

Eurobonds statt Schuldenschnitt

Griechenlands Problem sind gar nicht so sehr die hohen Schulden, sondern die exorbitanten Zinsen. Und dagegen gibt es ein ganz einfaches Mittel

Matthias Kroll

Das Schicksal Griechenlands scheint besiegelt. Angesichts eines Verschuldungsgrads von knapp 150 Prozent des griechischen BIPs hat sich selbst der Internationale Währungsfonds in die Schlange derer eingereiht, die einen Schuldenschnitt befürworten. Aber das eigentliche Problem ist nicht die absolute Höhe der Schulden, sondern vielmehr die exorbitant gestiegenen Refinanzierungszinsen. Auch eine hohe Staatsschuld ist bei Nominalzinsen von drei oder vier Prozent noch zu schultern. Bei einer Rendite von aktuell über 20 Prozent für dreijährige Anleihen wird sie jedoch untragbar. Realwirtschaftlich lassen sich solche hohen Sätze vielleicht für Staatsanleihen eines vom Bürgerkrieg bedrohten Entwicklungslandes begründen, nicht aber für ein Mitglied der Euro-Zone.

Was Staatsanleihen angeht, geht es auf den Finanzmärkten zu wie im Kasino. Die eigentliche Frage ist daher, inwieweit sich die Währungsunion überhaupt dem Spiel dieser Märkte aussetzen muss und sollte. Und die Antwort lautet: weit weniger als heute. Denn durch einen einheitlichen Zins für Euro-Anleihen lassen sich Wetten gegen Mitgliedsländer effektiv verhindern. Eurobonds können deshalb als Standardinstrument der Staatsfinanzierung in der Euro-Zone eingesetzt werden – und nicht nur zur Krisenintervention, wie oft vorgeschlagen wird. Dann würden nationale Regierungen gar keine eigenen Schuldpapiere mehr ausgeben, die am Markt handelbar wären. So könnten Eurobonds nicht nur das Refinanzierungsproblem Griechenlands und Portugals lösen. Auch das Grundproblem – die Anfälligkeit für spekulative Angriffe – wäre auf Dauer gelöst.

wenn die Situation einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung entsteht: Beginnen Investoren, auf die Zahlungsunfähigkeit einzelner Länder zu wetten, verteuert sich deren Refinanzierung, und die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls steigt. Das führt zu weiteren spekulativen Angriffen und einer zusätzlichen Verteuerung. Am Ende steigt das Zinsniveau so hoch, dass ein Zahlungsausfall unausweichlich wird. Gleichzeitig müssen die betroffenen Staaten ihre übrigen Haushaltsausgaben deutlich einschränken. Das senkt die Binnen Nachfrage und sorgt für geringere Steuereinnahmen, was die Schwierigkeiten, die Schulden zu bedienen, weiter vergrößert.

Trittbrettfahrer bestrafen

Ein Land, das seine Schulden bei einem angeglichenen, europäischen Zinsniveau problemlos hätte refinanzieren können, gerät bei solch einem spekulativ überhöhten Zinssatz in eine existenzbedrohende Lage. Daher braucht die Währungsunion für ihre Staatsanleihen ein einheitliches Zinsniveau. Dazu könnte eine europäische Schuldenagentur eingerichtet werden, die Eurobonds emittiert, und bei der sich die einzelnen Mitgliedsländer verschulden. Welchen Zinssatz sie an die Schuldenagentur zahlen müssen, wird von einer neu zu gründenden, europäischen Ratingagentur festgesetzt. Die Differenz zwischen niedrigstem und höchstem Zinssatz sollte nicht mehr als ein oder höchstens zwei Prozentpunkte betragen – mit klaren politischen Regeln zu ihrer Bestimmung. Ein Trittbrettfahrerverhalten von Ländern, die den für sie niedrigen Zinssatz zur ausufernden Finanzierung von Haushaltsdefiziten nutzen, muss dabei verhindert werden.

Wichtig ist, dass die Zinsdifferenz nur intern gilt. Nach außen

Eine Währung – ein Zins

Dass der Euro wackelig steht, war von Beginn an klar. Die Europäische Zentralbank (EZB) bestimmt zwar einen einheitlichen Zinssatz am Geldmarkt. Die Staatsanleihen der einzelnen Länder haben jedoch ihren eigenen Zinssatz behalten, in dem die alten nationalen Währungen faktisch fortexistieren. In den ersten Jahren des Euro schien das noch zu funktionieren. Die Renditen der Staatsanleihen glichen sich innerhalb der Euro-Zone bis auf wenige Basispunkte an, da das Risiko von Wechselkursschwankungen weggefallen war. Und eine Zahlungsunfähigkeit schien so gut wie ausgeschlossen, weil sich die einzelnen Euro-Staaten nur noch in geringem Maße in einer Fremdwährung verschuldeten, sondern weitgehend in Euro, also der Währung ihrer Steuereinnahmen. Doch das erwies sich mit dem Ausbruch der Finanzkrise und der Belastung der nationalen Haushalte durch Bankenrettungen als Schonwetterkonstruktion. Investoren begannen, auf mögliche Zahlungsschwierigkeiten einzelner Länder zu wetten.

Es wäre naiv, in einer solchen Situation auf das regulierende Korrektiv der Märkte zu vertrauen. Die Marktteilnehmer verdienen am besten bei stark schwankenden Kursen. Und besonders gefahlich wird es,

gibt es nur einen Zinssatz als Durchschnittswert. Die nationalen Regierungen geben keine eigenen Schuldpapiere mehr aus, gehandelt werden nur die Eurobonds. So erhält jedes Euro-Land immer Zugang zum Kapitalmarkt. Eine Wette auf die Zahlungsunfähigkeit einzelner Länder wird gegenstandslos, da diese nun nicht mehr eintreten kann. Nun ist wieder der Zustand erreicht, in dem ein Staat nicht pleitegehen kann, da er sich jederzeit in der Währung, in der er seine Steuereinnahmen erhält, zu einem erträglichen Zins refinanzieren kann. Damit werden auch aufwendige Rettungsschirme überflüssig, die sonst von den anderen Euro-Ländern aus nationalen Haushaltsmitteln aufgebracht werden müssen.

Ein großer, liquider Eurobondmarkt wäre nicht nur für langfristig orientierte Anleger ein großer Gewinn. Auch das Zinsniveau wäre tendenziell niedriger als bei vielen kleinen Einzelemittenten. Marktteilnehmer, die riskante Anlagen bevorzugen und auf stark schwankende Kurse wetten, würden dagegen verlieren. Der größte Gewinner wäre aber Europa. Denn ein Scheitern des Euro würde zwangsläufig zu einem Scheitern des gesamten Projekts der europäischen Einigung führen.

Matthias Kroll ist Finanzexperte des World Future Council in Hamburg.