

Kann der Vorschlag zur Einführung von »Blue Bonds« und »Red Bonds« das Risiko für die Euroländer minimieren? Demnach könnte bis zu einer Obergrenze für die Schuldenstandsquote eine Finanzierung durch gemeinsame Euroanleihen mit gesamtschuldnerischer Haftung, sog. »Blue Bonds«, erfolgen, darüber hinaus müssten die Staaten nationale Anleihen, sog. »Red Bonds«, emittieren, die mit deutlich höheren Zinsen ausgestattet sein dürften.

## Erstrangige Eurobonds als Sockelfinanzierung der Euroschulden (»Blue Bonds«) – ein Lösungsvorschlag

Eurobonds werden in diesem Beitrag verstanden als Staatsanleihen, die entweder direkt von der Gemeinschaft der Euroländer (EU-17) begeben werden oder von den einzelnen Staaten, aber mit gemeinschaftlicher Haftung aller Mitgliedstaaten. Es wird davon ausgegangen, dass die gemeinsame Währung und die Währungsunion, soweit vertretbar, gerettet und erhalten werden sollen.

### Situation

Eurobonds werden von ihren Befürwortern als notwendige Ergänzung des einheitlichen Währungsraumes angesehen, der damit auch ein gemeinsames Kapitalmarktprodukt erhalten würde. Vor allem aber werden sie vehement gefordert als zwingend notwendiges Mittel zur Bewältigung der Eurokrise und ebenso vehement abgelehnt als endgültiger Schritt in eine gefürchtete Transferunion. Dabei müssen wir sehen, dass die Transferunion bereits längst Realität geworden ist. Die gemeinsame Haftung der Mitgliedsländer für Verbindlichkeiten von Krisenländern über die Europäische Zentralbank (EZB), z.B. Anleihekäufe und Target-Salden, sowie die Stabilitätsmechanismen ESFS und EMS hat die Marke von 1 Billion Euro schon deutlich überschritten mit weiter steigender Tendenz (vgl. auch Sinn 2011a).

Am 9. Dezember 2011 hat der Europäische Rat grundsätzliche Schritte zur

Schaffung einer Fiskalunion beschlossen. Eurobonds wurden dabei zwar ausdrücklich ausgeschlossen. Angesichts der Interessenlagen und Mehrheitsverhältnisse in der EU-17 muss jedoch davon ausgegangen werden, dass der Beschluss kaum Bestand haben wird und Eurobonds zu einem späteren Zeitpunkt doch eingeführt werden. Das wird weiter unten argumentiert.

Ziel muss es deshalb sein, die bisher schleichende und ungeordnete Vergemeinschaftung der Schulden in geordnete und kontrollierte Bahnen zu bringen. Das heißt vor allem Transparenz, Begrenzung des Volumens, Rückführung in die politisch-parlamentarischen Entscheidungsprozesse und Beendigung des verfassungswidrigen Missbrauchs der EZB zur Staatsfinanzierung.

Dazu könnten erstrangige Eurobonds einen wichtigen Beitrag leisten. Diese Variante ist bisher in der Diskussion zu Unrecht nicht aufgegriffen worden, obwohl sie als Bestandteil des »Green Paper« vom 23. November 2011 ein offizieller Vorschlag der EU-Kommission ist.

### Die Argumente für und gegen einheitliche Eurobonds

**Argumente für Eurobonds.** Das stärkste Argument ist, dass durch die Einführung von Eurobonds endlich ein einheitlicher und *liquider Kapitalmarkt* geschaffen würde mit dem Potenzial, neben dem US-Dollar eine zweite Weltreservewährung zu werden. Dies stößt auf ganz erhebliches Interesse der institutionellen und staatlichen Investoren. Der Markt würde deutlich *effizienter* durch Einführung eines tatsächlichen Euro-Benchmark-Markts und einer verlässlichen Euro-Zinsstrukturkurve. Das würde auch zu einer *Beruhigung*



Martin Schütte\*

und  
Nicholas Blanchard\*\*

\* Prof. Dr. Martin Schütte ist ehem. Vorstandsmitglied der HypoVereinsbank/Bayer. Hypotheken- und Wechsel-Bank AG sowie Lehrbeauftragter und Honorarprofessor der Ludwig-Maximilians-Universität München.

\*\* Dr. Nicholas Blanchard, Managing Director UniCredit Markets & Investment Banking.

der Kapitalmärkte beitragen. Durch die Schaffung einer Anleihekategorie als Hauptreferenz würde die *Steuerung der europäischen Geldmarktpolitik* durch die EZB vereinfacht und die Refinanzierung der EU-17 stabilisiert, da keine Investoren mehr wegbrächen, die wie bisher in einzelne nationale Anleihemärkte investiert haben. Die Möglichkeiten zur *Spekulation* mit und gegen unterschiedliche Zinssätze der einzelnen Mitgliedstaaten würde beseitigt und das europäische *Bankensystem stabilisiert*, da es weniger abhängig würde von nationalen Staatsanleihen als Liquiditätsreserve und Sicherheitenpool. Eine gemeinsame Finanzierung würde darüber hinaus zu einer *Stärkung der europäischen Solidarität* und des politischen Einigungsprozesses führen, da die notwendige Koordination der Fiskalpolitik vorausgehen müsste.

**Argumente gegen Eurobonds.** Dem stehen schwerwiegende Gegenargumente entgegen. Eine bedingungslose gemeinsame Haftung wäre absolut kontraproduktiv, da sie den Problemländern jeden Anreiz und Zwang nehmen würde, sich einem schmerzhaften Anpassungs- und Entschuldungsprozess zu unterziehen (*»Moral Hazard«*). Außerdem bestünde die große Gefahr, dass eine weiterlaufende Verschuldung in den Problemländern die Gesamtverschuldung der Gemeinschaft und das Haftungsvolumen der stärkeren Staaten ständig erhöhen und deren Bonität in einem Kaskadeneffekt zunehmend untergraben würde (*»Ansteckungsgefahr«*). Auch eine erhoffte *Zinssenkung* für die Problemländer könnte nicht eintreten, da die Kapitalmärkte diese Entwicklung vorwegnehmen und sich eher an den schwächeren als an den stärkeren Bonitäten orientieren werden. Entsprechende Äußerungen von Ratingagenturen liegen bereits vor. Auf jeden Fall ist von einem einheitlichen Zinssatz auszugehen mit den bekannten Folgen: Fehlleitung der Kapitalströme in die instabilen Länder und Zinssubvention zulasten der stabilen Staaten (vgl. Berg et al. 2011). Das gefährlichste und letztlich nicht auszuschließende Risiko ist, dass die vorgesehene *Stärkung der Eingriffsrechte der Gemeinschaft* in die nationale Politik auf Dauer *nicht durchzusetzen* sein wird, da die nationalen Regierungen und Parlamente ihre Souveränität in den Kernbereichen der Politik (Haushalts- und Budgetrecht) nicht aufgeben werden. Deutschland und Frankreich haben bekanntlich schon die Drohung mit der Einleitung eines Defizitverfahrens zum Anlass genommen, die zentrale Bestimmung des Maastricht-Vertrages und Grundlage der Einführung des Euro (Verbot der Haftung für andere Staaten) wegzuwischen. Der Bruch von elementaren EU-Normen ist seitdem zur Selbstverständlichkeit geworden. Die jetzt gezeigte und vom Euro-Gipfel bestätigte Entschlossenheit von Merkel und Sarkozy, derartige Eingriffsrechte in der Gemeinschaft durchzusetzen, könnte diese Befürchtungen allerdings entschärfen (der Punkt wird unten nochmals aufgegriffen). Erwähnt werden müssen auch die *rechtlichen Hürden* für den erforderlichen, weitgehenden Souveränitätsverzicht der Mitgliedsländer. Das

betrifft gerade auch Deutschland als den Garanten eines stabilen Euro, da das Grundgesetz Souveränitätsverzichtenden Grenzen setzt (Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, s. Entscheidung vom 7. September 2011). Diese Argumente lassen befürchten, dass die notwendige Entschuldung (aller Staaten) nicht angegangen, sondern in die Zukunft verschoben wird.

Die Gegenargumente überwiegen und machen eine derartige Haftungsgemeinschaft zu einem existenziellen Risiko für den Fortbestand der gemeinsamen Währung. Sie würde die Schuldenkrise nicht lösen, sondern im Gegenteil auf die Spitze treiben und in einem der Schreckensszenarien enden: einer unkontrollierbaren Inflation, einem Währungsschnitt, dem Rückfall in nationale Währungen oder dem Schrumpfen auf einige Kernländer und damit die Teilung Europas.

Diese Argumente treffen für eine uneingeschränkte Einführung von Eurobonds mit voller gesamtschuldnerischer, aber auch nur anteilmäßiger Haftung aller EU-17-Mitgliedstaaten zu. Das ist deshalb zu Recht abzulehnen.

### Die Teilung des Eurobond-Markts als Lösungsvorschlag (*»Blue«* und *»Red«* Bonds)

Die Teilung des Eurobond-Markts in erst- und nachrangige Papiere (*»Blue«* und *»Red«* Bonds) bietet dagegen die Chance, die wesentlichen Nachteile und Risiken einheitlicher Eurobonds zu vermeiden und trotzdem die erhofften positiven Wirkungen zu realisieren.

Diese Idee ist von Delpla und Weizsäcker für das Europäische Parlament ausgearbeitet worden und wurde vom EU-Präsidenten Barroso am 23. November 2011 in dessen Vorschlag für die Einführung von *»Stabilitäts-Bonds«* (*»Green Paper«*) als Variante 2 aufgenommen. Dieses Konzept ist bisher kaum diskutiert worden, obwohl es (unausgesprochen) Anlehnung in einem einzigartigen und über 100-jährigem Erfolgsmodell langfristiger Finanzierung findet: dem deutschen Pfandbrief, dem wohl größten Markt langfristiger Immobilienfinanzierung.

**Ziel** der Einführung des Pfandbriefs war es, ein Wertpapier zu schaffen, das von der Bonität des Schuldners unabhängig ist, weil es durch seine Konstruktion *selbst im Insolvenzfall des Schuldners (Emittent) vor einem Zahlungsausfall geschützt* wird.

Die **Kernelemente** des Vorschlags sind (ähnlich dem Pfandbrief):

- eine **Begrenzung des Volumens** an ausgegebenen Bonds/Anleihen mit **klaren und transparenten** Grenzwerten als *»Sicherheit«* (Blue Bonds),

- laufende *Überprüfung durch eine unabhängige Instanz*,
- die explizite *Vorrangstellung/Erstrangigkeit* dieser Anleihen gegenüber anderen Schulden

und zusätzlich

- strikte *Sanktionen* und ein definiertes *Insolvenzverfahren (neben den Marktmechanismen)*,
- Emission der Anleihen durch die EU-17, d.h. *gesamtschuldnerische Haftung der Gemeinschaft*.

Damit wäre auch der Blue Bond von der Bonität des jeweiligen teilnehmenden Staates unabhängig. Durch die Volumenbegrenzung würde er den *gemeinsamen Schuldensockel* der EU-17 finanzieren, so wie der Pfandbrief den Sockel der Langfristfinanzierung des Immobilienmarktes in Deutschland darstellt. Zusammen mit der Vorrangstellung und den anderen Kernelementen würde er die höchste Bonitätsstufe erhalten. Der über das Volumen der Blue Bonds hinausgehende Finanzierungsbedarf müsste wie bisher durch normale Anleihen der jeweiligen Staaten ohne gemeinschaftliche Haftung am freien Kapitalmarkt gedeckt werden (»Red Bonds«). Durch die sehr hohe Bonität der Blue Bonds würde diese Lösung die Diskussion um die *Elitebonds* überflüssig machen und die damit verbundene Aufspaltung der EU-17-Länder vermeiden.

### Die Begrenzung des Volumens der erstrangigen Anleihen (Blue Bonds)

Entscheidend wichtig für die Erreichung der Top-Bonität ist die Begrenzung des Volumens der ausgegebenen Anleihen sowie klare und transparente Kriterien dafür. Dieser Gedanke liegt auch dem Vorschlag zugrunde, bei einer drohenden Staatsinsolvenz nach einem Haircut das verbleibende Volumen mit Gemeinschaftshaftung bis zu einem festgelegten Teil des BIP umzuschulden (vgl. Sinn 2011b). Maßstab für diese Kriterien sollte die Antwort auf die Frage jedes Gläubigers sein: Wie viel Kredit verträgt der Schuldner? Die Antwort ist zweigeteilt: soviel, wie eine gegebene Sicherheit bei der Realisierung im Insolvenzfall zweifelsfrei erbringt, oder die Summe, die der Schuldner mit seinem verfügbaren Einkommen nachhaltig bedienen kann.

Eine *direkte Besicherung* könnte durch Werte wie *Geld, Währungsreserven, Gold, IWF-Anteilsscheine, Immobilien, Beteiligungen* o.Ä. erfolgen. Abseits der politischen Durchsetzung im Fall der Realisierung sind die möglichen Volumina für eine generelle Absicherung zu klein und könnten nur im Einzel- und Notfall herangezogen werden.

Als »Sicherheit« wäre also das Schuldenvolumen zu betrachten, das eine Volkswirtschaft in jedem Fall bewältigen kann. Als Maßstab bieten sich fiskalische Kenngrößen an, insbe-

sondere die Wirtschaftsleistung des Staates insgesamt, also sein *Bruttosozialprodukt (BIP)*. Das ist auch der Vorschlag der Kommission, die sich an den *Maastricht-Kriterien*, also max. *60% des BIP*, orientiert. Dieses Kriterium hat den Vorteil, dass es einfach zu verstehen und zu ermitteln ist. Aussagekräftiger für einen Gläubiger sind allerdings die Einnahmen des Staates, die dieser für die Bedienung seiner Schulden zur Verfügung hat. Denn die korrelieren nicht direkt mit dem BIP. Hierfür sind geeignete Kriterien die *Zinssteuerquote* (der Anteil der Steuereinnahmen, der für die Zinszahlungen notwendig ist) oder der *Primärüberschuss/Primärsaldo* (die Steuereinnahmen, die nach Abzug der notwendigen Staatsausgaben für Zinszahlungen zur Verfügung stehen). Diese Kriterien wurden auch vom Bundesverfassungsgericht in seinem Urteil zur Feststellung einer Haushaltsnotlage (BVerfG 19. Oktober 2006) verwandt. Art und Höhe der Kriterien sollten überprüft werden und auf jeden Fall klar und transparent sein. Für Deutschland ergibt sich z.B. folgende überschlägige Rechnung (Zahlen 2010: Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2011): bei jährlichen Zinszahlungen von 62 Mrd. Euro (einer Zinssteuerquote von 11,3%) können bei einem Zinssatz von 4% ein Kreditvolumen von 1 550 Mrd. Euro bedient werden, was einer Quote von 70% des BIP entspricht. Bei einem Zinssatz von 5% sinkt die Quote auf 56% und bei einem Zins von 6% auf 47%/BIP. Das legt nahe, die Beleihungsgrenze für die erstrangigen Anleihen auf 50% oder sogar 40% (Vorschlag von Juncker und Tremonti 2010) zu senken. Denn das derzeitige, extrem niedrige Zinsniveau kann langfristig nicht unterstellt werden.

Eindeutige und starre Beleihungsgrenzen sind ein zentraler Punkt. Sie müssen vertraglich abgesichert und damit politischem Druck entzogen sein. Auch ein interner Ausgleich von Volumina sollte deshalb nicht erfolgen dürfen.

### Flankierende Maßnahmen

Zur erfolgreichen Umsetzung dieses Vorschlags sind weitere begleitende Maßnahmen notwendig.

**Überwachung der Beleihungsgrenzen.** Die Einhaltung der Beleihungsgrenzen muss entsprechend den Deckungsprüfern bei Hypothekenbanken durch neutrale Sachverständige laufend überprüft werden. Dafür bieten sich Eurostat, eine europäische Schuldenagentur oder eine dritte zu schaffende Stelle an. Entscheidend für die erfolgreiche Implementierung des Konzepts und der darin festgelegten Grenzwerte und Verteilungsmechanismen ist die Unabhängigkeit und Integrität dieser Überwachungsinstanz in dieser Funktion. Das muss vertraglich zwischen den EU-17 abgesichert sein.

**Emissionsmanagement.** Die Emission der erstrangigen Anleihen sowie das gesamte damit verbundene Management

sollten entsprechend der Finanzagentur der Bundesrepublik durch eine zu gründende *Europäische Schuldenagentur* (oder einen Zusammenschluss der 17 nationalen Schuldenagenturen) erfolgen, die im Auftrag der EU-17 handelt. Auch das *Bedienungsmanagement* sollte der Agentur übertragen werden. Die Mitgliedstaaten sollten verpflichtet werden, zu festen Terminen im Voraus die fälligen Zinszahlungen bei der Agentur anzuschaffen, die dann den Zahlungsdienst übernimmt und sicherstellt. Die Aufgabe könnte auch von der EFSF übernommen werden bzw. ihrem Nachfolger, dem ESM.

**Erstrang der Anleihen.** Zu klären ist das Verhältnis der erst-rangigen Anleihen zu eventuellen Krediten des IWF, die für sich den Erstrang beanspruchen. Das sollte auf Dauer nicht akzeptiert und dadurch gelöst werden, dass die EU-17 ihr Krisenmanagement selber bewältigen können und sich von paralleler Hilfe des IWF unabhängig machen. Ein Vorrang der IWF- oder anderer Kredite würde die Glaubwürdigkeit und damit Bonität der Eurobonds deutlich beeinträchtigen. Dies wird allerdings solange bleiben müssen, wie die EU-17 eine Insolvenz eines Mitgliedstaates ausschließen, was auf dem EU-Gipfel marktfern vereinbart worden ist. Denn dann bleibt im Ernstfall nur ein Umschuldungsverfahren durch Einbeziehung der bestehenden Mechanismen, wie IWF, Pariser Club usw. Alternativ müssten die IWF-Verbindlichkeiten in die Grenzwerte für die Blue Bonds mit einbezogen werden. Die Nachrangigkeit muss auch in privatrechtlich einwandfreier Form gesichert sein, z.B. durch entsprechende Nachrangklauseln in den Red Bonds.

**Sanktions- und Insolvenzregime.** Unverzichtbar ist die Schaffung eines Sanktions- und Insolvenzregimes für den Fall, dass ein Mitgliedstaat seinen Verpflichtungen nicht nachkommt oder die nachrangigen Anleihen nicht mehr bedienen kann. Bei Verstößen könnten Sicherheitsleistungen, z.B. durch Verpfändung von Währungsreserven, verlangt oder das Volumen der Erstranganleihen reduziert werden. Ansonsten müsste ein geordnetes Insolvenzverfahren bestehen, wie es in dem ESM vorgesehen ist. Sollte das nicht realisiert werden, müssten schon deswegen prohibitiv die Cross Default und Collective Action Clauses in den Red und Blue Bond Anleiheprospekten enthalten sein.

**Laufzeiten und Mindestgröße.** Um die oben beschriebenen Vorteile des Euro-Kapitalmarktes zu realisieren, sollte die gesamte Zinsstrukturkurve mit Blue Bonds abgebildet werden. Zur Stärkung der Liquidität sollten auch nur Anleihen in Benchmark-Volumina emittiert werden.

**Rechtsfragen.** Zu klären sind noch die Vereinbarkeit mit den europäischen Verträgen und den nationalen Verfassungen sowie Fragen z.B. nach der Rechtsordnung für die neuen Anleihen. Wegen der Begrenzung des Volumens und der Aufrechterhaltung der nationalen Kompetenz und Verant-

wortung für die Deckung des nachrangigen Finanzierungsbedarfs durch Red Bonds, müssten die Verfassungsfragen leichter zu lösen sein als bei der Einführung unlimitierter Eurobonds.

### Wie kann der Übergang in das neue System gestaltet werden?

Für die Gestaltung des Übergangs vom bisherigen in das neue System gibt es im Grunde zwei Möglichkeiten: eine langsame, organische (*Phasing in*) oder ein direktes Umsteigen in das neue System (*Umtauschangebot*).

**Umtauschaktion.** Ein genereller Umtausch zu einem festen Termin und festen Konditionen ist die bessere Lösung, da nur auf diesem Wege die notwendige Erstrangigkeit der neuen Anleihen kurzfristig erreicht werden kann. Die Konditionen müssten so gestaltet werden, dass sie die Akzeptanz der Mehrheit der Anleger gewinnen, d.h. sich an den Marktpreisen orientieren. Das könnte ein festes Umtauschangebot sein, eine Auktion oder auch eine Staffelung nach der Laufzeit der bestehenden Anleihen mit einer Priorität für die langlaufenden Engagements. Der wesentliche *Vorteil* ist die sofortige Entstehung eines großen und liquiden Marktes, eine Zinsentlastung für die schwächeren Staaten auf das entsprechende Anleihevolumen und das Bestehenbleiben des Anpassungsdrucks bei den Staaten, die über der Grenze liegen und sich für dieses Volumen mit den deutlich höheren Zinsen am Markt selber finanzieren müssen. Gleichzeitig würde das Gesamtvolumen der Schulden durch den Betrag gesenkt, der zu Marktpreisen umgetauscht wird. Als weiterer Vorteil bleibt, dass der Umtausch bei den Staaten, die auch danach nicht kapitalmarktfähig sind, zu einer Umschuldung i.S. einer geordneten Insolvenz verbunden werden könnte (vgl. Delpla und Weizsäcker 2011).

**Sukzessiver Übergang.** Bei dieser Lösung würden jeweils bei Fälligkeit oder Neubedarf nachrangige Anleihen begeben, solange bis das zulässige Volumen erreicht ist. Diese Variante scheidet schon dadurch aus, dass der konstitutive Erstrang so nicht erreicht werden kann. Denn die Erstrangklausel neu begebener Anleihen würde erst nach Austausch des bestehenden Anleihebestandes durch Fälligkeit wirksam, wenn die bestehenden Anleihen durch neue, mit einer Nachrangklausel versehenen ersetzt worden sind.

### Wie werden sich die Zinsen dieser Eurobonds entwickeln?

Der richtige Preis wird ein erheblicher Treiber der Eurobonds sein. Die Spekulation darüber ist bereits ein wesentlicher Punkt der hitzigen Diskussion über das Für und Wider der Eurobonds (vgl. »Bogenberger Erklärung«). Für die Preisbil-

dung wird normalerweise unterschieden zwischen dem Preis für die Liquidität selbst und dem Preis für das Ausfallrisiko. Angelehnt an den Preisvorteil der US-Staatsanleihen aufgrund der Größe und damit Liquidität dieses Marktes, wird allgemein eine Liquiditätsprämie entsprechend der Größe des jeweiligen Marktes angenommen. Wissenschaftlich gibt es dafür keinen Beleg, sondern eher einen Zusammenhang mit der Fälligkeitsstruktur des Anleihebestandes (vgl. Berg et al. 2011). Dort werden zu Recht auch weitere Risiken aufgezeigt, die zu Zinsaufschlägen von Eurobonds gegenüber erstklassigen Anleihen wie der Bundesanleihe führen können, z.B. die unterschiedlichen Ausfallwahrscheinlichkeiten der einzelnen Anleihen. Das würde eine laufende Zinssubvention für die schwachen durch die starken Mitglieder bedeuten mit deutlichen Mehrbelastungen für Deutschland. Diese Effekte dürften bei den erstrangigen Blue Bonds wegen der Gemeinschaftshaftung und der Begrenzung des Volumens auf den »konkurssicheren« Sockelbetrag jedes Mitgliedstaates nicht auftreten.

Auf jeden Fall ist zu empfehlen, einen eigenen Prozess der Preis- und Volumensondierung mit unterschiedlichen Anleihekonditionen bei den führenden institutionellen und staatlichen Investoren anzustoßen. Dies würde den Gepflogenheiten des Marktes entsprechen und wäre eine effiziente Art, Licht in diese heikle Diskussion zu bringen. Spannend wird die Frage bei der gemischten Betrachtung des Preises der Blue Bonds und der Red Bonds jedes Mitgliedstaates. Die Gesamtrechnung wird dann die Effizienz des Konzeptes zeigen.

### **Können die Rahmenbedingungen/Sanktionsmechanismen vor einer Verwässerung durch politische Einflussnahme geschützt werden?**

Die größte Gefahr für jeden Vorschlag ist, dass die politischen Entscheidungsträger vereinbarte Rahmenbedingungen und Sanktionsmechanismen in dem Augenblick aushebeln oder verwässern, in dem sie unbequem werden und greifen müssten. Das gilt natürlich auch für das hier vorgeschlagene Konzept. Dieses Risiko ist faktisch nicht zu beseitigen. Es kann nur darum gehen, den Weg zu wählen, der das Risiko möglichst klein halten kann. Zur Wahl stehen die beiden Alternativen Fiskalunion und Beibehaltung des jetzigen Vorgehens, durch Begrenzung und strenge Konditionierung finanzieller Unterstützung einen Stabilitätskurs in den einzelnen Ländern zu erzwingen (»Politik der restriktiven Rettung«, Bogenberger Erklärung 2011). Dieser Weg muss weiterhin unter Führung Deutschlands erzwungen werden und wird deswegen auch Deutschland und der EU (»Brüssel«) zugerechnet werden. Er birgt die Gefahr wachsenden Widerstands gegen Konsolidierungsmaßnahmen, einer Vergiftung des Klimas zwischen den Mitgliedstaaten und der ernsthaften Beschädigung des eu-

ropäischen Gemeinschaftsgefühls. Das wird politisch nicht lange durchzuhalten sein.

Deswegen votieren wir klar für das Wagnis einer Fiskalunion, da nur so auf Dauer die gemeinsame Währung zu retten sein wird (Beseitigung des »Geburtsfehlers« der Währungsunion). Der Druck der Situation sollte ausgenutzt werden, um den nächsten, für die Währungsunion zwingenden Integrationsschritt anzugehen und so auszugestalten, dass bisherige Fehler beseitigt und die Risiken minimiert werden. Dazu gehören die bereits vorgesehenen strengen Sanktionsmechanismen, aber auch die (jetzt ausgeschlossene) Möglichkeit des Ausscheidens eines Mitgliedstaates. Vor allem muss die Integration der Politiken sich nicht nur auf den Schuldenabbau, sondern auch die Felder Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit ausweiten. Es ist sicher, dass das ein zäher und beinharder Entscheidungsprozess wird, in dem auch das Thema Eurobonds nicht auszuklammern sein wird. Der hier vorgeschlagene erstrangige Eurobond bietet eine Variante, die dieses Thema in einer vertretbaren und positiven Form lösen könnte. Insgesamt muss Deutschland bereit sein, auch nennenswerte Zusatzbelastungen (wie bisher auch) auf sich zu nehmen, um die gemeinsame Währung dauerhaft zu sichern und gleichzeitig den Integrationsprozess weiter voranzutreiben. Diese Bereitschaft und Führungsrolle wird mehrheitlich von Deutschland erwartet und liegt in seinem ureigensten Interesse.

### **Gibt es eine Ausstiegsmöglichkeit, wenn das System nicht funktioniert?**

Das Wagnis einer Fiskalunion ist auch deshalb vertretbar, weil es bei erstrangigen Eurobonds eine Ausstiegsoption gibt, falls die Rahmenbedingungen nicht erhalten bleiben und das Abgleiten in eine unlimitierte Transferunion droht. Das sollte ein wichtiges Beurteilungskriterium für alle Vorschläge sein.

Bei unserem Vorschlag könnte eine solche Situation entstehen, wenn ein Mitgliedsstaat die zur Bedienung der Anleihen erforderlichen Mittel der Schuldenagentur nicht zur Verfügung stellt oder auf eine Finanzierung eines Zusatzbedarfs durch die Gemeinschaft angewiesen ist, die damit verbundenen Auflagen nicht erfüllt und dadurch die Rückführung seiner Gesamtverschuldung in den vereinbarten Rahmen verfehlt. In diesen Fällen müssen die zwingend vereinbarten Sanktions- und Insolvenzmechanismen greifen, d.h. notfalls eine geordnete Umschuldung oder gar Ausscheiden aus der gemeinsamen Währung erfolgen. Natürlich bleibt die gemeinsame Haftung für die erstrangigen Anleihen bestehen. Aber das Ausfallrisiko für die garantierenden Mitglieder ist begrenzt, da es bei jedem Umschuldungs- oder Austrittsszenario möglich sein müsste, den Erhalt und die Bedienung dieses begrenzten Volumens zu erreichen, wenn

die Beleihungskriterien wie vorgeschlagen einen nachhaltig sicheren Rahmen abstecken.

Bei allen anderen bekannten Vorschlägen einer Gemeinschaftsfinanzierung ist eine Ausstiegsoption praktisch nicht zu realisieren, da diese entweder auf einer unlimitierten Gemeinschaftshaftung beruhen (z.B. »reine« Eurobonds, volle Finanzierung über die EZB oder ESM) oder einer Gemeinschaftshaftung für den »nachrangigen« und damit risikoträchtigsten Teil des Schuldenbestandes eines Landes, z.B. »Tilgungsfondsmodell« des Sachverständigenrats für das über 60% des BIP hinausgehende Volumen. Damit sind die Ausstiegshürden für die garantierenden Länder von vornherein so hoch, dass ein Ausstieg nicht erfolgen wird. Das wird unausweichlich in eine volle Transferunion münden. Dasselbe gilt für die »Versicherungslösung« des Allianz-Vorstandsmitglieds Paul Achleitner. Der Vorschlag lautet, dass die Gemeinschaft im Fall einer Staatsinsolvenz die ersten 20% des Schuldenausfalls garantiert. Das soll die Investitionsbereitschaft fördern und damit eine »Hebelung« des Garantievolumens ermöglichen. Die Märkte werden wie bisher auch diese Grenze für das Erstverlustrisiko testen und dagegen spekulieren. Bei Erreichen der Grenze werden sie die Gemeinschaft vor die Wahl stellen, entweder die Grenze zu erhöhen, die weitere Finanzierung selbst zu übernehmen oder die Insolvenz zu riskieren. Auch hier wäre die Gemeinschaft gefangen ohne realistische Ausstiegsoption. Neben den Erstrangbonds wäre die Versicherungslösung auch obsolet, da die Investoren mit den Blue und Red Bonds direkt in die verschiedenen Risiken investieren können.

## Ergebnis

Um die gemeinsame Währung dauerhaft zu retten, ist der Einstieg in eine Fiskalunion der richtige Schritt, da nur so der »Geburtsfehler« der Währungsunion beseitigt werden kann. Eurobonds werden auch dabei eine Forderung sein, der sich Deutschland auf Dauer nicht widersetzen können wird. Dabei könnte das vorgeschlagene Konzept, Eurobonds auf die Finanzierung nur eines »konkursfesten« Sockelvolumens zu beschränken, eine sinnvolle und konsensfähige Lösung sein. Die genannten Vorteile von Gemeinschaftsanleihen (Eurobonds) könnten realisiert werden, wie Schaffung eines einheitlichen Kapitalmarkts durch ein gemeinsames Produkt und die Reduzierung der Zinsbelastung für die Grundfinanzierung auch der schwachen Staaten. Die Nachteile würden vermieden, da der Druck der Kapitalmärkte für den »nachrangigen« Teil der Staatsschulden erhalten bliebe und sich damit der »Moral-Hazard-Effekt« sogar umkehren würde.

Das Modell sollte konkret ausgearbeitet und mit den Beteiligten, insbesondere auch den institutionellen Anlegern und Ratingagenturen, auf seine Akzeptanz und Ausgestaltung

im Detail sondiert werden. Die Bereitschaft dazu kann unterstellt werden, denn die institutionellen Anleger stehen unter einem großen Anlagedruck und haben ein hohes Interesse an einem akzeptablen und interessanten Anlageprodukt mit dem erforderlichen Volumen und Liquidität. Das können nationale Euro-Anleihen nicht mehr bieten im Gegensatz zu einem Gemeinschaftsprodukt wie einem so gestalteten Blue Bond.

Alle bestehenden und angedachten Instrumente und Verfahren zur Finanzierung der Krisenstaaten werden weiterhin gebraucht zur Finanzierung des nachrangigen Teils der Schulden über die Red Bonds. Das gilt selbst für die Idee eines Tilgungsfonds, d.h. der verbindlichen Rückführung der überschießenden Verschuldung in den nachhaltig beherrschbaren Rahmen. Über die Blue Bonds ist das Problem bis zu den definierten Grenzwerten abgeschichtet und mit einem für den Kapitalmarkt, aber auch den Bürgern der betroffenen Mitgliedstaaten, glaubwürdigen Konzept zu einem relevanten Teil gelöst. Im Falle des Scheiterns der Bemühungen gibt es bei diesem Ansatz sogar eine realistische Ausstiegsoption, die die Haftungssumme auch von den starken Ländern wirtschaftlich wohl nicht ausweitet. Dann blieben tatsächlich nur die kleinsten der beschriebenen Schreckensszenarien: Ausstieg aus der Währungsunion oder Reduzierung auf die stabilen Mitgliedstaaten.

## Literatur

- Berg, T.O., K. Carstensen und H.-W. Sinn (2011), »Was kosten Eurobonds?«, *ifo Schnelldienst* 64(17), 25–33.
- Bundesverfassungsgericht, Urteil vom 19. Oktober 2006, online verfügbar unter: [www.bundesverfassungsgericht.de/pressemitteilungen/bvg06-096](http://www.bundesverfassungsgericht.de/pressemitteilungen/bvg06-096).
- Bundesverfassungsgericht, Urteil vom 7. September 2011, online verfügbar unter: [www.bundesverfassungsgericht.de/Entscheidungen/2011/9/7](http://www.bundesverfassungsgericht.de/Entscheidungen/2011/9/7).
- Delpla, J. und J. von Weizsäcker (2011), »Eurobonds – das Blue Bond-Konzept und seine Implikationen«, Friedrich-Ebert-Stiftung 06/2011, online verfügbar unter: <http://library.fes.de/pdf-files/d/ipa/08209.pdf>.
- Dietz, O. (2008), »Indikatoren zur Beurteilung der Leistungsfähigkeit öffentlicher Haushalte«, Statistisches Bundesamt, *Wirtschaft und Statistik* (10), 862–866.
- Europäische Kommission (2011), *Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds*, 23. November online verfügbar unter: [http://ec.europa.eu/commission\\_2010-2014/president/news/documents/pdf/green\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/documents/pdf/green_en.pdf).
- ifo Schnelldienst* (2011), »Bogenberger Erklärung: Sechzehn Thesen zur Situation der Europäischen Währungsunion«, 64(23), 3–11.
- Issing, O. (2012), »Die Währungsunion auf dem Weg zur Fiskalunion?«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 6. Januar 2012.
- Juncker, J.-C. und G. Tremonti (2010), »E-Bonds would end the crisis«, *Financial Times*, 5. Dezember 2010.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011), »Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2011: Europäische Schuldenkrise belastet deutsche Konjunktur«, *ifo Schnelldienst* 64(20), 3–71.
- Sachverständigenrat (2011), *Jahresgutachten 2011/12*, online verfügbar unter: [www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuelles/jahresgutachten](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuelles/jahresgutachten).
- Sinn, H.-W. (2011a), »Die Rettungssummen steigen«, *ifo Schnelldienst* 64(17), 22.
- Sinn, H.-W. (2011b), »ifo Standpunkt Nr. 128: Der Ausweg aus der Krise«, *ifo Standpunkte 2011*, München.



© IW Köln/IW Medien.

Michael Hüther\*

## Blue-Red-Bonds: Überfordernde Fiskalintegration oder instabiles Arrangement

Der Vorschlag, die Staatsschuldenkrise mit Eurobonds zu bekämpfen, wird mit einer gewissen Beständigkeit seit geraumer Zeit immer wieder vorgetragen. Dafür werden durch unterschiedliche Begründungen angeführt. Insbesondere im zweiten Halbjahr 2011 war die Sorge tragend, dass die Rettungsschirme in der Eurozone – die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) als auch der bereits in diesem Jahre startende Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) – keineswegs ausreichen werden, um Spanien und Italien aufzufangen. Das ist richtig, allerdings galt schon vor dem Regierungswechsel in beiden Staaten, dass diese kein Solvenzproblem haben, vielmehr trägt die wirtschaftliche Basis eine Finanzkraft, die zur Finanzierung der gebotenen Staatsaufgaben reicht. Diese Einschätzung wird mittlerweile von den Finanzmärkten geteilt.

Der Rückgang der Renditen für die entsprechenden Regierungsanleihen ist eindrucksvoll, wengleich die Europäische Zentralbank mit ihrer großzügigen Liquiditätsbereitstellung zu einem Zinssatz von 1% dafür mitverantwortlich ist. Die Zinsen für zweijährige spanische Anleihen sanken von 6,09% im November 2011 auf 2,7% Mitte Februar 2012. Bei italienischen Staatsanleihen fielen die Zinsen von 7,7% im November 2011 auf 3%. Jedenfalls scheinen die Investoren mittlerweile nicht mehr alle Euroländer über einen Kamm zu scheren – sie differenzieren nun deutlich zwischen Staaten mit Solvenzproblemen und solchen mit Liquiditätsproblemen. So hat das entsprechende Argument für die Einführung von Eurobonds stark an Gewicht verloren.

Eurobonds sind nun vor allem als Gestaltungsmerkmal einer europäischen Fiskalunion zu würdigen. Damit geht es um die viel grundsätzlichere Frage, ob und inwieweit gemeinsame Anleihen der Mitgliedstaaten der Eurozone dabei

eine katalysierende Funktion erfüllen können. In jedem Fall wäre es ein qualitativer Integrationsprung, der weit über das hinausgeht, was selbst in Bundesstaaten üblich ist. Dort stehen zwar der Zentralebene einheitliche Anleihen zur Verfügung, doch die Teilstaaten sind im Rahmen ihrer budgetpolitischen Verantwortung und Autonomie auf eigene Anleihen verwiesen. Gemeinschaftliche Anleihen von Gebietskörperschaften sind allenfalls für eine gemeinsame Zweckfinanzierung vorstellbar, die in eigener Rechtsperson durchgeführt wird.<sup>1</sup> Mit Eurobonds, wie sie in Reaktion auf die Staatsschuldenkrise diskutiert werden, würde insofern nicht nur europäisch, sondern sehr grundsätzlich Neuland betreten. Deshalb ist es nicht verwunderlich, dass in der entsprechenden Diskussion von Befürwortern wie Kritikern die Notwendigkeit testiert wird, Eurobonds mit einer stärkeren europäischen Disziplinierung und Überwachung der nationalen Budgetpolitik zu verbinden.

Die integrierende Wirkung entfalten Eurobonds, wenn diese als gemeinsame Anleihen konzipiert werden. In diesem Fall würden die Staaten der Eurozone gemeinschaftlich Anleihen emittieren und dadurch Mittel am Finanzmarkt aufnehmen, die bei der weiterhin bestehenden Budgethoheit der Staaten auf diese aufzuteilen wären. Alle beteiligten Staaten wären dann gesamtschuldnerisch für Tilgung und Zinsen verantwortlich. Mit den bestehenden europavertraglichen Bestimmungen über einen Haftungsausschluss in der Währungsunion (Artikel 125 AEU-Vertrag) lassen sich Eurobonds nicht vereinbaren, dieser schließt die Haftung der Europäischen Union sowie aller Mitgliedstaaten für Verbindlichkeiten anderer Mitgliedstaaten aus.<sup>2</sup> Das aber würde durch Eurobonds unweigerlich der Fall sein. Auch stehen dem nationale verfassungsrechtliche Bestimmungen entgegen, wie durch das Bundesverfassungsgericht mit seinem Urteil vom 7. September 2011 deutlich gemacht. Danach sind europäische Verpflichtungen, die sachlich und zeitlich unzureichend spezifiziert sind, nicht verfassungskonform.

<sup>1</sup> Dies gilt analog auch für die Finanzierung des EU-Haushalts über eigenen EU-Anleihen. 2003 hatte dies der damalige Kommissionspräsident Jacques Delors vorgeschlagen, allerdings erfolglos. So wie der EU keine eigene Steuer zugewiesen werden soll, so gilt dies auch für spezifische Anleihen zu ihrer Finanzierung. Möglich und vertragskonform sind dagegen EU-Projektbonds für einzelne Investitionsprojekte oder für kurzfristige Nothilfen (z.B. bei Erdbeben); es handelt sich dann um gegenseitige finanzielle Garantien für die gemeinsame Durchführung bestimmter Vorhaben (Art. 125 AEU-Vertrag).

<sup>2</sup> Der entscheidende Absatz 1 des Artikels 125 AEU-Vertrag lautet: »Die Union haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens. Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedstaats und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens.«

\* Prof. Dr. Michael Hüther ist Direktor des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln.

Wie dem auch sei: Mit Blick auf die künftige Ausgestaltung einer Fiskalunion in der Eurozone ist die Debatte um Eurobonds ernst zu nehmen. Die EU-Kommission hat dazu im November 2011 ein Grünbuch als Diskussionsgrundlage vorgelegt, das die Möglichkeit der Einführung von »Stabilitätsanleihen« erörtert (Europäische Kommission 2011). Dabei werden unterschiedliche Garantiestrukturen – gesamt-schuldnerisch versus teilschuldnerisch – und unterschiedliche Reichweiten beim Ersatz nationaler Anleihen – vollständiger oder teilweiser Ersatz – analysiert. Die Würdigung der einzelnen Alternativen muss verschiedene Aspekte berücksichtigen:

- Eine gemeinsame Anleihe der Staaten der Eurozone würde den Anleihemarkt substantiell verändern. Das Volumen läge – je nach Ausgestaltung – deutlich über dem der einzelnen Emissionen der Mitgliedsländer. Die größere Liquidität und Marktbreite würde die Liquiditätsprämien für Euroanleihen senken. Allerdings sind die Modellergebnisse ernüchternd: »Die Modelle zeigen, dass der voraussichtliche Vorteil in Bezug auf die Liquiditätsprämie eher begrenzt ist und für Mitgliedstaaten, die bereits höhere Bonitätsstufen genießen, sogar abnimmt« (Europäische Kommission 2011, 9). Zudem sind diese Effekte überhaupt erst zu erwarten, wenn die Eurobonds vollständig emittiert wurden und ihr maximales Marktvolumen erreicht haben. Nur wenn dieser Liquiditätseffekt hinreichend groß ist, kann damit gerechnet werden, dass die Belastung der bonitätsstarken Staaten geringer ausfällt als die Entlastung der schlechteren Schuldner in der Eurozone.
- Ebenso wird argumentiert, dass bei gesamtschuldnerischer Haftung sowohl die Marktvolatilität abnimmt – und damit die entsprechende Risikoprämie – als auch das gemeinschaftliche Ausfallrisiko, insbesondere bei einer Obergrenze für Eurobonds, geringer wäre als das derzeitige konsolidierte Ausfallrisiko der Nationalstaaten. Dahinter steht die Überlegung, dass die Bündelung der unterschiedlichen Bonitäten bis zu einer bestimmten Schuldenstandsquote dazu führt, dass das damit verbundene Kreditrisiko geringer ist als das gewichtete Risiko der derzeit insgesamt ausstehenden Staatsschulden der Eurozoneländer. Das freilich dürfte aus Sicht der Investoren maßgeblich damit zusammenhängen, ob und wie die Fiskaldisziplin in der Eurozone durch gemeinsame Bewachung und Sanktionierung glaubwürdig erhöht wird. Denn nur dann kann die beste Bonität in der Eurozone die Orientierung für die Bewertung der Eurobonds geben.
- Unbestritten ist, dass gemeinsame Anleihen von Staaten mit dem Problem des moralischen Risikos verbunden sind. Einerseits werden Staaten mit geringerer Bonität bei gesamtschuldnerischer Haftung für Eurobonds ohne eigene Vorleistung entlastet. Dieses Argument relativiert sich dann, wenn nur bis zu einer bestimmten Schuldenstandsquote Eurobonds vorgesehen sind und die dar-

über hinausgehenden Schulden in nationalen Anleihen die gesamte Bonitätsdifferenzierung der Märkte zu tragen haben. Unabhängig von der konkreten Ausgestaltung gibt es für die besonders kreditwürdigen Staaten den Anreiz, ihre Vorteilsposition auszudehnen. Denn die mögliche Herabstufung eines solchen Staates würde – vor allem bei einer besonderen Größe – zwar eine Herabstufung der Euroanleihe nach sich ziehen, doch dürfte dieser Effekt geringer sein als bei nationalen Anleihen.

Der vollständige Ersatz aller nationalen Emissionen von Staatsanleihen durch europäische Anleihen ist »mit der größten Gefahr eines Moral Hazard« verbunden. »Die Mitgliedstaaten könnten sich auf Kosten der Haushaltsdisziplin anderer Mitgliedstaaten verschulden, ohne dass sich dies auf ihre Finanzierungskosten auswirken würde. Daher müsste dieser Ansatz durch einen sehr soliden Rahmen für Haushaltsdisziplin, wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit und den Abbau makroökonomischer Ungleichgewichte auf nationaler Ebene flankiert sein« (Europäische Kommission 2011, 15). Da dies angesichts der damit angelegten Überforderung der europäischen Institutionen und der unverändert verbleibenden Potenziale für eine gegenseitige budgetpolitische Ausbeutung grundsätzlich ein fragwürdiger Weg ist, hat der Vorschlag einer begrenzten gesamtschuldnerischen Haftung (Blue Bonds – Red Bonds) in der öffentlichen Diskussion eine entsprechend breite Resonanz gefunden (vgl. Delpla und von Weizsäcker 2011). Danach soll bis zu einer Obergrenze für die Schuldenstandsquote eine Finanzierung durch gemeinsame Euroanleihen mit gesamtschuldnerischer Haftung (Blue Bonds) erfolgen, darüber hinaus müssen die Staaten nationale Anleihen (Red Bonds) emittieren, die mit deutlich höheren Zinsen ausgestattet sein dürften.

Zentral ist in mehrfacher Hinsicht die Festlegung einer Obergrenze, beispielsweise – wie im ursprünglichen Vorschlag – bei der Maastricht-Quote von 60% für den Schuldenstand. Denn damit wird nicht nur die Grenze zwischen gemeinsamer Haftung und nationaler Verantwortung fixiert, sondern zugleich den Märkten signalisiert, welches Anleihevolumen dauerhaft politisch akzeptiert und erwartbar ist.

- Die Grenze differenziert einerseits bezüglich der Bedienungspflicht für Zins und Tilgung zwischen Blue Bonds mit Senior Status – was die beste Bonität sichern sollte – und Red Bonds mit Junior Status. Im Fall einer Zahlungsunfähigkeit werden die Blue Bonds erstrangig behandelt. Die Tranche der Blue Bonds wird bei einer Insolvenz erst dann belastet, wenn der Ausfall nicht vollständig von den Red Bonds getragen werden kann. Die Kreditrisiken beider Anleihen dürften stark differieren.
- Die Grenze definiert andererseits einen sehr liquiden Markt für Blue Bonds – das Volumen läge derzeit bei rund 5 600 Mrd. Euro, während das für US-Staatsanleihen bei 8 300 Mrd. Euro liegt – sowie spezifische Märkte für



nationale Red Bonds mit vergleichsweise hohen Liquiditätsprämien (vgl. Delpla und von Weizsäcker 2011). Die Kreditprämien für die Red Bonds würden weiter steigen, wenn dafür ein ordentliches Insolvenzverfahren vorgesehen wird und wenn die Europäische Zentralbank Red Bonds als Sicherheit im Repo-Geschäft wenn überhaupt nur unter strengen Bedingungen akzeptieren würde.

Zusammengenommen gilt: Die auf Red Bonds zu zahlenden Zinsen werden nach oben getrieben, und zwar durch die Gefährdung im Fall der Zahlungsunfähigkeit des Landes, die geringere Liquidität des Marktes, durch Regeln für eine geordnete Insolvenz einschließlich Collective Action Clauses, die zu einer höheren Eigenkapitalunterlegung bei den Banken führen wird. Damit stellt sich jedoch die Frage, ob und wie die betroffenen Staaten Red Bonds akzeptieren würden. Denn beispielsweise für Italien könnte sich eine Situation ergeben, die keinen Zinskostenvorteil erbringt. Die bestehende Staatsschuld liegt hier bei 120% des Bruttoinlandsprodukts; die eine Hälfte würde in Eurobonds getauscht und wäre mit erheblichen Zinsvorteilen ausgestattet, während die andere Hälfte aus Red Bonds nun das ganze Solvenzrisiko zu tragen hätte und vermutlich mit so hohen Renditen versehen wäre, dass im Durchschnitt die gleiche Zinslast resultiert wie zuvor. Es liegt allein deshalb die Vermutung nahe, dass Länder mit hohem Schuldenstand versuchen werden, die Obergrenze für Blue Bonds anzuheben.

Die Akzeptanz der Blue- und Red-Bonds-Logik hängt für solche Länder natürlich besonders davon ab, wie diese neuen Anleihen eingeführt werden. Da der akute Druck der Finanzmärkte nicht mehr besteht, kann in jedem Fall eine schrittweise Einführung anstelle einer Stichtagsumstellung präferiert werden. Denkbar wäre zum einen, dass die zu tilgenden Altschulden allmählich anteilmäßig durch Blue Bonds und Red Bonds ersetzt werden. Hat ein Land eine Staatsverschuldung von weniger als 60% des BIP, so wird es allein Blue Bonds ausgeben. Hat es hingegen beispielsweise eine Staatsverschuldung von 100% des BIP, so wird es (maximal)  $\frac{6}{10}$  der neuen Anleihen als Blue Bonds begeben dürfen und mindestens  $\frac{4}{10}$  seiner Anleihen als Red Bonds. Je höher die Staatsverschuldung ist, desto niedriger soll der Anteil der Blue Bonds an den neu begebenen Anleihen sein dürfen (vgl. Delpla und von Weizsäcker 2011). Denkbar wäre zum anderen aber auch, dass die zu refinanzierenden Altanleihen bis zum Erreichen der Marke von 60% bei der Schuldenstandsquote vollständig durch Blue Bonds ersetzt werden (Europäische Kommission 2011, 19). Das würde jenen hochverschuldeten Ländern in der Einführungsphase den gewünschten Zinsvorteil gewähren, weil die Zinsanpassung der nationalen Red Bonds erst deutlich verzögert einträte.

Es muss in jedem Fall politisch gelingen, dem inhärenten Druck auf eine Anhebung der Obergrenze für die gesamt-

schuldnerischen Eurobonds Stand zu halten. Auch die EU-Kommission sieht in der Glaubwürdigkeit der Obergrenze für die Ausgabe von Euroanleihen ein »zentrales Anliegen« (Europäische Kommission 2011, 18). Der ursprüngliche Vorschlag sieht das Problem ebenfalls.

- Ein Independent Stability Council (ISC) soll gebildet werden, der jährlich den Staaten einen Vorschlag macht, in welcher Höhe sie Blue Bonds emittieren können und damit gleichzeitig für die Blue Bonds anderer Staaten haften müssen (vgl. Delpla und von Weizsäcker 2011). Jeder Staat müsste den Council durch eine nachvollziehbare Finanzpolitik davon überzeugen, dass es eine Aufnahme in das Blue-Bond-Programm rechtfertigt. Um dem politischen Druck, die Blue-Bond-Grenze von 60% weiter nach oben zu verschieben, wirksam entgegen treten zu können, ist die Stärke und Glaubwürdigkeit des ISC fundamental. Das setzt seine absolute Unabhängigkeit voraus, nur so kann er das Vertrauen der Finanzmärkte gewinnen.
- Zudem gibt es die Möglichkeit für einen speziellen Sicherheitsmechanismus (vgl. Delpla und von Weizsäcker 2011): Der vom ISC erstellte jährliche Vorschlag muss von den nationalen Parlamenten gebilligt werden, das entspräche auch der einschlägigen Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts. Ist ein Parlament der Meinung, dass der Vorschlag des ISC zu risikoreich ist, kann es auf eine Beteiligung am Blue-Bond-Programm dieses Jahres verzichten und ausschließlich eigene Anleihen ausgeben. Dann ist der betreffende Staat nicht in der Haftung für die Blue-Bond-Anleihen der anderen Staaten dieses Jahres. Diese Opt-Out-Möglichkeit – die insbesondere für Staaten mit solidem Finanzgebaren in Frage kommt – sollte für eine Einhaltung der »Regeln« sorgen – also auch der 60%-Grenze. Und sie gibt einem Staat, der für eigene Anleihen geringere Zinsen zahlen muss als für Blue Bonds, die Möglichkeit, ganz auf Blue Bonds zu verzichten. Da im Grenzfall dann Euroanleihen keine Grundlage mehr hätte, dürfte die Opt-Out-Regel am wirksamsten die finanzstarken Staaten vor einer Ausbeutung durch die finanzschwachen bewahren. Das macht sie politisch zugleich unwahrscheinlich.
- Disziplinierend kann ebenso wirken, wenn die Höchstbetragsgrenze für die Ausgaben von Blue Bonds für einen Staat an die Einhaltung der fiskalischen Kriterien und das Erfüllen der Schuldenbremse gebunden wird. Ein Fehlverhalten oder ein bloßes Nichteinhalten der Regeln und Kriterien könnte dann automatisch zu einer Absenkung der Obergrenze führen, was wegen der dann forciert steigenden Zinsen für Red Bonds entsprechend positive Anreizwirkungen entfalten könnte. Die damit angelegte Sanktion macht deutlich, dass die Obergrenze keine beliebige Größe ist.

Bindet man alle Überlegungen zusammen, dann bleiben Eurobonds auch in der Blue-Red-Variante ein fragwürdiges

Instrument. Denn die von den Verfechtern dieser Idee akzeptierte tiefere Fiskalintegration ist viel zu unspezifisch, um damit den Schritt zu Euroanleihen rechtfertigen zu können. Bezogen auf die sachlichen Zusammenhänge, erfordern gemeinschaftliche Anleihen von Staaten die Aufgabe der entsprechenden budgetpolitischen Autonomie. Das aber bedeutet nichts anderes als eine weitgehende Zentralisierung bisheriger nationalstaatlicher Kompetenzen. Führt man dennoch solche Anleihen ein, dann dürfte dies kein stabiles Arrangement werden, wenn man die Anreize nicht nur der Staaten mit geringer Bonität, sondern ebenso die jener Staaten mit hoher Bonität berücksichtigt. Es ist eigentlich eine Einladung zu gegenseitigen Ausbeutung, die man nur durch eine vollständige politische Union neutralisieren kann.

### Literatur

Delpla, J. und J. von Weizsäcker (2011), »The Blue Bond Proposal«, *Bruegel Policy Brief* 2011/03, Brüssel.  
Europäische Kommission (2011), *Grünbuch über die Durchführbarkeit der Einführung von Stabilitätsanleihen*, KOM (2011) 818, 23. November.



Bernd Lucke\*

### Disziplinieren rote und blaue Eurobonds?

Delpla und von Weizsäcker (2010) schlagen vor, Staatschuldverschreibungen künftig in zwei verschiedenen Risikoklassen zu begeben: Sie regen an, eine spezielle Form von Eurobonds (sog. Blue Bonds) zu schaffen, die zwar gemeinschaftlich verbürgt werden, von jedem einzelnen Staat jedoch nur für bis zu 60% seines Bruttoinlandsprodukts zur Schuldfinanzierung eingesetzt werden dürfen. Jede darüber hinausgehende Verschuldung müsste sich sog. Red Bonds bedienen, die nur von dem emittierenden Staat garantiert würden und im Insolvenzfall nachrangig gegenüber den Blue Bonds wären.

Dieser Vorschlag basiert auf der Annahme, dass vorrangige Schulden bis hin zu maximal 60% des BIP keinem nennenswerten Insolvenzrisiko ausgesetzt seien. Die Verbürgung wird daher für die Staatengemeinschaft als unbedenklich angesehen. Für den emittierenden Staat aber spreizen sich die Zinskosten: Durch ihre Vorrangigkeit werden Blue Bonds zinsgünstiger und Red Bonds zinsungünstiger als im Status quo. Dies setze Anreize, die Verschuldung nicht über 60% des BIP steigen zu lassen, begünstige also fiskalische Disziplin. Zudem seien die Blue Bonds hochgradig liquide, so dass ein weiterer Zinsvorteil im Bereich der »blauen« Verschuldung entstehe.

Der wesentliche ökonomische Mechanismus des Delpla-von-Weizsäcker-Vorschlags (im Folgenden: DW) besteht in der Veränderung der Grenzkosten der Verschuldung, also des Zinssatzes, der bei einer marginalen Erhöhung der Verschuldung anfällt. Gegenüber dem Status quo sinken diese Grenzkosten im blauen Bereich und steigen (u.U. erheblich) im roten. Dies hat den erwünschten Effekt, eine über 60% hinausgehende Verschuldung teurer und damit unattraktiver zu machen.

Es sind nun zwei Komponenten zu unterscheiden: Einerseits die Unterteilung der gesamten Staatsschuld in einen

\* Prof. Dr. Bernd Lucke lehrt an der Universität Hamburg und der Indiana University, Bloomington.

bevorzugten und einen nachrangigen Teil und andererseits die »Versicherung« des bevorzugten Teils durch die Gesamtheit der Eurostaaten. Es fällt unmittelbar auf, dass die Versicherungskomponente überflüssig wäre, wenn für Schulden bis zur 60%-Grenze tatsächlich kein nennenswertes Insolvenzrisiko bestünde. Ließe sich in diesem Fall nicht dieselbe Zinsspreizung allein dadurch bewirken, dass der emittierende Staat bevorrechtigte blaue Bonds schafft und diese verbürgt? Die Eurobond-Komponente des DW-Vorschlags wäre dann überflüssig.

Ganz so verhält es sich nicht, denn die Eurobond-Komponente ist für den DW-Vorschlag insofern zumindest wichtig, als durch sie die Verbürgung der blauen Staatsschuld glaubhafter wird. Oder anders gesprochen: Die Verbürgung blauer Bonds allein durch den emittierenden Staat ist nur eingeschränkt glaubwürdiger als dessen Verbürgung roter Bonds. Verweigert ein Staat in einer Überschuldungssituation den Schuldendienst für die roten Bonds, verletzt er internationales Recht. Was ist dann das Senioritätsversprechen für die blauen Bonds wert? Warum sollte ein Staat, der zu einer Rechtsverletzung bereit (oder gezwungen) ist, andere Rechte nicht ebenfalls verletzen? Die Glaubwürdigkeit eines Staates lässt sich nicht teilen, sie ist mit der ersten Rechtsverletzung gleichmäßig beschädigt.

Die Eurobond-Komponente des DW-Vorschlags ist also nicht verzichtbar, weil sie dem Senioritätsversprechen für die blauen Bonds Glaubwürdigkeit verleiht. Die Unverzichtbarkeit der Eurobond-Komponente impliziert damit aber unmittelbar, dass eben auch für Staatsschulden bis hin zu 60% des BIP Gläubigerrisiken bestehen. Dies ist angesichts der jüngsten Erfahrungen durchaus plausibel: Spaniens Schuldenquote lag noch 2008 bei 40%. Durch die Finanzkrise stieg sie auf 60% im Jahr 2010 und Spanien wird seither offen als Insolvenzkandidat betrachtet. Selbst bei einer Schuldenquote von 40% kann die Verbürgung von Bonds augenscheinlich nicht als risikolos angesehen werden.

Der DW-Vorschlag enthält also eine unentgeltliche Risikoabwälzung von dem emittierenden Staat auf die Staatengemeinschaft. Dies entspricht einer Versicherung ohne Gegenleistung und setzt somit Fehlanreize. Dem entgegenzurechnen ist der Liquiditätseffekt (d.h. die liquiditätsbedingte Minderung der Zinssätze im blauen Bereich) und der fiskalische Disziplinierungseffekt, der sich aus der Erhöhung der Zinssätze im roten Bereich ergibt.

Der Liquiditätseffekt ist vermutlich sehr klein. Kopf (2011) errechnet, dass die Renditen deutscher und österreichischer zehnjähriger Bonds sich im Mittel um 0,2% unterscheiden. Andere als österreichische Bonds mögen noch etwas illiquider sein, aber es ist unwahrscheinlich, dass Liquiditätsprämien einen halben Prozentpunkt übersteigen. Dafür spre-

chen auch die weitgehend konvergierten Ertragsraten aller Bonds der Eurozone vor Beginn der Finanzkrise.

Der Disziplinierungseffekt kann aber bedeutend sein. Wenn die Grenzkosten neuer Verschuldung sehr hoch sind, schwinden die Anreize für expansive (defizitfinanzierte) Fiskalpolitik.

Die Erhöhung der Grenzkosten neuer Verschuldung jenseits der 60%-Grenze ist aber nur eine Seite der Medaille. Die andere Seite besteht in der Senkung ebendieser Grenzkosten im Bereich einer Schuldenquote von weniger als 60%. Diese Senkung kann, verglichen mit dem Status quo, ebenfalls beträchtlich sein und erhöht daher die Anreize, die Verschuldung bis an die 60%-Grenze zu treiben.

Dieser Anreizeffekt ist unerwünscht. Der AEU-Vertrag spezifiziert eine Schuldenquote von 60% als Obergrenze der zulässigen Verschuldung – nicht als ein anzustrebendes Ziel. Manche Staaten der Eurozone befinden sich derzeit unterhalb dieser Grenze: Finnland: 51%, Luxemburg: 17%, Slowenien: 43%. Andere Staaten, die derzeit in der Nähe oder deutlich jenseits der 60%-Grenze liegen, werden wenig Anreiz verspüren, ihre Verschuldung unter 60% zu senken. Anders ausgedrückt: Wenn die ökonomischen Mechanismen des DW-Vorschlags wirken, ist davon auszugehen, dass die Staatsverschuldung vieler Staaten nur knapp unterhalb von 60% liegen wird.

Interpretiert man eine Staatsverschuldung von weniger als 60% als einen Risikopuffer gegenüber unvorhergesehenen Ereignissen, bewirkt der DW-Vorschlag, dass die fiskalische Position der Staaten riskanter wird: Risikopuffer unterhalb der 60%-Grenze werden unattraktiv, und eine eventuell erforderliche Verschuldung jenseits von 60% wird erheblich teurer.

Gegen diese Feststellung könnte man einwenden, dass die Verteuerung der Verschuldung im roten Bereich gerade einen Anreiz dazu bieten könnte, Risikopuffer im blauen Bereich vorzuhalten, obwohl die niedrigen Grenzkosten der Verschuldung dem entgegen wirken. Dieser Einwand ist grundsätzlich zutreffend, sofern man eine rationale, künftige Risiken angemessen einschätzende Regierung unterstellt. Leider ist aber zu befürchten, dass dies eine Idealisierung ist und das tatsächliche fiskalische Handeln der Regierung eher von kurzfristigen Kalkülen und einer tendenziellen Unterschätzung der Risiken bestimmt wird.

Zudem könnte selbst eine weitsichtige Regierung Hintergedanken haben, wie die hohen Grenzkosten im roten Bereich zu entschärfen wären: Sollte ein negativer Schock eine Verschuldung jenseits von 60% erfordern, wäre es leicht zu argumentieren, dass gerade angesichts des adversen Schocks die hohen Zinssätze im roten Bereich gemindert

werden müssten, was man ja trefflich dadurch bewerkstelligen kann, dass ausnahmsweise und nur temporär etc. blaue Bonds bis hin zu 70% oder 80% in Anspruch genommen werden dürfen.

Dieser institutionelle Rutschbahneffekt, der bereits – sehr zum Schaden der EU – die Stabilitätskriterien des Maastricht-Vertrages und die No-Bailout-Klausel unwirksam werden ließ, ist absehbar. Sein Entstehen wird gerade durch die von DW intendierte Unstetigkeit in den Grenzkosten der Verschuldung begünstigt, denn diese lässt eine Erhöhung der Verschuldung aus eigener Kraft als besonders unzumutbar erscheinen.

Eine eventuelle gesetzliche Festlegung der Blue-Bond-Grenze bei 60% wäre vermutlich Augenwischerei, da der Gesetzestext sicherlich Ausnahmen in besonderen Notsituationen zulassen würde, so dass einer kreativen Interpretation des Gesetzestextes im Bedarfsfall nichts entgegensteht. Zudem sind, selbst in Deutschland, ähnliche gesetzlich fixierte Schranken wiederholt missachtet worden, so z.B. bei den früheren verfassungsrechtlichen Bestimmungen, dass die Nettoneuverschuldung die Gesamtsumme der Investitionen nicht übersteigen dürfe.

Der im Bedarfsfall »flexible« Umgang mit der 60%-Grenze wird durch den Umstand erleichtert, dass diese Grenze zum einen völlig willkürlich gewählt ist und zum anderen das ihr zugrunde liegende »One-size-fits-all«-Denken nicht überzeugend ist. Normativ lässt sich 60% als Schuldengrenze nicht begründen, und positiv werden viele Staaten beobachtet, die sich trotz deutlich höherer Schuldenquoten als 60% ohne nennenswerte Problem am Kapitalmarkt finanzieren: Japans Schuldenquote liegt bspw. bei fast dem Vierfachen.

Die Aufweichung der 60%-Grenze ist in einer falschen Prämisse des DW-Vorschlags angelegt: Der impliziten Annahme, Staaten könnten ihre Schuldenquote hinreichend genau kontrollieren, um ein Überschreiten der 60%-Grenze unter allen Umständen zu vermeiden. Nur unter dieser Prämisse ist es sinnvoll, jedes Überschreiten der Grenze durch die sprunghafte Erhöhung der Grenzkosten der Verschuldung besonders stark zu pönalisieren. Unterstellt man aber, dass Staaten unverschuldet in den Sog adverser Schocks gezogen werden können, erscheint die Schärfe, mit der ein Anstieg der Schuldenquote bestraft wird, nicht angemessen.

Betrachten wir ein Land wie Lettland. Durch Auswirkungen der US-Finanzkrise schrumpfte das lettische BIP im Jahr 2009 um fast 20%. Hätte Lettland 2008 eine Schuldenquote von 60% gehabt, wäre diese also selbst dann, wenn die Neuverschuldung in der Finanzkrise null gewesen wäre, auf einen Wert von 75% gestiegen. Nehmen wir an, dass

die durchschnittliche Maturität lettischer Staatsanleihen bei fünf Jahren liegt, so hätte Lettland 2009 20% seiner Staatsschulden mit roten statt blauen Bonds refinanzieren müssen. Dies entspräche einer Refinanzierung im Umfang von 15% des BIP, also genau des Betrags, um den die Schuldenquote nun zu hoch ist. Welche Belastungen hätten sich für Lettland ergeben?

Die Bonität Lettlands wird durch die (hypothetische) Aufspaltung in rote und blaue Bonds nicht verändert. Sind die Kapitalgeber risikoneutral, ist der durchschnittliche Zinssatz daher unabhängig davon, ob alle Bonds gleichrangig oder ein Teil der Bonds bevorrechtigt ist. Nehmen wir an, bei 75% Schuldenquote läge der Zinssatz für gleichrangige lettische Bonds bei 6% und unterstellen wir, dass ein (blauer) Eurobond gleicher Laufzeit einen Zinssatz von lediglich 2% hätte. Da der Eurobond durch die Garantie der Staatengemeinschaft sicher wäre, verschöbe sich das gesamte Risiko nunmehr auf die roten Bonds im Werte von 15% des lettischen BIP. Es folgt aus dem Modigliano-Miller-Theorem, dass diese roten Bonds nur mit einem Zinssatz von 22% marktfähig wären:  $75/15 * 0.06 - 60/15 * 0.02 = 0.22$ . Offenbar wäre Lettland in diesem Fall bankrott, es sei denn, die EU stellte weitere blaue Eurobonds zur Verfügung. Genau das aber würde die EU vermutlich schon bei viel weniger dramatischen Zinssteigerungen als einem Anstieg von 2% auf 22% tun.

Es spielt keine Rolle, dass Lettland (noch) nicht Teil der Eurozone ist. Lettland ist ein extremes Beispiel für die Auswirkungen adverser makroökonomischer Schocks – und für die Belastung der (roten) Spitzenverschuldung mit Risikoprämien. Möglicherweise werden wir derartig schwere Störungen so schnell nicht wiedersehen. Aber auch weniger dramatische Schocks schlagen sich in hohen Zinssätzen für die roten Bonds nieder. Nehmen wir einige harmlose Zahlen, die z.B. für die Niederlande passen könnten. Angenommen, deren Schuldenquote steige in einer Krise von 60% auf 65%, teilweise durch Schrumpfung des BIPs, teilweise durch Erhöhung der Neuverschuldung zur Finanzierung keynesianischer Stimuli. Unterstellen wir weiter, der Zinssatz bei einheitlicher Bondstruktur läge bei 2,5%, während bevorrechtigte (blaue) Euro-Bonds nur mit 2% zu verzinsen wären. In diesem Fall wären die roten Bonds mit 8,5% zu verzinsen und damit mehr als viermal so hoch wie die nicht mehr verfügbaren blauen.

Diese dem DW-Vorschlag inhärente (und von DW intendierte) Schärfe des Zinsanstiegs würde zweifellos als ungerechtfertigt angesehen werden, sofern das betroffene Land glaubhaft argumentieren könnte, Opfer eines exogenen Schocks geworden zu sein. Da diese Argumentation in der Regel nicht schwierig ist, ist realistischerweise eine Aufweichung und »Flexibilisierung« der 60%-Grenze zu erwarten, die den fiskalischen Disziplinierungseffekt untergräbt.

Aber genau der Disziplinierungseffekt ist notwendig, um mit dem DW-Modell eine Reduktion, statt einer bloßen Umverteilung von Zinslasten zu bewirken. Solange der Gegenwartswert der primären Budgetüberschüsse in der Eurozone unverändert ist, impliziert das Modigliani-Miller-Theorem, dass die durchschnittlichen Zinslasten in der Eurozone durch die Haftungsänderungen des DW-Vorschlags unberührt bleiben – die Zinsen werden nur anders geschultert.

Bedauerlicherweise ist die Wirkungsweise des DW-Modells ambivalent: Die Erhöhung der Zinskosten im roten Bereich diszipliniert, während die Senkung der Zinskosten im blauen Bereich den gegenteiligen Effekt hat. Durch den Sog zur 60%-Grenze und die hohen Grenzkosten der Verschuldung an der Grenze wird diese in Krisensituationen aber nicht aufrechterhalten werden können. Ein Rutschbahneffekt ist daher wahrscheinlich, und dieser würde den Disziplinierungseffekt weiter abschwächen.

Als Alternative zum Status quo kann DWs-Vorschlag daher nicht überzeugen. Sicher bewirkt wird lediglich eine Vergemeinschaftung eines Teils der länderspezifischen Risiken – und dies ohne finanziellen Ausgleich für die versichernden Länder. Der Disziplinierungseffekt aber ist fraglich und wäre, selbst wenn er anfangs konstatiert werden könnte, wahrscheinlich einer schleichenden Erosion ausgesetzt.

Was bleibt? Die einheitliche 60%-Grenze ist unmotiviert und der strukturellen Unterschiedlichkeit der Einzelstaaten unangemessen. Die gemeinschaftliche Haftung im 60%-Bereich führt zu einer Fehlallokation von Risiken und institutionalisiert ein Vertrauensdefizit gegenüber den Einzelstaaten. Aber die Idee, für hohe Schuldenstände hohe Grenzkosten der Verschuldung zu provozieren, ist gut.

Was spricht dagegen, dass Staaten sich selbst disziplinieren, indem sie vorrangige und nachrangige Bonds ausgeben? Wie oben erwähnt, wird das Senioritätsversprechen nicht völlig glaubhaft sein, aber es ist auch nicht völlig unglaubhaft. Dies insbesondere dann, wenn das Land die Grenze zwischen blau und rot nicht mechanisch auf 60% setzt, sondern der eigenen Leistungsfähigkeit anpasst. Die Zinsabflachung im blauen und die Zinssteigerung im roten Bereich werden geringer ausfallen als bei einem Eurobond-Modell, aber wenn die Grenze zwischen blau und rot klein genug gewählt ist, werden die roten Zinsen fiskalisch disziplinieren und die blauen keiner Disziplinlosigkeit Platz geben. Zudem ist der Übergang zwischen blau und rot weniger dramatisch und die Respektierung der Grenze daher auch in Krisensituationen glaubhafter. Beobachten die Finanzmärkte aber, dass ein Land auch über Krisen hinweg erfolgreich die selbst auferlegte Disziplin wahrt, entsteht genau jenes Vertrauen, das manchen Euroländern jetzt mangelt.

## Literatur

- Delpla, J. und J. von Weizsäcker (2010), »The Blue Bond Proposal«, *Bruegel Policy Brief* 2011/03, Brüssel.  
Kopf, C. (2011), »Restoring financial stability in the euro area«, *CEPS Policy Brief* No. 237.