

# Rettung oder Sündenfall?

Erstmals in ihrer Geschichte kauft die Europäische Zentralbank Staatsanleihen bedrohter Euro-Länder auf. Der Tabubruch spaltet die Ökonomenzunft.

Der Wirtschaftsweisen Peter Bofinger und Deutsche-Bank-Chefvolkswirt Thomas Mayer streiten: Ist der Schritt der EZB richtig?

Es gehört zu den Absurditäten der Finanzmärkte, dass der Euro auf dem Devisenmarkt massiv an Wert verloren hat, obwohl der Euro-Raum mit 4,7 Prozent ein deutlich geringeres strukturelles Defizit in Relation zum Produktionspotenzial aufweist als die Vereinigten Staaten (9,2 Prozent), Großbritannien (7,6 Prozent) und Japan (7,4 Prozent). Wenn es trotzdem zu einem gravierenden Vertrauensverlust in die Gemeinschaftswährung gekommen ist, liegt das daran, dass ihre institutionelle Absicherung in einer Krisensituation sehr viel schwächer ist als in den drei anderen Währungsräumen.

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass die hohen Budgetdefizite in erster Linie darauf zurückzuführen sind, dass die Staaten für die gigantischen Verluste eintreten mussten, die durch jahrelange Fehlinvestitionen der Finanzmärkte entstanden sind. Beim Versuch, die Lächer in den Bankbilanzen zu stopfen, gerieten auch die Staaten in eine ungewöhnlich schwierige Situation.

In den USA und Großbritannien reagierten die Notenbanken darauf, indem sie sich bereit erklärten, in hohem Umfang staatliche Anleihen und staatlich garantierte Anleihen (Fannie Mae, Freddie Mac) anzukaufen. Durch ein solches „Quantitative Easing“ sorgten sie dafür, dass das Vertrauen der Märkte in die Solvenz des Staates nicht gefährdet wurde und dass die längerfristigen Zinsen auf einem niedrigen Niveau verharren konnten.

Für die Länder des Euro-Raums bestand bisher im Vergleich zu den

USA, Japan und Großbritannien das grundsätzliche Problem, dass sie nicht mehr über eine eigenständige Notenbank verfügen, die ihnen bei einer solchen Krisensituation stützend unter die Arme hätte greifen können. Dieser konstitutive Unterschied ist die entscheidende Ursache für die Vertrauenskrise, in die die Gemeinschaftswährung in den letzten Monaten geraten ist. Es liegt deshalb nahe, dass von nun an auch die Europäische Zentralbank in extremen Situationen bereit-

## PRO

steht, um die Mitgliedsländer in gleicher Weise gegen die manisch-depressiven Stimmungsschwankungen der Finanzmärkte zu schützen.

Die damit verbundenen Risiken für die Geldwertstabilität sind sehr begrenzt. Zum einen sollte man sich der Tatsache bewusst sein, dass die Staatsverschuldung in erster Linie dazu dient, Vermögensverluste und Ausgabeneinschränkungen des privaten Sektors zu kompensieren. Sie führt also nicht zu einem Überdruck, sie reduziert lediglich einen Unterdruck des Systems. Und für die nächsten Jahre ist im Euro-Raum mit den dämpfenden Wirkungen drastischer Konsolidierungsprogramme sowie eines umfassenden Lohnsenkungswettbewerbs zu rechnen.

Sollte sich die Konjunktur wider Erwarten sehr lebhaft entwickeln und die Inflationsrate deutlich anziehen, muss die EZB in der Lage

sein, die kurzfristigen Zinsen wieder deutlich anzuheben. Durch Anleihekäufe wird sie daran nicht gehindert. Es ist notenbanktechnisch kein Problem, auch große Volumina so zu sterilisieren, dass die EZB jederzeit die volle Kontrolle über die Geldbasis und damit auch die Geldmarktzinsen behält. Ihre Forderungen an Kreditinstitute des Euro-Raums belaufen sich derzeit auf 744 Mrd. €. Auch wenn es sich dabei um Kredite mit einer Laufzeit von bis zu zwölf Monaten handelt, wäre es relativ einfach für die Zentralbank, diesen Bestand in dem Maße abzumelden zu lassen, in dem sie Staatsanleihen am Kapitalmarkt erwirbt.

Kurzfristig verfügt die EZB mit der Einlagenfazilität über ein Instrument, mit dem jederzeit auch sehr hohe Volumina an überschüssigen Notenbankguthaben so gebunden werden können, dass sie die Kontrolle des Geldmarkts nicht beeinträchtigen. Denkbar wäre auch, dass die EZB überschüssige Liquidität durch die Emission kurzfristiger Anleihen bindet.

Anleihekäufe gehören zur geldpolitischen Notfallmedizin. Es ist sicher besser, Unfälle von vornherein zu vermeiden. Aber das ist kein Grund, für den Euro-Raum nicht die gleichen intensiv-medizinischen Maßnahmen verfügbar zu halten wie für alle anderen Währungsräume der Welt.

**PETER BOFINGER** ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Würzburg und Mitglied im Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Ein wesentlicher Bestandteil der Geschäftsgrundlage für die Europäische Währungsunion waren zwei Prinzipien: Erstens, jedes Land ist für seine Finanzen selbst verantwortlich. Und zweitens, die Europäische Zentralbank (EZB) lässt sich nicht für finanzpolitische Zwecke instrumentalisieren. Mit der Nothilfe für Griechenland wurde das erste Prinzip verletzt. Und mit den nun beginnenden Interventionen des Systems der europäischen Zentralbanken zugunsten schwacher Rentenmärkte von Staaten in finanziellen Schwierigkeiten ist das zweite zu Bruch gegangen. Natürlich war schnelle Hilfe notwendig. Aber die Art, wie die Hilfe nun gewährt wird, birgt längerfristige Gefahren für die Europäische Währungsunion (EWU).

Vielleicht war es blauäugig zu glauben, der Stabilitätspakt werde sicherstellen, dass jeder Staat für seine Finanzen selbst verantwortlich ist. Vielleicht war es auch zwangsläufig, dass hier nachgebessert werden muss. Nötig ist ein Mechanismus, der Vorbeugung mit Anpassungshilfen unter Auflagen bis zum Insolvenzverfahren für überschuldete Staaten vereint – ich habe dies einen Europäischen Währungsfonds genannt. Mit einem solchen Mechanismus wäre es wohl möglich, dem Prinzip der finanziellen Selbstverantwortung in etwas veränderter Form wieder Geltung zu verschaffen.

Natürlich würde dies einen Schritt hin zur europäischen Fiskalunion bedeuten. Aber er wäre begrenzt, und Transfers würden von

einer unabhängigen Institution – eben dem Europäischen Währungsfonds – gesteuert und kontrolliert. Der jetzt zur Verfügung gestellte Finanzrahmen zur Stützung der EWU könnte zum Bestandteil eines solchen Fonds werden.

Im Gegensatz dazu dürfte es schwieriger sein, das Prinzip der Trennung der Geldpolitik von fiskalpolitischen Zwecken wieder glaubwürdig zu machen. Die EZB betont, dass sie ihre Interventionen im Markt für Anleihen notleidender

## KONTRA

Staaten sterilisieren werde. Daher werde sich die Liquidität insgesamt nicht erhöhen, und es seien auch keine Auswirkung auf die Inflation zu befürchten. Die Notenbank muss so handeln, um dem Vorwurf zu begegnen, sie monetisiere Staatsdefizite. Wenn die EZB aber durch ihre Interventionen gezielt die Zinskosten notleidender Staaten verbilligt und dafür die Zinskosten anderer Kreditnehmer erhöht, so vergibt sie Subventionen für den einen und erhebt Steuern bei dem anderen Kreditnehmer – und schlüpft so letztlich in die Rolle einer fiskalpolitischen Institution. Dies führt unvermeidbar auch zu Interessenkonflikten zwischen den nationalen Zentralbanken im „Eurosystem“, wie die EZB sich selbst nennt.

Eine Zentralbank in einem Land mit fiskalischen Problemen wird immer behaupten, dass der Markt für einheimische Staatspapiere der

Unterstützung bedürfe. Und was passiert im Falle eines Falles? Wer trägt die Verluste, sollte Griechenland seine Staatsschulden am Ende doch nicht bedienen können? Letztlich würden dann die Eigner der EZB zur Kasse gebeten, wobei der größte Teil auf Deutschland entfallen würde.

Man wird mir entgegenhalten, dass die Krise außergewöhnliche Maßnahmen erfordere, die Interventionen im Umfang gering seien und daher eher symbolische Bedeutung haben und dass die Federal Reserve in den USA und die Bank von England ähnliche Operationen durchgeführt haben. Meine Kritik an der Einbeziehung der EZB in die Hilfe für Staaten in Finanznöten sei typisch deutsche Prinzipienreiterei.

Meiner Meinung nach unterschätzen die Pragmatiker, die solche Kritik äußern, die außerordentliche Verwundbarkeit der Europäischen Währungsunion. In der Vergangenheit sind alle Währungsunionen souveräner Staaten daran gescheitert, dass die nationale Fiskalpolitik schließlich die gemeinsame Geldpolitik dominierte. Mit der strikten Enthaltung der EZB von allen fiskalpolitischen Operationen sollte verhindert werden, dass die EWU dasselbe Schicksal wie alle ihre Vorgänger erleidet. Indem man nun die EZB in die Hilfe für notleidende Staaten einbezieht, hat man dem für frühere Währungsunionen so gefährlichen Virus die Tür geöffnet.

**THOMAS MAYER** ist Chefvolkswirt der Deutschen Bank.

## POSTEINGANG

Zum Bericht „Kraft in der Ypsilanti-Falle“ über die schwierige Regierungsbildung nach der nordrhein-westfälischen Landtagswahl, FTD vom 11. Mai

### Aufklärung für Nichtwähler

Das war ja eigentlich abzusehen, dass die Wahl so ausgehen würde. Peinlich ist nur die hohe Anzahl an Wahlverweigerern, die zu solchen Ergebnissen beigetragen haben. Was glauben die Nichtwähler eigentlich zu erreichen? Wahrscheinlich sind diese es auch, die ständig nörgeln und meckern und kritisieren. Sie vergessen hierüber, dass klare Ergebnisse nur mit hoher Wahlbeteiligung zu erreichen sind. Bei immer kleiner werdender Beteiligung nehmen die Gewichte der Mitläufer und Protestparteien immer mehr zu. Wir sollten vielleicht mal aufklären – nicht, was die Wahlprogramme sind, sondern was es heißt, nicht zu wählen, und welche Konsequenzen das haben kann.

Heinz-Bert Müssig, Niederkassel

Zur Berichterstattung der FTD über das Rettungspaket der EU für angeschlagene Euro-Länder

### Offene Frage Zinserträge

So, wie sich das darstellt, wird eine „Zweckgesellschaft“ für circa drei Prozent Geld am Markt beschaffen und für fünf Prozent an Griechenland (und gegebenenfalls andere EU-Mitglieder) weiterverleihen. Da

stellt sich die Frage nach den Zinsüberschüssen. Fließen die in den EU-Haushalt? Oder zurück an die Garantieländer, anteilmäßig nach den gegebenen Garantien? Sinnvoller wäre wohl, diese zunächst nicht auszuschütten, sondern für zukunftsichere Projekte wie Ausbildung und Umbau der Energieversorgung zu verwenden.

Ralph Griesinger, Bissendorf

Zum Bericht „Märkte applaudieren Euro-Retter“ über die Reaktion auf den EU-Rettungsschirm, FTD vom 11. Mai

### Jetzt kommt die Baisse

Am Montag nahmen auch viele die letzte Gelegenheit zum Ausstieg wahr und trennten sich in steigende Kurse hinein von ihren Anteilen. Die Baisse ist nun nicht mehr aufzuhalten. Ausufernde Staatsverschuldung erst in den USA, nun in Europa dreht den Märkten die Luft ab. Staatliche Wirtschaftsbelebungsprogramme sind am Ende und die Zinsen bei null. Wo also soll Wachstum herkommen? Und wer zahlt die Schulden?

Karl-Heinz Andresen, Hamburg

## LESERBRIEFE

Die abgedruckten Leserbriefe geben ausschließlich die Meinung der Einsender wieder. Zuschriften ohne vollständige Angabe des Absenders werden nicht veröffentlicht. Wir behalten uns das Recht auf Kürzungen vor. Bitte nutzen Sie folgende Adressen: leserbriefe@ftd.de; per Fax: 040/31990-337 oder per Post: Brieffach 02, 20444 Hamburg, Kennwort: Leserbriefe

## IMPRESSUM

Die **Financial Times Deutschland** ist überregionales Pflichtblatt aller acht deutschen Wertpapierbörsen.

### Sprecher des Chefredakteurskollegiums:

Steffen Klusmann

**Chefredakteure:** Stefanie Burgmaier (Börse Online), Dr. Nikolaus Förster (Impulse), Steffen Klusmann (Capital, FTD)  
**Stellvertretende Chefredakteure:** Sven Clausen (FTD), Gereon Kruse (Börse Online), Alexander Mayerhöfer (Impulse), Paul Prandl (Capital), Stefan Weigel (FTD)

**ArtDirector:** Dominik Arndt, Carsten Lüdemann (Stv.)

**Geschäftsführende Redakteur:** Isabelle Arnold

**Chef vom Dienst:** Cosima Jäckel, Sven Sorgenfrey (Stv.)

**Bildchef:** Peter Raffelt, Jose Blanco (Stv.)

**Unternehmen:** Guido Warlimont (Ltg.), Claus Gorigs (Stv.), Jörn Paterak (Stv.)

**Politik:** Andreas Theysen (Ltg.)

**Finanzen:** Tim Bartz, Ina Lockhart (Ltg.)

**Geld:** Jochen Mörsch (Ltg.), Helmut Kipp (Stv.)

**Agenda:** Christian Baulig (Ltg.), Horst von Buttler (Stv.)

**Online:** Dr. Anton Notz (Ltg.)

**Verantwortlich im Sinne des Presserechts:** Steffen Klusmann. Sitz des Ressorts Politik ist Berlin, der Ressorts Finanzen und Geld Frankfurt am Main, im Übrigen Hamburg.

„Financial Times“, „Financial Times Deutschland“ und „FTD“ are registered trade marks of The Financial Times Limited and used under license. The Financial Times Limited is neither the publisher of nor responsible for the content of this publication.

**G+J Wirtschaftsmedien GmbH & Co. KG**

Stubbenhuk 3, 20459 Hamburg

Brieffach 02, 20444 Hamburg

Tel.: 040/319 90-0, Fax: -310

**Geschäftsführer:** Dr. Bernd Buchholz, Ingrid M. Haas

**Verlagsleitung:** Jan Honsel, Dr. Albrecht von Arnswaldt

**Gesamtanzeigeleiter:** Helma Spieker

**Anzeigeleiter:** Jens Kauerauf

**Vertrieb:** DPV Deutscher Pressevertrieb, Leitung: Marco Graffitti, Düsternstr. 1-3, 20355 Hamburg

**ISSN 1615-4118**

**Nachdruckrechte/Syndication:** Picture Press Bild- und Textagentur GmbH, Koordination: Petra Martens; Anfragen: Isabella Kamauf, Tel.: 040/37 03-2590, E-Mail: kamauf.isabella@picturepress.de

**Druck:** Presse-Druck- und Verlags-GmbH, 86167 Augsburg; Mannheimer Morgen Großdruckerei und Verlag GmbH, 68167 Mannheim; Druck- und Verlagszentrum GmbH & Co. KG, 58099 Hagen; BVZ Berliner Zeitungsdruck GmbH, 10365 Berlin

**A B H M**

# Merkels teures Wochenende

Auch noch so viel Geld kann die Euro-Zone nicht retten. Echte politische Reformen sind nötig



WOLFGANG MÜNCHAU

Deutschland stellt plötzlich mit Schrecken fest, was uns die gesamte Madame-Non-Episode gekostet hat. Angela Merks Zauderei und Taktiererei war eine der wesentlichen Ursachen dafür, dass die EU am Wochenende ein Notpaket ausrufen musste, dessen Dimension alles sprengt, was wir bislang so kannten.

Wir haben die Euro-Zone zwar vor dem Untergang gerettet, aber die ganze Geschichte ist eine Katastrophe für alle Beteiligten. Die Art und Weise, wie sie beschlossen wurde, macht einen Anstieg der Inflation sehr wahrscheinlich. Von den hohen Kosten einmal abgesehen, hat Merkel politischen Schaden genommen, vor allem im Ausland, wo sie als eine unfähige und bornierte Taktiererin dasteht, die ihre persönlichen Interessen über die der Allgemeinheit stellte.

Und selbst innenpolitisch hat ihr Kalkül nicht funktioniert, wenn man sich das Wahlergebnis in Nordrhein-Westfalen ansieht. Selbst die Europäische Zentralbank ist beschädigt. Es ist offensichtlich, dass sie sich nur unter äußerem Druck bereit erklärte, griechische Staatsanleihen auch weiterhin als Sicherheiten zu akzeptieren und gezielte Aufkäufe von Staatsanleihen südeuropäischer Länder zu tätigen.

### Zahlen statt handeln

Das Schlimmste allerdings etwas anderes. Auch diese Kreditgarantie in der Höhe von einer dreiviertel Billion Euro wird verpuffen. Man wird das Problem nicht dadurch lösen, dass man es mit einem Haufen Geld beschmeißt. Es ist schon fast ein europäischer Reflex. Nach der Lehman-Pleite vor knapp zwei Jahren ist der EU ebenfalls nichts Besseres eingefallen, als das Problem des europäischen Bankensektors mit einer massiven Schuldengarantie zu lösen. Die schmerzhafteste Restrukturierung von Banken wurde aus politischen Gründen vermieden. Jede Form einer europäischen Lösung wurde von deutscher Seite boykottiert. Man bevorzugte um jeden Preis eine deutschnationale Lösung und war dafür bereit, sich und andere finanziell zu ruinieren.

Das gleiche Muster wird erneut angewandt. Man versucht zunächst, mit verlogenen politischen Erklärungen die Märkte zu beruhigen. Dann ringt man sich wider Willen erst zu einem kleinen, dann zu einem großen Rettungspaket für Griechenland durch, und als die Investoren komplett das Vertrauen verlieren, versucht man, die Finanzmärkte mit dem Zauberkrieg einer 750-Mrd.-€-Garantie zu besänftigen.

Man stilisierte das Problem zu einer „global organisierten Attacke“ gegen den Euro, wie Jean-Claude Juncker, der luxemburgische Premierminister, es formulierte. Anstatt das Problem zu lösen, sucht man nach Schuldigen und findet wieder einmal ominöse angelsächsische Spekulanten. Ich verstehe, dass man einen äußeren Feind brauchte, um die Notwehrregel des Artikels 122 des Lissabonner Vertrags in Anspruch zu nehmen, der die rechtliche Grundlage für diese Hilfen bietet. Aber Investoren goutieren es nicht, wenn man sie so abstempelt. Das Problem des Euro hat nichts, aber

wir dann mit dem entsprechenden Schuldenstocher? Wie erreichen die südeuropäischen Länder eine Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit um 20 bis 30 Prozent, die nötig wäre, um Wachstum zu erzielen? Zu welchen Reformen ist Deutschland bereit, um die Konsumnachfrage anzukurbeln? Glaubt Merkel immer noch, dass Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen hier nicht gefragt sind?

### Das Vertrauen ist weg

Solange die europäischen Institutionen diese Frage nicht beantworten, so lange werden Investoren ihnen keinen Glauben schenken. Da sie das einmal vorhandene Vertrauen verspielt haben, glaubt ihnen keiner mehr was.

Was wir im Euro-Raum jetzt bräuchten, wäre der folgende Maßnahmenkatalog: eine koordinierte und streng überwachte Fiskalpolitik, eine Koordination, der sich auch Deutschland und Frankreich unterziehen müssen; einen glaubwürdigen Plan, wie wir mit den Wettbewerbsunterschieden im Euro-Raum umgehen. Wenn die Antwort darauf Nein lautet, werden mehrere Länder den Euro-Raum verlassen müssen. Wir brauchen einen gemeinsamen europäischen Bond, der bis zur Schuldengrenze im Maastrichter Vertrag die Schulden der Mitgliedsstaaten abdeckt. Wir brauchen eine koordinierte Strategie für Strukturreformen, die von makroökonomischer Bedeutung für den Euro-Raum sind, etwa eine weitere Liberalisierung der Dienstleistungen und Arbeitsmärkte. Wir brauchen eine gemeinsame Außenrepräsentanz des Euro-Raums. Und wir bräuchten einen gemeinsamen Bankenmarkt. Das und nicht die Spekulanten sind die wirklichen Probleme des Euro-Raums. Man wird dieses Problem nicht angehen, weil zu viele Berliner Provinzinteressen im Wege stehen. Es ist viel bequemer, vage Kreditgarantien zu geben, von denen ohnehin keiner glaubt, dass man sie einhalten wird.

Wir haben die Wahl zwischen echter Integration und echter Desintegration. Mit einem Goldregen allein werden wir hier nicht weiterkommen. Ich halte es nach wie vor für eher wahrscheinlich, dass uns angesichts unserer weiterhin verlogenen Politik der Euro-Raum über kurz oder lang um die Ohren fliegen wird. Auch Merks sündhaft teures Wochenende wird daran nichts ändern.

E-MAIL [munchau@eurointelligence.com](mailto:munchau@eurointelligence.com)

**WOLFGANG MÜNCHAU** ist FTD- und FT-Kolumnist. Er leitet den Informationsdienst Eurointelligence.