

Eurobonds: Ausweg aus der Schuldenkrise?

Prof. Dr. Kai Carstensen
ifo Institut und LMU München



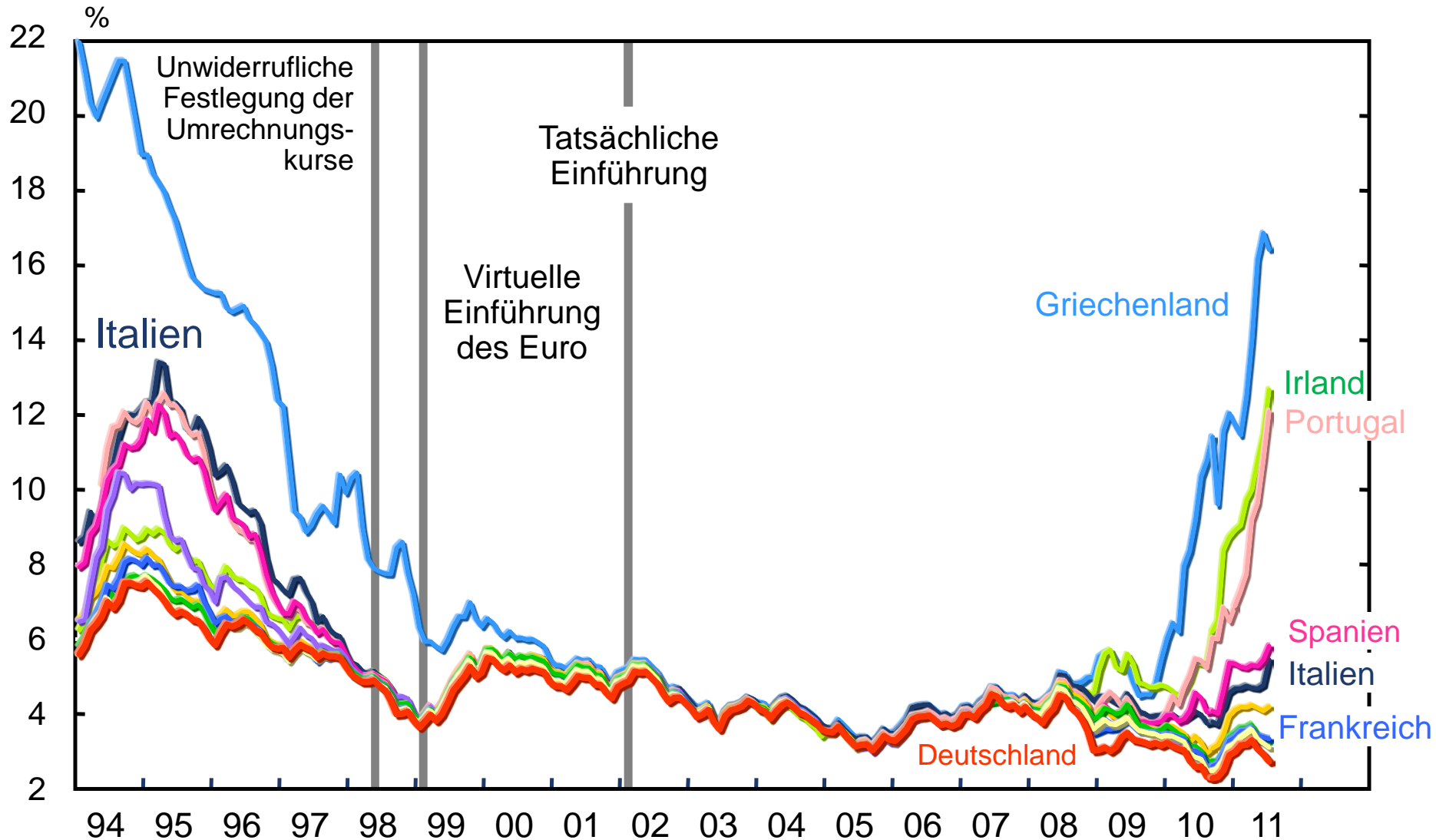
17. August 2011

Europäische Schuldenkrise und Euro Krisenmechanismus - Agenda

1. Warum werden Eurobonds gefordert?
2. Was sind die direkten Kosten von Eurobonds für Deutschland?
3. Was sind die direkten Ersparnisse für Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien?
4. Was sind die mittelbaren Folgen von Eurobonds?
5. Tun vielleicht rote und blaue Eurobonds weniger weh?
6. Wie soll es weitergehen? Reformen der EU

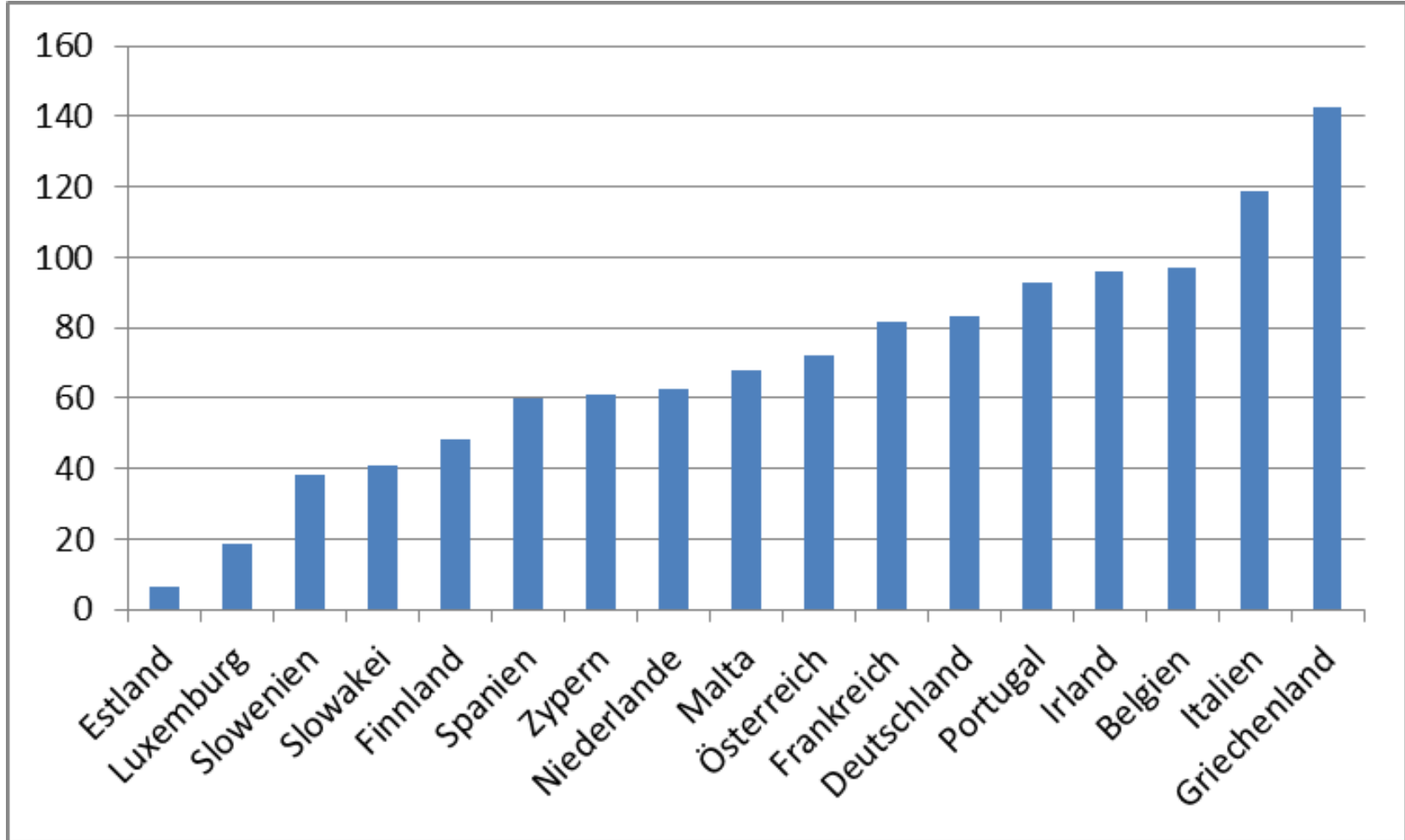
1. Warum werden Eurobonds gefordert?

Ausspreizung der Zinsen für Staatsanleihen



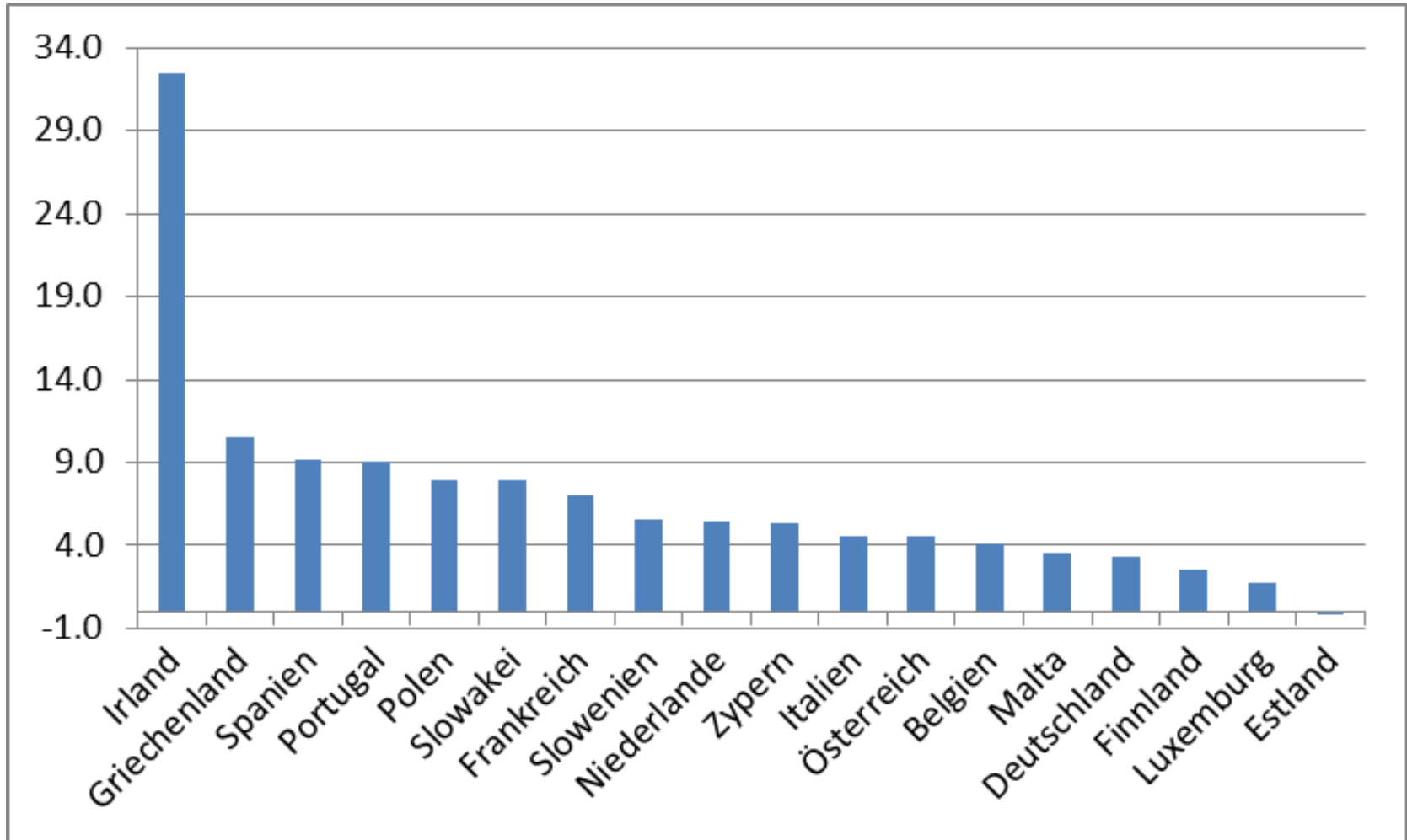
Grund: hohe Staatsschulden ...

Staatsverschuldung 2010 in % des BIP



... die weiter steigen

Haushaltsdefizit 2010 in % des BIP



Was sollen Eurobonds bewirken?

- Bonitätsschwache Länder sollen sich zu geringeren Zinsen verschulden können.
- Die Politik will den „Märkten“ die Sanktionierung von zu hohen Schulden entziehen.
- Der Euroraum insgesamt soll von einer höheren Liquidität der Euroanleihen profitieren.

2. Was sind die direkten Kosten von Eurobonds für Deutschland?

Was kosten Eurobonds?

- Genaue Prognose nicht möglich, da es sich um ein neues Verschuldungsmodell handelt.
- Annäherung über einfache Szenarienrechnung: was geschieht, wenn wir Eurobonds einführen, ansonsten aber der Status Quo gilt?
- Darauf aufbauend ist eine Diskussion der zusätzlichen Effekte möglich.

Basisszenario (1)

- Annahme: Zins für Eurobonds entspricht dem durchschnittlichen Zins für Staatsanleihen im Euroraum.
- Vergleich mit den Zinsen für deutsche Staatsanleihen
- Referenzzeitpunkt: **Ende Juli 2011**
- Keine zusätzlichen Effekte berücksichtigt

Basisszenario (2)

Renditen	Euroraum	Deutschland	Differenz
2-jährige Anleihen	4.16	1.16	3.00
5-jährige Anleihen	4.37	1.72	2.64
7-jährige Anleihen	4.72	2.39	2.33
10-jährige Anleihen	4.59	2.56	2.03

Bei Einführung von Eurobonds müsste Deutschland also – je nach Laufzeit – höhere Zinsen für neu ausgegebene Anleihen bezahlen.

Annahme: Laufzeit pendelt sich im Mittel bei 7,5 Jahren ein. Derzeit ist die mittlere Laufzeit von Bundesanleihen rund 10 Jahre, die mittlere Restlaufzeit gut 6 Jahre.

Rechnerische Zinsdifferenz für 7,5-jährige Bonds: 2,28 Prozentpunkte.

Basisszenario (3)

- Die zusätzlichen Zinskosten errechnen sich aus:

Anleihesumme x Zinsdifferenz

- Relevante Anleihesumme ist die Bruttoschuld der Bundesrepublik Deutschland (Bund Länder, Gemeinden plus Extrahaushalte).
- Annahme: Alle Gebietskörperschaften haften explizit oder implizit füreinander und haben daher die gleichen Bonitätsabschläge hinzunehmen.

Basisszenario (4)

- Bruttoschuldenstand Ende 2010:
 - 2080 Mrd. €
 - 83,2% des nominalen BIP
- Zinsdifferenz: 2,28 Prozentpunkte.
- Zusätzliche jährliche Zinskosten: 1,9% des BIP oder 47 Mrd. €
- Dies sind die *langfristigen* Kosten, wenn alle Anleihen als Eurobonds begeben werden bzw. zur Eurobondrendite begeben werden müssen.

Basisszenario (5)

- Sind die Kosten realistisch?
- Für geringere Kosten sprechen:
 - Liquiditätsprämie
 - Markteinschätzung könnte derzeit übertrieben sein (Alternativszenario)
- Für höhere Kosten sprechen:
 - Anreizproblem bei Gemeinschaftshaftung
 - Politische Dynamik, sich den Märkten entgegen zu stemmen
 - Wunsch nach mehr Ausgaben in Zeiten schwacher Konjunktur

Alternativszenario

- Referenzzeitraum: Zinsen Januar – Juli 2011

Renditen	Euroraum	Deutschland	Differenz
2-jährige Anleihen	3.17	1.56	1.62
5-jährige Anleihen	4.07	2.34	1.73
7-jährige Anleihen	4.39	2.75	1.64
10-jährige Anleihen	4.41	3.08	1.34

Rechnerische Zinsdifferenz für 7,5-jährige Bonds: 1,59
Prozentpunkte.

Zusätzliche jährliche Zinskosten: 1,3% des BIP oder 33
Mrd. €

3. Was sind die direkten Ersparnisse für Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien?

Ersparnis im Basisszenario

Vereinfachte Rechnung anhand von 10-jährigen Staatsanleihen.
Stand: Ende Juli 2010.

	Staatsschuld 2010		Zins für zehnjährige Anleihen	Differenz zum Euroraum	Ersparnis	
	in % des BIP	in Mrd. €			in % des BIP	in Mrd. €
Griechenland	142.8	329	14.93	10.34	14.8	34
Irland	96.2	148	11.06	6.47	6.2	10
Portugal	93	160	11.05	6.46	6.0	10
Spanien	60.1	639	6.08	1.49	0.9	10
Italien	119	1843	5.88	1.29	1.5	24

Bemerkung: für die Länder im Rettungsschirm gilt diese Rechnung nur gegenüber den Finanzierungskosten am Markt, nicht gegenüber den subventionierten tatsächlichen Finanzierungskosten.

4. Was sind die mittelbaren Folgen von Eurobonds?

Haftungsgemeinschaft: Auswirkung auf die Bonität

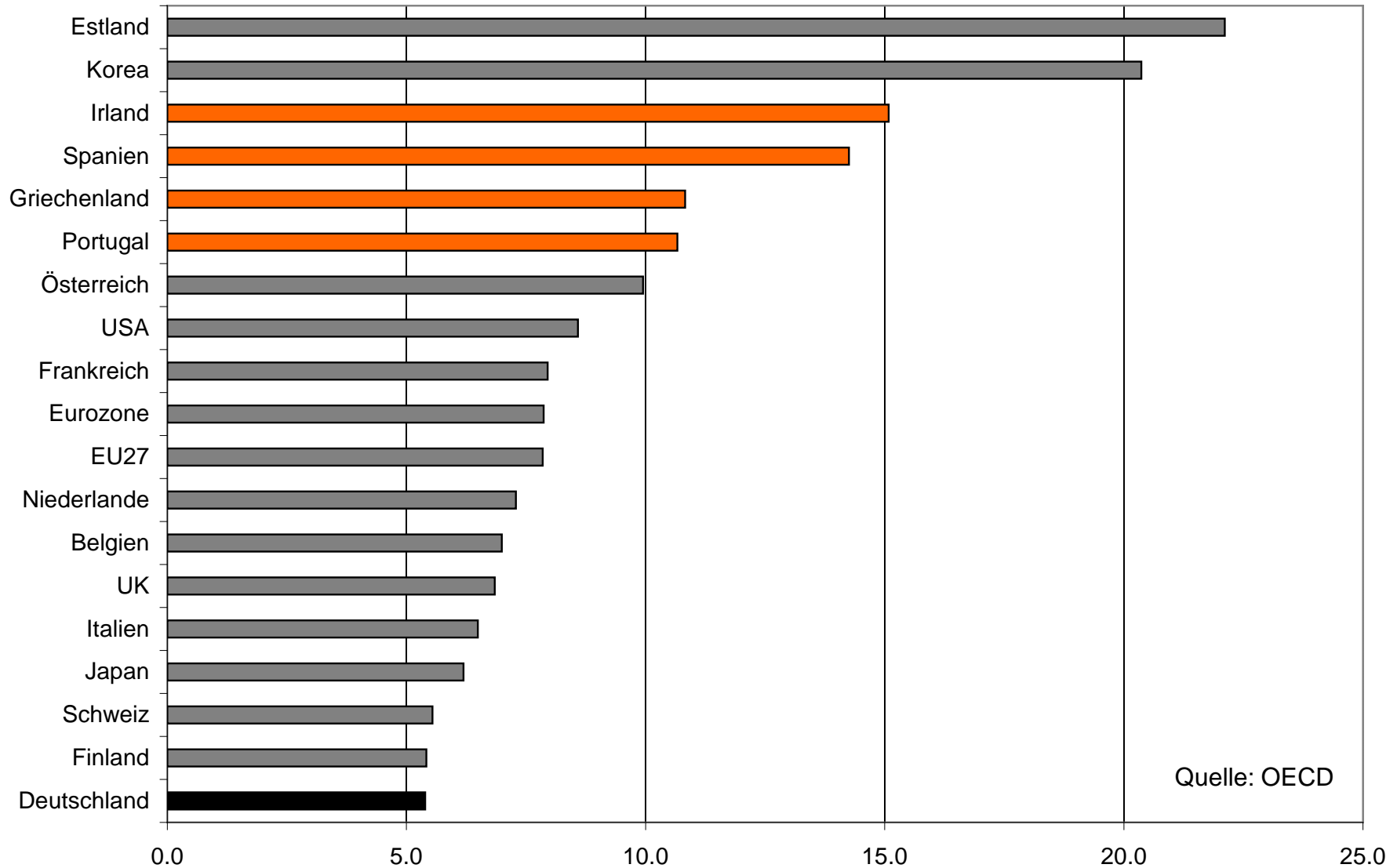
- Jeder haftet für jeden.
- Aber unklar, wie Haftung eingefordert werden kann.
- Volle Haftung = 100% der Staatsschulden des Euroraums plus 100% der deutschen:
= 7,8 Billionen €
- Teilhaftung, z.B. 60% der Staatsschulden des Euroraums plus 100% der deutschen:
= 5,5 Billionen €
- Hohe Risiken, d.h. Bonität Deutschlands sinkt.

Wachstum in Deutschland gedämpft

- Risikosubvention für das Ausland erhöht die Attraktivität der Investition außerhalb Deutschlands.
- Höhere Zinsen für deutsche Staatsanleihen könnten sich in höheren Zinsen für private Unternehmen und Haushalte niederschlagen.
- Grund: sie bezahlen die höheren Zinskosten des Staates.
- Speziell solide, große Firmen könnten allerdings auch profitieren, wenn Anleger ihre Portfolien zulasten des Staates umschichten.

- Geringere Investitionen = geringeres BIP

Nettoinvestitionsquoten vor der Krise (1995 – 2008): Deutschland als Schlusslicht

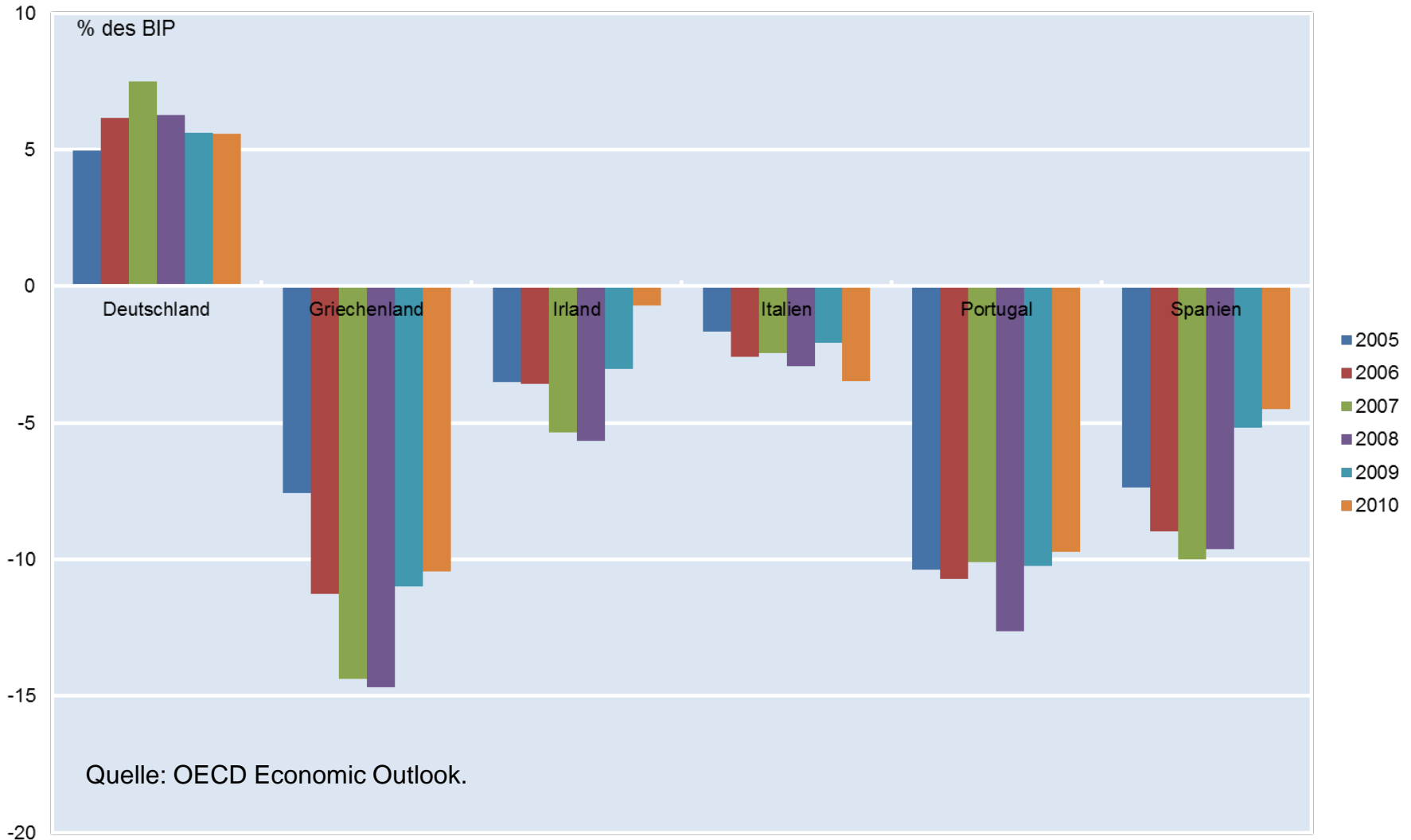


Ersparnis in den Krisenländern geringer

- Geringere Zinsen senken die Ersparnis.
- Krisenländer müssen aber sehr viel sparen, um ihre Schulden abzutragen.
- Anpassungslasten werden verschleppt.
- Krisenländer bleiben auf Kapitalimporte angewiesen.

Kapitalbedarf weiter hoch – Leistungsbilanzsalden in % des BIP

Leistungsbilanzen der GIIPS-Länder im Vergleich zu Deutschland



5. Tun vielleicht rote und blaue Eurobonds weniger weh?

Rote und blaue Eurobonds (1)

- Vorteil: Haftungsbeschränkung, z.B. auf 60% des BIP (blaue Bonds), Rest in nationaler Alleinhaftung (rote Bonds)
- Das ist immer noch viel!
- Für Deutschland gäbe es nicht nur für blaue Bonds einen Zinsaufschlag, sondern auch für rote, denn die 60%-Haftung ist groß genug.

Rote und blaue Eurobonds (2)

- Wird es wirklich bei blauen und roten Bonds bleiben? Was wird geschehen?
 - Schritt 1: Alle Krisenländer werden neu anfallenden Finanzierungsbedarf decken, bis Grenze erreicht ist.
 - Schritt 2: Dann werden einige Länder entdecken, dass rote Bonds sehr teuer sind und argumentieren, dies sei nicht zu schultern.
 - Schritt 3: In einem Krisengipfel werden einzelne Ausnahmen zugelassen oder die zusätzlichen Schulden über den ESM finanziert
 - Schritt 4: Die Grenze wird nach und nach angehoben bis zur Vollhaftung aller, da einfacher als ESM.

