shahin: Paths to Eurobonds, Bruegel Working Paper 2012/10, Juli 2012, in: <http://aei.pitt.edu/35703/> (letzter Aufruf: 1. September 2012), S. 7.

<sup>40</sup> De Grauwe, Paul: The Governance of a fragile Eurozone, a.a.O., S. 23.

<sup>41</sup> Ders. / Moesen, Wim: Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond, in: *Intereconomics*, Mai/Juni 2009, S. 132 – 135, S. 134.

<sup>42</sup> Delpla, Jacques / Weizsäcker, Jakob von: Eurobonds – Das Blue Bond-Konzept und seine Implikationen, in: Friedrich-Ebert-Stiftung Perspektive, Juni 2011, in: <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08209.pdf> (letzter Aufruf: 1. September 2012), S. 2.

<sup>43</sup> Horn, Norbert: Rechtsfragen einer Schuldenordnung für EU- und Euro-Staaten – Externe Anleihen und Bankkredite, in: *Wirtschaftsdienst* 2010, S. 797 – 800, S. 798.

<sup>44</sup> Delpla, Jacques / Weizsäcker, Jakob von: Eurobonds – Das Blue Bond-Konzept und seine Implikationen, in: Friedrich-Ebert-Stiftung Perspektive, Juni 2011, in: <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08209.pdf> (letzter Aufruf: 1. September 2012), S. 3.

Gewisse Schwierigkeiten zeigen sich aber. Die Frage, wie ein Anreizprogramm für alle Eurozonenländer geschaffen und ein Ausscheiden von Mitgliedern verhindert werden kann, bleibt unbeantwortet. Weiterhin stellt sich die Frage, wie Länder mit bereits extrem hohen Gesamtschuldenständen, wie Griechenland oder Italien, überhaupt die Gesamtmenge der Red-Bonds schultern können.<sup>45</sup> Außerdem ist eine Einführung dieses Systems zwangsläufig auch an Veränderungen in den europäischen Verträgen gebunden, was sich in der Vergangenheit als nicht immer einfach umsetzbar erwiesen hat.

### 3.2 Euro-Bills

Im November 2011 stellten die beiden Volkswirte Christian Hellwig und Thomas Philippon eine überarbeitete Version des Blue-Red-Bond-Systems vor. Kernelement ist, die Liquidität der Anleihemärkte durch einjährige Anleihen, die gemeinschaftlich herausgegeben werden, wiederherzustellen. Damit soll es den Staaten ermöglicht werden, einen begrenzten Bedarf an Kurzfristanleihen, hier 10% des BIP, zu garantierten Zinsen zu erneuern. Eine unabhängige Aufsichtsbehörde überwacht und stellt von vornherein wirtschaftspolitische Forderungen, die erfüllt werden müssen. Der Rest des Staatshaushalts wird – ähnlich wie beim Blue-Red-Bonds-Modell – als Juniortranche nationalstaatlich finanziert.<sup>46</sup>

Der Entwurf orientiert sich an den US-amerikanischen T-Bills, die wegen ihrer hohen Liquidität als eines der wichtigsten Instrumente auf den Finanzmärkten gelten.<sup>47</sup> Ihr Vorteil liegt in der begrenzten Laufzeit und dem geringeren Finanzvolumen, für das trotzdem gemeinschaftlich haftet wird. Auf den deutschen Fiskus kämen so Garantien von etwa 60 Milliarden Euro zu. Diese ließen sich aber durch die Garantien der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität EFSF umschichten. Die entstehenden Zinsgewinne könnten dann umverteilt werden, so dass alle profitieren.<sup>48</sup> Durch die zeitliche Begrenzung entsteht der Vorteil, dass die Maßnahme mit nationalem und europäischem Recht kompatibel ist.<sup>49</sup> Außerdem sollen bewusst Geschäftsbanken als Anleger gewonnen

---

<sup>45</sup> Hüther, Michael: Ordnungspolitik ist die beste Krisenprävention, Köln 2012, S.21.

<sup>46</sup> Hellwig, Christian / Philippon, Thomas: Der Kompromiss zwischen Stabilität und Haushaltsdisziplin, in Handelsblatt, 29. Juni 2012, in: <http://www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/gastbeitrag-der-kompromiss-zwischen-stabilitaet-und-haushaltsdisziplin/6812306.html> (letzter Aufruf: 1. September 2012).

<sup>47</sup> U.S. Department of the Treasury, Bureau of the Public Debt: Treasury Bills, 22. April 2011, in: [http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod\\_tbills\\_glance.htm](http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_tbills_glance.htm) (letzter Aufruf: 1. September 2012).

<sup>48</sup> Hellwig, Christian / Philippon, Thomas: Der Kompromiss zwischen Stabilität und Haushaltsdisziplin, a.a.O.

<sup>49</sup> Claessens, Stijn / Mody, Ashoka / Vallee, Shahin: Paths to Eurobonds, a.a.O., S. 8.

werden, da diese nach der Bankenregulierung Basel III die Euro-Bills als sichere Anlagen verbuchen können.<sup>50</sup>

Die zeitliche Begrenzung als Leitmotiv dieses Konzeptes stellt den größten Nachteil dar. Zwar sind Euro-Bills schnell einsetzbar, lösen aber auf lange Sicht nicht das Problem der „Verschuldung im Fremdwährung“ (s.o.). Zwar erlaubt das Vorhaben, gerade auch unter dem Aspekt der Verfassungsmäßigkeit als Übergangslösung zu fungieren, langfristig sind aber Ergänzungen oder Alternativen unabdingbar.

### **3.3 Stability-Bonds**

Die Europäische Kommission präsentierte am 23. November 2011 ihr Grünbuch, in dem das Konzept der Stability-Bonds ausführlich erklärt und Lösungswege aus der Krise skizziert werden. Der Vorschlag besteht konkret aus drei verschiedenen Konzepten: Dem generellen Euro-Bond, also der Umwandlung aller nationaler in europäische Staatsanleihen, der Teilvergemeinschaftung und der Anleihen, bei denen nur ein geringer Teil einer Europäisierung unterliegt.<sup>51</sup> Dabei werden, und das verbindet die Konzepte, jeweils nur neu ausgegebene Staatsanleihen auf der Basis gemeinschaftlicher Haftung emittiert. Außerdem werden hierbei Konstruktionen angestrebt, die Vertragsänderungen überflüssig machen sollen, also rein im legalen Rahmen agieren.

Diese Vorschläge sind nicht innovativ, sondern greifen bereits publizierte Konzepte auf. Die fehlende Beschränkung auf eines der drei Konzepte macht eine abschließende Beurteilung schwer, zumal der Anlegerkreis, der Umfang der Vergemeinschaftung und der Zeithorizont nicht abschließend definiert sind.<sup>52</sup>

### **3.4 Schuldentilgungsfonds**

Der Vorschlag des Sachverständigenrates, alle Staatsschulden der Euroländer, die über 60% des BIP liegen, in einen Topf zu geben und so gemeinsam die Staatsschulden abzubauen, beinhaltet ein hartes Sanierungsprogramm, das die Staaten beim Schuldenabbau zur

---

<sup>50</sup> Deutsche Bundesbank: Basel III, Frankfurt am Main 2012, in: <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Kerngeschaeftsfelder/Bankenaufsicht/Basel3/basel3.html> (letzter Aufruf: 1. September 2012).

<sup>51</sup> Europäische Kommission – Wirtschaftliche und Finanzielle Angelegenheiten: Green paper on stability bonds, 23. November 2011, in: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/governance/2011-11-23-green-paper-stability-bonds\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2011-11-23-green-paper-stability-bonds_en.htm) (letzter Aufruf: 1. September 2012).

<sup>52</sup> Wettach, Silke: Schuldenkrise: Keine Stabilität durch Eurobonds, in: Wirtschaftswoche, 21. November 2011, in: <http://www.wiwo.de/politik/europa/schuldenkrise-keine-stabilitaet-durch-eurobonds/5870742.html> (letzter Aufruf: 1. September 2012).

Haushaltsdisziplin zurückführen soll. Das Gesamtvolumen des Fonds würde dabei 2,3 Billionen Euro betragen, was etwa 27% des BIP der Eurozone ausmacht<sup>53</sup>, vor allem durch deutsche und italienische Altlasten. Innerhalb von drei bis fünf Jahren sollen dann gemeinschaftliche Anleihen ausgegeben werden – mit deutlich niedrigerem Zinsniveau als bisher.

Da der Fonds verfassungskompatibel ist<sup>54</sup>, hat er viele Fürsprecher. Die betroffenen Staaten müssten allerdings Sondersteuern erheben, Währungsreserven hinterlegen und Strukturmaßnahmen umsetzen. Anschließend sollen die Altschulden innerhalb von 25 Jahren abgebaut werden.<sup>55</sup> Hierfür sind eine Fiskalunion und ein großes Maß an supranationaler Koordination notwendig. Das System der Marktdisziplin bleibt aber auch bestehen, da alle nicht im Topf befindlichen Anleihen als Juniortranchen herausgegeben werden.<sup>56</sup> Sobald ein Land unter die 60%-Marke fällt, scheidet es dann automatisch aus.<sup>57</sup>

Das Konzept weist aber auch Mängel auf. So kann Spanien bspw. nicht geholfen werden. Das Land hat ein Problem mit seinem Bankensektor und kaum Staatsverschuldung. Der Fonds ist das falsche Instrument, um hier anzusetzen.<sup>58</sup> Der Logik der Wirtschaftsweisen folgend, müsste der italienische Staat jedes Jahr 3% seiner Schulden tilgen. Wie das zu bewerkstelligen ist, steht in den Sternen, muss Italien aktuell allein einen Primärüberschuss von 4,8% erwirtschaften, um nur den Schuldenstand zu halten.<sup>59</sup> Ähnlich geht es dem Spanien.<sup>60</sup> Wenn dann ein Land die Verpflichtungen in dem Fonds nicht einhält, greift eben doch die gemeinschaftliche Haftung – inklusive einer Übernahme der Zahlungen, auch da ein Ausschluss aus dem Fonds sehr unwahrscheinlich ist.<sup>61</sup>

### 3.5 European Safe Bonds

Die Forschergruppe „euro-nomics group“ um den deutschen Princeton-Ökonomen Markus Brunnermeier legte am 26. September 2011 ein Konzept für „sichere europäische

---

<sup>53</sup> Claessens, Stijn / Mody, Ashoka / Vallee, Shahin: Paths to Eurobonds, a.a.O., S. 7.

<sup>54</sup> Ebd., S.8.

<sup>55</sup> Heß, Dorit / Storbeck, Olaf: Schuldentilgungsfonds – der Sinn der Euro-Bonds, in: Handelsblatt, 9. Juni 2012, in: <http://www.handelsblatt.com/politik/international/schuldentilgungsfonds-der-sinn-der-euro-bonds/6726078.html> (letzter Aufruf: 1. September 2012).

<sup>56</sup> Claessens, Stijn / Mody, Ashoka / Vallee, Shahin: Paths to Eurobonds, a.a.O., S. 9.

<sup>57</sup> Ebd., S. 16.

<sup>58</sup> Münchau, Wolfgang: Der Scheinriese in der Schuldenkrise, in: Spiegel Online, 30. Mai 2012, in: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/warum-ein-tilgungsfonds-die-schuldenkrise-in-der-euro-zone-nicht-loest-a-835867.html> (letzter Aufruf: 1. September 2012).

<sup>59</sup> Ders.: Wann ist ein Land pleite, in: Spiegel Online, 8. August 2012, in: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/euro-krise-wie-viel-schulden-ein-land-machen-darf-a-846566.html> (letzter Aufruf: 1. September 2012).

<sup>60</sup> De Grauwe, Paul: The Governance of a fragile Eurozone, a.a.O., S. 7.

<sup>61</sup> Münchau, Wolfgang: Der Scheinriese in der Schuldenkrise, a.a.O.

Staatsanleihen“ (European Safe Bonds, oder auch ESBies) vor. Auch hier kommt eine europäische Schuldenagentur ins Spiel. Diese kauft Staatsanleihen auf den Märkten auf, bis zu 60% des BIP.<sup>62</sup> Die Agentur gibt zwei Arten von Papieren aus – sichere Anlagen und eher spekulative. Erstere sind als Stabilitätsanker für Banken gedacht, Letztere für risikobereite Anleger. Somit sind weder Gemeinschaftshaftung, noch Fiskalunion oder Transferzahlungen notwendig.<sup>63</sup>

Dadurch, dass die EZB diese ESBies als Sicherheiten akzeptiert, steigt deren Attraktivität zusätzlich – was sich in einer höheren Liquidität widerspiegelt. Für das Gesamtkonzept ist wohl auch keine Gesetzesänderung notwendig. Darüber hinaus könnten die beteiligten Länder die Zinsgewinne teilen, was einen zusätzlichen Anreiz zur Beteiligung schafft.<sup>64</sup>

Problematisch ist die Dauer der Einführung zu sehen. Erst nach mehreren Monaten wäre das alles möglich. Außerdem muss bezweifelt werden, dass die Staaten ihre gesamte Staatsanleihen-Finanzierung bereitwillig auf eine europäische Agentur übertragen. Zudem sind die Anreize für Krisenländer sehr schwach ausgeprägt, denn eine großflächige Spekulation bleibt bestehen, auch durch die Abwesenheit sämtlicher Garantien.<sup>65</sup> Dazu kommt die Frage, wie und an wen man die Juniortranchen ausgibt und wie man den Aufkauf aller Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt bewerkstelligt.<sup>66</sup>

#### **4. Vergleichende Bewertung der Konzepte**

Die verschiedenen Konzepte haben jeweils unterschiedliche Schwerpunktsetzungen, je nach Finanzvolumen, Laufzeit, rechtlichem Rahmen und Anlegerkreis unterscheiden sie sich z.T. deutlich. Allgemein werden sie sich daran messen müssen, inwiefern sie es schaffen, einen Prozess hin zu einer Fiskalunion anzustoßen und gleichzeitig die momentanen wirtschaftlichen und politischen Herausforderungen zu meistern. Keines der

---

<sup>62</sup> Claessens, Stijn / Mody, Ashoka / Vallee, Shahin: Paths to Eurobonds, a.a.O., S. 9.

<sup>63</sup> Deutsche Telekom AG: Eurobonds: European Safe Bonds, 23. Mai 2012, in: [http://wirtschaft.t-online.de/eurobonds-european-safe-bonds/id\\_56642006/index](http://wirtschaft.t-online.de/eurobonds-european-safe-bonds/id_56642006/index) (letzter Aufruf: 1. September 2012).

<sup>64</sup> Deutsche Telekom AG: Eurobonds: European Safe Bonds, a.a.O.

<sup>65</sup> Müller, Hans Christian: Eurobonds, Schuldenkrise. Über „Euro-Standard Bills“, „Euro-Safe-Bonds“ und „Eurobills“, in: Handelsblatt, 28. Februar 2012, in: <http://blog.handelsblatt.com/handelsblog/2012/02/28/uber-„euro-standard-bills“-„euro-safe-bonds“-und-„eurobills“/> (letzter Aufruf: 1. September 2012).

<sup>66</sup> Claessens, Stijn / Mody, Ashoka / Vallee, Shahin: Paths to Eurobonds, a.a.O., S. 14.

Konzepte kann alleine die Euro-Krise lösen, aber politische Veränderungen anstoßen und eine tiefere fiskalische Integration fördern.<sup>67</sup>

Keiner der Entwürfe reicht für sich aus, die aktuelle Liquiditätskrise zu meistern. Die Konzepte der Blue-Red-Bonds, der Schuldentilgungsfonds und die ESBies haben den Vorteil, über eine große Emissionsmenge zu verfügen und viele Garantien bereitstellen zu können, während die Stability-Bonds und die Euro-Bills nur geringe bis keine Garantien bereitstellen können. Der Vorteil der Euro-Bills ist dagegen ihre kurze Implementierungsphase: In relativ kurzer Zeit können hier erste Veränderungen durchgesetzt werden. Ähnlich kurzfristig kann nur ein Schuldentilgungsfonds einsatzfähig werden, dies aber nur mit deutlich höheren Hürden.

Die Konzepte, die den Euro-Bills und den Blue-Red-Bonds zugrunde liegen, sind sich recht ähnlich. Der Unterschied liegt in der Menge der ausgegebenen Juniortranchen, welche als marktbasierende Fiskaldisziplin funktionieren sollen. Diese wird lediglich bei den ESBies und den meisten Stability-Bonds-Versionen ausgeklammert. Ergänzend dazu variieren die Zielvorstellungen. So wird bei Euro-Bills beispielsweise keine zwangsläufige Fiskalunion in Aussicht gestellt und auch eine fiskalische Koordination ist kaum vonnöten, während die anderen Konzepte eine umfassende fiskalische Abstimmung erforderlich machen, allen voran der Schuldentilgungsfonds.<sup>68</sup>

Unterschiede zeigen sich auch bei der Frage, wer denn die jeweiligen emittieren Papiere erwerben soll. So sieht der Plan der Euro-Bills vor, diese nur an kommerzielle Bankhäuser auszugeben, während diese vom Red-Bonds-Markt komplett ausgeschlossen werden sollen, ebenso von der Möglichkeit, Juniortranchen der ESBies zu erwerben.<sup>69</sup> Die Konzepte divergieren ferner unter dem Aspekt, welche Schulden eigentlich behandelt werden sollen. So würden die ESBies sämtliche Anleihen auf dem Sekundärmarkt kaufen, während der Schuldentilgungsfonds nur während der Einführungsphase neu emittierte Papiere erwirbt und die Euro-Bills und Blue-Red-Bonds nur neue Staatsanleihen bis zu einer gewissen Obergrenzen aufkaufen. Der Vorschlag der EU-Kommission hingegen geht, je nach konkreter Ausgestaltung, von allen neuen Ausgaben aus.<sup>70</sup>

Die größten Hindernisse hinsichtlich der Machbarkeit stellen der rechtliche Rahmen und das erforderliche Zeitfenster dar. Ganz konkret stellt sich die Frage, ob die jeweiligen Konzepte überhaupt mit Artikel 125 der Europäischen Verträge vereinbar sind. Dieser

---

<sup>67</sup> Claessens, Stijn / Mody, Ashoka / Vallee, Shahin: Paths to Eurobonds, a.a.O., S. 18.

<sup>68</sup> Ebd., S. 9.

<sup>69</sup> Ebd., S. 12.

<sup>70</sup> Ebd., S. 14.

Paragraph verhindert die Übernahme der Schulden eines anderen Staates und enthält überdies die sogenannte „No-bail-out-Klausel“, das Verbot für die Verbindlichkeiten anderer Staaten in der Eurozone zu haften.<sup>71</sup> So verweisen die Autoren der Blue-Red-Bonds, wie auch der Stability-Bonds, darauf, dass Vertragsänderungen unabdingbar seien, um die Konzepte umzusetzen. Demgegenüber sind die ESBies, wie auch der Schuldentilgungsfonds, offenbar mit EU- als auch nationalem Recht kompatibel. Ob dies auf die Euro-Bills zutrifft, ist umstritten.<sup>72</sup> Ein weiterer Nachteil der Blue-Red-Bonds ist die vergleichsweise lange Einführungszeit. Hierbei muss bis zur vollständigen Einsatzfähigkeit mit einem Zeitraum von mehreren Jahren gerechnet werden. Dafür sind sie langfristig einsetzbar und für eine dauerhafte Anwendung konzipiert. Die Euro-Bills hingegen sind, wie der Schuldentilgungsfonds, sofort einsetzbar und auf ein Jahr begrenzt – der Vorschlag der deutschen Wirtschaftsweisen hingegen auf etwa 25 Jahre. Auch die verschiedenen Stability-Bonds und ESBies benötigen eine längere Vorlaufphase, da auch sie nur neu emittierte Papiere aufkaufen.

## **5. Schlussbetrachtung**

Der Euro als Gemeinschaftswährung steht vor seiner schwersten Prüfung. Ökonomische Probleme in den Mitgliedsstaaten und fundamentale Strukturprobleme der Konstruktion eines suboptimalen Währungsraums sorgen für eine schwere Finanzkrise. Viele tiefgreifende Veränderungen sind notwendig, um das Überleben des Euro zu sichern. Ein zentraler Baustein sind dabei die Euro-Bonds, unterschiedliche Konzeptionen dazu sind bereits von Ökonomen formuliert worden.

Während Blue-Red-Bonds ein langfristiges Instrument für eine Europäische Finanzpolitik darstellen, das den Bankensektor stärken soll und gleichzeitig Markt-Disziplinierung und solide Staatsfinanzierung verbindet, sind Euro-Bills ein reines Übergangsmodell, das schnell und kurzfristig wirkt, dabei die Verfassungsmäßigkeit der Eurozone nicht beeinträchtigt und auf einer hohen fiskalischen Eigenverantwortung der Staaten beharrt. Anders der Vorschlag eines Schuldentilgungsfonds des Sachverständigenrates, der eine große fiskalische Koordination erfordert und dessen Leitidee darin besteht, auf europäischer Ebene alle Altschulden gemeinsam abzutragen.

---

<sup>71</sup> Europäische Union: Article 125, in: Lisbon Treaty, 13. Dezember 2007, in: <http://www.lisbon-treaty.org/wcm/the-lisbon-treaty/treaty-on-the-functioning-of-the-european-union-and-comments/part-3-union-policies-and-internal-actions/title-viii-economic-and-monetary-policy/chapter-1-economic-policy/393-article-125.html> (letzter Aufruf: 2. September 2012).

<sup>72</sup> Claessens, Stijn / Mody, Ashoka / Vallee, Shahin: Paths to Eurobonds, a.a.O., S. 17.



Sämtliche Schulden über 60% werden in einem Fonds vereint, der gemeinsame Anleihen ausgibt und eine gemeinsame Haftung voraussetzt, sowie für einen Zeitraum von 25 Jahren konzipiert ist. Dagegen beinhaltet der von der EU-Kommission vorgeschlagene Stability-Bond drei verschiedene Konzepte, vom „reinen Euro-Bond“ hin zu einer abgeschwächten Form. Grundlage ist auch hier die Verfassungsmäßigkeit innerhalb der EU-Verträge. Möglicherweise gilt auch das für die European Safe Bonds. Grundgedanke ist hier die Übertragung aller nationalen Schulden hin zu einer Europäischen Schuldenagentur, welche daraus Anleihen als Senior- und Juniortranchen macht. Diese werden dann an verschiedene Anlegertypen ausgegeben, die beteiligten Länder teilen sich je nach Konsolidierungsfortschritt die Zinsgewinne.

Da keines der Instrumente das Problem der momentan insuffizienten Staatsfinanzierung tatsächlich vollständig lösen kann, empfiehlt der Verfasser eine Kombination einiger Modelle. Nach der Einstandsverpflichtung der europäischen Staats- und Regierungschefs, den Weg hin zu einer Fiskalunion einzuschlagen und jene dann auch rechtlich abzusichern, sollten Euro-Bills in Verbindung mit Projektbonds (Fußnote 29) auf europäischer Ebene eingeführt werden, um die aktuell größten Probleme der Liquidität der Staaten zu beheben, wobei die Projektanleihen europäische Programme und die Euro-Bills die nationalen Haushalte finanzieren sollen. Parallel dazu könnte das Blue-Red-Bonds-Modell anlaufen, welches Schritt für Schritt die Euro-Bills ablöst. Sobald die Blue-Red-Bonds wirken anlaufen, kann auch der ESM zu einem Europäischen Finanzministerium umgewandelt werden, welches dann automatisch eine größere Autorität hinsichtlich fiskalischer und bankspezifischer Angelegenheiten hätte. Von der Einführung der Euro-Bills bis hin zur Konstruktion eines Europäischen Finanzministeriums vergingen etwa fünf Jahre. Dies alles würde vermutlich aber nur mit Hilfe einer aktiveren Rolle der EZB, einer europäischen Bankenunion und weiterer Europäisierungen funktionieren.

Was momentan noch visionär erscheint, wurde bereits von verschiedenen Ökonomen in ähnlicher Form gefordert. Auch wenn die Realpolitik sich bisher vor mutigen Schritten gescheut hat, so ist die aktuelle Krise doch zu drängend, um am Status-quo festzuhalten. Es wäre wünschenswert, wenn der Mut gewinnen würde, denn am Mut hängt der Erfolg.

## Quellen- und Literaturverzeichnis:

- **Beller, Kai:** Euro-Rettungsschirm. Die Gründe für Portugals Desaster, in: Financial Times Deutschland, 7. April 2011, in: <http://www.ftd.de/politik/europa/:euro-rettungsschirm-die-gruende-fuer-portugals-desaster/60036237.html> (letzter Aufruf: 30. August 2012).
- **Busch, Berthold / Grömling, Michael / Matthes, Jürgen:** Ungleichgewichte in der Eurozone. Ursachenanalyse und wirtschaftspolitische Empfehlungen, in: Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 17. April 2011, in: <http://www.iwkoeln.de/de/studien/iw-analysen/beitrag/62480> (letzter Aufruf: 30. August 2012).
- **Claessens, Stijn / Mody, Ashoka / Vallee, Shahin:** Paths to Eurobonds, Bruegel Working Paper 2012/10, Juli 2012, in: <http://aei.pitt.edu/35703/> (letzter Aufruf: 1. September 2012).
- **Cochrane, John H.:** Last Chance to Save the Euro, in: Wall Street Journal, 29-September 2011, in: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204422404576594971418554358.html> (letzter Aufruf: 2. September 2012).
- **Cünnen, Andrea / Mallien, Jan:** Euro-Schuldenkrise. Was Eurobonds Deutschland wirklich kosten, in: Handelsblatt, 17. August 2011, in: [http://www.handelsblatt.com/politik/international/euro-schuldenkrise-was-eurobonds-deutschland-wirklich-kosten/v\\_detail\\_tab\\_print/4506262.html](http://www.handelsblatt.com/politik/international/euro-schuldenkrise-was-eurobonds-deutschland-wirklich-kosten/v_detail_tab_print/4506262.html) (letzter Aufruf: 2. September 2012).
- **De Grauwe, Paul / Moesen, Wim:** Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond, in: Intereconomics, Mai/Juni 2009, S. 132 – 135.
- **De Grauwe, Paul:** The Governance of a fragile Eurozone, April 2011, in: KU Leuven Papers, in: [http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion\\_papers/ Governance-fragile-eurozone\\_s.pdf](http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion_papers/ Governance-fragile-eurozone_s.pdf) (letzter Aufruf: 2. September 2012).
- **Delpla, Jacques / Weizsäcker, Jakob von:** Eurobonds – Das Blue Bond-Konzept und seine Implikationen, in: Friedrich-Ebert-Stiftung Perspektive, Juni 2011, in: <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08209.pdf> (letzter Aufruf: 1. September 2012).

- **Deutsche Bundesbank:** Basel III, Frankfurt am Main 2012, in: <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Kerngeschaeftsfelder/Bankenaufsicht/Basel3/basel3.html> (letzter Aufruf: 1. September 2012).
- **Deutsche Telekom AG:** Eurobonds. European Safe Bonds, 23. Mai 2012, in: [http://wirtschaft.t-online.de/eurobonds-european-safe-bonds/id\\_56642006/index](http://wirtschaft.t-online.de/eurobonds-european-safe-bonds/id_56642006/index) (letzter Aufruf: 1. September 2012).
- **Deutscher Industrie- und Handelskammertag:** Statistiken zum Außenhandel. Die vorläufigen Zahlen für 2011 – Außenhandel mit Rekord, in: DIHK News – Umfragen und Zahlen, 13. November 2011, in: <http://www.dihk.de/themenfelder/international/aussenwirtschaftspolitik-recht/umfragen-und-zahlen/statistiken-zum-aussenhandel> (letzter Aufruf: 30. August 2012).
- **Die Presse:** EU-Bevölkerung für Tobin-Steuer und Eurobonds, in: DiePresse.Com, 27. Juli 2012, in: [http://diepresse.com/home/politik/eu/1271372/EUBevoelkerung-fuer-TobinSteuer-und-Eurobonds?\\_vl\\_backlink=/home/politik/eu/index.do](http://diepresse.com/home/politik/eu/1271372/EUBevoelkerung-fuer-TobinSteuer-und-Eurobonds?_vl_backlink=/home/politik/eu/index.do) (letzter Aufruf: 2. September 2012).
- **EurActiv:** German economists say ‘Nein‘ to ‘disaster‘ eurobonds, in: EurActiv, 18. August 2011, in: <http://www.euractiv.com/euro-finance/german-economists-nein-disaster-news-507021>(letzter Aufruf: 2. September 2012).
- **Dass.:** Bankers, economists see eurobonds as inevitable: Poll, in: EurActiv, 19. August 2011, in: <http://www.euractiv.com/euro-finance/bankers-economists-see-eurobonds-news-507043> (letzter Aufruf: 2. September 2012).
- **Europäische Kommission – Wirtschaftliche und Finanzielle Angelegenheiten:** Green paper on stability bonds, 23. November 2011, in: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/governance/2011-11-23-green-paper-stability-bonds\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2011-11-23-green-paper-stability-bonds_en.htm) (letzter Aufruf: 1. September 2012).
- **Europäische Union:** Article 125, in: Lisbon Treaty, 13. Dezember 2007, in: <http://www.lisbon-treaty.org/wcm/the-lisbon-treaty/treaty-on-the-functioning-of-the-european-union-and-comments/part-3-union-policies-and-internal-actions/title-viii-economic-and-monetary-policy/chapter-1-economic-policy/393-article-125.html> (letzter Aufruf: 2. September 2012).
- **Financial Times Deutschland:** Fitch senkt Rating von EFSF-Kandidat Slowenien, in: Financial Times Deutschland, 8. August 2012, in:

<http://www.ftd.de/finanzen/maerkte/marktberichte/:ratingagenturen-fitch-senkt-rating-von-efsf-kandidat-slowenien/70074289.html#z> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

- **Habermas, Jürgen:** Zur Verfassung Europas. Ein Essay, Berlin 2011.
- **Harff, Christoph:** Indexierte Staatsanleihen und Preisniveaustabilität in Europa, in: Wirtschaftsdienst 1998/IV, S. 247 – 252.
- **Häring, Norbert:** Moody's will die Euro-Bonds, in: Handelsblatt, 25. Juli 2012, in: <http://www.handelsblatt.com/meinung/kommentare/kommentar-moodys-will-die-euro-bonds-/6919100.html> (letzter Aufruf: 2. September 2012).
- **Hassel, Anke / Schelkle, Waltraud:** A return to the Deutschmark or a core monetary union would impoverish Europe's economies. Instead Eurobonds could offer a viable solution to preserve unity in diversity, in: LSE Research, 22. März 2012, in: <http://eprints.lse.ac.uk/42963/> (letzter Aufruf: 2. September 2012).
- **Heinemann, Frank / Illing, Gerhard:** Widerrede (2). Vorschlag für eine europäische Bankenunion, in: Süddeutsche Zeitung, 6. Juli 2012, in: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/widerrede-vorschlag-fuer-eine-europaeische-bankenunion-1.1405199> (letzter Aufruf: 31. August 2012).
- **Hellwig, Christian / Philippon, Thomas:** Der Kompromiss zwischen Stabilität und Haushaltsdisziplin, in Handelsblatt, 29. Juni 2012, in: <http://www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/gastbeitrag-der-kompromiss-zwischen-stabilitaet-und-haushaltsdisziplin/6812306.html> (letzter Aufruf: 1. September 2012).
- **Heß, Dorit / Storbeck, Olaf:** Schuldentilgungsfonds – der Sinn der Euro-Bonds, in: Handelsblatt, 9. Juni 2012, in: <http://www.handelsblatt.com/politik/international/schuldentilgungsfonds-der-sinn-der-euro-bonds/6726078.html> (letzter Aufruf: 1. September 2012).
- **Heusinger, Robert von:** Die Kosten für Euro-Bonds, in: Frankfurter Rundschau, 18. August 2011, in: <http://www.fr-online.de/wirtschaft/die-kosten-fuer-euro-bonds,1472780,9546832.html> (letzter Aufruf: 2. September 2012).
- **Ders.:** Noch einer gegen Hans-Werner Sinn's Eindimensionalität, in: Zeit Online, 11. Dezember 2011, in: <http://blog.zeit.de/herdentrieb/2005/12/11/noch->

einer-gegen-hans-werner-sinn's -eindimensionalitat\_30 (letzter Aufruf: 30. August 2012).

- **Horn, Norbert:** Rechtsfragen einer Schuldenordnung für EU- und Euro-Staaten – Externe Anleihen und Bankkredite, in: Wirtschaftsdienst 2010, S. 797 – 800.
- **Hüther, Michael:** Ordnungspolitik ist die beste Krisenprävention, Köln 2012.
- **Jahnke, Joachim:** Die zweite Große Depression, Aachen 2009.
- **Kaufmann, Stefan:** Schuldenkrise in Irland. Drei Wege in den Abgrund, in: Frankfurter Rundschau, 22. November 2010, in: <http://www.fr-online.de/schuldenkrise/schuldenkrise-in-irland-drei-wege-in-den-abgrund,1471908,4859638.html> (letzter Aufruf: 30. August 2012).
- **Krugman, Paul:** Euro Fiscal History, in: New York Times, 5. Januar 2012, in: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/01/05/european-fiscal-history/?gwh=46D1FFD757F648D51056C92D937C3A90> (letzter Aufruf: 30. August 2012).
- **Ders.:** Austerity and Growth, in: New York Times, 18. Februar 2012, in: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/02/18/austerity-and-growth/?gwh=0DD2342E2FC3E14CAA0E3287FA21B00> (letzter Aufruf: 30. August 2012).
- **Ders.:** Economists and Post-Crisis Policy, in: New York Times, 11. März 2012, in: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/03/11/economists-and-post-crisis-policy/> (letzter Aufruf: 30. August 2012).
- **Löhe, Fabian / Beller, Kai / Schäder, Barbara:** Schuldenkrise. Die Gründe für Italiens Misere, in: Financial Times Deutschland, 20. September 2011, in: <http://www.ftd.de/politik/europa/:schuldenkrise-die-gruende-fuer-italiens-misere/60106389.html> (letzter Aufruf: 30. August 2012).
- **Müller, Hans Christian:** Eurobonds, Schuldenkrise. Über „Euro-Standard Bills“, „Euro-Safe-Bonds“ und „Eurobills“, in: Handelsblatt, 28. Februar 2012, in: <http://blog.handelsblatt.com/handelsblog/2012/02/28/uber-„euro-standard-bills“-„euro-safe-bonds“-und-„eurobills“/> (letzter Aufruf: 1. September 2012).
- **Münchau, Wolfgang:** Der SPD fehlt der Killerinstinkt, in: Spiegel Online, 23. Mai 2012, in: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/streit-ueber-euro-bonds-spd-scheut-konflikt-mit-merkel-a-834663.html> (letzter Aufruf: 2. September 2012).
- **Ders.:** Der Scheinriese in der Schuldenkrise, in: Spiegel Online, 30. Mai 2012, in: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/warum-ein-tilgungsfonds-die-schuldenkrise>

- in-der-euro-zone-nicht-loest-a-835867.html (letzter Aufruf: 1. September 2012).
- **Ders.:** Euro-Krise. Kurz vor dem Kollaps, in: Spiegel Online, 13. Juni 2012, in: [http:// www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/euro-krise-der-euro-zone-droht-der-kollaps-a-838581.html](http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/euro-krise-der-euro-zone-droht-der-kollaps-a-838581.html) (letzter Aufruf: 31. August 2012).
  - **Ders.:** Was beim Gipfel beschlossen werden muss, in: Spiegel Online, 27. Juni 2012, in: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/wolfgang-muenchau-was-auf-dem-euro-gipfel-konkret-passieren-muss-a-841230.html> (letzter Aufruf: 30. August 2012).
  - **Ders.:** Wann ist ein Land pleite, in: Spiegel Online, 8. August 2012, in: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/euro-krise-wie-viel-schulden-ein-land-machen-darf-a-846566.html> (letzter Aufruf: 1. September 2012).
  - **Ders.:** Merkel in der Euro-Krise. Deutschland ist erpressbar geworden, in: Spiegel Online, 29. August 2012, in: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/service/deutschland-ist-durch-angela-merkels-politik-erpressbar-geworden-a-852708.html> (letzter Aufruf: 31. August 2012).
  - **Schreyer, Markus:** Endspiel um den Euro. Notwendige wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Überwindung der Vertrauenskrise in der Euro-Zone, in: WISO direkt – Friedrich-Ebert-Stiftung, Oktober 2011, S.1 – 4.
  - **Sinn, Hans-Werner / Wollmershäuser, Timo:** Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr. Der Rettungsschirm der EZB, in: ifo Working Papers, 24. Juni 2011, in: [http://www.fes.de/wiso/pdf/international/2011/241011/Ifo\\_WP105.pdf](http://www.fes.de/wiso/pdf/international/2011/241011/Ifo_WP105.pdf) (letzter Aufruf: 2. September 2012).
  - **Statistisches Bundesamt:** Export. Import. Globalisierung, in: DE Statis, Februar 2010, in: [https://www.destatis.de/DE/Publikationen/Thematisch/Aussenhandel/Gesamtentwicklung/AussenhandelWelthandel5510006099004.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.destatis.de/DE/Publikationen/Thematisch/Aussenhandel/Gesamtentwicklung/AussenhandelWelthandel5510006099004.pdf?__blob=publicationFile) (letzter Aufruf: 2. September 2012).
  - **Thomas Fricke:** Das große Euro-Gebrabbel, in: Financial Times Deutschland, 10. August 2012, in: <http://www.ftd.de/politik/deutschland/:kolumne-thomas-fricke-das-grosse-euro-gebrabbel/70074735.html> (letzter Aufruf: 30. August 2012).

- **U.S. Department of the Treasury, Bureau of the Public Debt:** Treasury Bills, 22. April 2011, in: [http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod\\_tbills\\_glance.htm](http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_tbills_glance.htm) (letzter Aufruf: 1. September 2012). Watzlawek, Georg: Merkel zieht mit klarer Kampfansage in den EU-Gipfel, in: Handelsblatt, 27. Juni 2012.
- **Welfens, Paul JJ.:** Die Zukunft des Euro. Die europäische Staatsschuldenkrise und ihre Überwindung, Berlin 2012.
- **Wettach, Silke:** Schuldenkrise: Keine Stabilität durch Eurobonds, in: Wirtschaftswoche, 21. November 2011, in: <http://www.wiwo.de/politik/europa/schuldenkrise-keine-stabilitaet-durch-eurobonds/5870742.html> (letzter Aufruf: 1. September 2012).
- **Wieland, Leo:** Höchster Stand seit 1994. Arbeitslosigkeit in Spanien erreicht traurigen Rekord, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 27. Juli 2012, in: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/hoechster-stand-seit-1994-arbeitslosigkeit-in-spanien-erreicht-traurigen-rekord-11833960.html> (letzter Aufruf: 30. August 2012).
- **Wolff, Vincent:** 10 Jahre Euro – was nun, Bonn 2012, in: [http://uni-bonn.academia.edu/VincentWolff/Papers/1869610/Euro-Wettbewerb\\_10\\_Jahre\\_Euro\\_-\\_was\\_nun](http://uni-bonn.academia.edu/VincentWolff/Papers/1869610/Euro-Wettbewerb_10_Jahre_Euro_-_was_nun) (letzter Aufruf 30. August 2012).