

ERF – Eurobonds auf Zeit

Description

Im vergangenen November war vom Sachverständigenrat der deutschen Wirtschaftsweisen ein europäischer Schuldentilgungspakt vorgeschlagen worden (englisch: European Debt-Redemption Fund – ERF). Er findet in der aktuellen politischen Debatte nun mehr und mehr Beachtung.

Kern der Idee ist, dass über ein bestimmtes Maß hinaus verschuldete Eurozonen-Staaten mit einer Art zeitlich und volumenmäßig begrenzten Variante von Eurobonds gemeinsam ihre Schulden abbauen.

Morgan Stanley befasst sich in einem vom 11. Juni datierten Papier ausführlich mit der Materie. Dieses Vehikel könnte ein tragfähiger Kompromiss sein, um mit dem Schuldenüberhang in Europa fertig zu werden, heißt es.

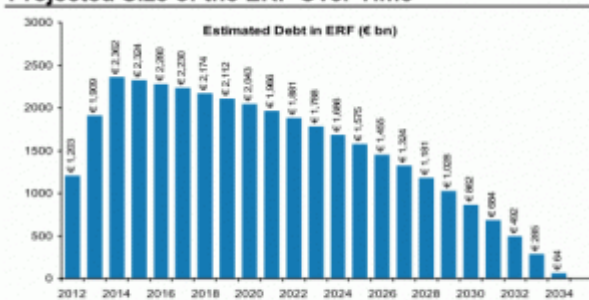
Der ERF hat nach Auffassung des Instituts gegenüber Eurobonds einige Vorteile. Einerseits wäre er strikt auf den Zweck auszurichten, zum anderen verlangt er nicht zwangsläufig Änderungen der EU-Verträge oder etwa der deutschen Verfassung. Außerdem macht er den Fiskalpakt dadurch glaubwürdiger, dass er die Refinanzierungskosten senkt und einen klaren Pfad zur Schulden-Zurückführung angibt. Schließlich könnte er eine Brücke zu "wirklichen" Eurobonds werden.

Der Vorschlag sieht vor, bestimmte Schulden der Euro-Mitgliedsländer in einen Fonds mit gemeinschaftlicher Haftung auszulagern. Morgan Stanley denkt an ein Volumen im Endausbau von 2,5 Bill. Euro, das wäre weniger als die gegenwärtige Summe von 2,8 Bill. Euro der mit AAA bewerteten Staatsschulden der Eurozone. In der „Roll-in“-Phase von drei bis fünf Jahren sollen nach und nach alle Länder-Schulden überführt werden, die 60% des BIP übersteigen. Länder, die unter dieser Schwelle liegen, nehmen am ERF nicht teil.

Der ERF würde Anleihen in gleicher Höhe begeben, mit denen er Geld einsammelt, mit dem der Refinanzierungsbedarf der Staaten gedeckt werden kann. Am Ende der Roll-in-Phase tragen die Länder die Verantwortung für ihre eigenen Schulden bis zu 60% des BIP, sowie primär auch für die, die diese Grenze übersteigen. Der Fonds trägt die Verpflichtung für den die 60%-Schwelle übersteigenden Teil nachrangig.

Die Entwicklung des ERF wird aus folgendem Chart ersichtlich:

Projected Size of the ERF Over Time



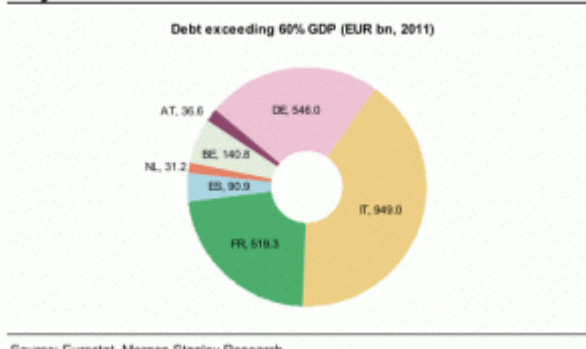
Note: If the ERF would start in 2013, it would probably become about €300 billion bigger in size. To make our analysis comparable to the GCEE, however, we assume that the ERF starts in 2012.
Source: Eurostat, Morgan Stanley Research estimates

Länder mit hohem Verschuldungsgrad, hohen Finanzierungskosten und primärem Budget-Überschuss würden am meisten profitieren, so z.B. Italien. Länder, die gegenwärtig von Zuflüssen profitieren, weil sie als „safe haven“ wahrgenommen werden, würden mit etwas höheren Finanzierungskosten rechnen müssen. Da der ERF auf eine Laufzeit von 25 Jahren angelegt ist, könnte auch die durchschnittliche Laufzeit von Schulden gestreckt werden und damit das Schuldenmanagement erleichtert werden.

Der Fonds würde abgesichert durch eine gemeinschaftliche Garantie der Mitglieder, sowie durch eine Einlage in Fremdwährung und Gold von 20% der übertragenen Schulden. Zudem werden verbindliche Pläne für Strukturreformen und Haushaltskonsolidierung aufgestellt. Die Einlage verfällt, wenn ein Land gegen zentrale Pflichten verstößt.

Der größte Anteil, etwa 950 Mrd. Euro, entfiel auf Italien, gefolgt von Deutschland mit rund 550 Mrd. Euro. Die Anteilsverteilung gestaltet sich wie folgt:

Key Stakeholders in the €2.5 Trillion ERF



Der folgende Chart zeigt die Gold- und Devisenreserven der einzelnen Länder. Liegt der rot gekennzeichnete Wert unter 20%, bedeutet das, das betreffende Land nicht genügend Reserven einbringen kann. Dies trifft z.B. auf Italien zu, hier wären alle Reserven an den ERF zu übereignen und es reicht dennoch nicht. Wie in einem solchen Fall verfahren werden soll, gehört zu den zahlreichen, noch offenen Fragen. Einen Überblick über die Goldreserven einzelner Länder (Stand Mitte 2011) finden Sie [hier](#).

Foreign Reserves to Be Pledged as ERF Collateral



Finanziert würde der ERF durch dedizierte, extra einzurichtende staatliche Einnahmen, mit anderen Worten durch zusätzliche Steuern. Der Zahlungsschlüssel, der in die Bestimmung der jährlichen Zahlung eines Landes eingeht, ist eine konstante Quote des nominalen BIP. Länder mit überdurchschnittlich hohem BIP-Wachstum zahlen damit entsprechend mehr als andere.

In Deutschland hat die Idee eines ERF in der Opposition, bei den Grünen und in der SPD, Anhänger. Bundesregierung und Bundesbank lehnen das Konzept hingegen (bisher) ab. Merkel hat



verfassungsrechtliche Bedenken, außerdem seien zahlreiche Änderungen an den europäischen Verträgen erforderlich. Die Grünen haben ein Rechtsgutachten anfertigen lassen, wonach die Errichtung eines solchen Schuldentilgungsfonds europarechtlich zulässig ist. Deutsche verfassungsrechtliche Bedenken gegen den Fonds und die mit ihm verbundenen Haftungsübernahmen könnten durch Zustimmungsvorbehalte des Bundestags umschifft werden, heißt es. Dem Vernehmen nach bereitet die EU-Kommission eine Abstimmungsvorlage für den kommenden Gipfel zum Thema ERF vor.

Neben der etwas steigenden Zinslast käme als weiterer Nachteil für Deutschland das Risiko hinzu, dass sich manche Staaten auf Dauer nicht an ihre strengen Auflagen halten und der Schuldentilgungsfonds auf einem Teil seiner Verbindlichkeiten sitzen bleibt. In diesem Fall würde der deutsche Steuerzahler direkt (anteilig) für die Schulden anderer Länder eintreten müssen. Wenn mit diesen Auflagen genauso umgegangen wird wie mit den europäischen Verträgen, kann man dieses Risiko nicht von der Hand weisen, auch wenn in einem solchen Fall die vom Vertragsbrüchigen geleistete Einlage verfällt.

Es bleiben eine Reihe offener Punkte, schreibt Morgan Stanley, was der grundsätzlich positiven Haltung zum ERF aber keinen Abbruch tut. Diese Fragen seien lösbar, heißt es.

Mit die wichtigste offene Frage stellt das Institut allerdings nicht: Was wird mit den Forderungen aus Target2? So lange dieses Fass ohne Boden existiert, haben die Schuldnerländer nahezu beliebige Druckmittel und Umgehungsmöglichkeiten in der Hand und können auch solche Konstruktionen wie den ERF aushebeln. Die Forderungen der Bundesbank aus Target2 summieren sich per Mai auf nahezu 700 Mrd. Euro.

Charts: Morgan Stanley, Economics and Strategy – A Road to Euro Redemption?, 11.6.12

Nachtrag:

(13.6.12) Lesenswerter Beitrag zum Thema "Eurobonds": "[Eurobonds zur Bewältigung der europäischen Krise? Wegweisung zu einer modernen Entwicklungsunion](#)".

(12.7.12) Der Sachverständigenrat aktualisiert in seinem Papier "[Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen](#)" vom 5.7.12 auf den Seiten 13ff seine Vorstellungen zum Schuldentilgungsfonds.