

Prof. Dr. Paul J.J. Welfens,
Präsident des Europäischen Instituts für Internationale
Wirtschaftsbeziehungen (EIIW) an der Bergischen Universität Wuppertal;
Lehrstuhl Makroökonomik und Jean Monnet Professor für Europäische
Wirtschaftsintegration an der Bergischen Universität Wuppertal, Rainer-
Gruenter-Str. 21, D-42119 Wuppertal; Alfred Grosser Professorship
2007/08, Sciences Po, Paris, Research Fellow, IZA, Bonn; Non-Resident Senior Fellow at
AICGS/Johns Hopkins University, Washington DC; eingeladener Experte u.a. bei der UN,
IWF, Deutscher Bundestag, BNetzA, Europäisches Parlament, EZB, US Senat



07.04.2020, EurobondsOptionVernuenftig

0202 439 1371 welfens@eiiw.uni-wuppertal.de, www.eiiw.eu

- Chancen und Risiken von differenzierten Euro-Gemeinschaftsanleihen sorgfältig zu analysieren
- Eurobonds-Debatte ideologisch vorbelastet, in Pandemie-Situation Option Gemeinschaftsanleihen eigenständig zu prüfen – mit Ziel Begrenzung Haftungsrisiken und Erhöhung stabilitätspolitische Handlungsfähigkeit der Eurozone sowie Beitrag zum europäischen und globalen Aufschwung
- Eurozone sollte gleiche Handlungsmöglichkeiten in neuer globaler Wirtschaftskrise haben wie USA und Großbritannien, wobei Politikmix Geld- und Fiskalpolitik stimmig sein muss – inklusive Verankerung der Zinssätze auf mehrjährig niedrigem Niveau
- Gemeinschafts-Eurobonds, die zur Hälfte mit Staatsvermögen besichert sind, empfehlenswert: Laufzeiten 2, 10 und 30 Jahre, Umfang ca 5 % des Bruttoinlandsproduktes der Eurozone in vier Jahren, wobei EZB bis 40% der Gemeinschafts-Eurobonds ankaufen kann: So kann Eurozone besser aus der Corona-Krise kommen als die USA, wobei Eurozone/EU dann USA und Asien mit nach oben zieht. Infrastruktur- plus Innovations- und Wachstums- sowie Gesundheitsreformausgaben erhöhen.
- Die in Brüssel favorisierte Kombination ESM, Europäische Investitionsbank und EU-Rückversicherung in der Arbeitslosenversicherung ist unzweckmäßig, bringt Euro-Stabilitätsrisiken neuer Art

Eurobonds-Ansatz nur als vernünftiges Finanzprodukt

7. April 2020 welfens@eiiw.uni-wuppertal.de

Die verfahrenere Debatte zum Thema Eurobonds zeigt eine Zweiteilung, nämlich in EU-Südländer, die Gemeinschaftsbonds in der Eurozone wünschen und einer kritischen Zahl von EU-Ländern im Norden, die auch bei der Corona-Pandemie diesem denkbaren Finanzinstrument ablehnend gegenüberstehen; darunter Deutschland, Österreich, Niederlande und Finnland. Aus Teilen der Wissenschaft kommt der Vorschlag, man solle einmalig eine spezielle gemeinschaftliche Corona-Anleihe auflagen – mit sehr langer Laufzeit. Aus der Politik hört man häufig das Argument, dass man einen solchen Coronabond nicht brauche, sondern Unternehmens-Sonderkredite der Europäischen Investitionsbank über 50-100 Milliarden €, eine Art EU-Rückversicherung für die nationalen Arbeitslosenversicherungen in Höhe von 100 Milliarden € und den ESM-Kreditrahmen von bis zu 410 Milliarden € nutzen sollte. Der ESM kann eine weiche Konditionalität für Kredite in Höhe von etwa 2% des Bruttoinlandsproduktes einräumen, die von EU-Ländern als Enhanced Conditions Credit Line nach Bedarf gezogen wird: Diese 240 Milliarden € könnten bei der EZB das schon bekannte Anleihen-Ankaufsprogramm OMT in Gang setzen, das grundsätzlich kaum eine Begrenzung hat – bis das Ganze vor dem Bundesverfassungsgericht landet und dort auf Ablehnung stößt.

Das ist ein hohes Risiko mitten in der Bekämpfung der Corona-Krise für 2020 und 2021. So geht man am Kern des Corona-Krisen-Problems vorbei. Statt dessen sinnvoll ist als Ersatz oder Ergänzung ein Eurobonds-Entwicklungsansatz mit strategischen Punkten, die nachfolgend erläutert werden.

Vernünftig ist in der Eurozone eine Gemeinschaftsanleihe - Joint-Eurobonds -, die langfristige Finanzmarktentwicklungen in der Eurozone und der Weltwirtschaft voranbringt, zudem eine wichtige mittelfristige Niedrigzinsverankerung sowie einen Risikotransfer innerhalb der Eurozone; und eine Risikominderung für diese insgesamt. Zunächst ist die Eurozonen-Lage in der Corona-Krise im Vergleich zu UK und USA zu betrachten, wo der Politikmix von Geld- und Fiskalpolitik so aussieht: Es gibt große Staatsausgabenprogramme und ein rezessionsbedingt vermindertes Steueraufkommen, was mit deutlich erhöhten staatlichen Defizit- und Schuldenquoten einhergeht. Die eigentlich zu erwartende Zinserhöhung wird durch eine parallel expansive Geldpolitik mit Zinssenkung und Anleihen-Ankaufprogrammen der Zentralbank verhindert.

In den Ländern der Eurozone gibt es klar expansive Fiskalpolitik, wenn man von Italien, Spanien, Griechenland und Zypern absieht, die wegen hoher Schuldenquoten wenig Spielraum für sehr expansive Fiskalpolitik haben. Zu gering dimensionierte nationale Fiskalpolitik in diesen Ländern wird dort eine besonders scharfe Rezession bedeuten, die wiederum stark negativ auf Frankreich plus Deutschland und letztlich die gesamte Eurozone durchschlägt. ESM-Kredite für Italien und Spanien lösen wegen des Stigmatisierungs- und Zinserhöhungseffektes sowie der beim ESM nötigen Auflagenpolitik in der Doppelkrise Gesundheitssystem-Notstand und schwerer Rezessionsdruck das Problem dieser Länder und der Eurozone nicht. Wer die ESM-Auflagen jetzt schwächt, der untergräbt den Status des Euros auf den Weltkapitalmärkten und schwächt indirekt die Wachstumsperspektiven von künftigen Euro-Krisenländern, deren Reformelan ohne festen ESM-Auflagenruck schwach sein wird: Die Aussicht auf beherrschbare Schuldenquoten in der Währungsunion verschlechtern sich, die Eurozone kann darüber auseinanderbrechen – das kann nicht der Ansatz einer Corona-Krisenpolitik sein.

Sinnvoll wäre eine Eurozonen-Gemeinschaftsanleihe, aber nur im Kontext eines strategischen Entwicklungsansatzes für Euro-Bondsmärkte und einer langfristigen EU-Modernisierung, womit zugleich die kurzfristigen Stabilisierungsziele erreicht werden können:

- (1) Es wird nicht ein einmaliger Corona-Bond aufgelegt, sondern ein Joint-Euro-Bond (JEB) mit Laufzeiten von zwei Jahren, zehn Jahren und dreißig Jahren, die eine echte Entwicklungsperspektive für als Eurobonds bieten und mit den abgebildeten Laufzeiten wichtige Infos über die internationale Wahrnehmung der Euro- und EU-Integration geben; also auch als Impulsgeber für kluge EU-Reformen hilfreich sind. Die kürzeren Laufzeiten sind für Zentralbanken bei der Reservehaltung interessant, die ein qualitativ hochwertiges Wertpapier erhalten. Die langen Laufzeiten sind eher für Versicherungen und Banken interessant.
- (2) Für fünf Jahre verzichten die nationalen Regierungen der Eurozone, zu diesen Laufzeiten Anleihen national aufzulegen, damit die JEBs eine klare Marktprofilierungschance haben.
- (3) Die JEB-Anleihen werden mit Gold- und Devisenreserven oder gleichwertigem Vermögen der Euroländer zur Hälfte unterlegt, was das Haftungsrisiko innerhalb der Euro-Länder-Gruppe beschränkt. Mindestens die Hälfte der JEBs-Mittel wird zur Finanzierung von grenzüberschreitend innerhalb der EU wirksamen Infrastrukturprojekten genutzt, die im Finanzministerrat der EU mehrheitlich verabschiedet werden. Länder mit unterdurchschnittlichem Wirtschaftswachstum in den vergangenen fünf Jahren müssen zudem ab 2022 ein Drittel des anteiligen Mittelaufkommens zur Stärkung von Innovations- und Wachstumsdynamik verwenden. Damit hätte ein Land wie Italien immerhin noch 17% quasi frei, um etwa Maßnahmen zur Modernisierung des Gesundheitssystems zu finanzieren. Der JEB-Zinssatz wird sehr niedrig sein, nahe am Zinsniveau für deutsche Bundesanleihen.
- (4) Im Lauf von wenigen Jahren gelingt so auch, für die EZB eine neue Anlagenklasse in der Offenmarktpolitik nutzbar zu machen, wobei die JEBs für fast alle Eurozonen-Länder einen

Zinskosten- plus Aufschwungsvorteil bieten und zudem einen Diversifizierungs- und daher Risikominderungsvorteil bringen. Italien und Spanien werden einen besonderen Zinsvorteil haben. Banken, die JEBs kaufen, machen Eigenkapital frei, um verstärkt Kredite geben zu können. Zugleich kann der reale Zinssatz in der Eurozone über einige Jahre – falls die Corona-Krise eine sehr scharfe Rezession bringt – durch eine geeignete JEBs-Ankaufspolitik der Zentralbank der Eurozone auf einem stabil niedrigen Niveau verankert werden. Das mindert den Rezessionsdruck und erhöht die Investitionsdynamik im Aufschwung. Nur so wäre die Eurozone ähnlich handlungsstark im makroökonomischen Politik-Mix aufgestellt wie die USA und das Vereinigte Königreich. Eine neue Eurokrise wird vermieden, die Konjunktorentwicklung in Spanien und Italien sowie anderen Ländern deutlich stärker stabilisiert als in bisherigen Konzepten: ein sehr wichtiger Punkte gerade auch für Deutschland und viele andere Euro-Länder mit Interesse an einem starken Aufschwung der Eurozone.

(5) Es kann so auch gelingen, den Anteil des Euros an den globalen Reserven deutlich zu erhöhen, was Vorteile für die Länder der Eurozone bringt, da dann ein größerer Anteil der Importe als bisher faktisch kostenlos importiert werden kann: Es geht hier um die Differenz zwischen Welt-Kapitalmarktrendite und dem auf Eurobonds von den Euroländern gezahlten niedrigen Zinssatz bei von ausländischen Notenbanken gehaltenen JEBs. Diese Ertragsratendifferenz multipliziert mit der globalen Reservehaltung der Notenbanken in Euro macht einen Teil des ökonomischen Wertes des € aus.

(6) Das Europäische Parlament bildet spätestens zur nächsten Europa-Wahl ein „Eurozonen-Unterparlament“, das im Rahmen von EU-Vertragsänderungen für einen Eurozonen-Haushalt, inklusive Eurobondsfinanzierung, zuständig werden kann.

(7) Man wird längerfristig eine Euro-Fiskalunion erwägen und in Ruhe nach mehrjährigen Beratungen in der Eurozone schaffen können. Dabei können die verschiedenen Sichtweisen und Interessen der Mitglieder der Eurozone ausbalanciert werden.

Die JEBs wären eine innovative, wirksame EU-Antwort auf die Corona-Herausforderungen, wobei das Anleihevolumen über einige Jahre hinweg 4 bis 5% des Eurozonen-Bruttoinlandsproduktes insgesamt ausmachen könnte. Platziert man Anleihen in 2020 in Höhe von 1% des Bruttoinlandsproduktes der Eurozone, so ginge es um zunächst etwa 165 Milliarden Euro, wovon die EZB ihrerseits maximal 40% ankaufen könnte; auch im Rahmen ihres neuen Anleiheprogramms von 750 Milliarden €: dem Pandemic Emergency Purchase Programme. In 2021 könnte der Platzierungsbetrag höher sein, wobei nationale geplante Anleiheplatzierungen der Euroländer kompensatorisch 2020 und 2021 gar nicht gesenkt werden; allerdings in 2022 um ein Drittel des JEBs-Betrages und 2023 um zwei Drittel der JEBs-Platzierung. Das wirkt als Impuls zur mittel- und langfristigen Einhaltung der Schuldenquoten-Grenzen laut Stabilitäts- und Wachstumspakt der Eurozone; jedenfalls sofern der Stabilitätspakt dann 2023 auch wieder gilt beziehungsweise die Pandemie überwunden ist.

Die Aufteilung des JEBs-Betrages erfolgt beim Mittelaufkommen nach den Bruttoinlandsprodukt-Anteilen in der Eurozone, wobei Länder mit starker Corona-Belastung in den Anfangsjahren einen Zuschlag erhalten könnten. Der wird später durch einen Abschlag kompensiert. Als Schlüssel gilt bei den Zinszahlungs-Anteilen der Euro-Länder bis 2030 der Anteil am Eurozonen-Bruttoinlandsprodukt 2019, so dass es einen Anreiz für energische Wachstumspolitik gibt – ein möglicher Vorteil für Italien und Spanien; danach der jeweilige Jahresanteil am Bruttoinlandsprodukt der Eurozone. Das setzt vernünftige Anreize.

Die so verbesserte Stabilisierungsdynamik der Eurozone und der EU wirkt sich auch positiv auf die USA, Japan, China und andere Länder der Weltwirtschaft aus. Mit JEBs im Hintergrund kann man schließlich auf das vernachlässigte Thema der fiskalischen Koordinierung zwischen der EU und diesen Ländern neu und vernünftig angehen. Institutionell könnten JEBs über eine neue Eurozonen-Institution starten, wobei ein unabhängiger wissenschaftlicher Beirat wohl nützlich wäre. Die vorgeschlagene Konstruktion bringt alle aus der festgefahrenen Diskussion heraus und eröffnet jenseits der Corona-Diskussion eine positive Perspektive zur Entwicklung

der europäischen und globalen Finanzmärkte, zur Stabilisierung der Wirtschaft und zur EU- sowie Eurointegration. Wenn man eine multilaterale Gemeinschaftsanleihe auflegt, so könnten grundsätzlich auch andere EU-Länder – außerhalb des Euros – und sogar Großbritannien bei einer entsprechenden Institution mitwirken. Allerdings wird der zuständige Gerichtshof der Europäische Gerichtshof sein. Wenn UK es mit seinem Vorsatz, man bleibe in Europa, Ernst auf Regierungsseite meint, dürfte sich London daran wenig stören.

Schließlich intensiviert ein laufzeitenmäßig breit aufgestellter JEB-Ansatz den globalen Wettbewerb auf den Anleihenmärkten und ist damit ein wichtiger Beitrag in einer Phase tendenziell einsetzender Entglobalisierung auf den Finanzmärkten einen soliden Pro-Globalisierungsbeitrag zu liefern. Es wäre in diesem Kontext sinnvoll, beim European Systemic Risk Board, der makroprudentielle Risiken auf seinem Analyse-Radar als EU-Institution hat, die europäischen und globalen Risikominderungseffekt der JEBs genauer zu analysieren und auch Vorschläge zu machen, inwieweit ein Austausch von nationalen Anleihen in Euroländern durch JEBs auf längere Sicht zu mehr Finanzmarkt- und realwirtschaftlicher Stabilität beitragen können. Mit JEBs hat die Eurozone und die EU eine Chance, besser aus der Coronakrise zu kommen als die USA.