

# Am Abgrund

An den Finanzmärkten macht sich Angst breit. Weil die Anleger den strauchelnden Euro-Staaten kein Geld mehr geben, könnte die Währungsunion zerbrechen. Der Druck auf die deutsche Regierung wächst, ihren Widerstand gegen eine Schuldenfinanzierung durch die EZB aufzugeben.



**E**uro-Bonds? Der französische Präsident Nicolas Sarkozy kennt dieses Wort gar nicht. Er redet und redet, aber Euro-Bonds erwähnt er nicht. Dann ist der italienische Ministerpräsident Mario Monti an der Reihe. Euro-Bonds? Nie gehört. Jedenfalls kommt das Wort nicht vor in seiner Ansprache. Nach ihm spricht Angela Merkel, und die würde nicht einmal im Traum daran denken, Euro-Bonds zu erwähnen.

Am Donnerstag der vergangenen Woche gaben die drei eine Pressekonferenz zum Thema Euro, nachdem sie gemeinsam in Straßburg ein Mittagessen eingenommen hatten. Ein phantastisches Mittagessen muss das gewesen sein, Eintracht, Harmonie, ganz große Verständigung.

schon einigen werde, ohne das Wort Euro-Bonds zu nennen.

Zum Schluss ist Monti an der Reihe, und was macht er? Er nimmt das Wort tatsächlich in den Mund, verwendet dann aber schnell ein neues, hübscheres Synonym und gibt zu verstehen, dass er „Stabilitätsbonds“ gar nicht so schlecht finden würde. Womit dann doch wieder klar ist, dass es einen schweren Konflikt gibt in der Euro-Zone.

Ohne Merkel geht nichts in Europa. Und die deutsche Kanzlerin ist nicht nur gegen Euro-Bonds. Sie wehrt sich auch gegen den Einsatz der Europäischen Zentralbank (EZB), die, so fordern es vor allem die Franzosen, in weit größerem Stil Staatsanleihen der Krisenstaaten aufkaufen soll, um deren Zinsen zu drücken.

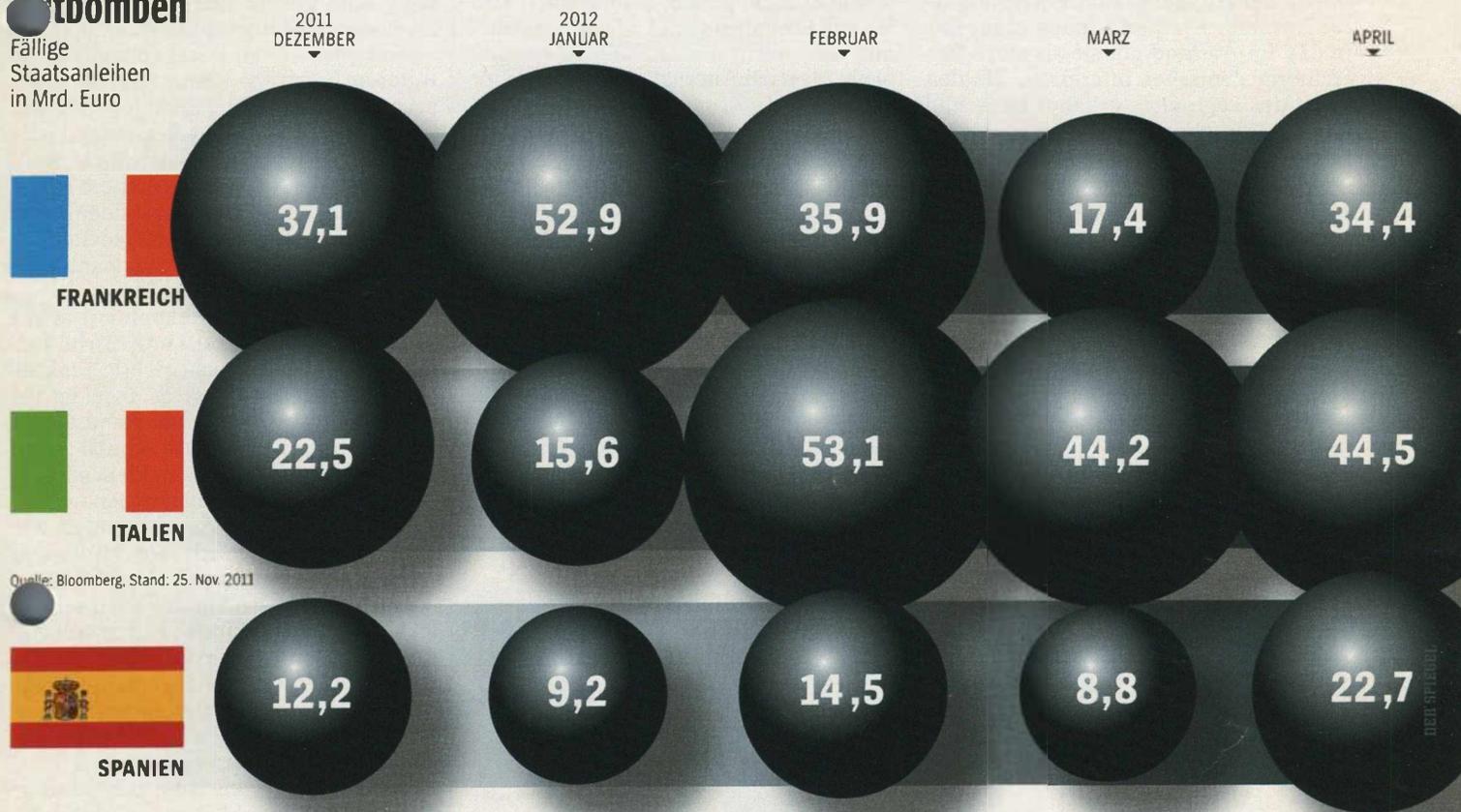
wäre gescheitert, mit dramatischen Folgen für Europa und den Rest der Welt. Staaten gingen pleite, Banken müssten wieder einmal gerettet werden, die Wirtschaft würde in jahrelanger Rezession versinken.

Die Stunde der Wahrheit naht, das Endspiel um den Euro hat begonnen. Und jetzt? Schon in den nächsten Wochen, vor allem aber im ersten Quartal des kommenden Jahres müssen die europäischen Krisenländer gewaltige Mengen an Kapital einsammeln, allein in Italien laufen mehr als 110 Milliarden Euro an Altschulden aus, die neu finanziert werden müssen (siehe Grafik). Doch wer soll diesen Staaten frisches Kapital geben?

Die Anleger haben das Vertrauen in die Euro-Länder verloren und in deren

## Zeitbomben

Fällige Staatsanleihen in Mrd. Euro



So erzählen sie es, und wenn etwas so schön ist, darf man natürlich nicht von Euro-Bonds reden, obwohl es derzeit das zentrale Thema der Krisen-debatte ist. Merkel ist dagegen, Sarkozy und Monti sind dafür, wollen das aber nicht sagen.

Natürlich findet sich aber wieder einmal ein Journalist, der dem Frieden nicht traut, weshalb er nach den Ihr-wisst-schon-Bonds fragt. Merkel sagt, sie habe ihre Meinung dazu nicht geändert, sie sagt das, ohne das schlimme Wort zu nennen. Sarkozy erwähnt den Rhein, erzählt einen Witz über einen Hypochonder und redet und redet und sagt, dass man sich

Aber das war in Straßburg offiziell kein Thema. Frankreich achte die Unabhängigkeit der EZB, versicherte Sarkozy.

Die inszenierte Harmonie steht in krassem Widerspruch zur Realität. Mitten in seiner größten Krise ist Europa heillos zerstritten. Ein Gipfel folgt dem anderen, und stets gibt es am Ende versöhnliche Statements und Bekenntnisse – aber keine gemeinsame Vorstellung davon, wie der Euro gerettet werden kann.

Die Lage könnte dramatischer kaum sein. Wenn nicht schnell etwas geschieht, droht die Europäische Währungsunion zu implodieren. Das ehrgeizige Projekt, das den Kontinent für immer einen sollte,

Fähigkeit, die gemeinsame Währung zu retten. Daran konnten auch die jüngsten Regierungswechsel in Italien, Griechenland und Spanien nichts ändern.

Die Angst wächst – an den Finanzmärkten und in den Regierungszentralen. Selbst seriöse Banker, die öffentlich Zuversicht ausstrahlen, räumen im kleinen Kreis ein, dass die Währungsunion schon bald zusammenbrechen könne.

Die bisherigen Rettungsversuche taugen nichts, sagen sie, Europa müsse endlich zur einzigen Waffe mit unendlicher Feuerkraft greifen: Die EZB soll, auch wenn ihr dies von ihrer eigenen Verfassung verboten ist, die Schuldnerstaaten

finanzieren. Geld hat die Notenbank genug, sie kann es sich im Zweifel selbst drucken.

So sehen es mittlerweile auch die meisten Regierungschefs Europas. Nur Angela Merkel leistet Widerstand: Sie fürchtet um die Unabhängigkeit der Notenbank und um die Geldwertstabilität. Ebenso entschlossen wehrt sie sich bislang gegen alle Versuche, die Schulden der Euro-Staaten über gemeinsame Anleihen, Euro-Bonds eben, zu vergemeinschaften.

Es ist einsam geworden um die deutsche Kanzlerin. Zu Haus muss sie jedes Zugeständnis im Dienste der Rettung des Euro gegen ihre Koalitionspartner FDP und CSU verteidigen, sie muss die eigenen Abgeordneten überzeugen und die Vorgaben des Verfassungsgerichts beachten. Die Liberalen sorgen sogar mit einer Mitgliederbefragung zum Euro-Kurs ihrer Partei für Alarmstimmung (siehe Seite 68). Im Ausland gilt sie als sture Verfechterin deutscher Interessen, die den Ernst der Lage nicht erkannt hat – und deshalb die ganze Währungsunion gefährdet.

Besonders drastisch formuliert Jacques Attali, seinerzeit Berater des französischen Präsidenten François Mitterrand, die Bedenken der Partnerstaaten: Nach den beiden Weltkriegen sei es „heute erneut Deutschland, das die Waffen für den Selbstmord des ganzen Kontinents in den Händen hält“. Wenn Deutschland nicht einlenke, so Attali, „dann kommt es zur Katastrophe“.

### Die gescheiterte Krisenstrategie

Aus Sicht des Auslands ist die Lage eindeutig: Deutschland hat die Rettung des Euro in der Hand, es muss nur seinen Widerstand gegen die Vergemeinschaftung der Schulden aufgeben. Eine solche Haf-

tungsunion aber widerspräche nicht nur der sogenannten No-Bailout-Klausel der Europäischen Verträge, wonach kein Euro-Land für die Schulden der anderen aufkommen darf, sie wäre für die Deutschen auch besonders gefährlich: Die größte Wirtschaftsmacht Europas müsste die größten Lasten tragen – und könnte am Ende mit in den Abgrund gezogen werden.

Zudem plagt Merkel die Sorge, dass die Schuldner sofort wieder in den alten Schlendrian verfielen, wenn sie sich gerettet fühlten. Die Deutschen wollen Hilfen daher nur gegen strenge Auflagen gewähren.

Von Anfang an agierte die Kanzlerin deshalb sehr vorsichtig, sie erhob die Politik der kleinen Schritte sogar zum Programm. Einen großen Wurf könne und werde es nicht geben, lautete ihr Credo. Sie will Lösungen vom Ende her denken – nur was, wenn dieses Ende so nebulös bleibt, dass die Alternative winzige Schritte sind?

So hangelte sich das Notmanagement von Krisengipfel zu Krisengipfel, ohne erkennbaren dauerhaften Erfolg. Immer mehr angeschlagene Staaten gerieten ins Visier der internationalen Anleger und mussten deshalb für ihre Schulden höhere Zinsen bezahlen.

Instrumente und Programme, mit denen Merkel und ihre Kollegen die Krise einzudämmen hofften, erwiesen sich als zaghaft. Dem ersten Rettungspaket für Griechenland folgte, weil es nicht ausreichte, ein zweites. Zudem wurde der europäische Rettungsschirm aufgestockt. Weil er aber noch immer nicht voll funktionsfähig ist, interveniert die EZB ständig an den Anleihemär-

ten und kauft die Schuldpapiere Italiens oder Spaniens auf, um deren Kurse zu stützen.

Die chronischen Behelfsmaßnahmen haben das Vertrauen in die Währungsunion bislang nicht wiederherstellen können. Hinzu kommen eklatante Unzulänglichkeiten im Krisenmanagement. Ursache sind Kompetenzgerangel und Eifersüchteleien zwischen EU-Kommission und nationalen Regierungen, EZB und Politik, unter den Notenbanken einzelner Mitgliedstaaten.

Auch die obersten Repräsentanten von EU und Euro-Zone sind sich nicht grün. EU-Kommissionspräsident José Manuel Barroso neidet Ratspräsident Herman Van Rompuy seine herausgehobene Stellung, der wiederum macht Euro-Gruppen-Chef Jean-Claude Juncker dessen Posten streitig. Die Folge sind Zweideutigkeiten und Vielstimmigkeiten.

Exemplarisch dafür steht das glücklose Agieren Barrosos. Keine zwei Wochen nach dem Krisengipfel Ende Juli rechnete er mit den Staats- und Regierungschefs ab. Deren Entschlüsse seien nicht weitreichend genug, außerdem hapere es mit der Umsetzung. Vertrauensbildend war die Intervention nicht, die Risikoaufschläge einiger europäischer Staatsanleihen stiegen deutlich (siehe Grafik).

Schlimmer als die Kakophonie wirkt sich aber aus, dass der europäische Rettungsschirm EFSF nicht richtig funktioniert. Ursprünglich war er angelegt für die ins Straucheln geratenen Randstaaten der Währungsunion, doch schnell zeigte sich, dass er selbst dafür zu klein geraten war. Die Mitgliedstaaten mussten weitere Garantien nachschießen, damit er wie vorgesehen tatsächlich 440 Milliarden Euro mobilisieren kann.

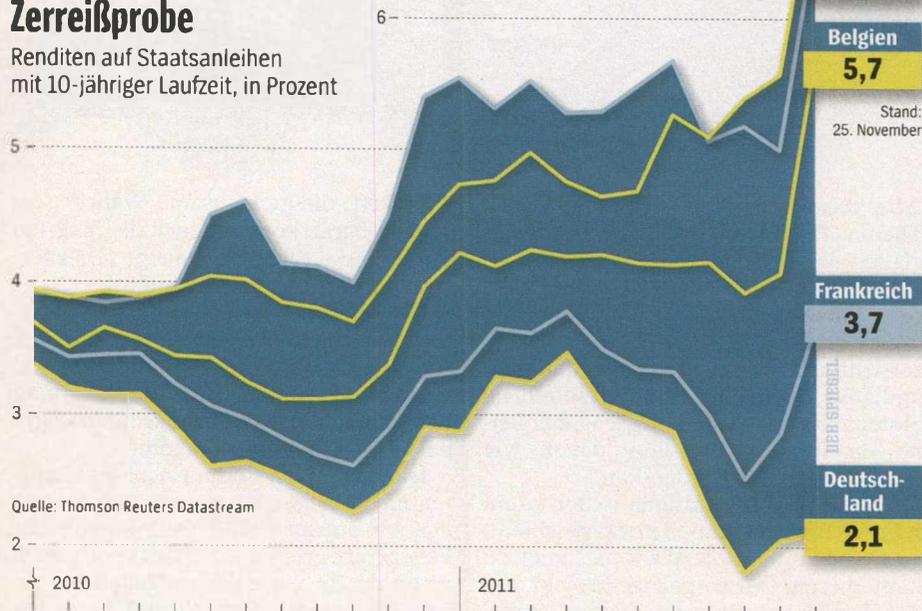
Doch auch diese Summe stieß schon an Grenzen. Die Märkte zeigten sich von dem Engagement der Europäer keineswegs beeindruckt, im Gegenteil. Mit Italien und Spanien nahmen sie vor einigen Wochen Länder ins Visier, deren Rettung die EFSF überfordern würde.

Mit komplizierten Finanzkonstruktionen sollen die verbleibenden Mittel des Fonds von 250 Milliarden Euro künftig unter Beteiligung privater Investoren um das Vier- bis Fünffache gehoben, also erhöht werden. Damit könnten auch Länder wie Italien oder Spanien abgeschirmt werden, wenn sie wegen der Turbulenzen in der Euro-Zone in Liquiditätsnot gerieten, so das Kalkül. Falls nötig ließen sich mit den Mitteln auch Banken vor dem Kollaps bewahren.

Doch die Euro-Retter haben die Rechnung ohne die Geldgeber gemacht. Bei seinen Werbetouren zu Staatsfonds in China und Investoren in Japan stieß EFSF-Chef Klaus Regling auf merkwürdige Zurückhaltung. Die Manager der milliardenschweren Geldsammelstellen trauen

### ZerreiBprobe

Renditen auf Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream



Gipfel-Teilnehmer Merkel, Sarkozy, Monti am vergangenen Donnerstag in Straßburg: In krassem Widerspruch zur Realität

den Europäern offensichtlich nicht mehr zu, ihre Probleme in den Griff zu bekommen.

Um die neuen Instrumente attraktiver zu machen, muss sich die EFSF stärker als geplant selbst engagieren. Entsprechend geringer fiel dann der Hebel aus. Beim Treffen der Finanzminister der Euro-Zone in dieser Woche will Reglungsvorgängen vorstellen, die nur auf eine Verdoppelung oder allenfalls eine Verdreifachung der EFSF-Mittel hinauslaufen.

### Der Streik der Anleger

Je verzweifelter zuletzt die Euro-Regierungen versuchten, den Rettungsfonds flottzumachen, desto rascher fielen die Kurse der Euro-Staatsanleihen. „Das Wort Käuferstreik ist nicht stark genug, um zu beschreiben, was da passiert“, sagt Joachim Fels, Chefvolkswirt der amerikanischen Investmentbank Morgan Stanley. „Ich würde von einer Flucht aus Staatsanleihen sprechen.“

Die Renditen italienischer, spanischer, aber auch französischer Staatsanleihen schnellten im November spiegelbildlich zu den Kursen nach oben. Ein Indiz für das wachsende Ausfallrisiko, das Anleger mittlerweile bei fast allen Euro-Anleihen sehen. Mehr als sieben Prozent Zinsen musste Italien zuletzt zahlen, um sich Geld für zehn Jahre leihen zu können.

Immer drängender stellt sich die Frage, wie lange die hochverschuldeten Periphe-

riestaaten durchhalten können. Schon in dieser Woche werden italienische Staatsanleihen im Volumen von fast 9 Milliarden Euro fällig, bis Jahresende sind es mehr als 30 Milliarden.

Bringen die Regierungen langfristige Anleihen nicht mehr an die Investoren, stopfen sie ihre Löcher mit kurzfristigen Krediten. Doch auch für die verlangen Investoren immer höhere Zinsen, Italien musste am Freitag für sechs Monate gut 6,5 Prozent Zinsen bieten. Spätestens im ersten Quartal 2012, wenn italienische Anleihen im Volumen von mehr als 112 Milliarden Euro fällig werden, dürfte die Kurzfriststrategie nicht mehr funktionieren.

Denn ein Ende des Käuferstreiks ist nicht in Sicht. In der ersten Phase der Schuldenkrise argwöhnten Politiker von Berlin bis Brüssel noch, Spekulanten trieben im Wechselspiel mit Rating-Agenturen, die ihre Bonitätsnoten rasch senkten, Griechenland und andere an den Rand der Zahlungsunfähigkeit.

Mittlerweile ist offensichtlich, dass ein breiter Rückzug fast aller Anlegergruppen aus den Krisenstaaten im Gange ist. „Nicht mehr nur Banken, auch Versicherungen, Pensionsfonds und sogar Staatsfonds verkaufen Euro-Staatsanleihen“, beobachtet Morgan-Stanley-Ökonom Fels. Was die Investoren in die Flucht treibt, ist die Angst vor Verlusten, vor einem Auseinanderbrechen der

Euro-Zone – und eine Politik, die diese Angst durch Fehlentscheidungen befeuert hat.

Schon der erste Rettungsversuch für Griechenland legte den Keim für das spätere Scheitern. Im Mai 2010 rang Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble den deutschen Banken die – wenn auch unverbindliche – Zusage ab, Kreditlinien an griechische Banken offen zu halten und Staatsanleihen des Landes nicht abzustoßen.

Einen Sommer später fühlten sich die Banken verraten: Nach wochenlangen Verhandlungen ließ sich die Kreditwirtschaft zu einem „freiwilligen“ Schuldenerlass überreden. 21 Prozent ihrer Forderungen gegen Griechenland gaben die Banken zunächst auf. Im Oktober wurde der Verzicht auf rund 50 Prozent der Forderungen erhöht.

Investoren sehen in der Beteiligung privater Gläubiger an dem Schuldenerlass einen Sündenfall. Wenn einmal ein Land der Euro-Zone seine Schulden nicht vollständig zurückzahlt, wer garantiert dann, dass nicht morgen ein anderer Staat säumig wird?

Josef Ackermann, der Chef der Deutschen Bank, warnt, es gebe in den USA und Asien viele Investoren, die unter diesen Voraussetzungen nicht mehr in Euro-Anleihen anlegen wollten. „Wir werden für die Verletzung des Prinzips der Risikofreiheit europäischer Staatsanleihen

noch lange einen hohen Preis zahlen“, sagte er vor kurzem in Frankfurt.

So sehen es viele in der Bankenszene. Noch am Rande des G-20-Gipfels in Seoul im November 2010 signalisierten die Euro-Staaten, eine Beteiligung privater Gläubiger an den Lasten einer Staatspleite solle frühestens ab 2013 für neue Euro-Anleihen möglich sein. Im heißen Herbst 2011 begriffen die Investoren nun, dass diese Beschlüsse Makulatur sind.

Und die Politik machte weitere Fehler. Am 26. Oktober verordneten die Euro-Retter in Brüssel, Paris und Berlin ihren Banken höhere Kapitalpuffer – so sollen sie sich wappnen gegen mögliche Zahlungsausfälle bei Euro-Staatsanleihen. Bis Weihnachten müssen die Geldinstitute erklären, wie sie bis Ende Juni 2012 auf den neuen Standard kommen wollen.

Doch was das Euro-Bankensystem stabilisieren und die Folgen von Staatspleiten lindern sollte, kam wie ein Bumerang zurück. Erstens sandten die Euro-Partner mit dem Beschluss das Signal aus, dass sie selbst mit Zahlungsausfällen rechneten. Wer würde da nicht versuchen, seine Staatsanleihen jetzt noch loszuwerden?

Zweitens sammeln die meisten Banken nicht etwa neues Kapital ein, um die geforderte neue Quote von neun Prozent zu erreichen. Sie können das angesichts der hypervervösen Märkte gar nicht.

Stattdessen reduzieren die Banken ihre Bilanzen und damit ihren Kapitalbedarf, indem sie Vermögenswerte veräußern – zum Beispiel Staatsanleihen.

Laut einer Studie der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) haben die Banken Kerneuropas ihre Forderungen an Regierungen, Banken und Unternehmen aus der EU-Peripherie seit Anfang 2010 um ein Viertel auf eine Billion Euro zurückgefahren. „Der Trend (zum Abbau) sollte anhalten“, heißt es bei der LBBW.

Hinzu kommt, dass die Bankenaufseher Staatsanleihen künftig für Banken grundsätzlich unattraktiver machen. Bislang mussten Kreditinstitute Investitionen in europäische Staatsanlei-



Neue Regierungschefs Monti (Italien), Coelho (Portugal), Rajoy (Spanien, ab Ende Dezember),

hen nicht mit Kapital unterlegen. Für die Regierungen hatte das den angenehmen Effekt, dass sie in den Banken stets bereitwillige Geldgeber fanden. Unter den neuen Bilanzregeln für Banken dürfte sich das ändern. Auch für Staatsanleihen müssten die Kreditinstitute dann Kapital vorhalten.

Und schließlich beschleunigt auch der Kalender die Flucht aus

Staatsanleihen: Banken, Fonds und Versicherungen schließen kurz vor Jahresende ihre Bücher und investieren kaum neu. Zugleich werfen sie oft noch jene Wertpapiere aus dem Depot, die ihnen Verluste beschernt haben – wie europäische Staatsanleihen. Wer möchte sich schon gern vor seinen Geldgebern dafür rechtfertigen, dass er nach fast zwei Jahren Schuldenkrise weiterhin auf Krisenpapieren sitzt?

## Wunsch und Wirklichkeit Rettenmaßnahmen in der Euro-Krise

**Februar 2010:** Griechischer Haushalt unter EU-Kontrolle.

**März 2010, Angela Merkel:** „Hilfe steht nicht auf der Tagesordnung, denn Griechenland sagt selbst, dass es im Augenblick keine Hilfe braucht.“

**2. Mai 2010:** Erstes Rettungspaket für Griechenland: Kreditzusagen in Höhe von 110 Mrd. €

**10. Mai 2010:** Beschluss der Europäischen Zentralbank (EZB), Staatsanleihen kriselnder Staaten aufzukaufen.

**7. Juni 2010:** Gründung der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) mit einem Garantievolumen von 440 Mrd. €.

**28. September 2010, Angela Merkel:** „Eine einfache Verlängerung solcher Fonds, wie wir sie jetzt haben, wird es mit Deutschland nicht geben.“

**21. November 2010:** Irland geht unter den Rettungsschirm.

**12. Januar 2011, Angela Merkel:** „Wir haben jetzt ein Land unter dem Schirm, das ist Irland. Und damit ist das Volumen noch weit davon entfernt, ausgeschöpft zu sein.“

**11. März 2011:** Beschluss über die Aufstockung der Kreditvergabekapazität der EFSF von 250 Mrd. € auf 440 Mrd. €.



ARMANDO FRANCA / AP



REUTERS

**Papademos (Griechenland):** Die bisherigen Rettungsversuche taugten nicht

Aus all diesen Gründen sind heute die Schuldenstaaten von der Geldversorgung abgeschnitten, wie einst nach der Lehman-Pleite die Banken. Wer soll sie künftig finanzieren?

### Letzte Hoffnung EZB?

Der dürftige Erfolg der Euro-Retter befeuert den Ruf nach einer vermeintlich stärkeren Waffe: der sogenannten großen Bazooka der EZB. Bislang weigern sich

vor allem die Deutschen, die ultimativen Abschreckungsinstrumente der Währungshüter einzusetzen; doch der Druck wächst.

Ob US-Präsident Barack Obama, Großbritanniens Premierminister David Cameron oder der designierte spanische Regierungschef Mariano Rajoy: Sie alle forderten den gerade erst inthronisierten EZB-Präsidenten Mario Draghi in den vergangenen Tagen und Wochen auf,

künftig dauerhaft und unbegrenzt Staatsanleihen europäischer Schuldenländer anzukaufen, als letzter verbliebener Gläubiger sozusagen, mit der prinzipiell unendlichen Kapazität der Notenpresse. Nach dem Vorbild der US-Zentralbank Fed, so fordern Ökonomen und Politiker, sollen Europas Währungshüter den Regierungen zu Hilfe eilen.

Allerdings kauft die EZB bereits seit eineinhalb Jahren Staatsanleihen an. Für über 190 Milliarden Euro haben die Währungshüter inzwischen Kreditpapiere der griechischen, portugiesischen oder spanischen Regierung erworben; das Resultat ist wenig ermutigend. Die Risikoprämien stiegen trotz wachsender EZB-Eingriffe weiter an. Aus Protest gegen die fragwürdigen Maßnahmen traten der frühere Bundesbank-Chef Axel Weber sowie der deutsche EZB-Chefvolkswirt Jürgen Stark zurück.

Die beiden Währungshüter waren überzeugt, dass die umstrittenen Käufe nicht nur gegen traditionelle Grundsätze der Bundesbank verstoßen, sondern langfristig auch gegen geltendes Recht. So sieht es ebenfalls Webers Nachfolger Jens Weidmann, der sich vehement gegen alle Versuche wehrt, die Euro-Krise mit Hilfe der Notenpresse zu bekämpfen.

Derzeit lassen sich die Eingriffe noch halbwegs rechtfertigen, weil sie begrenzt und zeitlich befristet sind. Würde die Zentralbank aber, wie gefordert, alle Schleusen öffnen, wäre das mit den Europäischen Verträgen kaum vereinbar. Die verbieten ausdrücklich, dass die EZB die Staaten der Euro-Zone mit der Notenpresse finanziert, etwa durch den „unmittelbaren Erwerb von Schuldtiteln“.

Die EZB darf Staatsanleihen nur auf dem sogenannten Sekundärmarkt kaufen, also indirekt von Anlegern wie Banken und Versicherern, nicht auf dem Primärmarkt, von den Staaten selbst. Aber was passiert, wenn die Anleger die Massen der Anleihen, die in den kommenden Wochen und Monaten auf den Markt kommen, nicht abnehmen? Dann wirkt die Bazooka nur, wenn die Schuldenpapiere direkt von der EZB abgenommen werden.

**21. März 2011:** Beschluss zur Einrichtung eines dauerhaften Krisenfonds, des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM): 700 Mrd. €

**24. März 2011, Angela Merkel:** „Mit der christlich-liberalen Koalition wird es keine Vergemeinschaftung von Schulden geben. Die wird es nicht geben.“

**4. Mai 2011:** Portugal will unter den Rettungsschirm und erhält 78 Mrd. €.

**21. Juli 2011:** Zweites Rettungspaket für Griechenland: 109 Mrd. €

**8. August 2011:** Die EZB beginnt erstmals, italienische und spanische Staatsanleihen zu kaufen.

**14. Oktober 2011, Angela Merkel:** „Ich bin der tiefen Überzeugung, dass uns Euro-Bonds unter den jetzigen Bedingungen nicht weiterhelfen.“

**28. Oktober 2011:** Erhöhung des Garantievolumens der EFSF durch einen „Hebel“ auf über 1000 Mrd. €. Einigung auf einen Schuldenschnitt.

**23. November 2011:** Vorschlag der EU-Kommission, die Schulden durch verschiedene Euro-Bonds-Varianten zu vergemeinschaften.

DER SPIEGEL

# Kampf um die Basis

Die FDP-Spitze sorgt sich um den Ausgang des Euro-Mitgliederentscheids. Siegen die Skeptiker, droht ein Ende der Koalition.

**D**ass die Sache für die Parteispitze brenzlig werden würde, war seit der ersten Veranstaltung klar: Als die Kölner FDP Mitte Oktober zur Diskussion in das Max-Ernst-Museum nach Brühl lud, erhielt Frank Schäffler überraschend viel Zuspruch. Schäffler hatte den Mitgliederentscheid über den dauerhaften Euro-Rettungsschirm ESM initiiert. „Die Währungsunion wird auf Dauer keinen Bestand haben!“, rief er an diesem Abend und bekam Applaus.

Die versammelte FDP-Prominenz war geschockt. Es war klar, dass es

könnte das Quorum erreicht werden: Bis Freitag gingen bei der Parteizentrale schon 11 300 Briefe ein, und die Abstimmung läuft noch bis zum 13. Dezember.

Setzt Schäffler sich beim Mitgliederentscheid durch, wären die Folgen für die FDP verheerend. Im kommenden Januar will der Bundestag über den ESM abstimmen. Ein Ja der FDP wird dann schwierig.

Politisch ist es kaum möglich, die Entscheidung der Basis zu ignorieren, indem die Parteiführung den Mitgliederentscheid nicht umsetzt.

Tatsächlich, sagen Marktteilnehmer, umgehe die EZB das Verbot der direkten Staatsfinanzierung schon heute. Länder wie Italien und Spanien könnten nur deswegen noch ausreichend neues Geld zu sieben Prozent Zinsen aufnehmen, weil die EZB vor und nach deren Auktionen Papiere vom Markt nehme.

Investoren wie Regierungen drängen von Woche zu Woche stärker darauf, dass die Notenbank auch am Primärmarkt und in weitaus größerem Umfang Staatsanleihen klammer Staaten kauft.

Es gibt viele, die in diesem – weiteren – Bruch der Europäischen Verträge das kleinere Übel sehen. Sie argumentieren mit einem quasi Übergesetzlichen Notstand, da andernfalls die Währungsunion auseinanderfalle und Europa in die Krise stürze.

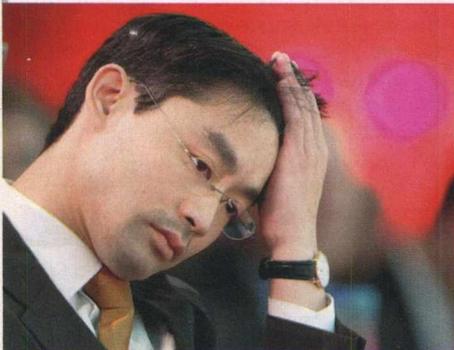
Viele Befürworter verstärkter EZB-griffe berufen sich gern auf das Vorbild der US-Notenbank Fed. Doch die kauft die Anleihen der Regierung vor allem zu dem Zweck auf, die heimische Wirtschaft mit Geld zu fluten. Zur Finanzierung der staatlichen Ausgaben wären die Käufe dagegen gar nicht erforderlich, denn die weltweite Nachfrage nach US-Bonds ist trotz der hohen Schulden des Landes ungebrochen hoch.

Ganz anders ist es in Europa. Gäbe die Zentralbank die gewünschte Generalgarantie für alle Staatsanleihen ab, würde sie zum Erfüllungsgehilfen der europäischen Schuldenstaaten degradiert. Ihre politische Unabhängigkeit – eines der wichtigsten Prinzipien, auf denen die Währungsunion gegründet ist – wäre dahin.

Die Folgen hätten vor allem die deutschen Steuerzahler zu tragen. Sobald ein Land seine Schulden nicht vollständig zurückzahlen könnte, müsste die EZB Anleihen entsprechend abschreiben, die Verluste fielen zu mehr als einem Viertel dem deutschen Steuerzahler zur Last. Durch die Hintertür würde die EZB so zum Organisator jener Transferunion, die nach dem Willen der Bundesregierung unbedingt verhindert werden soll.

Auch darin unterschieden sich die Zentralbanksysteme Europas und Amerikas, meint der Oxford-Ökonom Clemens Fuest. Die EZB ist, anders als die Fed, für mehrere Länder zuständig. Kaufe sie die Anleihen bestimmter Staaten auf, würden im europäischen Notenbanksystem die Risiken umverteilt. „Dieses Problem haben die Amerikaner nicht“, sagt Fuest. „Das macht ihnen die Intervention leichter.“

Die Kritiker fürchten, dass unbegrenzte Staatsanleihekäufe die Inflation aufachen werden. Zwar bemühen sich Europas Währungshüter, den Erwerb von Spanien- oder Italien-Bonds zu neutralisieren, indem die Banken ihr Geld im Gegenzug auf Terminkonten der Zentralbank anlegen. Doch mit dieser Methode könne die EZB die Geldmenge nur für einen be-



Widersacher Rösler, Schäffler: Abstimmungsergebnis einfach ignorieren

mit der klaren Mehrheit für den Kurs der Parteiführung, von der anfangs viele sprachen, nicht einfach werden würde. Die Stimmung ist seither noch trüber geworden. Ein Sieg Schäfflers beim Mitgliederentscheid gilt mittlerweile als denkbar. Er würde vermutlich das Ende der Koalition bedeuten.

Die Spitze der Liberalen versucht alles, um das zu verhindern. Anfangs waren 60 Termine geplant, um die Partei vom Vorstandskurs zu überzeugen. Nun soll es rund 200 Treffen geben. Fast das gesamte Präsidium ist in Sachen Euro unterwegs.

Die Sorge der FDP-Spitze ist, dass viele Mitglieder Schäffler unterstützen, um der glücklosen Führung einen Denkzettel zu verpassen. In manchen Veranstaltungen, so berichten es Bundestagsabgeordnete, hat er eine Zustimmung von 90 Prozent.

Ein Drittel der Parteiangehörigen, also rund 21 500 Mitglieder, muss abstimmen, damit der Beschluss bindende Wirkung hat. Es sieht so aus, als

Dennoch kursieren bei den Liberalen derzeit Szenarien, wie man selbst bei einem negativen Votum in der Koalition bleiben könnte. Partei- und Fraktionsführung müssten sofort nach dem Bekanntwerden des Ergebnisses der Mitgliederbefragung zusammentreten, sagt ein Kabinettsmitglied der FDP. Dann müsse man klarmachen, dass die FDP aus staatspolitischer Verantwortung ihre Politik gegen das Votum der Basis fortsetzen werde.

Fraktionschef Rainer Brüderle betont, die Abgeordneten seien nur ihrem Gewissen verpflichtet. Das soll die Begründung dafür sein, das Abstimmungsergebnis einfach zu ignorieren. Ob die Parlamentarier sich so offen gegen den Willen der eigenen Leute stellen würden, ist aber fraglich.

Für einen würde eine Abstimmungsniederlage wohl auf jeden Fall das Aus bedeuten: Anders als Brüderle könnte sich FDP-Chef Philipp Rösler dem Votum der Parteibasis nicht entziehen. Seine Zeit als Vorsitzender wäre zu Ende.

RALF NEUKIRCH, MERLIND THEILE

grenzten Zeitraum konstant halten, waren viele Ökonomen.

„Spätestens wenn die Kreditnachfrage der privaten Wirtschaft wieder anzieht“, sagt der Bonner Geldexperte Manfred Neumann, „werden die Banken die Terminkonten auflösen und die Mittel in den Wirtschaftskreislauf schleusen“ – und damit Inflation auslösen.

Die Frage ist nur, ob das so schlimm ist. Lässt sich ein wenig Geldentwertung nicht verschmerzen, wenn dadurch der Euro gerettet werden kann? Was sind ein paar Verluste für Sparer und Vermögensbesitzer im Vergleich zu den Kosten eines Euro-Zerfalls?

Die Antwort fällt schwerer, als es auf den ersten Blick erscheinen mag. Denn ist eine Inflation erst einmal im Gang, so lehrt die Wirtschaftsgeschichte, ist sie oft nur schwer wieder in den Griff zu bekommen. Schlimmer noch: Wollen die Regierungen in Zeiten steigender Preise ihre Anleihen an den Mann bringen, müssen sie den Käufern höhere Zinsen bieten. Sonst würden sie die Papiere nicht los. Die Kreditlast wächst und damit wiederum das Finanzierungsrisiko für den öffentlichen Haushalt.

So ist es nicht ausgeschlossen, dass die geforderten EZB-Eingriffe am Ende ganz andere Ergebnisse bringen als gedacht. Anstatt das Risiko von Staatspleiten zu vermindern, wird es vergrößert – und zwar in der gesamten Euro-Zone.

### Euro-Bonds – das kleinere Übel?

Für harmloser halten viele Euro-Politiker eine andere Wunderwaffe, die ebenfalls für Ruhe auf den Finanzmärkten sorgen soll: Euro-Bonds. Spekulanten könnten nicht mehr einzelne Euro-Staaten ins Visier nehmen, argumentieren die Befürworter, und die Zinsen seien erträglich, weil auch die starken Staaten für die Anleihen haften. Zudem entstünde ein großer, liquider Markt, der Anlegern eine echte Alternative zu US-Papieren böte.

In der vergangenen Woche präsentierte Kommissionspräsident Barroso – sehr zum Ärger der Kanzlerin – gleich drei mögliche Varianten (siehe Grafik). Bei der ersten gibt es nur gemeinsame An-



EU-Kommissionspräsident Barroso: Kompetenzgerangel und Eifersüchteleien

BERTHOLD STADLER / DAPD

leihen mit einem einheitlichen Zinssatz und einer gemeinsamen Haftung. In Variante zwei könnte sich ein Land nur zu 60 Prozent seiner Jahreswirtschaftsleistung in Euro-Bonds verschulden. Bei der dritten Möglichkeit stünden die Staaten nur entsprechend ihrer Größe und Wirtschaftskraft für die gemeinsamen Schuldtitel ein. Deutschland trüge mit 27 Prozent den größten Anteil, Malta mit 0,1 Prozent den geringsten.

Die dritte Variante könnte kurzfristig eingeführt werden, ist aber auch am wenigsten effektiv. Für die anderen Optionen müsste der sogenannte Lissabon-Vertrag zwischen den europäischen Staaten geändert werden, weil Artikel 125 verbietet, dass ein Mitgliedstaat für die Schulden eines anderen haftet.

Eine Änderung der EU-Verträge wollen auch die Deutschen – aber nicht, um Euro-Bonds einzuführen, sondern um sie unnötig zu machen.

Der Lissabon-Vertrag soll nach dem Willen Berlins so verändert werden, dass Haushaltssünder rechtzeitig gestoppt wer-

den können. Das soll dazu führen, mittelfristig die Haushaltspolitik in den Euro-Ländern anzugleichen.

Bis zum nächsten Gipfel am 9. Dezember soll der Präsident des Europäischen Rats, Herman Van Rompuy, Vorschläge vorlegen. Die Vorstellungen darüber gehen allerdings zwischen Berlin und anderen Hauptstädten weit auseinander.

Van Rompuy hat deshalb bereits ange-regt, die Diskussion zu verschieben. Doch das Kanzleramt bleibt hart. Die Deutschen haben die Sorge, dass sie sonst weitere finanzielle Zugeständnisse machen müssen, ohne dafür in Sachen Stabilitätsunion Fortschritte zu erzielen.

Einen möglichen Kompromiss gäbe es, aber er würde Merkel innenpolitisch in große Bedrängnis bringen: Die Deutschen bekommen ihre Vertragsänderung und stimmen im Gegenzug der Einführung gemeinsamer Anleihen zu. Bislang lehnt die Bundesregierung Euro-Bonds vehement ab.

Gemeinschaftsanleihen könnten nur dann funktionieren, wenn die Mitglied-

## Eine Frage der Haftung Barrosos Pläne für Euro-Stabilitätsbonds

### Vollständige Staatsfinanzierung über Euro-Bonds

Eine EU-Schuldenagentur gibt Gemeinschaftsanleihen aus, nationale Staatsanleihen entfallen komplett. Alle Euro-Länder zahlen den gleichen Zinssatz und haften gemeinsam in unbegrenzter Höhe für die über Euro-Bonds aufgenommenen Schulden.

### Begrenzte Finanzierung über Euro-Bonds

Jedes Land kann sich bis zu einer Grenze von 60 Prozent seiner Wirtschaftsleistung über Gemeinschaftsanleihen verschulden. Benötigt es mehr Geld, muss es eigene Anleihen ausgeben, auf die es einen individuellen Zinssatz zahlt und für die es selbst verantwortlich ist.

### Begrenzte Finanzierung über Euro-Bonds; eingeschränkte Haftung

Ähnlich wie Variante 2; die Staaten haften hier aber nur gemäß ihrer Größe und Wirtschaftskraft für die gemeinsamen Schuldtitel. Deutschland haftet beispielsweise mit einem Anteil von 27 Prozent für alle über Euro-Bonds aufgenommenen Schulden.

DER SPIEGEL

Für diese Optionen müsste der Lissabon-Vertrag geändert werden, da Artikel 125 verbietet, dass ein Mitgliedstaat für die Schulden eines anderen haftet.

Diese Variante könnte kurzfristig eingeführt werden.

# Ständiger Störfaktor

Dem Bundesverfassungsgericht droht ein Verlust seiner Macht.

**V**erfassungsrichter Udo Di Fabio hat das Ende vor Augen. Am 19. Dezember scheidet er aus dem Amt aus, zu seinen Nachfolger hat der Bundesrat vergangenen Freitag den ehemaligen saarländischen Ministerpräsidenten Peter Müller (CDU) gewählt.

Zuvor aber muss Di Fabio, zuständig für europäische Themen, noch zwei brisante Urteile fertigstellen. Sein Zweiter Senat verhandelt in dieser Woche über zwei Klagen aus dem Bundestag, beide betreffen das Verhältnis von Parlament und Regierung. Die Richter müssen entscheiden, wie die Abgeordneten zu beteiligen sind, wenn die Regierenden mal wieder versuchen, Europa zu retten.

Doch hinter den Kulissen geht es um noch viel mehr: die Entmachtung des Bundesverfassungsgerichts selbst.

Zwischen Berlin und Karlsruhe findet derzeit ein Kräftemessen statt, wie es schon lange keines mehr gegeben hat. Ein Karlsruher Richter konstatiert eine „latente Verfassungskrise“. Die Politik wolle sich von Fesseln befreien, die ihr das Grundgesetz – und damit das Verfassungsgericht – auferlegt.

Verfassungsgerichtspräsident Andreas Voßkuhle drückt es etwas vorsichtiger aus. Die Wahrnehmung seines Gerichts sei derzeit „teilweise ambivalent“. Einerseits werde als dessen Leistung anerkannt, dass „die rechtsstaatliche und demokratische Rückbindung des europäischen Einigungsprozesses nicht verlorengeht“. Andererseits, so Voßkuhle, werde Karlsruhe aber „von manchen auch als Störfaktor wahrgenommen bei der Bewältigung der gegenwärtigen Krise“.

Die Berliner Bestrebungen zur Änderung des Grundgesetzes werden in Karlsruhe deshalb mit gemischten Gefühlen betrachtet – denn sie zielen darauf ab, neue Spielräume gegenüber dem Verfassungsgericht zu eröffnen.

Sollte das Grundgesetz sogar per Volksabstimmung durch eine neue Verfassung ersetzt werden, wäre dies zwar radikal, der Weg jedoch nicht zu beanstanden. Offenbar gibt es in Kreisen der Union aber auch die Überlegung, die Politik mit einer normalen Grundgesetzänderung einfach der Kontrolle durch das Verfassungsgericht zu entziehen. Der Gesetzge-

ber könnte den Richtern schlicht ihre Zuständigkeit in Fragen der europäischen Integration rauben.

Erst jüngst, in den Urteilen zum Lisabon-Vertrag und den Griechenland-Hilfen, beide ebenfalls aus Di Fabios Feder, hat das Gericht seinen Prüfungsanspruch sogar erweitert. Danach darf sich jeder Bürger unter Berufung auf das Demokratieprinzip direkt an das Gericht wenden, wenn ein grundlegender Funktionsverlust des Bundestags droht: Wenn weitere Hoheitsrechte auf die EU übertragen werden oder zwischenstaatliche Vereinbarungen, wie bei der Bewältigung

staaten der Währungsunion große Teile ihrer Souveränität in der Finanzpolitik an eine europäische Zentralinstanz abtreten, glaubt Finanzminister Schäuble. Andernfalls, so die Befürchtung der Deutschen, setzten Euro-Bonds die falschen Anreize. Profitieren würden vor allem solche Länder, die gegenwärtig hohe Zinsen zahlen müssen. Euro-Bonds würden ihnen Geld zu deutlich besseren Konditionen verschaffen.

Das billige Geld aber könnte die derzeit notleidenden Länder dazu verleiten, ihre Reformbemühungen schleifen zu lassen, so die Sorge. Merkel und ihr Kassenwart fürchten zudem, dass Deutschland bei Euro-Bonds draufzahlt und für die unsoliden Staaten haftet. Derzeit kann sich die Bundesrepublik so günstig finanzieren wie kein anderes Land in der Euro-Zone. Die Verzinsung einer Bundesanleihe mit zehn Jahren Laufzeit liegt bei zwei Prozent. Kommt es zu der Risikomischung, würden die



Zweiter Senat des Bundesverfassungsgerichts: „Latente Verfassungskrise“

der Staatsschuldenkrise, die Haushaltsautonomie des deutschen Parlaments beschneiden.

Damit ist das Gericht in der europäischen Krise – je nach Sichtweise – ein zentraler Akteur oder ständiger Störfaktor. Ob Euro-Bonds beschlossen werden oder eine sogenannte Fiskalunion entstehen soll: Es wird sich immer jemand finden, der die Sache nach Karlsruhe trägt, sei es aus dem Volk, sei es aus dem Parlament.

Im Prozess am Mittwoch beschweren sich die Grünen, dass die Regierung dem Bundestag immer wieder Informationen vorenthält. Bereits am Dienstag wehren sich die SPD-Abgeordneten Peter Danckert und Swen Schulz dagegen, dass in eil- und vertrauensbedürftigen Fällen – also so gut wie immer – nur ein Kleinstgremium bei finanziellen Gewährleistungen des Euro-Rettungsmechanismus mitreden soll. Über die deutschen 211 Milliarden bestimmen danach statt des ganzen Parlaments lediglich neun, relativ linientreue, Abgeordnete mit.

DIETMAR HIPPE

Zinsen auch für den deutschen Finanzminister steigen.

Die Kosten können erheblich ausfallen. Klettern die Zinsen nur um einen Prozentpunkt, kämen auf die öffentlichen Haushalte bei einem Refinanzierungsbedarf von 300 Milliarden Euro im Jahr drei Milliarden Euro an zusätzlichen Belastungen zu. Und jährlich würde die Summe steigen.

Befürworter von Gemeinschaftsanleihen halten die Berechnungen für zu pessimistisch. Sie rechnen mit einer gegenläufigen Entwicklung. Weil der Markt für Euro-Bonds ähnlich groß ausfallen würde wie der für amerikanische Staatsanleihen, werden sie attraktiver. Gemeinschaftsanleihen förderten so die Rolle des Euro als Reservewährung. Beides steigert die Nachfrage nach den neuen Anleihen, was wiederum deren Zinsen sinken lassen würde. Unklar bleibt, ob dieser Effekt die Zinssteigerung ausgleichen könnte.

So oder so, Merkel und Schäuble wollen sich auf den Versuch gar nicht erst einlassen, jedenfalls nicht freiwillig.

Mit ihrer Haltung stehen sie mittlerweile ziemlich isoliert da. Die meisten anderen Länder werben unverhohlen für Euro-Bonds, große Teile des EU-Parla-



LAURENCE CHAPERON

**Bundesbank-Präsident Weidmann:** Widerstand gegen alle Versuche, die Euro-Krise mit Hilfe der Notenpresse zu bekämpfen

ents sind dafür, die EU-Kommission so-

noch halten es Regierungsmitar- für vorstellbar, dass Merkel ein- Sollte sich die Krise weiter zu- womöglich auf Kernländer der Zone übergreifen, werde sie dem ck wohl kaum standhalten können.

Derzeit könnte Kanzlerin Merkel ein Entgegenkommen innenpolitisch nicht riskieren. Sie will alles vermeiden, was den Euro-Skeptikern beim liberalen Koalitionspartner neue Argumente liefern könnte. Falls die FDP-Führung aber den Mitgliederentscheid zum dauerhaften Rettungsschirm ESM gewönne, so das kül, werde sie sich am Ende auch Euro-Bonds nicht verweigern.

Fraglich ist nur, ob es dann nicht schon zu spät ist. Die Glaubwürdigkeit des Instruments hängt vor allem von der Solvenz Deutschlands ab, zumal andere wichtige Länder mit Bestbewertung der Rating-Agenturen, etwa Frankreich und Finnland, in den vergangenen Wochen den Argwohn der Märkte schon zu spüren bekamen.

Anleger werden sich nur engagieren, wenn die Bundesregierung die Euro-Bonds garantiert. Doch dürften die Zweifel wachsen, ob Deutschland tatsächlich die Last fast allein stemmen könnte.

Erste Alarmsignale waren in der vergangenen Woche zu beobachten. Am Mittwoch gelang es der Finanzagentur des Bundes nicht, eine Anleihe komplett zu platzieren. Optimisten begründeten die Kaufverweigerung der Investoren damit, die Anleihe sei zu gering verzinst. Andere sehen die Entwicklung als erstes Indiz dafür, dass das Misstrauen der Märkte sich nun auch gegen den Primus

Deutschland richtet. Und dass die Anleger ihr Geld inzwischen nicht nur aus den Randstaaten, sondern aus der gesamten Währungsunion abziehen.

### Lieber ein Ende mit Schrecken?

An den Finanzmärkten wächst die Skepsis, ob der Euro am Ende überhaupt zu retten ist. Die britische Finanzaufsicht Financial Services Authority forderte die britischen Banken in der vergangenen Woche bereits auf, sich schon jetzt auf das Ende der Währungsunion vorzubereiten.

Was aber würde passieren, wenn Euro-Länder zu ihren alten Währungen zurückkehrten? Und wie könnte das überhaupt vonstattengehen? Bis vor kurzem hat sich kaum ein ernstzunehmender Ökonom mit solchen Fragen beschäftigt.



**EZB-Präsident Draghi**  
Ruf nach der großen Bazooka

Das die Euro-Zone auseinanderbrechen könnte, war eine viel zu abwegige Vorstellung.

Das hat sich gründlich geändert. Einige Fachleute halten es sogar für ratsam, dass hochverschuldete Staaten wie Griechenland, Portugal und womöglich sogar Italien die Gemeinschaftswährung wieder abschaffen. Andere spielen den Plan B für Deutschland durch: raus aus dem Euro, zurück zur D-Mark. Wäre ein solches Ende mit Schrecken nicht besser als ein Schrecken ohne Ende?

Hans-Werner Sinn, Chef des ifo Instituts in München, ist davon überzeugt, dass es für alle Beteiligten das Beste wäre, würde Griechenland zur Drachme zurückkehren. Die griechischen Banken müssten für eine Woche geschlossen werden, alle Konten, Bilanzen und auch die Staatsschulden würden umgestellt und die Drachme anschließend abgewertet.

Auf diese Weise werde Griechenland seine Wettbewerbsfähigkeit zurückgewinnen, so Sinn. Griechische Produkte ließen sich wieder verkaufen, die Touristen kehrten zurück. Der volkswirtschaftliche Schaden einer solchen Operation sei deshalb vertretbar, glaubt auch der frühere EZB-Chefvolkswirt Otmar Issing.

Ein Ausstieg Griechenlands und womöglich auch Portugals hätte nach Ansicht der Ökonomen einen wichtigen disziplinierenden Effekt. Die Euro-Zone hätte den Beweis geliefert, nicht erpressbar zu sein; dadurch kämen die Reformen etwa in Italien schneller voran. Denn einen Ausfall Italiens würde die Währungsgemeinschaft nur sehr schwer verkraften, da sind sich die Experten sicher.

Der in Barcelona lehrende Wirtschaftshistoriker Hans-Joachim Voht hingegen

gibt dem Euro keine lange Restlaufzeit mehr. Er hält es für klug, wenn die ökonomisch starken Staaten wie Deutschland ausstiegen, denn „nicht jede dumme volkswirtschaftliche Idee muss bis zum Ende verteidigt werden“. Die bevorstehenden Weihnachtsfeiertage könnten theoretisch ein guter Termin sein. Die Märkte müssten überrascht werden, so Voth.

Auch Dirk Meyer, Professor an der Helmut-Schmidt-Universität in Hamburg, schlägt vor, dass die Deutschen selbst die Initiative ergreifen und die Euro-Zone so schnell wie möglich verlassen. Er hat bereits einen konkreten Zeitplan aufgestellt. Es beginnt an einem Montag, dem „Tag X“, so das Szenario. Am Wochenende hat die Regierung überraschend verfügt, dass an diesem Tag die Bankschalter geschlossen bleiben. Der Bankfeiertag wird gebraucht, um sämtliche Spar- und Girokonten zu erfassen.

Am Dienstag fangen die Banken und Sparkassen dann damit an, die Banknoten ihrer Kunden mit fälschungssicherer magnetischer Tinte zu stempeln. An der Landesgrenze und im Kapitalverkehr sorgen Kontrolleure dafür, dass Ausländer kein Geld nach Deutschland bringen, um es hier stempeln zu lassen. Ungestempelte Euro verlieren durch die zu erwartende Abwertung an Wert. Der Staat

müsste Banken helfen, die große Forderungen und Vermögen im Ausland haben.

Nach etwa zwei Monaten würde Deutschland die Euro-Zone verlassen und per Grundgesetzänderung seine eigene Währung wieder einführen, womöglich eine neue Gemeinschaftswährung mit anderen Euro-Renegaten. Ein weiterer Bankfeiertag wird genutzt, um alle Konten und Bankbilanzen auf das neue Geld umzustellen. Zum Umtausch berechtigt sind alle Personen und Unternehmen, die hier leben oder ihren Sitz in Deutschland haben. Bis die neuen Scheine gedruckt sind und verteilt werden können, vergeht allerdings noch mehr als ein weiteres Jahr. Bis dahin dienen die gestempelten Euro-Noten als Zahlungsmittel.

Meyer rechnet in seinem Szenario damit, dass die neue Währung gegenüber dem Euro um bis zu 25 Prozent aufwertet. Negativ betroffen wären demnach die exportabhängigen Unternehmen. In Euro angelegtes Auslandsvermögen deutscher Anleger verlöre an Wert. Es geht, so Meyer, um Verluste von insgesamt bis zu 225 Milliarden Euro, die insbesondere Großanleger wie Banken und Versicherungen treffen würden.

Die volkswirtschaftlichen Gesamtkosten der Operation beziffert Meyer auf 250 Milliarden bis 340 Milliarden Euro, also

10 bis 14 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, ein hoher Preis.

Doch wenn Deutschland in der Euro-Zone bliebe, wäre der Schaden noch größer. In einer europäischen Transferunion würden die deutschen Steuerzahler jedes Jahr mit zusätzlich etwa 80 Milliarden Euro belastet, glaubt Meyer.

Nur: Eine Regierung kann ihre Politik kaum auf Hoch- und Modellrechnungen gründen, selbst wenn sie diese für plausibel halten sollte. Die Folgen eines Auseinanderbrechens der Währungsunion wären unmittelbar für jeden spürbar, alle anderen Strategien, so gefährlich – und teuer – sie auch sein mögen, werden ihre Wirkung erst in der Zukunft entfalten.

„Fällt der Euro, fällt Europa“ – das ist Angela Merkels Credo. Und wenn sie diesen Satz ernst meint, dann spricht vieles dafür, dass sie alles tun wird, um die Gemeinschaftswährung zu retten. Auch das, was sie bis jetzt noch ausschließt.

Dann werden auch die letzten Grundsätze fallen, die Merkel bislang eisern verteidigt: dass die Währungsunion keine Schulden- und Haftungsunion ist und dass der Euro nicht mit der Notenpresse verteidigt werden darf.

MARTIN H...  
DIRK KURBUWEIT, ARMIN M...  
ALEXANDER NEUBACHER, RALF NE...  
CHRISTIAN REIERMANN, MATHIEU VO...  
MICHAEL SAUGA, CHRISTOPH...

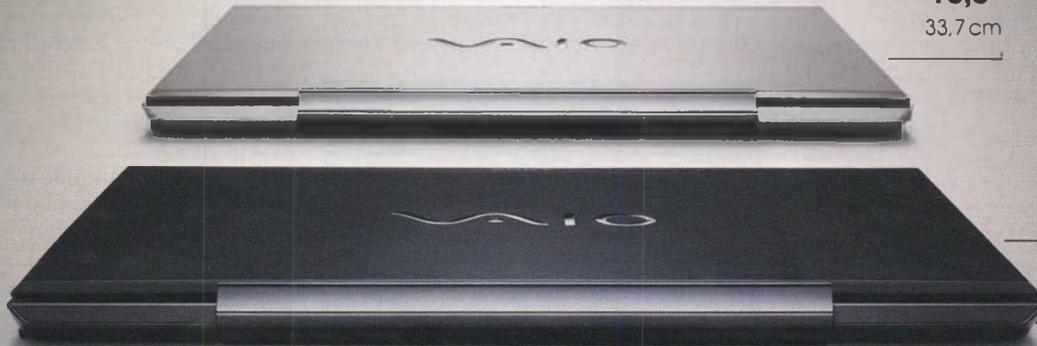
**SONY**  
make.believe

VAIO empfiehlt Windows® 7.

VAIO



13,3"  
33,7 cm



15,5"  
39,5 cm

## Zwei extraleichte Kraftpakete

Macht das Unmögliche wahr, mit ultraschlankem Design und sichtbar intelligenten Intel® Core™ Prozessoren der zweiten Generation. Jetzt auch mit 39,5 cm (15,5") Display.

Die VAIO S-Serie.

[sony.de/vaio](http://sony.de/vaio)

„Sony“, „VAIO“ und „make believe“ und deren Logos sind Marken oder eingetragene Marken der Sony Corporation. Intel, das Intel Logo, Intel Inside, Intel Core und Core Inside sind Marken der Intel Corporation in den USA und anderen Ländern. Microsoft, Windows, Windows 7 und das Windows-Logo sind Marken der Unternehmensgruppe Microsoft.

