

Die Anleihe der Euro-Länder / Synthetische Euro-Bonds

Eine Alternative zur Haftungsgemeinschaft

Zusammenfassung: Der Mittelstand will den Euro. Aber eine Vergemeinschaftung der Staatsschulden führt in die falsche Richtung. Daher schlagen wir anstelle von erweitertem EFSF, ESM und Euro-Bonds einen alternativen Weg vor: Die gemeinsame „Anleihe der Euro-Länder“, bei der jedes Land nur für den ihn entfallenden Teil haftet. Dieses Modell steht für europäische Solidarität, für ökonomisch sinnvolle Anreize und für eine Sicherstellung der Staatsfinanzierung aller Euro-Länder. Dieser Baustein zur Überwindung zur Schuldenkrise vermeidet den Bruch europäischer Verträge, den Blankoscheck zu Lasten der nächsten Generation und nicht absehbare Risiken für die Haushalte der Ankerländer. Die Kosten liegen bei 2,3 Milliarden Euro für Deutschland im ersten Jahr.

Die Ist-Situation

Mehrere Instrumente befinden sich in der Diskussion (Euro-Bonds) oder in der Umsetzung (ESM/ EFSF), um die Schulden der Euro-Mitgliedsstaaten zu vergemeinschaften. Aber eine Haftungsgemeinschaft ist keine Lösung für die Euro-Schuldenkrise, sondern wird diese langfristig verschärfen. Sie bürdet den starken Ländern Risiken auf, ohne eine Konsolidierung der Haushalte zu belohnen.

Der BVMW-Vorschlag: Anleihe der Euro-Länder

Bei der „Anleihe der Euro-Länder“ (Limited Bonds) werden alle nationalen Emissionspläne gebündelt. Die Euro-Mitgliedsstaaten emittieren keine eigenen, nationalen Anleihen mehr. Diese werden temporär durch die gemeinsame, synthetische Anleihe aller Euro-Länder ersetzt. Diese zeichnet sich aus durch:

- Fester Anteil an dem Emissionsvolumen, das auf die Länder entfällt.
- Feste Zinsdifferenzen der Länder untereinander. Diese Zinsdifferenzen werden nach einem bestimmten Berechnungsmodell ermittelt.
- Alle Länder haften für den auf sie entfallenden Teil des Emissionsvolumens und der anfallenden Zinsen eigenverantwortlich. Eine gemeinschaftliche Haftung ist nicht vorgesehen.
- Die Länder, deren Zinssätze über dem Durchschnittszins liegen, stellen zusätzliche Garantien für ihren Anteil, etwa durch die Beleihung von Vermögenswerten oder zukünftiger Einnahmen aus der Umsatzsteuer.

Eine technischere Beschreibung und eine Beispielrechnung folgen auf den nächsten Seiten.

Ein Baustein

Das vorgestellte Modell ist nur ein Baustein eines konsistenten ökonomischen Konzeptes. Ohne eine langfristige Perspektive zur Überwindung der Schuldenkrise bleibt auch dieser Baustein wirkungslos. Deshalb ist es zwingend notwendig, in den betroffenen Ländern parallel diese Schritte zur Etablierung der synthetischen Bonds anzugehen: Strukturreformen, Investitionen in Bildung und Forschung, Sicherstellung der institutionellen Voraussetzungen eines modernen Staatswesens, geeignete Rahmenbedingungen für Existenzgründer, Lösung des Problems zu hoher Preis- und Lohnanstiege in den Problemländern relativ zu den Ankerländern, Sicherung des Bankensystems, auch durch Einsatz der EZB. Im Einzelfall ist zu entscheiden, ob Umschuldungen notwendig sind, um eine langfristige Perspektive zu eröffnen. Das hier skizzierte Modell eignet sich auch, um eine Anschlussfinanzierung der Staaten nach einer Umschuldung sicherzustellen.

Vorteile des Modells

1. Die Finanzierung aller Euro-Staaten wird sichergestellt, ohne eine Haftungsunion zu schaffen. Das Modell eignet sich auch für die Sicherstellung einer Anschlussfinanzierung nach einer Umschuldung.
2. Die damit verbundenen Risiken sind geringer als bei der Lösung über EFSF / ESM, für die Deutschland eine Barleistung von 22 Milliarden Euro einbringt, Garantien von bis zu 401 Milliarden Euro übernehmen und eine weitere Nachschusspflicht akzeptieren müsste.
3. Die Kosten für die Anleihe der Euro-Länder lassen sich dagegen jährlich budgetieren. Es gibt keinen Blankoscheck zu Lasten kommender Generationen.
4. Eine Haushaltskonsolidierung wird sofort belohnt. Das Emissionsvolumen des Landes sinkt und damit auch sein Risiko. Das ist bei einer Vergemeinschaftung von Schulden (Euro-Bonds) nicht der Fall.
5. Deutschland profitiert von der Haushaltskonsolidierung und der Schuldenbremse in seiner Verfassung.
6. Das Haushaltsrecht des Parlaments wird nicht beeinträchtigt.
7. Primär- und Sekundärmarkt werden entkoppelt. Anleihenkäufe der EZB auf dem Sekundärmarkt sind nicht mehr erforderlich.
8. Die Preissignale des Sekundärmarktes bleiben erhalten. Dessen Zinssätze können auch für eine jährliche Überprüfung der Konditionen verwendet werden.
9. Auch die Problemländer können sich auf diese Weise über zehn Jahre verschulden, das Refinanzierungsproblem (roll-over) wird somit zunächst entschärft.
10. Das Modell führt zu einer höheren Transparenz. Die Zweckgesellschaft EFSF kann aufgelöst werden. Zweckgesellschaften waren eine Ursache der Bankenkrise der Jahre 2008/09. Diesen Fehler, durch intransparente Zweckgesellschaften Risiken „außerhalb der Bilanz“ zu führen, sollten die Euroländer nicht wiederholen.
11. Abweichungen von den nationalen Verschuldungs- und Emissionsplänen müssen im Vorfeld mit den anderen Ländern abgestimmt werden.

Offene Fragen

1. Die Kosten für Deutschland sind nicht unerheblich. Einer ersten Schätzung zufolge belaufen sie sich auf 2,3 Milliarden Euro im ersten Jahr, d.h. bei zehnjährigen Anleihen beläuft sich die Zinssubvention Deutschlands zu Gunsten der anderen Euro-Länder auf 23 Milliarden Euro. Dennoch ist dieser Betrag geringer als die mit EFSF und ESM verbundenen Risiken. Der Betrag entspricht etwa den Kosten für Euro-Bonds, die das Bundesfinanzministerium laut Medienberichten auf 2,5 Milliarden im ersten Jahr geschätzt hat. Allerdings vermeidet das BVMW-Modell den größten Nachteil der Euro-Bonds, nämlich die gemeinschaftliche Haftung.
2. Die Länder können die Fristigkeit ihrer Staatsschulden und sonstige Ausstattungsmerkmale einer Staatsanleihe (z.B. Kupon, Inflationsbindung etc.) nicht mehr frei wählen.
3. Die Banken werden (zunächst) behaupten, dass dieses Modell nicht funktionieren würde. Sie sehen sich in ihrer Wahlfreiheit eingeschränkt. Dennoch werden sie sich auch mit dieser Anleihenkonstruktion arrangieren und daraus einen funktionierenden Sekundärmarkt, auf dem einzelne Teile der Anleihe gehandelt werden, entwickeln. Unter Umständen müssen zunächst zusätzliche Kosten für eine Syndizierung der Anleihe eingeplant werden, was die Marktakzeptanz erhöhen würde. Dennoch sind die Kosten gering im Vergleich zu den langfristigen Kosten einer Vergemeinschaftung von Schulden in der Eurozone.
4. Inländische Investoren kaufen in den meisten Ländern bislang den Großteil der Staatsanleihen auf. Für das beschriebene Modell müssen alle Euro-Länder auch internationale Investoren verstärkt überzeugen. Dies entspricht aber dem derzeitigen Trend, denn seit der Finanzmarktkrise wird ein zunehmender Teil der Staatsanleihen international platziert.¹
5. Das Modell kann nur ein Baustein im Rahmen eines Gesamtkonzeptes zur Überwindung der Schuldenkrise sein (s. obiger Abschnitt Gesamtkonzept).

Technik

Rechnerisch ergibt sich der Zinssatz r der „Anleihe der Euro-Länder“ durch zwei Komponenten:

$$r = x + y = \sum \alpha_i x_i / E + y$$

Der Marktzins der Anleihe r ergibt sich durch die vorgegebene Länderkomponente x und die Marktkomponente y . Die Länderkomponente wird durch die Summe der länderspezifischen Zinssätze x_i multipliziert mit dem jeweiligen Emissionsanteil α_i / E berechnet, wobei E das gesamte Bruttoemissionsvolumen in der Eurozone angibt. Die Marktkomponente y kann positive oder negative Werte annehmen und richtet sich nach dem jeweiligen Marktumfeld.

¹ vgl. Broeck, Mark de und Anastasia Guscina (2011), Government Debt Issuance in the Euro Area: The Impact of the Financial Crisis, IMF Working Paper, WP/11/21, International Monetary Fund, Washington, DC

Die Konditionen der einzelnen Mitgliedsstaaten x_i können jährlich überprüft und angepasst werden. Nach erfolgreicher Haushaltskonsolidierung kann problemlos zum heutigen Modell einer Emission von nationalen Anleihen zurückgekehrt werden. Eine Beispielrechnung folgt im Anhang auf der nächsten Seite.

Fazit

Im Ergebnis wird die Eurozone stabilisiert, die Finanzierung aller Staaten sichergestellt, die Anreize zur Haushaltskonsolidierung bleiben erhalten und die Möglichkeit zur Spekulation gegen einzelne Staaten wirksam eingedämmt, ohne auf den Marktmechanismus zu verzichten.

Kontakt:

Bundesverband mittelständische Wirtschaft (BVMW) e. V.
Dr. Michael Vogelsang
Leipziger Platz 15, Mosse-Palais, D-10117 Berlin
Tel.: +49 (0)30 533206-0
Fax: +49 (0)30 533206-50
politik@bvmw.de
www.bvmw.de

Stand: August 2011

Euro-Zone

Land	Durchschn. Zins (arithm. Mittel) Januar 2010 bis Juli 2011 x_i	Brutto-Emission von Staatsan- leihen 2010 in Mil. Euro α_i	Zinsanteile $\alpha_i * x_i$	Marktzins Juli 2011	Zinsanteil	Gewinn und Verlust	$x + y$ (1) + 0,98	Zinsanteil neu gesamt	Gewinn und Verlust (8)-(5)
Österreich	3,35	21.316,8	714,11	3,35	714,11	0,00	4,33	923,02	-208,90
Belgien	3,74	115.654,7	4.325,49	4,22	4.880,63	555,14	4,72	5.458,90	-578,27
Estland	5,97	0,0	0,00	0	0,00	0,00	6,95	0,00	0,00
Finnland	3,14	16.092,0	505,29	3,16	508,51	3,22	4,12	662,99	-154,48
Frankreich	3,11	187.993,0	5.846,58	3,4	6.391,76	545,18	4,09	7.688,91	-1.297,15
Deutschland	2,86	207.000,0	5.920,20	2,74	5.671,80	-248,40	3,84	7.948,80	-2.277,00
Irland*	7,41	20.000,0	1.482,00	12,45	2.490,00	1.008,00	8,39	1.678,00	812,00
Italien	4,14	268.213,0	11.104,02	5,46	14.644,43	3.540,41	5,12	13.732,51	911,92
Luxemburg	3,23	2.000,0	64,60	3,03	60,60	-4,00	4,21	84,20	-23,60
Niederlande	3,13	51.875,0	1.623,69	3,17	1.644,44	20,75	4,11	2.132,06	-487,62
Portugal	6,77	23.999,6	1.624,77	12,15	2.915,95	1.291,18	7,75	1.859,97	1.055,98
Slowakei	4,04	7.044,5	284,60	4,55	320,52	35,93	5,02	353,63	-33,11
Slovenien	3,86	2.522,9	97,38	4,89	123,37	25,99	4,84	122,11	1,26
Spanien	4,68	95.144,9	4.452,78	5,83	5.546,95	1.094,17	5,66	5.385,20	161,75
Griechenland*	10,91	50.000,0	5.455,00	16,15	8.075,00	2.620,00	11,89	5.945,00	2.130,00
Summe		1.068.856,4	43.500,51		53.988,07			53.975,30	

Quellen: Zinssätze: Europäische Zentralbank, <http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html>; eigene Berechnungen

Emissionen von Staatsanleihen: OECD.Stat

*Irland und Griechenland: Schätzung, da die Refinanzierung zu einem großen Teil über die Rettungspakete erfolgte.

Die in 2010 beschlossenen Rettungspakete betragen für Griechenland 110 Milliarden € und für Irland 85 Milliarden € bei einer Laufzeit jeweils über 3 Jahre.

Die hier geschätzten Beträge entsprechen der Differenz des Gesamtschuldenstands zwischen 2009 und 2010, aufgerundet auf volle 10000.

Zu Zypern liegen keine Daten vor.

x = interner Durchschnittszins auf Basis Einzelzins Januar 2010 – Juli 2011: 4,07

interner Durchschnittszins auf Basis Einzelzins Juli 2011: 5,05

y = Differenz in Prozentpunkten: 0,98