

Hans-Helmut Kotz, Jan Pieter Krahnen, Christian Leuz, Helmut Siekmann :

**Crise européenne.  
Plutôt que des *Eurobonds*, concevoir une  
« *Union de développement moderne* ».**

Article paru dans :

*White Paper*, Septembre 2011, Policy Platform, House of Finance,  
Goethe-Universität Frankfurt

**Crise européenne.  
Plutôt que des *Eurobonds*, concevoir une « Union de développement moderne ».**

**Hans-Helmut Kotz, Jan Pieter Krahnen, Christian Leuz, Helmut Siekmann**

**„Eurobonds zur Bewältigung der europäischen Krise ?  
Wegweisung zu einer modernen Entwicklungsunion.“**

*White Paper, Septembre 2011, Policy Platform, House of Finance, Goethe-Universität Frankfurt*

En cette fin d'été 2011, le débat public allemand sur la meilleure solution à adopter pour résoudre la crise de la dette souveraine en Europe tient plus de la controverse que de l'échange constructif : transferts inconditionnels aux membres de la zone Euro en proie à des difficultés *versus* refus d'une telle 'solidarité' mal comprise. Au cœur de cette controverse qui reflète aussi les échanges de vues intra-européens : la création (ou non) d'obligations européennes (*Eurobonds*) pour venir en aide à la Grèce et, par-delà, résoudre à terme les problèmes liés notamment à l'endettement d'autres pays de la zone Euro. Le débat semble sans issue, tant les positions des deux camps sont tranchées.

C'est dans ce contexte qu'un groupe de quatre scientifiques allemands, éminents spécialistes des questions économiques et monétaires, a publié le 7 septembre 2011 un *working paper* destiné à sortir le débat de l'ornière. Il passe en revue les arguments pour et contre avancés par chacune des parties et propose une solution de compromis, véritable 'troisième voie' conciliant les approches de solidarité communautaire et de responsabilité nationale : la conception d'une « Union de développement moderne ».

La priorité absolue, pour 'désenliser' la réflexion actuelle sur les mesures à adopter pour stabiliser la zone Euro, rappellent-ils, est de mettre fin à l'amalgame et de cerner rigoureusement la nature du problème qu'on souhaite régler : problème de liquidités, de solvabilité ou problème structurel ? (p. 3, « *Unsere Position* »). Les réponses ou traitements à envisager ne sont en effet pas les mêmes.

- Ainsi, les problèmes de *liquidité* d'un Etat relèvent du « secours d'urgence » de la BCE ou, sur le moyen terme, du soutien du Fonds européen de stabilité financière (FESF). Le recours à des *Eurobonds* serait inadapté dans un tel cas, puisqu'il se solderait par « une nette détérioration des conditions de crédit » pour toutes les parties prenantes (p. 7), et nuirait ainsi au collectif sans pour autant résoudre les problèmes de l'Etat en difficulté.
- Les *Eurobonds* seraient tout aussi inadaptés à remédier aux problèmes de *solvabilité*. Car dans ce cas, « c'est la capacité à ou la volonté de servir la dette qui se trouve foncièrement remise en question » (p. 6). En effet, le recours à des *Eurobonds* non seulement « répercuterait sur les tiers les coûts d'une mauvaise conduite » mais inciterait aussi les contrevenants à poursuivre sur cette voie (« *moral hazard* » ; p. 7). Il permettrait encore moins de traiter l'une des principales causes des problèmes que rencontre actuellement la zone Euro : le trop faible écart des taux d'intérêt au sein de la zone Euro. Pis, il le renforcerait encore (p. 6).
- Les *Eurobonds* sont totalement inadaptés pour résoudre les *problèmes structurels*. Pour réduire la disparité dans la compétitivité des divers membres de la zone Euro (ou de l'UE), il convient plutôt de mieux et plus systématiquement mettre en œuvre trois mécanismes : « *adaptation des coûts à la productivité, mobilité interrégionale de la main-d'œuvre et transferts de développement structurel régional* » (p. 3). Or de tels transferts, à condition que l'octroi des aides correspondantes soit lié à des programmes de restructuration ou de développement, présenteraient plusieurs avantages. Ils permettraient à l'Etat récipiendaire de renouer avec la compétitivité, et bénéficieraient dès lors à l'ensemble de la communauté. Liés à un tel programme, limités dans leur montant comme leur durée, ces transferts présenteraient par ailleurs l'avantage d'une grande transparence démocratique (p. 4).

En guise de thérapie de la crise européenne, les auteurs plaident donc pour mettre en œuvre une « **Union de développement moderne** » composée essentiellement de deux volets :

- une politique de transferts contractuelle, conditionnée à la mise en œuvre des programmes de restructuration/développement et au contrôle de leur réalisation. L'acteur principal en serait le FESF et/ou le Mécanisme européen de stabilité (MES) ;
- une modernisation du fonctionnement des marchés obligataires *nationaux*. Car l'écart des taux d'intérêts entre un marché national donné et les marchés de référence est l'indicateur le plus probant pour confirmer ou infirmer la soutenabilité à long terme de la politique budgétaire menée par un Etat donné (p. 4). Pour que les marchés obligataires puissent effectivement prendre en considération cette fonction d'indicateur, trois conditions doivent être remplies, précisent les auteurs :
  - seul un périmètre national permet d'unir les deux faces indissociables que sont d'un côté le pouvoir de décision en matière de politique économique et budgétaire, et de l'autre, la responsabilité en ce qui concerne le service de la dette comme son poids ;
  - en leur qualité d'émetteur d'obligations, les Etats doivent être contraints au remboursement de la dette contractée. En cas de défaillance, ils ne devraient pas pouvoir bénéficier de l'aide de tiers ; leur dette devra rééchelonnée, et les créanciers seront mis à contribution (*'hair cut'*). Cela renforcera la prudence des créanciers et les incitera à « empêcher que les Etats ne mènent une politique budgétaire débridée, que ce soit par la fixation de taux d'intérêts élevés, soit encore par le refus d'accorder un crédit (ou son rationnement) » (p. 5) ;
  - il convient de faciliter un tel rééchelonnement de la dette d'un Etat. Pour ce faire, il faut rendre possible la faillite d'une banque d'affaires en supprimant les « garanties d'Etat implicites pour contrer les risques systémiques (*'too-big-to-fail'*, *'too-interconnected-to-fail'* ou *'too-many-to-fail'*) ». La Grande-Bretagne, les Etats-Unis ou l'Allemagne ont adopté des mesures en ce sens. « Mais il faut aller plus loin, tout particulièrement en ce qui concerne la dimension transfrontière. C'est là ... un thème central au sein de l'UEM » (p. 5).

*« Ces conditions remplies, les prix observés sur les marchés financiers rempliront leur rôle de valeurs de référence pour le pilotage de l'économie et du politique. Ils seront alors en quelque sorte l'élément névralgique du déclenchement d'aides structurelles et des programmes de développement correspondants – ... et constitueront, à l'instar de ces mesures efficaces d'aide internationale au développement, une aide à l'auto-assistance » (p. 5-6).*

Voilà le cœur du propos des auteurs : réanimer au sein de la zone Euro (et dans l'UE) le principe de « l'aide à l'auto-assistance » (*Hilfe zur Selbsthilfe*) qui unit indissociablement les principes de solidarité communautaire et de responsabilité (ou autonomie) de chacun des Etats dans le respect du principe de subsidiarité : la communauté apporte son soutien à un Etat confronté à des difficultés d'origine structurelle, afin de lui permettre de mieux se développer par lui-même. Ce concept est l'un des principes fondateurs de l'économie sociale de marché au cœur du modèle européen.

*Isabelle Bourgeois*

#### **Les auteurs :**

**Prof. Hans-Helmut KOTZ**, Senior Fellow au Center for Financial Studies (Université Goethe de Francfort/Main), ancien membre du directoire de la Bundesbank (2002-2010)

**Prof. Jan Pieter KRAHNEN**, Directeur du Center for Financial Studies (CFS), Université Goethe de Francfort/Main

**Prof. Christian LEUZ**, Booth School of Management, Chicago

**Prof. Helmut SIEKMANN**, Université Goethe de Francfort/Main, ancien directeur général de l'Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS)

Ce „White Paper“ a été publié le 7 septembre 2001 sur la *Policy-Platform* du House of Finance créé auprès de l'Université Goethe de Francfort/Main en 2008.

URL : [http://www.hof.uni-frankfurt.de/policy\\_platform](http://www.hof.uni-frankfurt.de/policy_platform)

---

**POLICY PLATFORM** | White Paper

Eurobonds zur Bewältigung der  
europäischen Krise? Wegweisung zu  
einer modernen Entwicklungsunion

**Hans-Helmut Kotz**  
Center for Financial Studies

**Jan Pieter Krahen**  
Center for Financial Studies

**Christian Leuz**  
The University of Chicago Booth School of Business

**Helmut Siekmann**  
Institute for Monetary and Financial Stability

September 2011

## **Eurobonds zur Bewältigung der europäischen Krise? Wegweisung zu einer modernen Entwicklungsunion**

*Hans-Helmut Kotz, Jan Pieter Krahen, Christian Leuz und Helmut Siekmann*

Die aktuelle Debatte um den Umgang mit der Verschuldung Griechenlands und anderer EWU Staaten berührt die Grundlagen europäischer Wirtschaftspolitik. Die nächsten Schritte sind wohl abzuwägen, um über eine unmittelbare Kriseneindämmung hinaus eine langfristige Stabilisierung der wirtschaftlichen und politischen Strukturen in der Eurozone zu erreichen.

Eine funktionsfähige Wirtschafts- und Währungsunion hat ihren Preis. Sie ist aber auch von großem Nutzen, gerade für Deutschland und die wettbewerbsstarken Regionen, die insbesondere vom einheitlichen Binnenmarkt und der monetären Stabilität profitieren. Das rechtfertigt zugleich eine Unterstützung ökonomisch schwächerer Mitglieder der Union durch die stärkeren. Historisch waren Währungsunionen ohne einen derartigen minimalen fiskalischen Ausgleich nicht dauerhaft. Deshalb sind, wenn man die Währungsunion aufrechterhalten will, zwei Extrempositionen – keine Transfers, um keinen Preis ebenso wie deren Gegenteil: jedwedem Defizit wird bedingungslos finanziert – nicht zielführend. Ein kompletter Haftungsausschluss (no bail-out) ist nicht glaubwürdig, solange unabwiesbare Schuldenschnitte von insolventen Staaten oder Regionen (wegen Überschuldung) nicht möglich sind, weil sie innerhalb eines stark integrierten Bankenmarktes potentiell unkontrollierbare Rückwirkungen auslösen. Andererseits liefe die unkonditionierte, dauerhafte Finanzierung regionaler Ungleichgewichte auf Transfervolumina hinaus, die eine Überforderung der Transfergeber darstellten. Sie führte vor allem zu einer Perpetuierung der Probleme, weil Anreize zur letztlich unabdingbaren Anpassung fehlten. Damit bleiben zur Schaffung der Voraussetzungen einer funktionsfähigen Währungsunion nur Optionen, die zwischen den Polen liegen.

### **Eurobonds**

In der aktuellen Situation werden sogenannte Eurobonds von vielen als die Lösung der Krise gesehen. Gemeint sind damit Anleihen, die von der Gemeinschaft aller Länder der Eurozone gesamtschuldnerisch verbürgt werden. Eurobonds können von Einzelstaaten oder von übernationalen Körperschaften begeben werden. Auch die Emissionen des EFSF sind in

diesem Sinne Eurobonds, obwohl dessen Haftungsumfang satzungsgemäß auf das eingezahlte Kapital und zusätzliche Garantiezusagen beschränkt ist.

### **Befürworter**

Mit Hilfe des Eurobonds, so argumentieren die Befürworter, könne es gelingen, die weltweite Verunsicherung „der“ Finanzmärkte bezüglich der Zahlungsfähigkeit griechischer und weiterer staatlicher Schuldner in Europa auszuräumen, diesen Ländern eine wesentliche Entlastung bei ihren Zinskosten zu gewähren und ihnen damit wieder eine positive Entwicklungsperspektive zu geben. Zinsdifferenzen zwischen den europäischen Staatsanleihen sind in den Augen der Befürworter von Eurobonds vor allem Ausdruck eines „schlechten“ Gleichgewichts, also einer Abwärtsspirale, die durch Liquiditätsprobleme zustande kommt, nicht aber die Konsequenz von Kreditwürdigkeits- und letztlich Überschuldungsproblemen. Da die an einer Währungsunion teilnehmenden Länder keine eigene Notenbank haben, die als Ausleiher letzter Instanz agieren kann, sollen Eurobonds hier Abhilfe schaffen und die Liquiditätsprobleme beseitigen, um so eine sich selbstverstärkende Abwärtsspirale zu verhindern.

### **Gegner**

Die Gegner weisen darauf hin, dass eine Übernahme von Eurobonds in das Reservoir europäischer Politikinstrumente den Einstieg in eine Transferunion bedeute und dringend benötigte Marktsignale außer Kraft setze. Weder werde die unangemessene Aufnahme von Krediten noch ihre Gewährung durch Finanzinstitute mit Sanktionen belegt und unverantwortliches Verhalten auf beiden Seiten der Darlehensvergabe gefördert.

Die Stabilitätsziele der EU werden mittelfristig – so wird befürchtet – gefährdet ohne wirklich zu positiven Entwicklungsperspektiven in den Schuldnerländern zu führen. Tatsächlich könnte die Schuldenquote steigen und damit die Kreditwürdigkeit immer fragiler werden. Die Haushalte der solide wirtschaftenden Mitgliedstaaten würden zudem mit erheblichen, im Einzelnen schwer abzuschätzenden zusätzlichen Zinszahlungen für ihre eigenen Schulden belastet. Es entstünde dadurch schließlich ein intransparenter und kaum kontrollierbarer Finanzausgleich, für den es keine Grundlagen und Grenzen gäbe.

## **Unsere Position**

Beide Positionen handeln nicht von einem Streit über die Sinnhaftigkeit der Währungsunion. Sie wird nicht bezweifelt. Der Streit geht um die Instrumente, die Maßnahmen, die man zu deren Absicherung für erforderlich hält. Das ist eine vollkommen legitime Debatte. Diese ist auch nützlich, in dem Ausmaß wie die Position des Gegenübers ernst genommen wird. Das trägt zur öffentlichen Urteilsbildung bei. Für uns ist wichtig: Es gibt nicht das Allheilmittel. Alle Instrumente sind mit Nebenfolgen verbunden. Deshalb ist Abwägen – das Würdigen von trade-offs – geboten. Für uns ist vor allem wichtig, dass klar zwischen Liquiditäts-, Solvenz- und Strukturproblemen getrennt wird. Diese sind dann durch transparente Maßnahmen zu adressieren. In der Debatte um die Eurobonds werden diese drei Problemkreise dagegen regelmäßig vermengt. In diesem Zusammenhang ist bemerkenswert, dass diejenigen, die Eurobonds als nicht zielführend ansehen, deshalb nicht zwingend gegen eine Unterstützung der Anpassungsanstrengungen schwacher Volkswirtschaften sind. Im Gegenteil: Unseres Erachtens sind konditionierte, wachstumsorientierte Transfers, die die strukturelle Anpassung begünstigen und damit die Schuldentragfähigkeit erhöhen, sehr wohl zweckgerecht. Sie erlauben die Wiederherstellung durchhaltbarer Leistungsbilanz- und Haushaltsrelationen.

## **Pro Entwicklungsunion**

Auch in Zukunft wird es in einem geeinten Europa stets Salden in den regionalen Leistungsbilanzen geben. Diese sind per se kein Problem. Sie können jedoch, wenn sie sich über die Zeit anhäufen, Anpassungsbedarf auslösen. In einer Währungsunion kann dieser sich abrupt einstellen. Mit der Einführung des Euro und dem damit zwingend verbundenen Verlust der nationalen Geldpolitik ist es nicht mehr möglich, regionale Leistungsbilanzdefizite – und die daraus erwachsende Nettoauslandsverschuldung – durch Abwertung der Währung zu reduzieren. Stattdessen müssen drei Mechanismen stärker genutzt werden: produktivitätsgerechte Anpassung der Kosten, Arbeitskräftemobilität zwischen den Regionen und Transfers zur Entwicklung strukturschwacher Regionen. Die Stärkung der regionalen Wettbewerbsfähigkeit verlangt neben gezielten Infrastrukturinvestitionen oftmals harte Einschnitte, soweit relative Faktorpreise (unter Berücksichtigung der regionalen Produktivitätsniveaus) angepasst werden müssen. Das wird in einigen Fällen nicht nur auf relatives Zurückbleiben der Reallöhne sondern deren effektive Kürzung hinauslaufen müssen. Eine (in der Währungsunion nicht mögliche) nominale Abwertung bewirkte de facto das gleiche. Auch bei den kon-

sumtiven Staatsausgaben müssen Anpassungsmaßnahmen erfolgen. Haushaltsausgaben und Sozialleistungen sind eventuell zu kürzen, das Steueraufkommen ist zu erhöhen. Jedenfalls ist der Ausweg in eine weitere Kreditaufnahme eine Sackgasse. Die Strukturprobleme werden so nur akzentuiert. Empirische Studien, auf einer Vielzahl historischer Erfahrungen aufbauend, zeigen, dass Verschuldungskrisen letztlich nur durch eine Steigerung der regionalen Wettbewerbsfähigkeit und reales Wirtschaftswachstum im Inland, gegebenenfalls gekoppelt mit einem Schuldenschnitt, zu lösen sind.

Strukturelle Anpassungen finden innerhalb der einzelnen Länder ständig statt – und sie führen dazu, dass eine in der Produktivität hinterherhinkende Region wieder Anschluss finden kann. Sie beinhalten oft Anpassungsinvestitionen – etwa in eine leistungsfähigere Steuerbürokratie, ein effizienteres Gesundheitswesen, eine robustere Infrastruktur, ein leistungsfähigeres Schulsystem. Transferleistungen innerhalb Europas können deshalb auch gut investiertes Geld sein, sofern damit notwendige Anpassungsmaßnahmen über Struktur- und Entwicklungsprogramme gezielt gefördert werden. Die beispielsweise in Griechenland anstehenden Reformen der öffentlichen Verwaltung und die Verringerung wenig produktiver Teile des öffentlichen Dienstes bei gleichzeitiger Steigerung des Steueraufkommens durch technischen Hilfen von außen (Beratung, Ausbildung) können durch Transfers gefördert und beschleunigt werden. Wenn den Defizitländern auf diese Weise aus ihrer wirtschaftlichen Abwärtsspirale geholfen wird, kommt das auch den Geberländern zugute. Die gesamteuropäische Produktivität wird gesteigert, so dass im Idealfall beide, Geber und Empfänger, gewinnen können.

Jahrzehntelange Erfahrungen in anderen Bereichen der Entwicklungspolitik haben deutlich gemacht, dass nachhaltige Entwicklung nicht über unbedingte oder wohlgemeinte Unterstützungszahlungen, sondern nur über konditionierte Transferleistungen, die dem Aufbau leistungsfähiger Institutionen (Steuersystem, Bankenaufsicht, Wettbewerbspolitik, Insolvenzrecht usw.) dienen, gelingen kann. Solche bedingten Transfers haben den Vorteil, als Maßnahme transparent und in Umfang und Dauer begrenzt zu sein. Sie sind somit auch deutlich besser vom demokratischen Souverän zu kontrollieren.

### **Pro nationale Staatsanleihen**

Eng verbunden mit dem Gedanken einer erweiterten und gestärkten Entwicklungsunion ist die Rolle funktionsfähiger Anleihemärkte. Die Unterschiede im Zinsniveau zwischen einem national begrenzten Anleihemarkt im Vergleich zu Referenzmärkten benennen die Kosten einer Finanzie-

rung zusätzlicher Schulden über den Kapitalmarkt und teilen Politikern und der Öffentlichkeit mit, inwieweit die aktuelle Haushaltspolitik langfristig durchhaltbar („nachhaltig“), und deshalb verantwortungsvoll ist.

Was muss gegeben sein, damit Anleihemärkte diese Signalaufgabe wahrnehmen können?

- Erstens, die Anleihemärkte müssen geografisch und wirtschaftlich eng umrissene, relativ homogene Haftungskreise umfassen, wie es insbesondere bei nationalen Staatsanleihen der Fall ist. Dadurch wird eine Übereinstimmung von Entscheidung (über die Wirtschafts- und Haushaltspolitik) und Verantwortung (bezüglich Zinsendienst und Schuldenlast) erreicht, so wie verantwortungsvolles Wirtschaften in allen Bereichen es stets verlangt.
- Zweitens, in ihrer Rolle als Anleiheemittenten müssen die Staaten tatsächlich gezwungen sein, für ihre Schulden geradezustehen. Können sie den Schuldendienst einmal nicht erfüllen, dann gibt es keine Notfallhilfe von dritter Seite und die Anleihegläubiger verlieren im Rahmen einer Umschuldung einen Teil ihres Geldes („haircut“). Es ist diese glaubwürdige Ausfalldrohung, die Gläubiger so vorsichtig machen wird, dass sie in einem funktionierenden Markt eine überbordende Haushaltspolitik der Länder bereits im Vorhinein verhindern werden – sei es über hohe Zinsforderungen, sei es über eine Kreditverweigerung (-rationierung).
- Drittens, wie wir heute wissen, existiert eine staatliche Umschuldung nur dann als reale Handlungsoption, wenn es für die Geschäftsbanken keine implizite Staatsgarantie aufgrund von systemischen Risiken (sei es „too-big-to-fail“, „too-interconnected-to-fail“ oder „too-many-to-fail“) mehr gibt. Dies bedeutet, dass Banken in Konkurs gehen können, ohne ihrerseits eine systemische Banken- oder Finanzkrise auszulösen und deshalb vom Staat gerettet werden (müssen). Zu diesem Zweck sind in vielen Ländern gesetzliche Regelungen geschaffen worden – in England im Banking Act 2009, in den USA im Dodd-Frank-Act („orderly resolution regime“) und in Deutschland im Restrukturierungsgesetz, das am 1.1.2011 in Kraft getreten ist. Hier gibt es aber Nachbesserungsbedarf. Der betrifft insbesondere die grenzüberschreitende Dimension. Damit ist er vor allem ein Thema, das in der Währungsunion zentral ist.

Sind diese Voraussetzungen erfüllt, können die auf den Finanzmärkten beobachteten Preise wirksame Steuerungsgrößen für Politik und Wirtschaft darstellen. Sie bilden gewissermaßen das Sensorium für den Einsatz unterstützender Strukturhilfen und entsprechender Entwicklungspro-

gramme, keine „platten“ Transfers wie es der Begriff der Transferunion suggerieren mag, sondern – wie in erfolgreicher internationaler Entwicklungshilfe – eine Hilfe zur Selbsthilfe.

### **Eurobonds schaden**

Den Vorteilen nationaler Staatsanleihen stehen keine vergleichbaren Vorteile eines „Überregionalbonds“ oder Eurobonds gegenüber.

- Da der Eurobond einen einheitlichen Preis für die gesamtschuldnerisch begebenen Staatskredite begründet, kann der Anleihezins für diesen Teil keine Signale mehr über die Solidität der Haushaltspolitik einzelner Länder senden. Solvenzprobleme werden verdeckt bzw. auf den mit Haftungsausschluss emittierten Teil begrenzt und dort möglicherweise kontraintentional verstärkt. Auch ist zu sehen, dass fehlende Zinsdifferenzen eine wesentliche Ursache für die jetzigen Probleme in der Eurozone darstellen. Sie begünstigen regionale Vermögenspreisblasen, die Wurzeln der Instabilität sind. Daher erscheint es wenig sinnvoll, Zinsdifferenzen, die die Unterschiede der Kreditwürdigkeit spiegeln, mit Eurobonds einzuebnen.
- Ein Einheitszins ist gleichbedeutend mit Transfers zu leistungsschwächeren Ländern. Das Kernproblem sind aber nicht die Transfers an sich, sondern, dass sie verdeckt und unkontrolliert erfolgen. Während man Strukturhilfen lenken und mit gezielten Konditionen versehen kann, lassen sich die in Zinskonditionen eingebetteten Transfers nicht kontrolliert in notwendige Anpassungsinvestitionen lenken. Daher sind Eurobonds, sofern sie nicht mit entsprechenden Auflagen verbunden sind, angesichts der tiefgreifenden Anpassungsbedarfe nicht zweckgerecht. Sie können als Ultima-Ratio-Instrument im Extremfall eine Krisenverschärfung abwehren. Damit erlauben sie es, Zeit zu kaufen. Aber sie beseitigen die strukturellen Ursachen der Eurokrise nicht. Vielmehr verschärfen sie mittelfristig die Solvenz- und Strukturprobleme durch die ihnen innewohnenden Fehlanreize aufgrund des Einheitszinses.
- Eurobonds könnten Anschluss- oder „roll-over“-Risiken in Ländern abwehren, die einem fundamental unbegründeten Ansturm ausgesetzt sind. Ein derartiges schlechtes Gleichgewicht kann in einer Währungsunion entstehen, weil die Anleihen grundsätzlich in Fremdwährung emittiert werden und keine nationale Notenbank als Liquiditätsspender letzter Zuflucht mehr existiert. Handelt es sich dagegen um Solvenzprobleme, steht mithin die Fähigkeit oder Willigkeit, die Schulden zu bedienen, grundsätzlich in Frage, dann

sind Eurobonds keine zweckgerechte Antwort. Sie überwälzen die Kosten von Fehlverhalten auf Dritte und stärken Anreize, die künftiges Fehlverhalten begünstigen („moral hazard“).

- Als weiteres Argument für den Eurobond werden oft Liquiditätsvorteile angeführt, die aus größeren Anleihevolumina und den damit verbunden niedrigeren Geld-Brief-Spannen resultieren. Diese dürften eher gering ausfallen. Es ist deshalb unwahrscheinlich, dass dieser Effekt die Zinserhöhung für die stärkeren Euroländer aufwiegen kann.

### **Drei Entscheidungsregeln**

Die voranstehenden Überlegungen lassen sich in drei Regeln zusammenfassen:

- **Regel 1: Klare Trennung von Liquiditäts- und Strukturproblemen** und damit eine Entkoppelung der Eurobond-Diskussion von den Überlegungen zu Transfers im Rahmen einer Entwicklungsunion. Letztere können durchaus gewünscht sein, um leistungsstärkere Wirtschafts- und Sozialstrukturen innerhalb Europas zu fördern, mittelfristig korrekturbedürftigen regionalen Ungleichgewichten entgegenzuwirken, ein Auseinanderdriften von Überschuss- und Defizitländern zu begrenzen sowie die damit verbundenen politischen Spannungen zu vermindern. Die Begebung von Eurobonds löst die Strukturprobleme in den schwächeren Ländern nicht. Diese bleiben bestehen, da die impliziten Transfers durch die Einführung von Eurobonds nur schwer an klare und nachhaltige Bedingungen geknüpft werden können. Kurzfristige Liquiditätsprobleme sollten stattdessen in extremis durch die EZB, als Helfer in größter Not, und mittelfristig natürlich in erster Linie durch den EFSF adressiert werden.
- **Regel 2: Stärkung internationaler Strukturhilfe in der Eurozone** („Europäische Entwicklungsbank“, gegebenenfalls EIB, KfW) zur Verbesserung der institutionellen Gegebenheiten in leistungsschwächeren Ländern der Eurozone. Die transferfinanzierte Aufbauhilfe kann ein wichtiges Instrument einer modernen Union sein. Strukturhilfen und Entwicklungsprogramme werden konditioniert, Transfers fließen abhängig von der Einhaltung vertraglicher Zusagen in Hinblick auf die Durchführung notwendiger Anpassungsmaßnahmen. Auch hier könnte der EFSF/ESM eine zentrale Rolle spielen.

- **Regel 3: Stärkung nationaler Anleihemärkte und Adressierung der Probleme im Finanzsektor.** Um eine Verbesserung des Steuerungspotenzials der Anleihemärkte zu erreichen, ist eine durchschlagende Lösung des Problems der impliziten Staatsgarantie für Banken („too-big-to-fail“) von erster Priorität. Probleme im Finanzsektor sollten nicht über eine Unterstützung von Staaten gelöst werden. Wenn hinter der Forderung nach Eurobonds auch der Wunsch steht, die Probleme unterkapitalisierter Banken zu lösen, so ist es günstiger und sinnvoller, dieses Problem über eine Rekapitalisierung der Banken oder auch Garantieleistungen für einige systemrelevante Banken zu lösen. Auf dem Höhepunkt der Krise war das keine Option, bzw. eine mit prohibitiven Opportunitätskosten. Mittelfristig ist es jedoch unabdingbar, passende Insolvenzverfahren (und zwar von Banken und von Staaten) zu entwickeln. Hier gibt es entscheidenden regulatorischen Nachbesserungsbedarf sowohl in Europa als auch in den USA.