



Eurobonds

Das *Blue Bond*-Konzept und seine Implikationen

JACQUES DELPLA UND JAKOB VON WEIZSÄCKER

Juni 2011

1. Einleitung

Im Mai 2010 haben wir einen Vorschlag für eine neue Schuldenarchitektur der Eurozone gemacht, der eine Reihe von Lehren aus der gegenwärtigen Eurokrise zieht und die Einführung von Eurobonds vorsieht.¹ Ausgangspunkt unserer Überlegungen sind zwei zentrale Ziele für Staatsverschuldung in der Eurozone: i) die zinsgünstige Refinanzierung der Staatsverschuldung in der Eurozone am Finanzmarkt sowie ii) die Eigenverantwortlichkeit eines jeden Staates der Eurozone für die eigene Staatsverschuldung im Sinne der *no bailout*-Klausel, um fiskalische Disziplin glaubwürdig zu sichern.

Offensichtlich gibt es in beiderlei Hinsicht ein Problem. Die Refinanzierungskosten für Staatsverschuldung sind zwar für Deutschland derzeit sensationell niedrig, für andere Länder – auch jenseits von Griechenland, Irland und Portugal – jedoch potentiell erdrückend. Gleichzeitig hat die Krise gezeigt, dass die *no bailout*-Klausel aufgrund systemischer Risiken nicht durchsetzbar war. Um beide Ziele in Zukunft besser zu erreichen, schlagen wir vor, die Staatsschuld der Eurostaaten in zwei Tranchen aufzuteilen, nämlich den *Blue Bond* und den *Red Bond*.

Die erste Tranche der Staatsverschuldung bis zur Maastricht-Schuldengrenze von 60 Prozent des BIP eines jeden Eurostaats nennen wir *Blue Bond*. Der *Blue Bond* soll gemeinsam von den Staaten der Eurozone emittiert werden und die Staaten der Eurozone sollen gesamtschuldnerisch für ihn haften. Er wäre also ein Eurobond. Außer-

dem soll der *Blue Bond* Vorrangstatus gegenüber dem *Red Bond*, also der Staatsverschuldung jenseits der Maastricht-Schuldengrenze, genießen. Durch den Vorrangstatus wäre der *Blue Bond* ein sehr sicheres Verschuldungsinstrument, denn sogar in Griechenland sind die ersten 60 Prozent der Staatsverschuldung unkritisch. Außerdem wäre der *Blue Bond* durch die Schuldenpoolung in der Eurozone hochliquide – vergleichbar im Volumen mit der US-Staatsverschuldung –, was den Aufstieg des Euros zu einer internationalen Reservewährung erleichtern würde. Die hohe Sicherheit und Liquidität würden zu niedrigen Zinskosten führen, weshalb der *Blue Bond* zum Ziel niedriger Refinanzierungskosten für Staatsverschuldung einen entscheidenden Beitrag liefern würde.

Die zweite Tranche mit der gesamten Staatsverschuldung jenseits der Maastricht-Schuldengrenze von 60 Prozent des BIP nennen wir *Red Bond*. Für die *Red Bonds* bestünde keine europäische Haftung; sie würden weiterhin in rein nationaler Verantwortung des jeweiligen Eurostaats emittiert. *Red Bonds* wären gegenüber den *Blue Bonds* nachrangig zu bedienen. Darüber hinaus würden für sie die erforderlichen Vorkehrungen für eine geordnete Insolvenz getroffen. Für sie würden *Collective Action Clauses* eingeführt. Aber noch viel wichtiger: die Europäische Zentralbank (EZB) und die europäischen Bankenregulierer würden Vorkehrungen treffen, die *Red Bonds* weitgehend aus dem Bankensystem heraushalten, um das systemische Risiko im Falle einer staatlichen Insolvenz zu minimieren. Damit würde das zweite Ziel, nämlich die glaubwürdige Eigenverantwortung der Staaten für Ihre Staatsschuld, erfüllt, zumindest jenseits der 60-Prozent-Grenze.

Die Kehrseite der Medaille wäre, dass die Verschuldung mit *Red Bonds* die Staaten deutlich teurer zu stehen kommen würde als die Verschuldung mit *Blue Bonds*. Die

1. Delpla/Weizsäcker (2010), The Blue Bond Proposal, in: Bruegel Policy Brief 2010/03. Der vorliegende Beitrag basiert auf einer Arbeit, welche für den Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europäischen Parlaments für die Resolution über die Wechselwirkungen zwischen den Krisenbewältigungsmaßnahmen für Banken und öffentliche Schuldner in der Sitzung vom 21. März 2011, erarbeitet wurde. Vgl. auch Bruegel Policy Contribution Issue 2011/02.

resultierende Zinsstruktur mit einem sehr billigen Schuldensockel in Form von *Blue Bonds* und einer relativ teuren Verschuldung jenseits der Maastricht-Verschuldungsgrenze mit *Red Bonds* ist jedoch gewünscht. Denn damit wird eine durchschnittlich günstige Refinanzierung erreicht bei gleichzeitig gestärkten Zinsanreizen für eine glaubwürdige und nachhaltige Haushaltspolitik.

Die weitverbreitete Behauptung, dass mit den Eurobonds die Transferunion eingeführt werde, trifft auf unser Konzept nicht zu. Uns geht es gerade nicht darum, die gesamte Staatsschuld zu vergemeinschaften. Vielmehr schlagen wir vor, lediglich den Schuldensockel der Eurländer zu bündeln, um dann bei den Schulden jenseits des sicheren Sockels zu einer glaubwürdigen *no bailout*-Regel zu gelangen. Der ökonomische Kern unseres Vorschlags ist das Prinzip der Teilkaskoversicherung, wie es uns von der Autoversicherung vertraut ist. Dieser Ansatz birgt auch die Chance, die unterschiedlichen Interessen der Länder in der Eurozone nach der Krise politisch unter einen Hut zu bringen. Für fiskalisch stärkere Länder wie Deutschland wäre der glaubwürdige *no bailout* auf den *Red Bonds* besonders attraktiv, während fiskalisch schwächeren Ländern die niedrigen Zinsen auf den *Blue Bonds* Vorteile bieten würden.

2. *Blue* und *Red Bonds* im Detail

2.1. *Blue Bonds*

Extrem sicher: Die »blauen« Schulden wären als Senior-Tranche vorrangig zu bedienen. (Eine Ausnahme würde hierbei lediglich gegenüber den IWF-Krediten gelten, welche traditionell super-senior sind.) Da die *Blue Bonds* nur bis zur Maastricht-Schuldengrenze von 60 Prozent des BIP emittiert würden, die Tragfähigkeit eines jeden EU-Landes für seine Staatsschuld selbst unter extremen Bedingungen regelmäßig über dieser Schwelle liegt, wären die »blauen« Schulden extrem sicher. Zusätzlich würde, für den extrem unwahrscheinlichen Fall eines Zahlungsausfalls in einem Land – beispielsweise durch eine regionale Naturkatastrophe – die Gemeinschaft der Eurostaaten gesamtschuldnerisch einspringen. Damit hätten die *Blue Bonds* auf jeden Fall ein AAA-Rating und würden zu den sichersten Anlagetiteln überhaupt gehören.

Die 60-Prozent-des-BIP Grenze: Den bei weitem wichtigsten Sicherungsmechanismus für die Qualität der *Blue*

Bonds würde die Festsetzung einer Grenze von 60 Prozent des BIP bilden, bis zu der »blaue« Schulden aufgenommen werden könnten. Diese Grenze würde für jedes Land gelten und – im Falle einer fahrlässigen Haushaltspolitik – sogar herabgesetzt werden können. Auf diesem Wege würden Anreize für eine nachhaltige Fiskalpolitik der teilnehmenden Staaten geschaffen. Die Gefahr, dass einige Länder versuchen könnten, die Grenze von 60 Prozent des BIP aufzuweichen, um sich auch jenseits dieser Grenze billig verschulden zu können, ist prinzipiell vorhanden. Solche institutionellen Rutschbahneffekte müssen glaubwürdig verhindert werden, damit unser Konzept eine Chance hat. Deshalb kommt der *Governance* des *Blue Bond* eine Schlüsselrolle zu.

Governance: Die Allokation der neuen *Blue Bonds* für die einzelnen Eurostaaten würde jährlich von einem unabhängigen Stabilitätsrat vorgeschlagen. Die Unabhängigkeit der Mitglieder dieses Rates müsste ähnlich gut institutionell verankert sein wie die Unabhängigkeit der Ratsmitglieder der Europäischen Zentralbank. Über diesen Vorschlag zur Allokation der *Blue Bonds* würden die betroffenen nationalen Parlamente aufgrund ihrer Budgethoheit summarisch abstimmen. Lehnt ein Land die vorgeschlagene Verteilung ab, entscheidet es sich automatisch dafür, im betreffenden Jahr weder selbst *Blue Bonds* zu emittieren noch für die neuen *Blue Bonds* der anderen Länder zu haften. Um die stabilitätsorientierten Länder im System zu halten, hätte der unabhängige Stabilitätsrat damit einen klaren zusätzlichen Anreiz, die Interessen dieser Länder zu antizipieren. In jedem Fall wäre für jedes Land eine Allokation von *Blue Bonds* jenseits der Maastricht-Grenze auszuschließen.

Einstieg und Ausstieg: Die vollständige Teilnahme am *Blue Bond*-System ergäbe sich nicht automatisch aus der Euro-Mitgliedschaft. Vielmehr kann der *Blue Bond* als Belohnung für fiskalische Nachhaltigkeit eingesetzt werden. Über sinkende *Blue Bond*-Allokationen ist zudem eine langsame Verabschiedung eines verantwortungslos agierenden Landes aus dem *Blue Bond*-System möglich.

Europäische Schuldenagentur: Um am Finanzmarkt als echte »Staatsschuld« bepreist zu werden, sollten die *Blue Bonds* von einer europäischen Schuldenagentur emittiert werden. Würde das nicht erfolgen, müsste mit einem Preisaufschlag (*holding discount*) gerechnet werden, wie man ihn beispielsweise von den Anleihen multilateraler Institutionen kennt.

2.2. Red Bonds

Nachrangigkeit: Die Staatsschuld jenseits der 60-Prozent-Marke würde als rein nationale *Red Bonds* emittiert. Diese »rote« Staatsschuld wäre gegenüber der »blauen« Staatsschuld die Juniortranche und damit von einer Zahlungsunfähigkeit immer als erstes betroffen, da die Ansprüche der Inhaber der »blauen« Schulden immer erst vollständig erfüllt sein müssen, bevor die »roten« Schulden bedient werden. Damit wären die *Red Bonds* die Sollbruchstelle des Systems, auf deren Basis sich eine geordnete Insolvenz von Staaten organisieren ließe.

Nationale Verantwortlichkeit: »Rote« Schulden würden in Form nationaler Anleihen ausgegeben. Für sie würde die *no bailout*-Klausel weiterhin im vollen Umfang gelten, und zwar diesmal glaubwürdig. »Rote« Schulden könnten also nicht durch andere Länder garantiert werden; ihre Bedienung könnte nicht durch EU-Mechanismen, insbesondere durch den künftigen Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), übernommen werden.

Nicht im Bankensystem: Um im Notfall eine geordnete Insolvenz auf Basis der *Red Bonds* zu gewährleisten, ohne dabei den Bankensektor zu gefährden, sollten die »roten« Schulden weitgehend aus dem Bankensystem herausgehalten werden. Die Furcht vor einer neuen ernsthaften Bankenkrise war der entscheidende Grund für die faktische Aussetzung der *no bailout*-Klausel im Mai 2010, als das Hilfspaket für Griechenland geschnürt wurde. Das Halten »roter« Schulden müsste für Banken also vergleichsweise unattraktiv gemacht werden. Deshalb sollte die EZB die »roten« im Gegensatz zu den »blauen« Schulden nicht als Kreditsicherheit für die Liquiditätsversorgung akzeptieren. Darüber hinaus müssten die europäischen Bankenregulierer *Red Bonds* mit einem sehr hohen Risikogewicht versehen, um sie für Banken unattraktiv zu machen und sie dazu zu bringen, für den Ernstfall einen systemstabilisierenden Eigenkapitalpuffer vorzuhalten.

2.3. Die Einführung der *Blue* und *Red Bonds*

Für die Einführung von *Blue* und *Red Bonds* gibt es grundsätzlich zwei Alternativen. Ihre Einführung könnte graduell erfolgen. Fiskalisch besonders glaubwürdige Länder könnten sich zusammenschließen und den Anfang machen. Nach und nach würden *Blue Bonds* und *Red Bonds*

in den Markt eingeführt. Schwächere Länder könnten dazustoßen, sobald sie ihre »Hausaufgaben« erledigt haben. Das System könnte so langsam erprobt werden und mit der Zeit an Glaubwürdigkeit gewinnen. Auch wären Nachjustierungen im System leichter möglich.

Alternativ ist auch eine *Big Bang*-Lösung denkbar, also eine abrupte Einführung, bei der die vorhandene Staatsverschuldung schlagartig in *Blue* und *Red Bonds* umgetauscht wird. Der Vorteil einer solchen schlagartigen Einführung läge einerseits darin, dass ein extrem liquider Pool »blauer« Schulden mit allen seinen Vorteilen quasi über Nacht entstehen würde. Außerdem – und das ist im Kontext der aktuellen Schuldenkrise vielleicht noch wichtiger – könnte der Schuldentausch dazu genutzt werden, eine Restrukturierung der Staatsschuld der aktuell überschuldeten Länder vorzunehmen. Auf diese Art könnten *Blue Bonds* als das funktionale Äquivalent von *Brady Bonds* fungieren.² Da eine weitere Restrukturierung bei den *Red Bonds* vergleichsweise einfach möglich wäre, könnte sogar eine Restrukturierung in Etappen relativ gut verwirklicht werden, wie sie in der aktuellen Diskussion verstärkt in Betracht gezogen wird.

3. *Blue* und *Red Bonds*: wichtige Vorteile

3.1. »Exorbitantes Privileg«

Die *Blue Bonds* könnten einen wichtigen Beitrag dazu leisten, den Aufstieg des Euro zur internationalen Reservewährung zu unterstützen. Der Zeitpunkt hierfür ist günstig, da aufgrund des US-amerikanischen Haushaltsdefizits das Vertrauen in den US-Dollar abnimmt. Die Liquidität der *Blue Bonds* (fünf bis sechs Milliarden Euro) wäre vergleichbar mit den US Treasuries (umgerechnet etwa sieben Milliarden Euro). *Blue Bonds* hätten damit die Chance, in den Genuss des bisher den USA vorbehaltenen »exorbitanten Privilegs« zu kommen. Dieses Privileg besteht darin, weltweit tätigen Investoren, besonders Zentralbanken und Staatsfonds in Schwellenländern, extrem sichere und höchstliquide Wertpapiere zu entsprechend niedrigen Zinssätzen verkaufen zu können. Warnock und Warnock schätzen die aus dem »exorbitanten Privileg« für die US-amerikanischen Treasury Bills resultierenden Ersparnisse bei den Finanzierungskosten

2. *Brady Bonds* wurden zur Umschuldung nach der lateinamerikanischen Schuldenkrise der 1980 eingesetzt und von den USA besichert.

auf ungefähr 0,8 Prozent des Nennwertes pro Jahr.³ Eine konservativere Schätzung des möglichen Zinsvorteils für die Blue Bonds wären 0,3 Prozentpunkte.⁴ Geht man von langfristigen Realzinsen von drei Prozent aus, würde das eine dauerhafte Reduktion des Schuldendienstes um zehn Prozent bedeuten. Es ist nicht ausgeschlossen, dass selbst Deutschland, dessen Staatsanleihen heute schon eine privilegierte Stellung am Markt genießen, von solchen Zins-effekten zusätzlich profitieren könnte. Befürchtungen, dass die Kreditkosten für finanzstärkere Länder deutlich steigen würden, erscheinen jedenfalls übertrieben.

Sicherlich falsch ist die Behauptung, dass die *Blue Bonds* Deutschland 17 Milliarden Euro pro Jahr kosten würden. Diese Zahl ergäbe sich in etwa durch den Vergleich der heutigen Refinanzierungszinsen Deutschlands mit dem nach Schulden gewichteten Mittel der Refinanzierungskosten in der gesamten Eurozone. Doch dieser Vergleich macht allenfalls Sinn, wenn man die gesamten Staats-schulden der Eurozone vergemeinschaften würde. Aber genau das sieht unser Konzept nicht vor. Stattdessen schlagen wir vor, dass die ganz realen Risiken hoher Staatsverschuldung national bleiben, während nur die weitgehend risikofreie Sockelverschuldung als Eurobond zusammengelegt wird. Unser *Blue Bond* hätte deshalb nicht nur eine viel höhere Qualität als der Eurobond der 17-Milliarden-Rechnung. Er hätte sogar tendenziell eine höhere Qualität (und Liquidität ohnehin) als die nationale Verschuldung – sogar in stabilitätsorientierten Ländern. Sofern der institutionelle Rahmen des *Blue Bond* glaubwürdig ist, dürften die Zinskosten für *Blue Bonds* sehr niedrig ausfallen – und müssten sich selbst vor deutschen Staatsanleihen nicht verstecken.

3. Francis Warnock und Veronica Warnock (2009), International Capital Flows and U.S. Interest Rates, in: Journal of International Money and Finance.

4. Diese Schätzung ergibt sich aus der Differenz zwischen den Risikoprämien für Swap-Geschäfte in Deutschland und in den Vereinigten Staaten in den zehn Jahren vor 2007.

ISBN: 978-3-86872-791-3

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.

3.2. Komplementarität mit Stabilitätspakt und ESM

Unser Vorschlag der »blauen« und »roten« Schulden würde den Stabilitäts- und Wachstumspakt stärken. Über die Allokation der »blauen« Schulden könnte eine nachhaltige Fiskalpolitik belohnt werden, indem der unabhängige Stabilitätsrat seinen Allokationsvorschlag für die *Blue Bonds* an den Grundsätzen des Stabilitäts- und Wachstumspakts ausrichtet. Darüber hinaus würde die Einführung von »roten« Schulden eine neue politische Dynamik in den schwächeren Ländern der Eurozone in Gang setzen. In der Vergangenheit hat Brüssel im Rahmen des Stabilitätspakts mehr oder weniger erfolgreich versuchen müssen, die Ziele der fiskalischen Nachhaltigkeit den Ländern von außen überzustülpen. Dieser Umstand würde sich mit der Einführung von *Red Bonds* ändern, da mangelnde fiskalische Glaubwürdigkeit mit sehr hohen Zinsaufschlägen auf den *Red Bonds* bestraft würde. Betroffene Länder hätten in Zukunft eine viel höhere Motivation, sich mit Unterstützung von Brüssel auf einen glaubwürdigen fiskalischen Pfad festzulegen, um die Zinskosten der *Red Bonds* zu drücken.

Auch ließe sich unser Vorschlag elegant mit dem Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) verzahnen. Trotz *Blue* und *Red Bonds* sind die Länder vor Liquiditätskrisen prinzipiell nicht gefeit, so dass ein ESM weiterhin benötigt würde. Allerdings könnte er im Rahmen unseres Vorschlags relativ klein gehalten werden. Konkret schlagen wir vor, dass die Laufzeiten der *Red Bonds* im Fall eines ESM/IWF-Rettungsprogramms automatisch verlängert würden und gleichzeitig ein Zinsmoratorium in diesem Zeitraum gelten würde. Damit greifen wir einen Vorschlag des ehemaligen Bundesbankpräsidenten Axel Weber auf. Gleichzeitig könnte der *roll over* der *Blue Bonds* selbst im Krisenfall durch eine geeignete Allokation durch den Stabilitätsrat gesichert werden. Damit müsste der ESM nur noch genug Geld vorhalten, um im Krisenfall das Primärdefizit und die Zinskosten der *Blue Bonds* abzudecken.

Über die Autoren

Jacques Delpla ist Mitglied des französischen Sachverständigenrats (Conseil d'Analyse Économique).

Jakob von Weizsäcker leitet die Grundsatzabteilung im Thüringer Ministerium für Wirtschaft, Arbeit und Technologie und ist externer Fellow von Bruegel.