

Was kostet Europa?

Fortsetzung von Seite 3

Wer in der Diskussion um die Rettung des Euros den Überblick verloren hat, der braucht sich nicht zu schämen. Auch Entscheidungsträgern in Politik, Finanzwelt und Wirtschaft fällt es schwer, sich angesichts der Vielfalt der Rettungsinstrumente, die schon versagt haben, und erst recht der Vielzahl der Ideen, wie man die Währungsunion vor dem Auseinanderfallen retten kann, zu orientieren. Berlin steht dabei von Anfang an im Zentrum des Geschehens, wenn auch widerstrebend.

Ohne deutsches Geld geht nichts, und darum geht auch ohne die Zustimmung der Bundeskanzlerin nichts.

Doch die Zahl der Kritiker am Euro-Krisenmanagement wächst. Immer mehr Deutsche haben das Gefühl, dass die Bundesregierung schon zu weit nachgegeben hat. Rund ein Drittel der Deutschen hat „kein oder kaum mehr Vertrauen in die Stabilität der gemeinsamen Währung“, ergab die jüngste Umfrage von Infratest.



„Damit ist der Rubikon überschritten.“
Helmut Schlesinger
Ex-Bundesbank-Präsident

Fakt ist: Mit jedem neuen Rettungspaket, jeder neuen Idee steigt das Risiko für den deutschen Steuerzahler. Insgesamt haftet Deutschland inklusive der Risiken der EZB-Politik für mehr als 700 Milliarden Euro.

Auch Politiker der Union und FDP werden zunehmend kritischer: „Die EU-Kommission hat sich zum Sprecher der armen Länder aufgeschwungen und legt immer neue Vorschläge vor, wie die armen Staaten den reichen in die Tasche greifen können“, sagte Kurt Lauk, Präsident des Wirtschaftsrats der CDU.

FDP-Finanzexperte Frank Schäffler warnte: „Wenn Deutschland diesen Weg in der Schuldenkrise weitergeht, dann retten wir uns zu Tode.“ Damit werde alles noch viel teurer, als in den schlimmsten Befürchtungen angenommen.

Auch die Vorschläge der Kanzlerin zu Politischen Union, also der Strategie, weitere Mittel für überschuldete Staaten nur dann zur Verfügung zu stellen, wenn sie im Gegenzug auf Souveränität in der Haushalts- und Wirtschaftspolitik verzichten, stößt nicht überall auf Zustimmung. Lauk: „Wir sollten vorsichtig sein, jetzt von einer Politischen Union zu reden. Zuerst müssen alle Länder ihre Hausaufgaben machen.“ Zu den entschlossenen Gegnern einer Politischen Union gehört auch Peter Gauweiler (CSU). Er warnt vor der „Gefahr eines dirigistischen und zentralistischen Europas“, einem „weiteren Zentralkomitee“. Jetzt sieht er den Vorstoß von Kanzlerin Merkel als Eingeständnis, dass die Euro-Politik gescheitert ist. „Die Erklärung der Bundeskanzlerin bestätigt die Ansicht, dass das Euro-System, so, wie es ist, nicht funktionieren kann“, sagte Gauweiler.

Was die Kritiker allerdings verschwei-

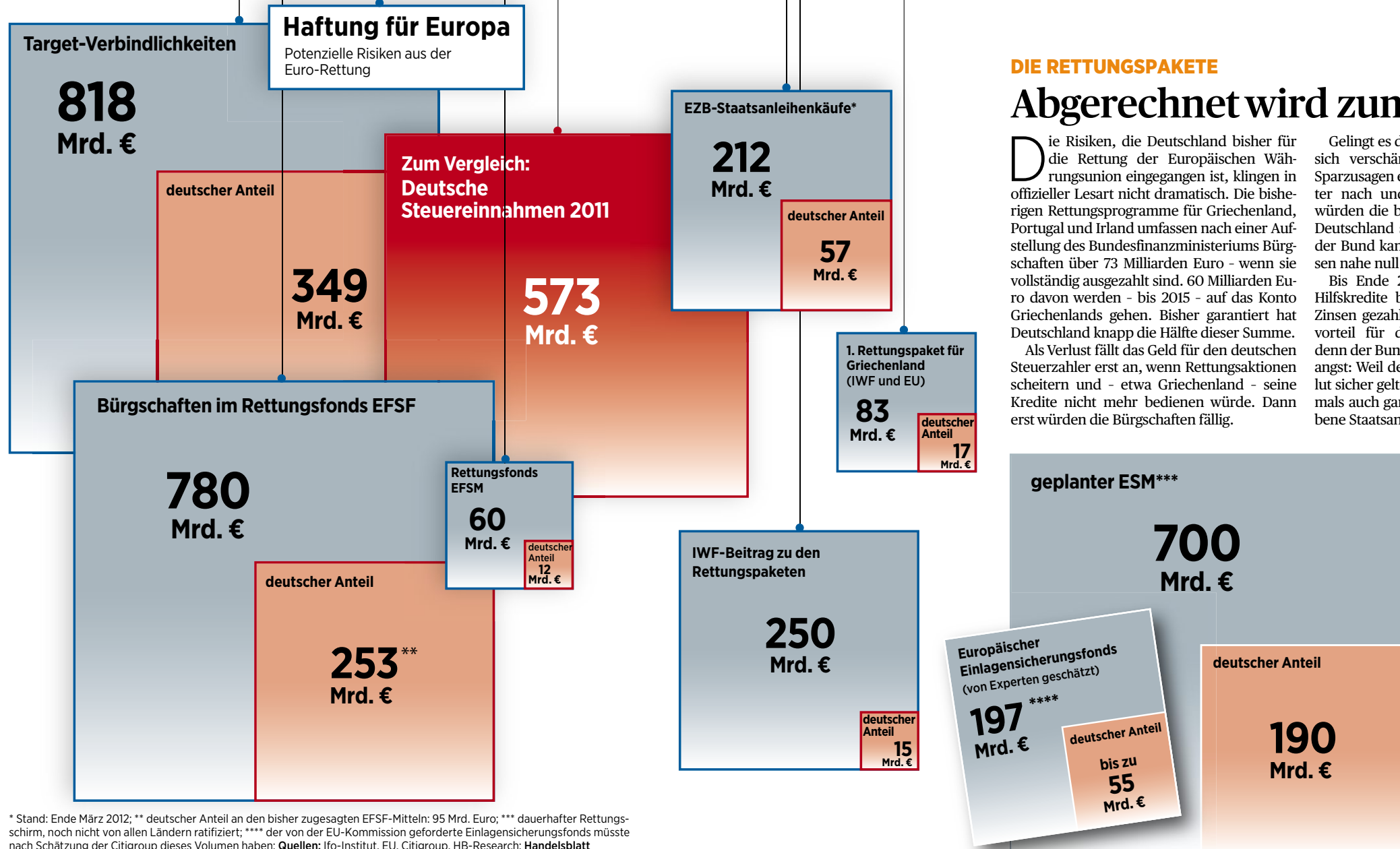
gen: Deutschland trägt zwar bei der Euro-Rettung die mit Abstand größten Risiken. Doch Europas größte Volkswirtschaft profitiert auch von der Krise. Da internationale Investoren derzeit aus der Peripherie Europas in deutsche Bundesanleihen fliehen, refinanziert sich Finanzminister Wolfgang Schäuble so günstig wie nie zuvor. So zahlte der Bund bei der jüngsten Auktion zweijähriger Bundesanleihen den Investoren keinen Zins. Deutschland spart durch die günstige Refinanzierung an den Bondmärkten nach Schätzung des Instituts der deutschen Wirtschaft jährlich bis zu 20 Milliarden jährlich. Außerdem profitiert die stark exportorientierte Wirtschaft überproportional von dem schwachen Außenwert des Euros infolge der Krise.

Doch die Kritiker des Euros haben vor allem die vergangenen zwei Euro-Krisenjahre im Blick - und fürchten, dass alles noch schlimmer wird. Ende 2009 nahm das Euro-Drama seinen Lauf. Griechenland musste zugeben, dass sein Haushalt außer Kontrolle geraten war und dass es jahrelang die Defizitzahlen, die es nach Brüssel gemeldet hatte, kräftig geschönt hatte. Die Anleger begannen nachzurechnen und wurden nervös. Die Zinsen für diese Länder stiegen, und im Mai 2010 brachen die Regiereschefs der Euro-Zone binnen weniger Tage zwei elementare Versprechen, die ihre Vorgänger 1992 in

Vertrag von Maastricht den Deutschen gegeben hatten, um sie zum Abschied von der D-Mark zu bewegen: das Versprechen, dass nie ein Euro-Land für die Schulden des anderen einstehen würde, und das Versprechen, dass die EZB nie die Euro-Staaten finanzieren würde. Erst beschlossen die Euro-Krisenmanager ein Kreditpaket über 110 Milliarden Euro für Griechenland, verbunden mit strengen Sparauflagen. Dann schoben sie einen Rettungsschirm von 750 Milliarden Euro nach, unter den dann Irland und Portugal schlüpfen. Obendrein begann die EZB noch, Staatsanleihen der Krisenländer zu kaufen, womit sie nach Ansicht des Ex-Bundesbank-Präsidenten Helmut Schlesinger „den Rubikon überschritten“ hat.

Diese Tabubrüche und die Rücktritte von Bundesbank-Präsident Axel Weber und EZB-Chefvolkswirt Jürgen Stark gaben vielen Deutschen das Gefühl, dass die Rettungspolitik zu weit geht. Da sich die Europäer einmal auf die Rettungsschirm-Logik eingelassen hatten, rutschten sie immer tiefer in neue Hilfsmaßnahmen hinein. Immer wenn ein Krisengipfel neue Hilfen beschlossen hatte, forderten die Märkte schon wieder die nächsten. So bekam Griechenland seinen Schuldenschnitt, und so entstand auch der dauerhafte Rettungsschirm ESM mit einem Volumen von 700 Milliarden Euro-Ende offen.

D. Delhaes, D. Heilmann, K. Ludwig, J. Münchraht, I. Narat, D. Riedel, T. Siamund



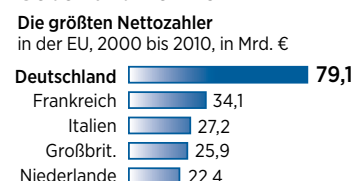
* Stand: Ende März 2012; ** deutscher Anteil an den bisher zugesagten EFSF-Mitteln: 95 Mrd. Euro; *** dauerhafter Rettungsschirm, noch nicht von allen Ländern ratifiziert; **** der von der EU-Kommission geforderte Einlagensicherungsfonds müsste nach Schätzung der Citigroup dieses Volumen haben; Quellen: Ifo-Institut, EU, Citigroup, HB-Research; Handelsblatt

EU-HAUSHALT

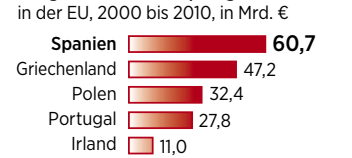
Der größte Nettozahler

Der Beitrag der Mitgliedstaaten zum EU-Haushalt bemisst sich vor allem an ihrer Wirtschaftskraft. Darum zahlt Deutschland die mit Abstand höchste Summe in die Kassen der Europäischen Union ein. 2010 überwies die Bundesrepublik 23,8 Milliarden Euro nach Brüssel.

Geben und Nehmen



Die größten Nettoempfänger



Quelle: EU-Kommission

Das waren rund 9,2 Milliarden Euro mehr, als sie über Strukturhilfen und andere Fördermittel zurückerhielt. In der Liste der großen Nettozahler folgten hinter Deutschland zuletzt Großbritannien mit 5,6 Milliarden Euro, Frankreich mit 5,5 und Italien mit 4,5 Milliarden Euro. Zahlen für 2011 fehlen noch.

Bezieht man die Zahlungen auf die Bevölkerung, ergibt sich jedoch ein anderes Bild. Dann zahlte ein durchschnittlicher Belgier mit 135 Euro am meisten in die EU, gefolgt von den Schweden mit 130 und den Deutschen mit 113 Euro. Die Steigerungsraten sind jedoch enorm: 2004 zahlte ein Bundesbürger erst 73 Euro an Brüssel.

Rechnet man die Nettozahlungen des vergangenen Jahrzehnts zusammen, dann liegt Deutschland mit einem Beitrag von insgesamt 79 Milliarden Euro unangefochten an der Spitze. Der zweitgrößte Nettozahler Frankreich zahlte mit 34 Milliarden Euro nicht einmal halb so viel. Größter Nettoempfänger der Jahre 2000 bis 2010 war Spanien mit über 60 Milliarden Euro vor Griechenland.

Die Bundesregierung will nun aber verhindern, dass ihre Leistungen an Brüssel einfach immer weiter steigen und der deutsche Anteil immer höher wird. Derzeit laufen die Verhandlungen zwischen den Staaten, dem EU-Parlament und der Kommission über den neuen siebenjährigen Finanzrahmen für die Zeit von 2014 bis 2020 auf Hochtouren. Die Kommission will das Budget um fünf Prozent durchschnittlicher Belgier mit 135 Euro am meisten in die EU, gefolgt von den Schweden mit 130 und den Deutschen mit 113 Euro. Die Steigerungsraten sind jedoch enorm: 2004 zahlte ein Bundesbürger erst 73 Euro an Brüssel.

Rechnet man die Nettozahlungen des vergangenen Jahrzehnts zusammen, dann liegt Deutschland mit einem Beitrag von insgesamt 79 Milliarden Euro unangefochten an der Spitze. Der zweitgrößte Nettozahler Frankreich zahlte mit 34 Milliarden Euro nicht einmal halb so viel. Größter Nettoempfänger der Jahre 2000 bis 2010 war Spanien mit über 60 Milliarden Euro vor Griechenland.

GELDPOLITIK

Die riskanten Operationen der EZB

Die Europäische Zentralbank (EZB) kämpft an mehreren Fronten gegen die Euro-Krise - und geht dabei bewusst immer höhere Risiken ein.

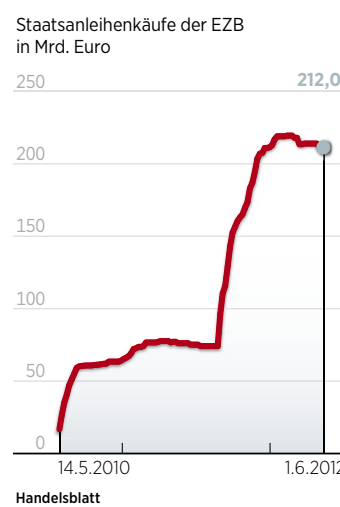
Schon seit drei Jahren ist sie im Krisenmodus. Ihre Bilanzsumme hat sich seither auf drei Billionen Euro mehr als verdoppelt. Seit Oktober 2008 können sich private Banken in unbegrenzter Höhe bei der Notenbank refinanzieren - zuvor war die Gesamtmenge der Liquidität, die die Notenbank bereitstellte, gedeckelt und wurde unter den Banken versteigert. Die neue Strategie heißt Vollzuteilung. Die EZB hat sie am Mittwoch abermals um ein halbes Jahr bis Januar 2013 verlängert. Noch dazu akzeptiert die EZB heute im Gegenzug für die Liquidität von den privaten Banken Sicherheiten, die sie früher zurückgewiesen hätte.

Ohne die Nachsicht bei den Sicherheiten und die Großzügigkeit bei der Zuteilung der Liquidität wäre es nach Ansicht vieler Beobachter reihenweise zu Bankpleiten gekommen - denn viele Institute bekommen auf dem Geldmarkt von anderen Banken keinen Cent mehr. Diese Politik birgt aber auch Risiken: je schlechter die Qualität der Si-

cherheiten, desto höher die Gefahr, dass sie platzen und die EZB Verluste hinnehmen muss. Diese würden nach dem Anteil der nationalen Notenbanken am Grundkapital der EZB aufgeteilt - die Bundesbank müsste rund 27 Prozent aller Verluste tragen. Um das zu kompensieren, könnte sie entweder die Verluste über viele Jahre abschreiben oder sie über eine Kapitalerhöhung vom deutschen Staat ausgleichen lassen.

Neben den normalen geldpolitischen Geschäften hat die EZB seit Mai 2010 auch

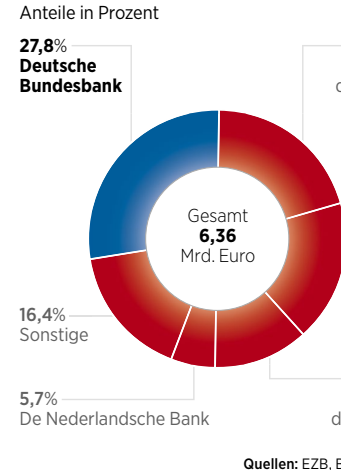
Lasten der Zentralbank



Target-2-Salden der Bundesbank



Eingezahltes Kapital bei der EZB



DIE RETTUNGSPAKETE

Abgerechnet wird zum Schluss

Die Risiken, die Deutschland bisher für die Rettung der Europäischen Währungsunion eingegangen ist, klingen in offizieller Lesart nicht dramatisch. Die bisherigen Rettungsprogramme für Griechenland, Portugal und Irland umfassen nach einer Aufstellung des Bundesfinanzministeriums Bürgschaften über 73 Milliarden Euro - wenn sie vollständig ausgezahlt sind. 60 Milliarden Euro davon werden - bis 2015 - auf das Konto Griechenlands gehen. Bisher garantiert hat Deutschland knapp die Hälfte dieser Summe.

Als Verlust fällt das Geld für den deutschen Steuerzahler erst an, wenn Rettungsaktionen scheitern und - etwa Griechenland - seine Kredite nicht mehr bedienen würde. Dann erst würden die Bürgschaften fällig.

Gelingt es den Empfängerländern trotz der sich verschärfenden Wirtschaftskrise, ihre Sparzusagen einzuhalten und die Kredite später nach und nach zurückzahlen, dann würden die bisherigen Rettungsaktionen für Deutschland sogar ein gutes Geschäft. Denn der Bund kann sich das Geld derzeit für Zinsen nahe null an den Märkten leihen.

Bis Ende 2011 hat Griechenland für die Hilfskredite bereits 380 Millionen Euro an Zinsen gezahlt. Noch dazu kommt der Zinsvorteil für den deutschen Staatshaushalt, denn der Bund profitiert auch von der Krisenangst: Weil deutsche Staatsanleihen als absolut sicher gelten, zahlt er nur geringe und oftmals auch gar keine Zinsen auf neu ausgegebene Staatsanleihen.

Bis Ende 2011 schätzt das Finanzministerium die Zinsersparnis des Bundes auf 3,5 Milliarden Euro. In diesem Jahr dürfte der Betrag noch höher ausfallen. Bisher ließe sich Deutschland also mit Fug und Recht als Krisengewinner bezeichnen.

Dass das allerdings so bleibt, ist sehr fraglich. Denn Deutschland hat sich seit dem ersten Hilfspaket für Griechenland zu immer neuen Rettungsmaßnahmen verpflichtet. Der deutsche Anteil an den kombinierten Rettungsschirmen ESM und EFSF, die zusammen bis zu 700 Milliarden Euro Kredite ausreichen können, beträgt maximal 280 Milliarden Euro.

Er setzt sich zusammen aus dem deutschen Anteil von 190 Milliarden Euro an den Garantien für den ESM und den gut 90 Milliarden, die der Bund für die bisher zugesagten Hilfskredite des EFSF bürgen muss. Mit 15 Milliarden Euro ist Deutschland außerdem an den Beiträgen des Internationalen Währungsfonds (IWF) zu den Rettungspaketen beteiligt.

Bargeld bereitstellen muss der Bund in den Jahren 2012 bis 2014, um den neuen Rettungsschirm ESM mit Kapital auszustatten: In drei Tranchen fließen 21,7 Milliarden Euro aus dem Bundeshaushalt in den ESM. Dieser wird insgesamt von den Euro-Staaten mit 80 Milliarden Euro Kapital ausgestattet. Zum Vergleich: Der Anteil Frankreichs an diesen Barmitteln beträgt 16,3 Milliarden Euro.

Teurer als die Staatenrettung ist bisher die deutsche Bankenrettung seit 2008. Um 200 Milliarden Euro stieg der deutsche Schuldenstand. Unklar ist allerdings auch hier, wie viel von diesen Bürgschaften für die HRE und die Landesbanken am Ende vom Steuerzahler getragen werden muss.

Darauf hat auch der weitere Verlauf der Euro-Krise einen erheblichen Einfluss. Je mehr sie sich zuspitzt, desto höhere Verluste werden sich aus den Bankenbürgschaften ergeben. Ein Verlustgeschäft war schon der Schuldenschnitt für die Privatgläubiger Griechenlands: Die staatlich abgesicherten deutschen Bad Banks mussten dabei 14 Milliarden Euro abschreiben.

Sowohl für die Staatenrettung als auch für die damit verbundene Bankenrettung gilt also: Es wird umso teurer, je mehr Euro-Staaten Schuldenschnitte vornehmen oder sogar aus der Währungsunion ausscheiden. Am teuersten wäre ein Ende des Euros - dann wären die Bürgschaften womöglich vollständig verloren.

Donata Riedel, Dirk Heilmann

chaotischen Zahlungsausfällen wie bei einem Kollaps der Euro-Zone kommen, damit die EZB die Anleihen abschreiben müsste.

Verlässt Griechenland oder ein anderes Krisenland die Währungsunion, ist zudem unklar, was mit den Target-2-Verbindlichkeiten dieses Landes passiert. Target-2-Forderungen und -Verbindlichkeiten sind Buchungspositionen, die in den Zentralbankbilanzen automatisch entstehen, wenn private Akteure Geld von einem Euro-Land in ein anderes überweisen. Viele Menschen

haben ihr Kapital aus Irland, Griechenland, Spanien und Italien abgezogen und auf Konten in Deutschland, Luxemburg und den Niederlanden verlagert. Die Krisenländer haben dadurch Target-2-Verbindlichkeiten von über 760 Milliarden Euro gegenüber der EZB in Höhe von mehr als 640 Milliarden Euro. Sollten einzelne Target-2-Verbindlichkeiten platzen, würde der Schaden auf die Notenbanken des Euro-Raums verteilt. Sollte sich die Euro-Zone aber komplett auflösen, müsste die Bundesbank ihre Forderungen wohl abschreiben. Olaf Storbeck

Teure Ideen für Europa

EINLAGENSICHERUNG

Begehrlicher Blick auf die deutschen Spareinlagen

Auf Michel Barnier sind deutsche Banker derzeit nicht sehr gut zu sprechen. Der EU-Binnenmarktkommissar befindet sich auf einem „Irrweg“, beschwerte sich Michael Kemmer, Hauptgeschäftsführer des Bundesverbandes deutscher Banken (BdB). Stein des Anstoßes ist Barniers Gesetzentwurf zur Sanierung und Abwicklung von Banken. Laut Artikel 91 plant Barnier den Einstieg in die europäische Bankenunion: Die nationalen Bankenrettungsfonds sollen sich gegenseitig mit Krediten aushelfen, falls irgendwo in der EU eine Großbank in Schwierigkeiten gerät. Diese Idee findet auch in der deutschen Politik wenig Freunde. „Das lehne ich

ab“, sagte Unions-Fraktionsvize Michael Meister zu handelsblatt.com. Die europäische Bankenunion ist zum Reizwort geworden. In Deutschland grast die Angst, dass es die klammen Euro-Länder und deren Banken auf das Vermögen der deutschen Sparer abgesehen haben könnten. EU-Kommissionschef José Manuel Barroso nährte solche Befürchtungen mit der Forderung, die Banken-Abwicklungsfonds und die Einlagensicherungsfonds in der Euro-Zone zusammenzulegen. In Deutschland wäre davon nicht nur der Restrukturierungsfonds betroffen, in den die Banken seit 2011 eine Abgabe einzahlen müssen. Auch die Entschädigungseinrichtung deutscher Banken, zuständig für den Schutz der Spareinlagen, würde in einen EU-Fonds eingehen.

In einem europäischen Einlagensicherungsfonds müssten nach Schätzung der Citigroup bis zu 197 Milliarden Euro liegen, um alle Einlagen bis zu 100 000 Euro pro Kopf abzusichern. 55 Milliarden Euro davon müssten aus Deutschland kommen.

197 Mrd.

Euro müssten in einem europäischen Einlagensicherungsfonds liegen.

Quelle: Citigroup

knüpft: Die EU benötige erst einmal eine starke Bankenaufsicht. Die in London ansässige European Banking Authority (Eba) soll das Recht bekommen, direkt auf die Banken durchzugreifen, um Schieflagen abzuwenden. Die deutschen Banken begrüßen das: „Wir brauchen eine starke europäische Aufsicht. Die Eba steht erst am Anfang. Ihr fehlen in vielen Bereichen die notwendigen Befugnisse“, sagte der Präsident des Bankenverbandes, Andreas Schmitz, dem Handelsblatt. Außerdem benötige die EU ein einheitliches Aufsichtsrecht für die Banken. „Für gleiches Geschäft und gleiche Risiken müssen die gleichen Regeln gelten. Bis dorthin ist es noch ein sehr langer und steiniger Weg“, meint Schmitz. Französische Banker den-

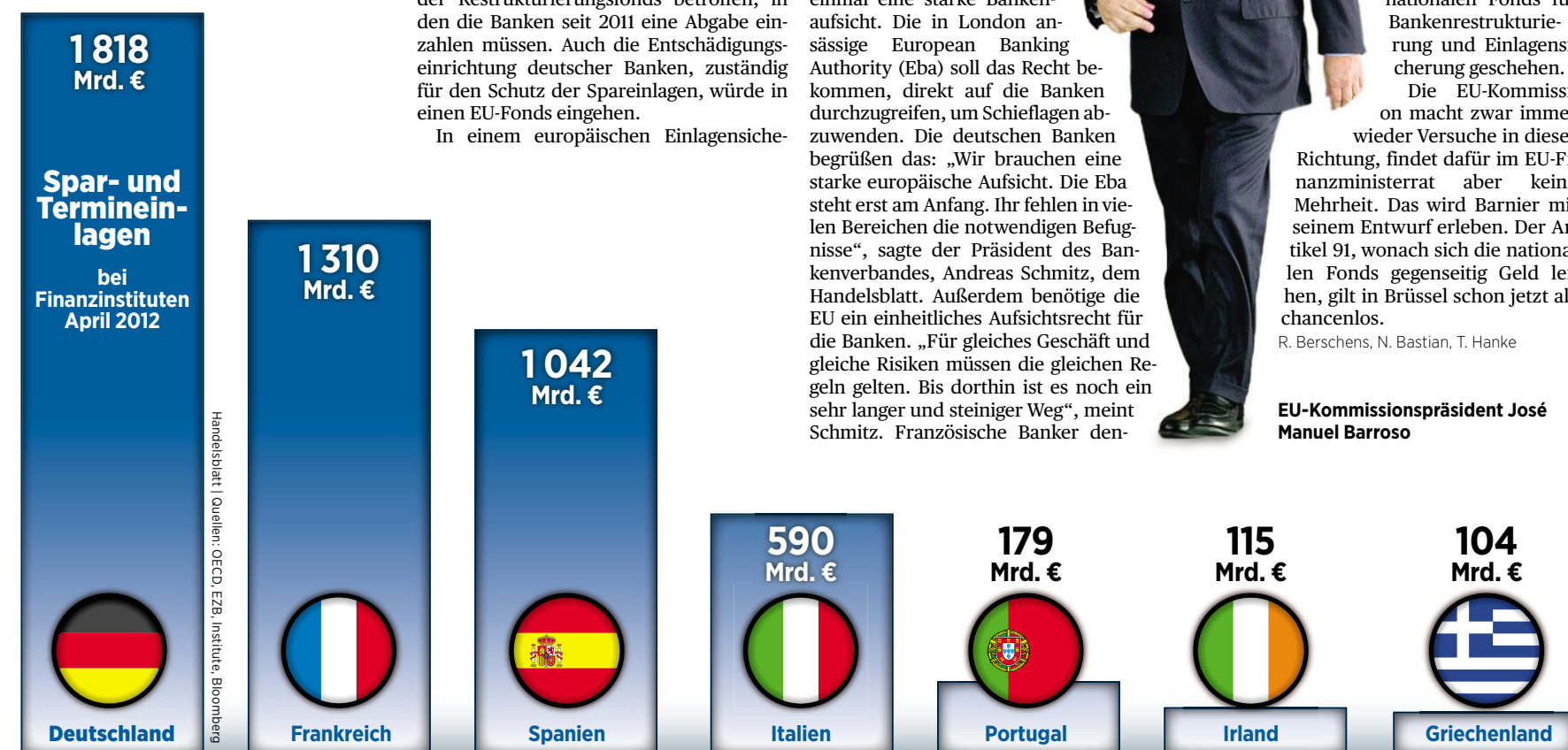
ähnlich. Société-Générale-Chef Frédéric Oudéa forderte, die Aufsicht zusammenzuführen und die Vorschriften zu vereinheitlichen.

Eine starke Eba und ein harmonisiertes EU-Aufsichtsrecht stoßen dagegen auf viel Widerstand - auch in Deutschland. Die Bundesregierung weigert sich bislang, Kompetenzen weg von der Bafin und der Deutschen Bundesbank hin zur Eba zu verlagern. Doch solange die Bankenaufsicht nicht vereinheitlicht ist, kann das auch nicht mit den nationalen Fonds für Bankenrestrukturierung und Einlagensicherung geschehen.

Die EU-Kommission macht zwar immer wieder Versuche in dieser Richtung, findet dafür im EU-Finanzministerrat aber keine Mehrheit. Das wird Barnier mit seinem Entwurf erleben. Der Artikel 91, wonach sich die nationalen Fonds gegenseitig Geld leihen, gilt in Brüssel schon jetzt als chancenlos.

R. Berschens, N. Bastian, T. Hanke

EU-Kommissionspräsident José Manuel Barroso



SCHULDENTILGUNGSFONDS

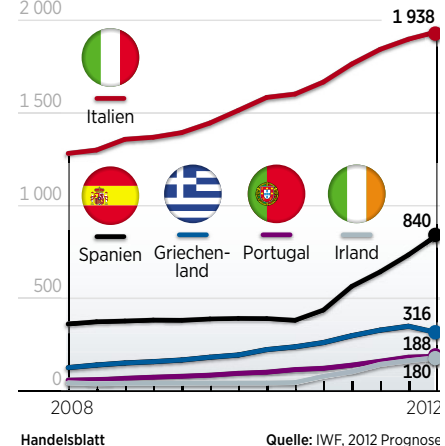
Gemeinsame Haftung - aber nur für begrenzte Zeit

Kaum ein anderer Vorschlag der Wirtschaftswissenschaften ist in den vergangenen Jahren so stark diskutiert worden wie der sogenannte europäische Schuldentilgungspakt. Kern der Idee ist, dass die Euro-Staaten mit vereinten Kräften ihre Altschulden abbauen - mit einer Art zeitlich und volumenmäßig begrenzten Variante von Euro-Bonds, die zweckgebunden und an harte Bedingungen gekoppelt sind.

Im Laufe von drei bis fünf Jahren würde der Schuldentilgungsfonds Anleihen in gleicher Höhe begeben. Damit würde er Geld einsammeln, mit dem sich der Refinanzierungsbedarf der Staaten decken lässt - wegen der gemeinsamen Haftung wären die Zinsen dann für viele Länder deutlich niedriger als derzeit.

Steigende Schuldenlasten

Staatsverschuldung in Mrd. Euro



turreformen und Haushaltskonsolidierung aufstellen. In Deutschland hat die Idee des Sachverständigenrates in der Opposition, bei den Grünen und in der SPD, Anhänger gefunden. Bundesregierung und Bundesbank lehnen das Konzept dagegen ab. Angela Merkel hat verfassungsrechtliche Bedenken; zudem seien viele Änderungen an den europäischen Verträgen nötig.

An Ideen, wie man Deutschland zu mehr gemeinsamer Haftung für Staatsschulden und marode Banken bewegen könnte, herrscht kein Mangel: die Bankenunion, der Schuldentilgungsfonds, eine Banklizenz für den ESM oder auch eine Erweiterung der EZB-Aufgaben. Doch diese Ideen bergen zusätzliche Risiken in gewaltiger Höhe.

BANKLIZENZ FÜR DEN ESM

Unbegrenzte Feuerkraft mit Risiken und Nebenwirkungen

Bisher konnte Angela Merkel alle Forderungen danach abbügeln - doch ausgeschlossen ist es nicht, dass sich die Idee doch noch durchsetzt: die Banklizenz für den dauerhaften Rettungsschirm ESM. Der ursprünglich von Luxemburgs Premier Jean-Claude Juncker ins Gespräch gebrachte Vorschlag wird vor allem von Frankreichs neuer Führung um Präsident François Hollande unterstützt, ebenso von der OECD.

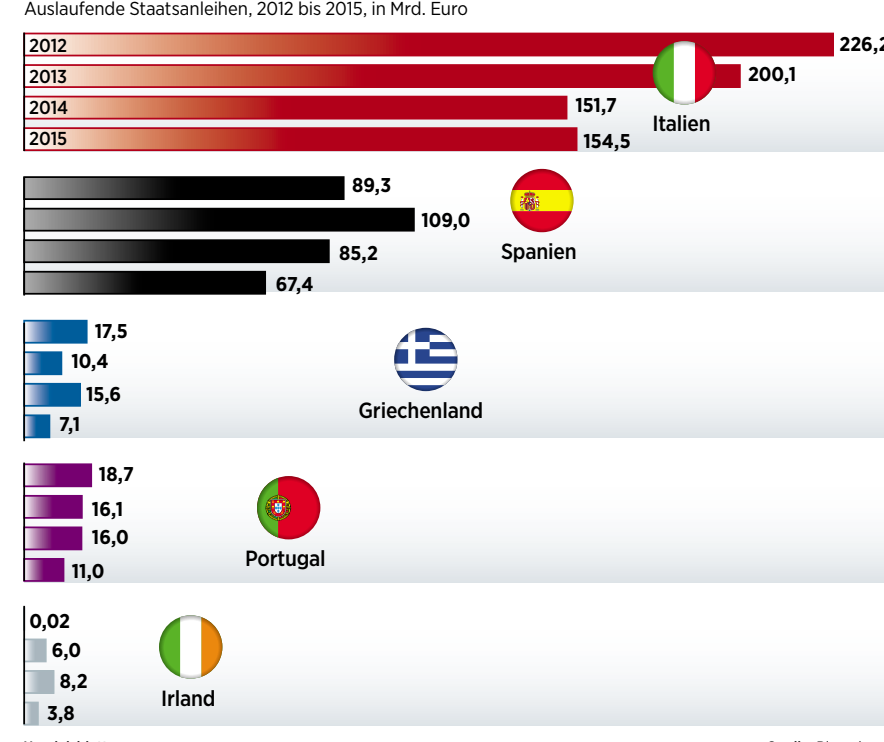
Der Rettungsschirm hätte dann einen ähnlichen rechtlichen Status wie die Europäische Investitionsbank. Ein ESM mit Banklizenz könnte direkt bei der Notenbank Kredite aufnehmen - das ginge schneller, einfacher und zu günstigeren Konditionen, als wenn er an den Finanzmärkten privates Geld einzusammeln müsste. Für EZB-Kredite fällt nur der jeweils gültige Leitzins an, der derzeit bei gerade mal einem Prozent liegt.

Ein noch größerer Vorteil wäre, dass sich die finanzielle Feuerkraft des ESM vervielfachen ließe, wenn er Zugang zu den Refinanzierungsgeschäften der EZB hätte - der Rettungsschirm könnte seine 500 Milliarden Euro nicht nur einmal, sondern mehrfach ausgeben. Das funktioniert so: Der ESM kauft Staatsanleihen der Krisenstaaten oder gibt ihnen direkt Kredite - diese könnte er dann in den Refinanzierungsgeschäften der EZB als Sicherheiten hinterlegen und sich dafür neues Geld leihen.

Das könnte dann für neue Hilfskredite verwendet werden, mit denen eine weitere Refinanzierungsrunde beginnen könnte. Unendlich funktioniert dieser Kreislauf allerdings nicht - die EZB nimmt die Sicher-

Hoher Finanzbedarf

Auslaufende Staatsanleihen, 2012 bis 2015, in Mrd. Euro



heiten bei ihren Refinanzierungsgeschäften mit Abschlägen von bis zu 20 Prozent in die Bücher. Durch die Banklizenz würde die Feuerkraft des ESM so stark, dass der Fonds auch gewappnet wäre, wenn große Eurostaaten in Schieflage geraten. IWF und OECD hatten wiederholt gewarnt, dass die bisher geplanten Rettungsschirme für solche Szenarien nicht groß genug seien.

Im Vergleich zu direkten Staatsanleihenkäufen durch die EZB hat das Modell weitere Vorteile: Die Risiken der Rettungsaktio-

nen lägen klar bei den Staaten, nicht bei der Notenbank. Zudem gäbe es keine Interessenkonflikte für die Zentralbank. Anders als die EZB könnte der ESM zudem die Hilfen leichter an Bedingungen wie Strukturreformen und Sparprogramme knüpfen. Kritiker wie die Bundesbank oder die deutsche Regierung halten all diese Argumente nicht für überzeugend. Ein zentraler Einwand lautet: EZB-Kredite an den ESM kommen einer direkten Finanzierung von Staatsausgaben durch die Notenbank sehr nahe - das aber ist in den europäischen Verträgen ausdrücklich verboten. Anders als normale private Geldinstitute betreibt der Rettungsschirm kein klassisches Bankgeschäft. Sein einziger Zweck ist die Vergabe von Hilfskrediten an Krisenstaaten. Sorgen macht den Kritikern zudem, dass Geldmenge und Kreditvolumen im Zweifel deutlich steigen, wenn sich der ESM wie eine normale Bank bei der EZB refinanzieren könnte. Das könnte über kurz oder lang zu Inflationsgefahren führen. Auf jeden Fall würde aber das Risiko der Garantiegeber in dem Maße steigen, in dem der ESM ein immer größeres Rad dreht - auf Deutschland kämen schier unabhärbare Risiken zu. Ein Blick in den ESM-Vertrag zeigt derzeit, dass der Fonds eigentlich gar keine Lizenz bräuchte, um als Bank agieren zu können - er ist von der Lizenzierungspflicht für Kreditinstitute befreit. Insofern könnte er sich schon nach bisheriger Planung Geld bei der EZB leihen - allerdings nur, wenn die Zentralbank dabei mitspielt. Danach sieht es derzeit nicht aus: Der Zentralbankrat lehnt das ab. Hans Christian Müller, Olaf Storbeck

EURO-BONDS

Gefährliche Gleichmacherei

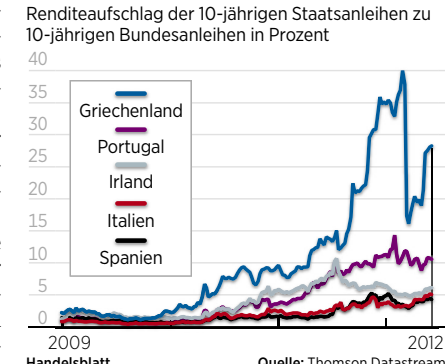
Geteilter Zins ist halber Zins - jedenfalls für die hochverschuldeten Euro-Staaten. Sie müssen Investoren Renditen bis zu sieben Prozent bieten, während Deutschland sich für nahezu null Prozent am Markt refinanziert. Mit der Einführung von Euro-Bonds würde der Zinssatz gemittelt - für Deutschland ein schlechtes Geschäft. Der Bundesfinanzminister müsste weit mehr Geld für den Schuldendienst ausgeben als heute.

Wie stark die Zinslast für Deutschland ansteigt, lässt sich im Voraus kaum sagen. Das Bundesfinanzministerium schätzt die Mehrkosten auf bis zu 25 Milliarden Euro im Jahr. Das Ifo-Institut nannte sogar einen Betrag von 47 Milliarden Euro jährlich. Die tatsächlichen Kosten hängen davon ab, wie sich die Lage an den Finanzmärkten entwickelt. Ein großer, liquider Euro-Kapitalmarkt könnte helfen, das Zinsniveau in der Euro-Zone insgesamt zu senken. Ebenso wenig lässt sich heute sa-

gen, wie schnell und vollständig die nationale Staatsfinanzierung auf Euro-Bonds umgestellt wird. Dazu liegen mehrere Modelle auf dem Tisch. Das radikalste kommt von der EU-Kommission. Sie hat eine EU-Schuldenagentur vorgeschlagen, welche die Staatsfinanzierung auf einen Schlag übernehmen soll. Für Deutschland wäre das die teuerste Variante. Ein zweites Modell der EU-Kommission sieht vor, lediglich die Schulden oberhalb des EU-Grenzwerts von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts eines jeden Landes zusammenzulegen.

Teure Anleihen

Renditeaufschlag der 10-jährigen Staatsanleihen zu 10-jährigen Bundesanleihen in Prozent



GELDPOLITIK

Die Zentralbank als Retterin

Seit dem 19. Jahrhundert ist es ein zentraler Grundsatz der Geldpolitik: Notenbanken sind der „Geldgeber der letzten Instanz“ für private Banken - um zu vermeiden, dass eine Panik gesunde Geldinstitute in den Abgrund reißt.

Würde die EZB im Fall der Fälle als „Käufer der letzten Instanz“ für Staatsanleihen agieren, könnte dieser Teufelskreis vermieden werden, argumentieren diese Ökonomen. Wahrscheinlich würde schon die glaubhafte Ankündigung die Märkte beruhigen. Mit dem derzeitigen Mandat der EZB wäre so eine Politik aber nicht vereinbar. Die Notenbank hat den Auftrag, die Inflation zu bekämpfen - Staatshaushalte zu finanzieren ist ihr ausdrücklich verboten. Würde sie diesen Grundsatz über Bord werfen, dann wäre die Traditionslinie zur Bundesbank endgültig abgeschnitten. Die EZB geriete außerdem in Interessenkonflikte, wenn sie einen großen Teil der europäischen Staatsanleihen hielte. Denn jedes Mal, wenn sie die Leitzinsen erhöhte, würde sie automatisch den Wert ihres Anleihen-Portfolios schmälern. Das könnte ihre Entschlossenheit bei der Inflationsbekämpfung aufweichen. Olaf Storbeck

Sollte die EZB eine ähnliche Funktion für Regierungen übernehmen? Einige Ökonomen machen sich dafür stark. Denn der Euro mache die Märkte für Staatsanleihen anfälliger für Paniken, weil sich die Euro-Länder in einer Währung verschulden, die sie nicht selbst drucken können. Daher können sie nicht garantieren, dass sie zumindest den Nennwert der Schulden zurückzahlen. Dadurch könne es ähnlich wie bei einem Bankensturm zu sich selbst verstärkenden Abwärtsspiralen kommen. Eine lokale Krise kann schnell auf andere Länder übergreifen, wenn Investoren in Panik aus Staatsanleihen flüchten. Auch solvente Länder können dann Probleme bekommen.

Bilanzsumme der EZB

in Mrd. Euro

