



## *Die wundersame Vergrößerung des Rettungsschirms*

**Der Rettungsfonds EFSF zur Unterstützung verschuldeter Eurostaaten** war von Anfang an eine wagemutige Konstruktion. Ein Fonds ohne Geld, nur mit anteiligen Garantien der Eurostaaten. Diese Garantien ermöglichen es dem Fonds, auf dem Kapitalmarkt Schulden aufzunehmen, um die Schulden von Staaten in Finanznot zu bezahlen. Weil die Garantien bei insgesamt 780 Milliarden Euro limitiert und nicht alle gleich glaubwürdig sind – für einen Anteil von über einem Drittel haften Griechenland, Portugal, Spanien und Italien –, verfügt der Fonds «nur» über eine Verschuldungs- und somit Rettungskapazität von 440 Milliarden Euro.

**Dieser Betrag wird als zu niedrig angesehen, um das aus der Staatsverschuldung hervorgehende Systemrisiko in den Griff zu bekommen.** Weil die garantiegebenden Staaten nicht in der Lage oder nicht willens sind, ihre Garantien zu erhöhen, greifen sie tief in die Trickkiste des Financial Engineerings:

Statt den vollen Betrag zu garantieren, soll der neue EFSF nur die ersten 30 Prozent eines allfälligen Verlustes auf Staatsanleihen eines europäischen Pleitestaates absichern. Im Gegenzug soll ein viel höheres Volumen an Anleihen versichert werden. Man spricht von einem Hebeleffekt. Die Quadratur des

Kreises scheint erreicht. Der Rettungsfonds bekommt die gewünschte Grösse, ohne dass sich für die garantiegebenden Staaten das Haftungsrisiko erhöht.

Jedem Finanzstudenten ist klar, dass mit solchen **Methoden keine Risiken** zum Verschwinden gebracht werden können. Sie werden nur anders strukturiert und verteilt. Beim EFSF bedeutet die Neustrukturierung, dass die Gläubiger mehr Risiken tragen, denn ein Schuldenschnitt könnte ja höher sein als 30 Prozent. Vor allem aber steigt das Risiko für die garantiegebenden Staaten. Zwar erhöht sich die maximal mögliche Beanspruchung der Garantien nicht, umso mehr aber die Wahrscheinlichkeit und die zu erwartende Höhe der Beanspruchung. Das Risiko ist also höher! Angesichts der bereits jetzt zweifelhaften Kreditwürdigkeit vieler garantiegebender Staaten ist das keine beruhigende Nachricht.

**Man kann es drehen und wenden, wie man will: Nur tiefere Schulden** können die Systemrisiken wirklich reduzieren. Kniffe wie diese wundersame Vergrößerung des Rettungsfonds sind nur Augenwischerei.

---

Manuel Ammann ist Professor für Finance an der Uni St. Gallen

*«Die Risiken  
verschwinden  
nicht, sie  
werden  
nur anders  
strukturiert  
und verteilt»*