



# Eurobond – der sicherste Weg in die Pleite

## Description

In der kommenden Woche sollen auf einem EU-Gipfel entscheidende Weichen für den langfristigen Schutz des Euro vor Spekulanten gestellt werden. Schon wieder?

Die Brüsseler Politbürokraten haben eine (alte) Idee: Der Eurobond soll es richten.

Das übliche Gegacker im Vorfeld solcher Ereignisse: Der böse Herr Juncker aus einem ziemlich unbedeutenden Euro-Land nennt unsere "Mutti" "uneuropäisch". Sie hätte seinen Eurobond-Vorschlag nicht einmal gelesen, bevor sie ihn ablehnte. Außerdem unterstellt er ihr "simples Denken". Er muss es wissen, er ist Chef der Eurogruppe.

Gordon Brown, zur Zeit London, sagt eine schwere Krise der Eurozone für 2011 voraus, die ein Gipfel-Treffen erforderlich mache, um sie zu lösen. Schon wieder eines? Und, zweite Frage, kommt der dann auch?

Ex-Kanzler Schmidt sagte, Merkel und Schäuble hätten keine Ahnung von den internationalen Finanzmärkten. Aber von den nationalen?

Besonders aus Ländern mit finanziellen Schwierigkeiten ist der Ruf nach dem Eurobond so laut wie die Rede einiger Experten, die in dieser europäischen Anleihe das Allheilmittel ausgemacht haben. Auch gegen die Allmacht der "Londoner City", wie manche betonen.

Deutschland und Frankreich, aber auch die Niederlande sind dagegen, u.a. mit dem Argument, der Eurobond verstoße gegen europäische Verträge. "No Bailout" – hat das jemanden interessiert, als der europäische Schutzschirm beschlossen wurde?

Bei dieser Vorstellung verwundert es nicht, dass der Euro gegen Dollar nach der Bekanntgabe der Irland-Rettung bis 1,30 durchsackte, nachdem er zuvor den Pegel bei 1,33 und die Unterseite des seit Juni etablierten Aufwärtskanals gerissen hatte. Kurz später schafft er zwar nochmals den Sprung darüber, aber das währte nicht lange. Aktuell bewegt er sich im Niemandsland zwischen 1,32 und 1,33.

Jetzt werden allmählich auch Länder mit vergleichsweise "gesunden" Staatshaushalten angefressen: Am Markt für Kreditausfallderivate zieht die Risikoprämie für Deutschland an. Ende 2009, vor der Griechenland-Hilfe im Mai, kostete es jährlich 2600 Euro, um eine Forderung gegenüber der Bundesrepublik von einer Million Euro gegen das Risiko eines Zahlungsausfalls abzusichern. Vor dem Beschluss der Euro-Zonen-Finanzminister über das Rettungspaket für Irland lag die Prämie bei unter 4000 Euro, jetzt sind es 5100 Euro.

Mit jeder Rettungsaktion zugunsten von Euro-Krisenländern verschlechtert sich auch die Kreditwürdigkeit Deutschlands. Das ist die Botschaft der Investoren in deutsche Staatsanleihen. Der Bund-Future notierte Anfang November bei gut 130, aktuell bei 124,70, die Renditen der Bundesanleihen sind in den jüngsten drei Monaten schon um etwa 50 % gestiegen. (Nicht anders übrigens die 10-jährigen US-Treasuries: Seit Mitte Oktober sind deren Renditen von 2,43 auf 3,24 % gestiegen, nachdem sie zuvor von Anfang April an von 4,00 % aus den Sinkflug angetreten hatten.)

Nach den Vorstellungen Junckers soll der Eurobond von einer europäischen Schuldenagentur ausgegeben



werden. Er rechnet eine Durchschnittsverzinsung von rund 3,3 % für den Eurobond vor. Anfänglich sollen nur 40 % der Staatsschulden über solche Gemeinschaftsanleihen aufgenommen werden können, für den nachrangigen Rest dürften sich Konditionen weiter verschlechtern, auch für die deutschen. Ein anderer Vorschlag sieht vor, dass ein Land sich nur bis zu 60 % seiner Wirtschaftskraft in Eurobonds verschulden darf. Damit könnten Länder wie Spanien sich dennoch sechs oder sieben Jahre lang ausschließlich in Eurobonds verschulden.

Eurobonds führen geradewegs ins Desaster. Damit meine ich nicht, dass die "unsere" Politiker das anderenfalls verhindern können. Die Betonung liegt auf "geradewegs".

Eurobonds sind ein verdeckter Weg in die Transferunion. Die haushaltspolitisch solideren Länder zahlen für Schulden der unsolideren. Bei denen sinkt der Anreiz für eine gute Führung der Staatsfinanzen und Sparsamkeit. Eurobonds sind politisch einfacher vermittelbar als direkte Transfers; einmal angelaufen, funktionieren sie automatisch und keiner merkt es mehr – anders als bei fallweisen Rettungsaktionen.

Anders als beim (ebenfalls zweifelhaften) Grundgedanken der EU, Mittel von starken in schwache Länder zu transferieren, findet mit Eurobonds ein Transfer von soliden zu unsoliden Staaten statt. Die Situation ist schon pervers genug: Nach dem Durchschnittseinkommen ärmere Länder wie Deutschland subventionieren reichere wie Irland.

Die Politbürokraten wiederholen mit dem Eurobond den Geburts-Fehler der Gemeinschaftswährung. Die wurde eingeführt ohne zuvor die Finanzpolitik der einzelnen Länder zu vereinheitlichen. Man glaubte, dies mit vertraglichen Rahmenbedingungen sicherstellen zu können. Das Ergebnis kennen wir. Jetzt glaubt man wieder, die Probleme der Gemeinschaft ohne diese Vorbedingung durch eine übergeordnete Planwirtschaft lösen zu können.

Mit dem Eurobond wird "moral hazard" auf höchstem Niveau betrieben. So wie die Banken durch die diversen, vom Steuerzahler finanzierten Rettungsprogramme letztlich für ihre Fehlspekulationen belohnt wurden, sollen jetzt die Staaten vor den misslichen Konsequenzen der eigenen haushaltspolitischen Fehler bewahrt werden – auf Kosten der Steuerzahler von Länder, die etwas besser gewirtschaftet haben.

Der Eurobond erinnert zudem fatal an den Ausgangspunkt der US-Immobilienkrise, als Einzel-Risiken von Hypotheken in Form verschachtelter Finanzprodukte auf den Markt kamen. Was damals ein Trugschluss war, bleibt es auch heute: Das Gesamt-Risiko wird durch noch so geschickte Bündelung der Einzel-Risiken nicht kleiner – eine Kette reißt immer an ihrem schwächsten Glied. Nur erkennt man das schwächste Glied nicht mehr.

"Es besteht die Gefahr, dass eine Gesellschaft mit unbeschränkter gegenseitiger Haftung eingeführt wird," sagt der Chefvolkswirt der Deutschen Bank, Thomas Mayer, zum Eurobond.

Was würde der Eurobond Deutschland kosten? Man geht davon aus, dass die Zinsen eines Eurobonds 0,5 bis ein Prozentpunkt über den Zinsen liegt, die Deutschland heute zahlen muss. Steigen die Zinsen um einen Prozentpunkt, würde der deutsche Staatshaushalt nach Berechnungen der (staatlichen) Commerzbank schon in 2011 mit zwei Mrd. Euro mehr an Zinskosten belastet, bis 2015 stiegen die Kosten auf 30 Mrd. Euro. Andere Banken rechnen mittelfristig mit jährlichen Mehrkosten von rund neun Mrd. Euro. Die Bundesregierung sieht sogar eine jährliche Mehrbelastung des Bundeshaushalts von 17 Mrd. Euro. Zum Vergleich: Der Hartz-IV-Etat kommt auf 20 Mrd. Euro.



Um den Staatshaushalt in Balance zu halten, müsste die Mehrwertsteuer um rund zwei % steigen, wenn die Zinsen der Staatsverschuldung um ein % steigen. Man kann auch so rechnen: Die Mehrkosten entsprechen in etwa dem Betrag, den Deutschland jedes Jahr einsparen will, um bis 2016 die Vorgabender Schuldenbremse einhalten zu können.

Jetzt kann man einwenden, das sei eben der Preis, den Deutschland zahlen muss, um in den Genuss der Vorteile der Währungsunion zu kommen. Doch dann muss auch die oben bereits angerissenen "Folgekosten" einbeziehen, nämlich die (mehr als) große Gefahr, dass die Schuldenpolitik in vielen Mitgliedsländern noch sorgloser wird. Denen wachsen auch die neuen, (billigen) Eurobond-Kredite über den Kopf und aus den bisher gegebenen "nur Garantien" wird eine Zahlungsverpflichtung für die Länder, die noch zahlen können. Spätestens dann kommt die Frage von Roubini, wer dann die Retter rettet.

Als Alternative hatte die deutsche Bundesregierung vorgeschlagen, mit dem "Schlaraffenland" für die Banken, in dem sie Gewinne aus risikoreichen Anlagen einstreichen und Verluste beim Steuerzahler abladen, müsse es ein Ende haben. Private Gläubiger sollen in Zukunft automatisch an den Rettungskosten für angeschlagene Euro-Staaten beteiligt werden. Eigentlich ja eine Selbstverständlichkeit, meine ich. Aber was ist schon selbstverständlich in einer bürokratischen Planwirtschaft. Der Vorschlag war sowieso nicht besonders ernst gemeint, er sollte erst ab 2013 greifen.

Zuletzt einigte man sich -typisch EU- statt dessen auf einen vagen Krisenmechanismus. Ab 2013 sei ein Forderungsverzicht der privaten Gläubiger, ein Haircut, nicht mehr ausgeschlossen, aber auch nicht automatisch vorgesehen: Wenn nach einem durchgreifenden Sanierungsprogramm keine Aussicht mehr besteht, dass ein Land seine Staatsschuld begleichen kann, werden Hilfszahlungen von einem Haircut der Banken und anderer privater Gläubiger abhängig gemacht. Dazu sollen EU-Kommission, IWF und EZB eine "Schuldentragfähigkeitsanalyse" erstellen.

Otmar Issing, ehemaliger Chefökonom der EZB, sieht in dem Verzicht auf einen Automatismus einen schweren Fehler: "Das System beruht auf Einzelfallentscheidungen und führt dadurch zu politischen Spannungen, Unsicherheiten und Schwankungen an den Märkten". Kaum vorstellbar, dass ein derart politisierter Entscheidungsprozess mit der Feststellung endet, ein Land sei insolvent.

Barry Eichengreen, einer der weltweit renommiertesten Währungsexperten von der University of California in Berkeley sagt, "Teil jeder Rettungsaktion muss eine Restrukturierung der Schulden sein, eine Umschuldung."

Ken Rogoff geht davon aus, dass die Schuldenkrise der Euro-Zone erst in der Mitte angekommen ist. Ein gewaltiger, anhaltender Wachstumsschub könnte immer noch alle Schuldenprobleme Europas kurieren – wie die aller anderen auch. Aber dieses glückliche Szenario erscheint immer unwahrscheinlicher, sagt er. Zunächst werde es weitere Rettungspakete geben, mit Portugal ganz oben auf der Liste und dann dem schwierigeren Fall Spanien.

Rogoff verweist auf die Lateinamerika-Krise der 1980er Jahre. Die meisten Analysen deuteten darauf hin, dass allen besser gedient gewesen wäre, wenn sie sich früh auf einen Teilschuldenerlass geeinigt hätten. Lateinamerikas Wiedergeburt und moderne Wachstumsdynamik entfalteteten sich erst wirklich, nachdem der Brady-Plan 1987 massive Schuldenabschreibungen in der gesamten Region organisierte.

Indem Europa private Schulden verstaatlicht, folgt man aber dem Verlauf der lateinamerikanischen Schuldenkrise. Auch dort "bürgten" die Regierungen für die Schulden des Privatsektors und konnten sie dann nicht zahlen.

Eine ähnliche Umschuldung ist in Europa das plausibelste Endspiel-Szenario. Die Rettungspakete der EU und des IWF sind lediglich eine verzögernde Maßnahme: Selbst Kredite von wohlgesinnter Seite müssen



schließlich irgendwann zurückgezahlt werden.

Europas Schuldenprobleme sollten eigentlich ganz gut in den Griff zu bekommen sein – sofern erforderliche Abschreibungen und Umschuldungen vorgenommen werden. Lässt man die europäischen Schuldenprobleme aber vor sich hin schwelen und wachsen, indem man sie unter den Teppich kehrt, verschlimmert man sie nur noch.

Leugnen sei keine sinnvolle Strategie zur Bewältigung einer Finanzkrise, so Rogoff. Und verweist darauf, dass die Euro-Zone erst im Juli aus den Stresstests ihrer Banken eine große Show machte und fast allen eine stabile Gesundheit bescheinigte, darunter auch den irischen.