



# Stabilisierungsbonds für Europa

- ➔ Die Finanzminister der Eurogruppe haben sich noch vor Ostern auf einen ersten fiskalpolitischen Rettungsschirm einigen können. Mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) soll die Finanzierung der Gesundheitssysteme sichergestellt werden. Mit „Sure“ sollen die Finanzierung der Arbeitnehmer in Kurzarbeit und über die Europäische Investitionsbank (EIB) mittelständische Betriebe unterstützt werden. Gleichzeitig wurden weitere Verhandlungen über einen Wiederaufbaufonds angekündigt, dessen Ausgestaltung aber vollkommen offen ist.
- ➔ Für die nächsten Wochen bleibt die kritische Frage bestehen, ob dies aus Sicht der Finanzmärkte als wirklich umfassend gewertet wird. Die Blicke richten sich mit Sorge auf die anstehenden Ratingbewertungen beispielsweise Italiens am 24. April. Die Krise der Realwirtschaften im Euroraum könnte bei Herabstufungen der Bonität der Länder im Süden Europas zu einem Gesamtproblem des Euroraums werden. Zwar hatten sich zuletzt die Börsen wieder erholt, aber diese Erholung steht auf wackeligen Füßen und könnte wieder in einem Abwärtssog münden.
- ➔ Die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe schlagen einen neuen zusätzlichen Weg mit „Stabilisierungsanleihen“ zur Vermeidung von neuen Turbulenzen auf den Finanzmärkten vor: Länder mit hoher Solidität der Finanzen würden über Garantien, zeitlich befristet, Ländern mit weniger stabilen Finanzen ihre Bonität zur Verfügung stellen. Das könnte ein Kernelement eines Wiederaufbaufonds ohne Bereitstellung von vergleichsweise teurem Eigenkapital sein. Stabilisierungsanleihen stärken die Resilienz der Euro-Finanzmärkte. Sie sind ein Zeichen der Solidarität in Europa und des Euro-Zusammenhalts.

15. April 2020

Autoren:

Dr. Reinhold Rickes  
Reinhold.Rickes@dsgv.de

Dr. Sonja Scheffler  
Sonja.Scheffler@dsgv.de

Dr. Holger Schulz  
Holger.Schulz@dsgv.de

## Europa: Vorgehen und Solidarität

- In Europa sind die Zahlen der Corona-Infizierten nach wie vor ansteigend. Zwar werden schon in einzelnen Ländern erste Maßnahmen zur vorsichtigen und graduellen Lockerung der Kontaktbegrenzungen angekündigt. Aber es zeichnet sich ab: Die von der Realwirtschaft ausgehende Krise wird nur in zeitlich gestaffelten, sehr langsamen Schritten überwunden werden können. Die dabei unvermeidlichen Auswirkungen auf Wirtschaft und Finanzen müssen adressiert werden. Folgewirkungen von Insolvenzen oder weiteren Turbulenzen dürfen nicht auf den Finanzsektor überspringen.
- Die europäischen Finanzminister im Euroraum haben auf Grundlage einer engen deutsch-französischen Zusammenarbeit doch noch einen Weg gefunden, insgesamt für Europa ein Signal des Zusammenhalts zu senden. Die Europäische Investitionsbank kann dabei über die nationalen Förderbanken, insbesondere über die KfW in Deutschland, 200 Mrd. Euro zur Unterstützung des Mittelstands auf den Weg bringen. Auch sollen „as soon as possible“ 100 Mrd. Euro zur Bewältigung der Kurzarbeit in der Zeit der Pandemie auf Kreditbasis zur Verfügung gestellt werden. Zudem steht mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus eine „lending capacity“ von 410 Mrd. Euro bereit.
- Anders als bei selbst verschuldeten Notlagen, können Kredite jetzt über einen gesonderten „Pandemic Crisis Support“ auch vergleichsweise unkonditioniert nach makroökonomischen Maßstäben zur Verfügung gestellt werden. Die EU-Finanzminister haben hier ermöglicht, dass jedes Land in einer Höhe von bis zu zwei Prozent seines BIP schnell Mittel für direkte und indirekte Corona-Maßnahmen abrufen kann. Das ist ein wichtiges Zeichen europäischer Solidarität.
- Allerdings sind die Hilfsvolumina für einzelne Länder vergleichsweise gering. Stellt man diesen beispielsweise das Volumen an Staatsanleihen gegenüber, das im jeweiligen Land selbst durch die Banken gehalten wird, so könnte Italien zwar 39 Mrd. Euro abrufen, es würde aber nach Schätzungen der LBBW bei Ratingabstufungen rund 45 Mrd. Euro benötigen.
- Zur Verminderung der Ausfallrisiken der Garantie gebenden Länder hilft sicherlich, dass die EZB mit dem neuen Ankaufprogramm PEPP und mit dem regulären Programm zusammen schon über 80 Mrd. Euro im März 2020 erworben hat. Damit stützt die Geldpolitik hinreichend die Fiskalpolitik. Gerade daher sollte jetzt die Fiskalpolitik auf europäischer Ebene noch weitergehende Vorkehrungen treffen.
- So sollte die Solidarität durch fiskalische Unterstützungen bei anhaltender Pandemie noch weiter gestärkt werden. Insbesondere die

Gesundheitssektoren in vielen Ländern im Süden Europas benötigen mehr Unterstützung als dies jetzt vereinbart wurde.

- Lösungen müssen abgewogen und durchsetzbar sein. Derzeit ist eine Vollvergemeinschaftung über Corona-Anleihen, sofern diese dauerhaft eingeführte Euro-Bonds bedeuten, nicht konsensfähig und sie wären auch nicht sinnvoll. Der gesamteuropäische Rettungsschirm muss gegebenenfalls noch weiter gespannt werden. Zusätzliche fiskalische Instrumente wären aufzunehmen.
- Die Chefökonominnen der Sparkassen-Finanzgruppe schlagen als verwirklichtbaren Kompromiss vor, mit *Stabilisierungsanleihen* mit begrenzter Laufzeit – Neuemissionen nur bis 31. 12. 2021 bei maximaler Laufzeit von 5 Jahren – im Krisenfall europäische Solidarität zu leben. Diese Stabilisierungsanleihen würden vom jeweiligen Land - also beispielsweise von Italien – mit einer Garantie bspw. durch die Bundesrepublik Deutschland auf den Märkten plaziert werden.
- Dieses Instrumentarium könnte in vielen bilateralen Garantiebeziehungen zwischen Ländern mit hoher und schwacher Bonität genutzt werden. Mit einer solchen Lösung würde das Eigenkapital des ESM nicht belastet wie es bei Corona- oder Eurobonds der Fall wäre. Die bilateralen Garantiebeziehungen könnten dann den Nukleus für einen europäischen Wiederaufbaufonds bilden.
- In Deutschland könnten bspw. solche Anleihen und die dahinter stehenden Garantien beispielsweise in das Wirtschaftsstabilisierungsfondsgesetz (WSF) aufgenommen werden und später auch in den ESM (als möglichen Anker für den Europäischen Wiederaufbaufonds) überführt werden. Andere Länder, die eine vergleichsweise hohe Bonität im Euroraum aufweisen, könnten diesem Beispiel folgen. Gerade die Nutzung des WSF in Deutschland erleichtert die rasche parlamentarische Umsetzbarkeit und die Schnelligkeit in der Zusage der solidarischen Unterstützung.
- Insbesondere durch eine spätere Überführung in den ESM (quasi in der Funktion als Europäischer Wiederaufbaufonds) sollte deutlich werden, dass der bilaterale Charakter der Stabilisierungsanleihen vor allem der aktuell notwendigen Schnelligkeit geschuldet ist. Bilaterale Garantiebeziehungen sollen die europäische Idee gemeinsamen Wachstums und gemeinsamer Verantwortung nicht in Frage stellen, sondern in der aktuellen Krise im Sinne schneller Handlungsfähigkeit ergänzen.
- Zu prüfen wäre grundsätzlich, ob die Prämie für die Garantie als Zuschuss je nach Fälligkeit gewährt werden könnte, um im jeweiligen Garantiennehmerland Schulden zu tilgen oder zu investieren. Zudem könnte vereinbart werden, dass Tilgungen erst nach Erreichen von bestimmten Schwellenwerten beim Wachstum des BIP fällig werden (analog zu den Maßnahmen im Zuge der Griechenland-Stützung). Insofern könnten die Beträge – sofern sie im Wachstumsprozess vor Einsetzung der Tilgung erwirtschaftet werden – gegebenenfalls auch in der Zeitperspektive als Konjunkturprogramm zur Revitalisierung Europas verwendet werden.

- Die wesentlichen Vorteile von Stabilisierungsanleihen im Vergleich zu Corona-Bonds: Stabilisierungsanleihen sind Anleihen des jeweiligen Landes. Der Garantiegeber erleichtert dabei Refinanzierung und Pricing für eine begrenzte Zeit. Die Steuerung der Emissionstätigkeit, die Wahl des Instruments und auch die Vermarktung verbleiben weiterhin in der Hoheit des einzelnen Landes. Damit liegt die Verantwortung ganz klar beim jeweils emittierenden Land.
- Die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe erwarten, dass mit der Aufnahme der garantierten Mittel auch die Konditionen für die sonstigen Emissionen verbessert werden und damit für die Krisenphase eine deutliche Erleichterung geschaffen wird. Darüber hinaus ist zu erwarten, dass die Ausfallwahrscheinlichkeit des Landes, das die Garantie in Anspruch nimmt, vergleichsweise niedriger wird. Ein positiver Nebeneffekt einer entsprechenden Garantie der Bundesrepublik Deutschland wäre, dass die Deutsche Bundesbank diese garantierten Anleihen für das Eurosystem kaufen könnte. Zudem dürften Rating-Überprüfungen der Länder im Süden Europas auf deutlich gestärkter Basis folgen.
- Finanziell solide aufgestellte Staaten könnten mit diesem Instrument Solidarität demonstrieren und die Krisenresilienz im Euroraum für die Gemeinschaft insgesamt stärken. Denn einmal mehr würde den Finanzmärkten verdeutlicht werden, dass Europa zusammenhält und im Gegensatz zu vielen anderen Währungsräumen auch wirkungsvolle Möglichkeiten zum Abbau der krisenbedingt erhöhten Schuldenstände im Auge behält.

Zusammenfassend sehen wir folgende zentrale Vorteile von Stabilisierungsbonds:

1. Stabilisierungsbonds sind zeitlich befristet (bis Ende der Pandemie, Laufzeit maximal 5 Jahre). Damit ist das Ausfallrisiko geringer als bei Corona- oder Eurobonds.
2. Corona- oder Eurobonds sollen über den ESM abgewickelt werden und belasten im Gegensatz zu Garantielösungen das Eigenkapital des ESM. Sie sind daher vergleichsweise teuer.
3. Die neuen und regulären Aufkaufprogramme der EZB vermindern die Risiken für die Garantiegeber der Stabilisierungsanleihen.

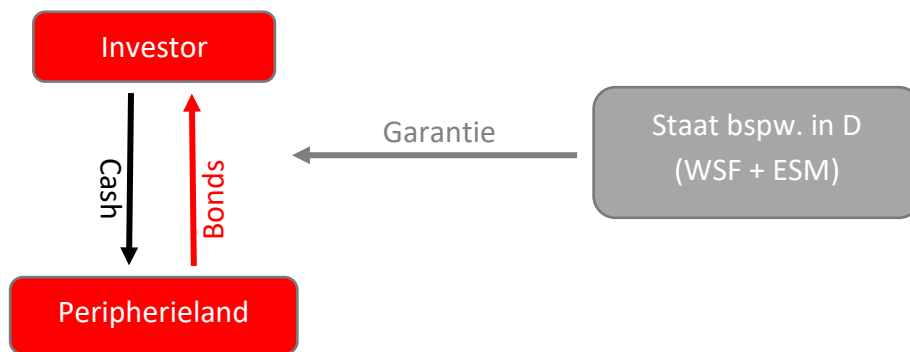
In der Anlage sind die Kernelemente des Vorschlags zusammengestellt.

## Der Vorschlag für Euroraum-Stabilisierungsanleihen: Aufteilung nach Kategorien und schematische Darstellungen

**Länder, die vor der Krise hohe Stabilität aufwiesen,  
helfen Euroraumperipherie**

Mögliche Volumina am Beispiel Deutschland

Mrd. Euro	Verwendung
400	Euroraum Stabilisierungsanleihen (eingebunden in Wirtschaftsstabilisierungsfonds, [WSF gekoppelt mit ESM]) evtl. mit Umwandlung der Prämie für Garantie als Zuschuss + Schwellenwerte (BIP-Wachstum) für Tilgungsbeginn
	Ziele: Solidarität, Schuldentilgung und Investitionen



**Garantie soll Refinanzierung am Kapitalmarkt unterstützen**

**Voraussetzung für Garantie:**

Neuaufnahme der Staatsanleihen bis 31.12.2021

Laufzeit der Garantie auf maximal 5 Jahre begrenzt  
→ Erhaltung Investment Grade beim Rating

### Emissionen

April/Mai 2020 -  
31.12.2021

### Fälligkeiten

Max. 5 Jahre ab Emissionsbeginn, d.h max. 30.03.2025-31.12.2026

Quelle. LBBW

# Disclaimer

Die vorliegenden Positionen der Chefvolkswirte entsprechen nicht notwendigerweise der Haltung der DekaBank oder der Haltung der jeweiligen Landesbanken und Sparkassen. Dieses Papier wurde mit Hilfe folgender acht Institute erstellt:

**LBBW**

**Berliner Sparkasse**

**Haspa**

**DekaBank**

**NORD/LB**

**BayernLB**

**Helaba**

**Kreissparkasse Köln**

# Impressum

## **Herausgeber**

Deutscher Sparkassen- und Giroverband  
Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte  
und Wirtschaftspolitik  
Charlottenstraße 47  
10117 Berlin  
Telefon: 030 20225-5303  
DSGV-Volkswirtschaft@DSGV.de  
[www.DSGV.de](http://www.DSGV.de)

## **Verantwortlich**

Pia Jankowski – DSGV  
Direktorin  
Leitung Volkswirtschaft, Finanzmärkte und  
Wirtschaftspolitik  
Pia.Jankowski@DSGV.DE  
Dr. Reinhold Rickes – DSGV  
Abteilungsleiter  
Leitung Volkswirtschaft  
Reinhold.Rickes@DSGV.DE

## **Redaktionsschluss dieser Ausgabe**

14. April 2020

## **Gestaltung**

Franz Metz, Berlin

## **Hinweis**

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter: <https://www.dsgv.de/positionen.html#standpunkte>