

# DER HAUPTSTADTBRIEF

INFORMATIONSDIENST UND HINTERGRUND-DIENST AUS BERLIN

## Keine Bevorzugung von Staatsanleihen!

Eine Politik niedriger Zinsen bestimmt den Markt. Doch diese kommen bei den Unternehmen in Südeuropa nicht an | Von Rainer Kirchdörfer

**W**ir richten diese Konferenz aus, um zur Orientierung in ökonomischen Zukunftsfragen beizutragen. Mit besonderer Aufmerksamkeit legen wir unser Augenmerk dabei auf die Qualität unserer staatlichen und wirtschaftlichen Strukturen in Europa und insbesondere auch auf die Mutter jeglicher moderner Handelsbeziehungen, nämlich unsere Währung.

Wo stehen wir heute? Ich möchte nur einige Eckpunkte erwähnen: Noch nie war es für viele deutsche Unternehmen so einfach, an Bankkredite zu kommen, stellte das ifo Institut für Wirtschaftsforschung fest: „Nur 18,2 Prozent der Firmen in der gewerblichen Wirtschaft gaben bei der ifo-Umfrage im April an, Schwierigkeiten zu haben. Das ist der niedrigste Wert seit Beginn der Erhebungen im Jahr 2003.“ Mehr und mehr wird uns allen klar, dass der Niedrigzins in der Eurozone nicht nur eine vorübergehende Phase ist, sondern sich vielmehr eher in Richtung einer dauerhaften Ära entwickelt. Was 2009 aus der Not heraus begann, dominiert 2014 noch immer den Markt. Die Politik niedriger Zinsen wirft neue Probleme auf, auf die wir nicht mit noch mehr billigem Geld und einem schlichten „Weiter-So“ reagieren können.

In den Krisenländern der Eurozone kommen die niedrigen Zinsen – jedenfalls im Privatsektor – offensichtlich nicht an. Dafür spricht auch, dass beispielsweise in Spanien die Neukreditvergabe laut Angaben der europäischen Zentralbank (EZB) um 20 Prozent im Vergleich zu einem schon schwachen Vorjahr zurückging. Offenbar ist für viele Banken der Eurozone der Kauf von Staatsanleihen auch von „Problemländern“ seit dem „Draghi-Put“ interessanter als die Kreditvergabe an Unternehmen. Dies sieht nach einer Art „free lunch“ aus, obwohl die Ökonomie spätestens seit Milton Friedman weiß: „There is no such thing as a free lunch“. Andererseits reichen Wachstumsraten von knapp 0,6 Prozent, wie etwa 2014 für Italien prognostiziert, naturgemäß kaum aus, um die unerträglich hohe Jugendarbeitslosigkeit von über 40 Prozent zu reduzieren.



Einkaufsbummel ohne Risiko: Wenn Banken Staatsanleihen kaufen, müssen sie keine Sicherheiten hinterlegen. Diese Bevorzugung setzt falsche Anreize, sie muss aufhören.

Wir sehen aber sehr wohl, wo das billige Geld der EZB landet: Es landet bei den Finanzministern Griechenlands, Italiens und Spaniens. Dank der Garantien der Zentralbank sowie der Staatengemeinschaft sind etwa die Renditen zehnjähriger italienischer und spanischer Staatsanleihen auf Rekordtief gefallen – eine mit Blick auf die Wirtschaftsdaten dieser Länder geradezu widersinnige Entwicklung. Solange die Erholung nicht im Privatsektor fußt, ist die nächste Schuldenkrise schon programmiert.

Für deutsche Unternehmen stellen die niedrigen Zinsen zweifellos zunächst einen Vorteil bei ihrer Finanzierung dar. Dennoch sehen die meisten Familienunternehmer, mit denen wir im Gespräch sind, den Niedrigzins nicht unkritisch. Sie wis-

sen, there is no free lunch. Und sie sehen, dass ein Niedrigzins zu unrentablen Investitionen verführt und dass er die Sparer unseres Landes, welche für die Unternehmensfinanzierung der Zukunft sorgen sollen, wütend



Prof. Rainer Kirchdörfer ist Vorstand der Stiftung Familienunternehmen. DER HAUPTSTADTBRIEF veröffentlicht seine Begrüßungsrede zur WELT-Währungskonferenz in Berlin.

macht und schleichend enteignet. Ebenso ist ihnen bewusst, dass er die Altersvorsorge, sei es durch klassisches Kapitalsparen oder in Form von Lebensversicherungen, bedroht.

Ginge es nach den Zielen, welche sich viele große Familienunternehmen in ihre Fami-

lienverfassungen geschrieben haben, dann sollte es nach Möglichkeit ohnehin kaum Fremdkapital im Unternehmen geben. Fremdkapital – und damit auch ein Niedrigzins – ist für solche Firmen ohnehin nur die zweit-

beste Lösung. Sie wollen von externen Geldgebern möglichst unabhängig sein. Auf Leverage-Effekte legen sie kaum Wert und nehmen lieber eine geringere Eigenkapitalverzinsung in Kauf, wenn dies die Unabhängigkeit des Unternehmens von Dritten und das langfristige Überleben des Unternehmens in Familienhand sichert. Dies ergab eine breit angelegte Studie, welche die Stiftung Familienunternehmen beim Institut für Mittelstandsforschung der Universität Mannheim in Auftrag gegeben hat. Geringste Gewinnentnahmen und hohe Eigenkapitalquoten sind deshalb im Familienunternehmen keine Seltenheit. Gerade die Kombination aus solider Bilanzstruktur und langfristiger nachhaltiger Denkweise

hat es unseren großen Betrieben ermöglicht, die Wirtschafts- und Finanzkrise der letzten Jahre besser als anderswo zu überstehen.

Solches – ich möchte sagen: solides – Wirtschaften wird uns aber immer öfter erschwert. Dass die Kreditfinanzierung, jedenfalls bei ökonomisch kurzfristiger Denkweise, vom Unternehmer bevorzugt werden muss, mag systembedingt und sogar steuerbedingt angelegt sein, sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Stabilität unserer Volkswirtschaft und unserer Unternehmensstruktur, um welche uns die ganze Welt beneidet, stark darauf basiert, dass Familienunternehmer eben keine schlichten kurzfristigen Nutzenmaximierer sind.

Das Bundesverfassungsgericht berät derzeit über eine Vorlage des Bundesfinanzhofs, die in Deutschland geltende Verschonung von Betriebsvermögen im Erbfall abzuschaffen. Würde das Gericht die Verschonung von Betriebsvermögen bei der Erbschaftsteuer kippen, dann würden gerade die Unternehmen bestraft, die sich aus eigener Kraft finanzieren und Liquidität für Krisen und Konjunkturschwünge vorhalten. Wenn der

### WELT-Währungskonferenz

#### Die Zukunft der gemeinsamen Währung

Bereits zum vierten Mal fand am 14. Mai 2014 im Berliner Hochhaus des Axel Springer Verlags die WELT-Währungskonferenz statt. Sie wird von der Stiftung Familienunternehmen und der Tageszeitung DIE WELT gemeinsam veranstaltet und bringt Politiker, Banker, Wirtschaftswissenschaftler und Unternehmer zusammen, um die Probleme unserer Währung besser zu verstehen und Lösungen zu erörtern.

Fortsetzung auf Seite 8

# Wir sind Teilnehmer eines großen geldpolitischen Experiments – mit offenem Ausgang

Die westlichen Zentralbanken betreiben eine Politik, die völlig beliebig geworden ist.

Die Geldpolitik wird für nicht-monetäre Zwecke missbraucht | Von Jürgen Stark

Die westlichen Zentralbanken haben ein großes Experiment gestartet, dessen Ausgang völlig offen ist. Ohne Zweifel erforderte die tiefe Finanz- und Wirtschaftskrise eine außergewöhnliche Antwort. Aber als die akute Phase der Krise überwunden und die Leitzinsen bereits auf historisch niedrigem Niveau waren, begannen die westlichen Zentralbanken neue Ziele zu definieren und neue Instrumente zu entwickeln.

Vorstellungskraft, mehr Kreativität und intellektuelle Flexibilität waren gefragt, um die großen Herausforderungen unserer westlichen Volkswirtschaften bewältigen zu können. „Thinking out of the box“ wurde zur Devise – ohne zu wissen, welche Wirkungen neu erfundene Maßnahmen über den erwarteten kurzfristigen positiven Effekt hinaus haben werden. Eine experimentelle Geldpolitik ist bei allen großen westlichen Zentralbanken an die Stelle geldpolitischer Strategien oder Regeln getreten.

Empirische Untersuchungen in den USA zeigen, dass Ad-hoc- oder Ermessensentscheidungen in der Geldpolitik erhebliche Mängel anhaften und eine berechenbare, regelbasierte Geldpolitik zu besseren wirtschaftlichen Ergebnissen führt. Ad-hoc-Entscheidungen, die nur der aktuellen Situation gerecht werden, nicht jedoch Folgeeffekte und Erwartungen der Wirtschaftssubjekte einbeziehen, führen zu suboptimalen Ergebnissen.

Die europäischen Erfahrungen besagen, dass diejenigen Zentralbanken, die einer klaren Strategie oder Regeln folgten, erfolgreicher in der Sicherung von Preisstabilität waren als andere. Gleichzeitig waren diese erfolgreicher Zentralbanken in der Erfüllung ihres Mandats aber auch unabhängig von politischem Einfluss und ließen sich nicht zu Experimenten verleiten.

Regelbasierte Entscheidungsprozesse der Zentralbanken sollten die Norm sein. Transparente und glaubwürdige Strategien und / oder Regeln helfen, den Ermessensspielraum zu begrenzen. Sie müssen in sich konsistent sein, um folglich auch eine konsistente, systematische und berechenbare Politik zu ermöglichen.



Die Federal Reserve Bank (oben, im Bild ihr Gebäude in Washington, D.C.) ist bereits 2009 mit Ad-hoc-Entscheidungen in eine höchst interventionistische Geldpolitik eingestiegen – mit ungewissem Ausgang.

Die Bank of England (rechts, im Bild ihr Gebäude in der Londoner City) will sich eher am Produktionspotenzial und der Ausbringungslücke ausrichten – Größen, die nicht direkt beobachtbar sind.

Die Europäische Zentralbank (unten, im Bild ihr altes Gebäude in Frankfurt) betreibt Quasi-Fiskalpolitik und wurde faktisch zum Kreditgeber der letzten Instanz für Staaten – eine Funktion, die ihr Mandat eindeutig ausschließt.



Dabei ist jedoch zu beachten: Es geht um die Qualität der Regeln, um deren Angemessenheit, Glaubwürdigkeit, Verbindlichkeit und Durchhaltbarkeit. Prinzipien und Regeln in normalen Zeiten zu befolgen ist keine große Leistung. Sich bewusst zu sein, dass gerade in kritischen Phasen Prinzipien und Regeln Orientierung geben, sozusagen Leitplanken des Handelns darstellen, ist eine andere Sache. Das verlangt intellektuelle Redlichkeit und Charakterstärke der Verantwortlichen, um politischem Druck zu widerstehen und nicht der Versuchung zu kurzfristigem Handeln zu erliegen.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel kommt in einer Studie zu

Zu diesem Ergebnis kommt die BIZ unter Anwendung der „Taylor-Regel“, die mechanisch und in vereinfachender Weise den Leitzins mit der Preisentwicklung und der Ausbringungslücke verknüpft. John Taylor selbst hat in seinen Untersuchungen festgestellt, dass die Federal Reserve Bank der USA (Fed) in den 1980er- und 1990er-Jahren eine regelbasierte Politik mit einem klaren Preisstabilitätsziel verfolgte. Anfang dieses Jahrhunderts kehrte sie aber

zu einer eher diskretionären Politik zurück und hielt nach eigenem Ermessen den Leitzins für zu lange Zeit zu niedrig. Die Fed hat, Taylor zufolge, die Marktteilnehmer zu exzessiver Risikobereitschaft ermutigt und maßgeblich mit zum US-Immobilien Boom beigetragen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat von 1999 bis zur Eskalation der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 basierend auf ihrer Zwei-Säulen-Strategie eine eher regelorientierte Geldpolitik verfolgt und mittelfristig Preisniveaustabilität im Euro-Raum insgesamt gesichert. Sie ist nie dem Mainstream-Ansatz des „inflation targeting“ gefolgt, ein kurzfristiges Inflationsziel

**Prof. Dr. Jürgen Stark** ist Ökonom. Bis 2012 war er Chefvolkswirt und Mitglied im Direktorium der Europäischen Zentralbank (EZB). Zuvor war er Vizepräsident der Deutschen Bundesbank. Im HAUPTSTADTBRIEF beschreibt er, wie es zur Politisierung der Zentralbanken und zum partiellen Verlust ihrer Unabhängigkeit kam.



ken und den neuen Ansatz von „forward guidance“ mit einbezieht, ist die derzeitige Geldpolitik immer noch äußerst – oder zu – locker. Dasselbe gilt auch für die Schwellenländer in den vergangenen 10-15 Jahren.

anzustreben. Sie war in ihrer Geldpolitik bis 2008 mittelfristig ausgerichtet und hat weder mechanisch noch kurzfristig auf veränderte Daten reagiert. Folglich wurde nie so etwas wie eine „Reaktionsfunktion“ defi-

niert, die einen Automatismus geldpolitischer Entscheidungen suggeriert.

Die geldpolitischen Entscheidungen der westlichen Zentralbanken nach dem Fall von Lehman Brothers 2008 waren notwendig. Die Rezession führte zu erheblich verringertem Preisdruck innerhalb kürzester Frist. Die Zinssenkungsphase, die im Oktober 2008 einsetzte, war gerechtfertigt. Der Interbankenmarkt war kollabiert und es drohten Gefahren sowohl für das Weltfinanzsystem als auch für die Weltwirtschaft.

Dennoch waren die Zinsentscheidungen im Oktober 2008 Panik-Entscheidungen. Sie waren die Folge einer konzentrierten Aktion der wichtigsten westlichen Zentralbanken, ausgehend von einer Initiative der Fed und beruhend auf einer allgemeinen Einschätzung einer drohenden globalen wirtschaftlichen Depression. Eine Vielzahl von Maßnahmen zur Bereitstellung von Liquidität wurde beschlossen. Alles was half, den Markt zu fluten war willkommen, einschließlich der erheblichen Lockerung der Sicherheiten-Anforderungen gegenüber den Banken für die Gewährung von Liquidität. Mehr und mehr Risiken wurden auf die Zentralbankbilanzen genommen.

Nach Überwindung der akuten Phase der Krise sind die Federal Reserve und die Bank of England bereits 2009 mit weiteren Ad-hoc-Entscheidungen in eine höchst interventionistische Geldpolitik eingestiegen. Sie starteten ihr großes geldpolitisches Experiment. Die Ermessensspielräume wurden immer weiter ausgedehnt. In mehreren Schüben der „mengenmäßigen Lockerung“ der Geldpolitik wurden die langfristigen Zinsen auf ein Niveau geschleust, das selbst während der Weltwirtschaftskrise nach 1929 in den meisten betroffenen Ländern nicht erreicht worden war.

Diese Ermessens-Entscheidungen folgten 2009 einer veränderten Zielsetzung der Fed wie auch der Bank of England. Nachfragesteuerung durch unkonventionelle Maßnahmen im Null-Zins-Umfeld wurde zur Ratio der Geldpolitik.

Fortsetzung auf Seite 6

# „Unsere Diskussionen im EZB-Rat sind komplexer, als es die öffentliche Wahrnehmung widerspiegelt“

Die Europäische Zentralbank hat die Macht, Märkte zu beeinflussen. Man darf jedoch nicht Markteinfluss mit dem verwechseln, was richtig oder falsch ist | Von Jens Weidmann

**M**ervyn King, der britische Notenbankgouverneur, sagte einmal: „Boring is best.“ Damit hat er treffend den Vorkrisenmodus der Geldpolitik beschrieben – Geldpolitik als ein eher technisches, technokratisches, unauffälliges Geschäft. Dies hat sich jedoch mit der Krise und ihren Nachwirkungen stark verändert. Und je mehr die Notenbank in die Rolle des Krisenmanagers geschlüpft ist – und von manchen als einzige handlungsfähige Institution gesehen wurde –, desto mehr ist sie ins Zentrum der öffentlichen Wahrnehmung gerückt. Man hat in den Hochzeiten der Krise mehr Notenbanker auf den Titelseiten der Zeitungen gesehen als Politiker. Ich halte das für eine eher bedenkliche Entwicklung.

Die Krise war eine sehr intensive Zeit. Es gibt sicherlich viele Lehren, die wir daraus ziehen sollten. Eine ist, dass es sehr wichtig ist, eine konsistente Position zu haben und auch bestimmte rote Linien. Hat man die nämlich einmal überschritten, kann man sie nie mehr an dieser Stelle ziehen.

Tatsächlich sind unsere Diskussionen im EZB-Rat ja viel komplexer, als es sich in der öffentlichen Wahrnehmung widerspiegelt. Wir beschäftigen uns nicht nur mit dem Kaufen von Staatsanleihen oder den Outright Monetary Transactions (OMT) oder wie auch immer die Programme heißen, sondern wir haben eine Vielzahl von Themen. Da gibt es etliche mit hohem Diskussionsbedarf, vor allem natürlich solche, die etwas außerhalb unseres üblichen Instrumentariums fallen, die die Grenzen des Mandats der Notenbank strapazieren – und es gibt andere, die liegen im Kern des Mandats. Das sind klassische geldpolitische Themen, um die es weniger kontrovers zugeht und die auch in der Öffentlichkeit weniger wahrgenommen werden. Gerade in schwierigen Zeiten ist kontroverses Diskutieren unverzichtbar – Diskussionen vor dem Hintergrund konsistenter Positionen, gewachsener Prinzipien, vernünftiger Maßstäbe.

Was aber ist unser Maßstab? Ohne Zweifel hat die Notenbank die Macht, Märkte zu beeinflussen. Die Gelddruckpressen, bildlich gesprochen, die wir im Keller haben, sind ein



Gruppenfoto des EZB-Rats, aufgenommen am 8. Mai 2014, vorn dritter von rechts EZB-Präsident Mario Draghi, oben in der Mitte Bundesbank-Präsident Jens Weidmann. Der EZB-Rat ist das oberste Beschlussorgan der Europäischen Zentralbank. Bei seinen Entscheidungen spielt es keine Rolle, ob ein Mitglied die Stimme eines großen oder eines kleinen Landes repräsentiert.

machtvoll Instrument. Man darf jedoch nicht Macht beziehungsweise Markteinfluss mit dem verwechseln, was richtig oder falsch ist. Die Reaktionen des Marktes dürfen nicht Maßstab unserer Politik sein. Der Markt reagiert, das ist vollkommen unbestritten. Die Frage aber ist, ob wir mit unserem Handeln als Notenbank zum einen unsere Fähigkeit einschränken, in der Zukunft Preisstabilität zu gewährleisten, indem wir beispielsweise unsere Unabhängigkeit gefährden. Das wäre das eine. Und das andere ist, ob wir durch unser Handeln den Rahmen der Währungsunion, der für sein Funktionieren so wichtig ist – und der sich ja in den Maastricht-Prinzipien ausdrückt – stärken oder schwächen. Denn dieser Rahmen ist meines Erachtens ganz entscheidend dafür, dass die Währungsunion als Stabilitätsunion erhalten bleibt.

Was die Bewältigung der Krise angeht, ist derzeit gewissermaßen Halbzeit. Der akute Handlungsdruck ist weniger spürbar. Darin liegt die Gefahr, dass man die Lehren, die man richtigerweise aus der Krise gezogen hat, eben nicht konsequent zu Ende führt. Ja, es gibt Fortschritte in den von der Krise besonders betroffenen Ländern. Die Wettbewerbsfähigkeit steigt wieder. Die Defizite sind zurückgeführt worden. Das äußert sich im Grunde in den makroökonomischen Variablen. Aber die Herausforderung, vor die uns diese Anpassungsprozesse stellen, ist nicht geringer geworden. Es darf ja nicht allein darum gehen, dass die Geldpolitik Zeit kauft, dass

man mit Rettungsschirmen Zeit kaufen kann.

Es geht darum, dass wir die strukturellen Ursachen der Krise anpacken und überwinden – und diesen Weg sind wir noch lange nicht zu Ende gegangen. Wenn man den Deleveraging-Bedarf zum Maßstab nimmt, also den Korrekturbedarf in den Bankbilanzen, bei der Überschuldung im Unternehmensbereich und im privaten Bereich, bei den öffentlichen Finanzen und der Wettbewerbsfähigkeit, dann wird deutlich: Wir stecken in diesem Anpassungsprozess jetzt irgendwo in der Mitte.

Aber wir sollten auch sehen: Es ist in den einzelnen Ländern mehr an Reformen passiert, als viele von uns zu Beginn der

sie auch im Einzelnen geholfen haben, schlicht Zeit gekauft, mit der Folge, dass die Balance zwischen Haftung und Kontrolle gestört worden ist.

Wir haben mehr und mehr Gemeinschaftshaftung übernommen – implizit oder explizit –, im Gegenzug sind aber nicht in gleichem Maße Kontrollrechte eingeführt worden. Das ist ein ganz einfaches marktwirtschaftliches Prinzip: Risiko und Chancen müssen zusammenliegen oder Haftung und Kontrolle. Wenn das nicht der Fall ist, kann das ganze System nicht funktionieren. Im Falle der Währungsunion heißt das, dass die Verschuldungsanreize beispielsweise sehr groß werden und eine solide Haushaltspoli-



**Dr. Jens Weidmann** ist Präsident der Deutschen Bundesbank und Mitglied des Rates der Europäischen Zentralbank (EZB). Auf der WELT-Währungskonferenz verteidigte er die Niedrigzinspolitik der EZB. Im HAUPTSTADTBRIEF macht er aber deutlich, dass der EZB-Rat sehr wohl darüber diskutiert.

Krise erwartet hätten. Dazu gehört beispielsweise die Arbeitsmarktreform in Spanien. Bei der Defizitreduktion ist, auch in Griechenland, sehr viel passiert. Gemessen an den Diskussionen, die wir zu Beginn der Krise hatten, liegt das über unseren Erwartungen. Das ist der eine Bereich, hier ist der Weg noch nicht zu Ende. Der andere Bereich betrifft den institutionellen Rahmen der Währungsunion – das, was dafür sorgt, dass die Währungsunion als Stabilitätsunion erhalten bleiben kann. Und da haben die Krisenmaßnahmen, so viel

tik weniger wahrscheinlich wird. Das ist ein Bereich, an dem wir noch mehr tun müssen. Es ist bereits daran gearbeitet worden, was den gestärkten Stabilitäts- und Wachstumspakt angeht oder die Prozedur zur Erkennung von makroökonomischen Ungleichgewichten.

So ist die Bankenunion ein wichtiges Instrument. Aber auch hier gilt natürlich: Die Regeln sind nur so gut, wie sie am Ende auch gelebt werden. Ein Lackmustrtest, ob dem so ist, findet beispielsweise in der Diskussion in Bezug auf Frankreich statt. Hier wird sich die Glaub-

würdigkeit dieser neuen Regeln unter Beweis stellen müssen. Frankreich ist ein wichtiges Land, das im Moment – vorsichtig gesagt – an der Grenze der Regeln operiert. Jetzt kommt es darauf an, dass dieses Land ein Signal setzt, eine Vorbildfunktion lebt, die zeigt: Wir haben die Botschaft verstanden, wir leben diese Regeln jetzt auch, wir halten uns daran. Und zwar auch, wenn es wehtut.

Es wäre viel gewonnen, wenn diejenigen, die die Regeln verabschiedet haben, sie auch einhalten. Und dabei spielt auch die Öffentlichkeit eine ganz entscheidende Rolle. Otmar Issing, ehemals EZB-Direktoriumsmitglied, hat einmal gesagt, dass jede Bevölkerung, jedes Land die Inflationsrate bekommt, die es verdient. Es kommt hierbei auch ganz entscheidend auf die Position der Bundesregierung an – und insofern auch auf die deutsche Öffentlichkeit. Damit diese Regeln eingehalten werden, braucht es politische Einsicht, und es braucht ein öffentliches Interesse an diesen Fragen.

Deswegen haben wir beispielsweise in der Bundesbank unsere Anstrengungen in Bezug auf ökonomische Bildung stark ausgebaut. Ohne eine Öffentlichkeit, die den Wert stabilen Geldes versteht, werden wir auch kein stabiles Geld haben. Und zum stabilen Geld gehört eben nicht nur eine Notenbank, die einen klaren Stabilitätsauftrag hat und sich an diesen auch hält, sondern dazu gehört auch, dass die Länder der Währungsunion solide öffentliche Finanzen sicherstellen und wettbewerbsfähige Wirtschaftsstrukturen haben. Die Stabilitätskultur eines Landes ebenso wie der Währungsunion muss von der Öffentlichkeit getragen werden.

Unser Primärziel muss Geldwertstabilität heißen. Den Handlungsbedarf, der hier besteht kann man nicht nur an der Inflationsprognose festmachen. Dazu gehört auch die Analyse der Ursachen einer möglichen mittelfristigen Abweichung der Inflationsrate von unserer Definition der Preisstabilität – also einer Inflationsrate von unter, aber knapp bei zwei Prozent. Dazu gehört auch die Analyse, ob die Einflüsse, die auf die Inflationsrate wirken, vorübergehender oder dauerhafter Natur

Fortsetzung auf Seite 6

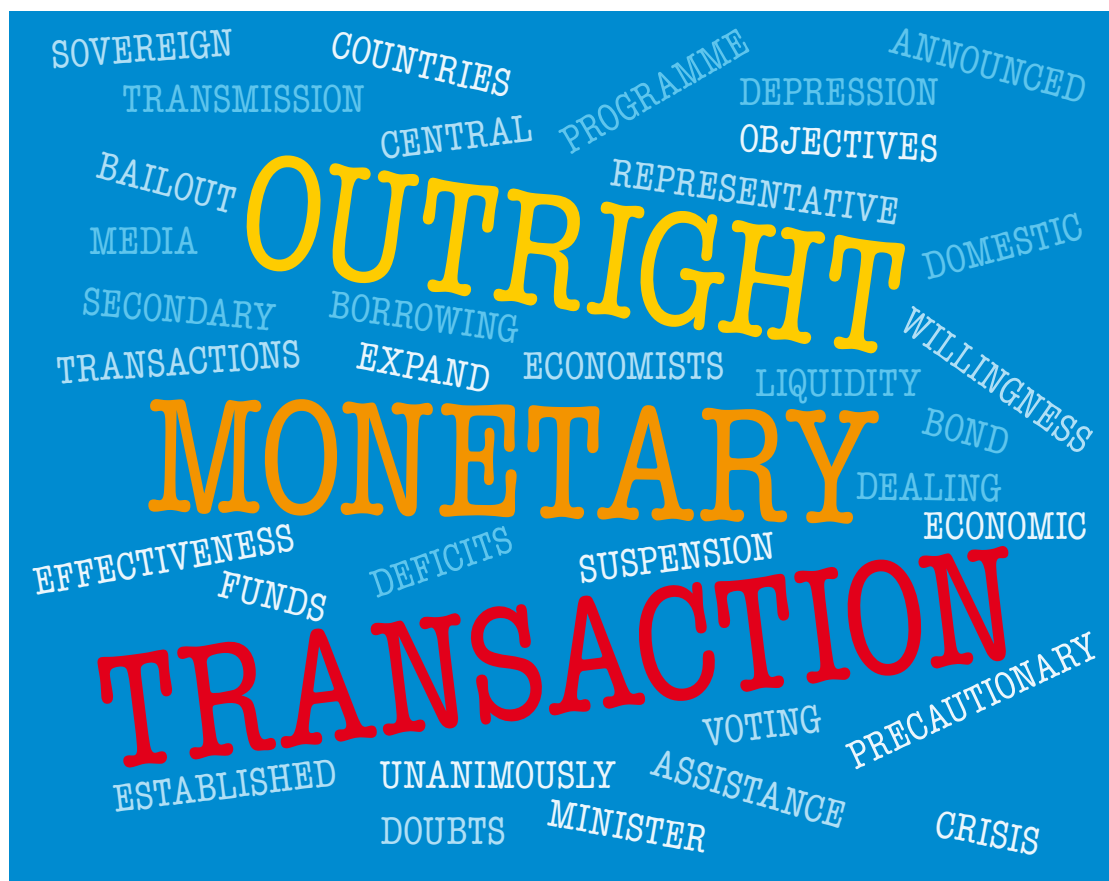
# Wir müssen zurück zu den Marktmechanismen für Geld

Eingriffe in den Preisbildungsmechanismus untergraben den Sinn der Europäischen Verträge. Sobald sich Europa wirtschaftlich erholt hat, muss es diese Politik aufgeben | Von Udo Di Fabio

Europa hat ein Problem – und dieses Problem liegt nicht in der Europäischen Zentralbank (EZB), nicht im Europäischen Gerichtshof und nicht im Bundesverfassungsgericht. Das Problem Europas liegt darin, dass über einen beträchtlichen Zeitraum hinweg die Staaten ihre sich selbst verordneten Stabilitätskriterien nicht beachtet haben. Wir haben heute noch eine erhebliche Überschreitung der Referenzwerte. Referenzwerte – das klingt, als sei da eine unverbindliche Zielmarke genannt. Dem ist aber nicht so, es handelt sich hier um verbindliches Recht. Und es ist ein Vertragsbruch, wenn die Bundesrepublik Deutschland in der Schuldenstandquote immer noch über 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) liegt. Man bräuchte indessen darüber nicht allzu viele Worte zu verlieren, da die Bundesrepublik ja ersichtlich ihren Schuldenstand senkt. Was aber ist mit Staaten, die ihn auch heute noch erhöhen? Was ist mit Staaten, die bei weit über 60 Prozent liegen und ihn dennoch weiter erhöhen?

Da schlummert ein Problem. Vom Frühjahr 2010 an bis zum Sommer 2012 schwelte – und das ist fast ein Euphemismus – die europäische Schuldenkrise. Mit der sich ankündigenden Zahlungsunfähigkeit Griechenlands war Europa in eine Situation gebracht worden, die in den Verträgen nicht vorgesehen war. Die Europäischen Verträge wussten allerdings um die Risiken einer Währungsunion bei gleichzeitig eigenverantwortlicher, obzwar koordinierter Wirtschaftspolitik und Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten.

Manche haben eine einheitliche Währung unter Fortbestand haushalts- und wirtschaftspolitischer Eigenverantwortung der Staaten als Geburtsfehler der Währungsunion bezeichnet – nicht zu Recht, wie ich meine. Die Europäischen Verträge sind ausgewogen in diesem Punkt. Sie sehen das Risiko, dass in einem Währungsverbund der Versuch verführerisch erscheinen mag, mit Fiskalpolitik Wettbewerbsnachteile auszugleichen. Deshalb sind die Stabilitätskriterien in den Europäischen Verträgen eine *conditio sine qua non* für eine Währungsunion. Denn nur dann, wenn die Staaten auf der einen Seite eine haushaltspolitische Stabilitäts-



Die ökonomische und politische Spannungslage der EU bedingt ein nur schwer überschaubares Gewirr von Maßnahmen und Programmen. Beispiel: das Outright Monetary Transactions-Programm (OMT), das derzeit das Bundesverfassungsgericht beschäftigt. Es fragt sich, ob die beabsichtigten Käufe von Staatsanleihen noch vom Mandat der EZB gedeckt sind.

politik betreiben und auf der anderen Seite nachhaltig ihre Wettbewerbsfähigkeit fördern, kann eine Währungsunion unter den Bedingungen eines Staatenverbundes gelingen.

Wir haben – eine Kinderkrankheit des großen Experiments gewissermaßen – nun erlebt, dass man sich an Regeln nicht gehalten hat und dafür einen Preis bezahlen musste. Der Mechanismus des Marktanzweizes für eine rechtmäßige Haushaltspolitik ist im Sommer 2012 zu stark ausgefallen, während

für italienische Staatsanleihen wirklich marktangemessen? Haben wir nicht in Europa allgemein das Problem, dass wir Marktmechanismen viel zu sehr ersetzen, flankieren und kompensieren? Ist nicht der Umstand, dass die Staaten und die Aufseher des Finanzmarktes Staatsanleihen für risikolos erklärt haben, bereits ein massiver Eingriff in den Preisbildungsmechanismus?

Sobald sich Europa etwas weiter erholt hat, sollte Sorge getragen werden, dass die Markt-

für Akademiker – damit eine Wirtschaft gelingen kann. Mit geldpolitischen, mit haushaltspolitischen Stellschrauben Wirtschaftswachstum zu erzeugen – das ist ein machtvoller Hebel, aber kein nachhaltiger.

Rechtlich gesehen stellt die Situation einer Währungsunion, die unter erheblicher ökonomischer und politischer Spannungslage steht, eine Herausforderung dar. Was geschieht, wenn das Recht nicht eingehalten wird? Die Unabhängigkeit der Institutionen ist letztlich nur aufrecht zu erhalten bei vergleichsweise strenger Handhabung des Mandats. Wenn ein ehemaliger Verfassungsrichter das sagt, kommt schnell der Einwand: Aber das Bundesverfassungsgericht überschreitet doch selbst mitunter seine Kompetenzen! Ich denke, dass das nicht richtig ist. Das Bundesverfassungsgericht wird allerdings – wie viele Akteure im europäischen Staatenverbund, auch die EZB – in Grenzbereiche geradezu hineingezogen.

Denn wenn die Bürger bestimmte Rechte eingehalten sehen wollen und klagen, muss das Gericht der überstaatlichen Entwicklung politischer Herrschaft ein Stück weit folgen. Das Gericht folgt vorsichtig und geht nicht voran. Aber wenn der Deutsche Bundestag und die Landesparlamente nicht mehr

die Hoheit über die deutschen Einnahmen und Ausgaben ausüben, wenn die Bürger den Eindruck hätten, über Mittelverteilung wird entschieden ohne ihre Volksvertretung, dann entstünde ein massives Demokratieproblem. Wenn geklagt wird, hat das Bundesverfassungsgericht dem nachzugehen – nicht in einer die europäische Integration blockierenden Weise, aber selbstverständlich in einer die Rechtsgrundlagen schützenden.

Die Europäische Zentralbank unterliegt bekanntlich dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung. Sie kann nicht am Primärmarkt Staatsanleihen kaufen. Das Outright Monetary Transactions-Programm (OMT) gestattet aber das Kaufen am Sekundärmarkt zu einem bestimmten Zweck. Das Bundesverfassungsgericht fragt in seinem Vorlagebeschluss vom Januar 2014, ob eine solche Bedingung von Anleihekäufen, eine solche wirtschaftspolitische Limitierung überhaupt noch vom Mandat der EZB gedeckt ist.

Nicht ohne Besorgnis verfolgt die Öffentlichkeit, dass innerhalb des Kreises der OECD-Staaten keine Angleichung der Wirtschafts- und Lebensverhältnisse erfolgt, sondern sie im Gegenteil disparater werden. Allerdings: Weder die EZB noch das Bundesverfassungsgericht verantworten die Einhaltung der Bedingungen der Währungsunion. Steht nun aber der Vorwurf im Raum, die EZB würde ihr Mandat überschreiten, sieht sich das Bundesverfassungsgericht auf das Gleis gezwungen, Fragen zu stellen wie: Betrifft der Ankauf von Staatsanleihen nur einzelne Mitgliedstaaten, oder müsste man nicht, wenn man geldpolitisch interveniert, von allen Mitgliedstaaten ankaufen? Darf der Kauf von Staatsanleihen im OMT-Programm parallel zu Rettungsaktionen verlaufen? Besteht ein geldpolitisches Mandat dafür, dass bereits gekauft wird, bevor sich ein Marktpreis am Primärmarkt gebildet hat? Wie lange darf man die Staatsanleihen halten – bis zur Endfälligkeit? Oder muss man sie vorher verkaufen, damit der Markt entsprechend reagieren kann? Das sind einige der Fragen, die das Bundesverfassungsgericht stellt – weil sie zu stellen seine Aufgabe ist. ♦



Prof. Dr. Dr. Udo Di Fabio lehrt Staatsrecht am Institut für öffentliches Recht der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität in Bonn. Er war er Richter des Bundesverfassungsgerichts. Im HAUPTSTADTBRIEF geht er der Frage nach, ob Staatenrettung Aufgabe von Geldpolitik sein dürfte.

er vorher viel zu schwach war. Das Vertrauen der Verträge darauf, dass es nicht allein eines Vertragsverletzungsverfahrens der Europäischen Kommission bedürfe, um Mitgliedstaaten davon abzuhalten, europäisches Recht zu verletzen, sondern dass auch der Markt mit höheren Renditen für Staatsanleihen reagieren wird – dieses Vertrauen hat sich nicht als gerechtfertigt erwiesen, schon weil nach den Basler Vorgaben Staatsanleihen als risikolos gelten. Ist denn heute die Rendite

mechanismen für Geld wieder hinreichend wirken. Der bisherige Mechanismus der Risikolosklärung von Staatsanleihen untergräbt den Sanktionsmechanismus eines Marktanzweizes, wie die Europäischen Verträge es vorgesehen haben. Diese Art von Politik muss Europa, so meine ich, aufgeben. Wettbewerbsfähigkeit will letztlich in den Lebens-, Arbeits- und Produktionsbedingungen erkämpft sein. Man muss für Bildung sorgen, man muss für Berufsausbildung sorgen – nicht nur

# Der Traum eines Finanzministers ist die Entschuldung im Schlaf

Die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank und das deutsche Wirtschaftswachstum machen es möglich: Der Staat kann sich verschulden, ohne dass seine Schuldenquote wächst | Von Kai Konrad

Das Thema Zins ist für einen Volkswirt eine große Herausforderung. Debatten um den Zins und seine Berechtigung sind so alt wie die Menschheitsgeschichte. Es hat lange gebraucht, bis es zum Grundkonsens geworden ist, dass ein positiver Zins keine verdammenswerte Sache ist.

Denken Sie nur an die Frage, ob Zins Wucher ist, und die damals revolutionären Einlassungen von Thomas von Aquin. Der war der Ansicht, dass Zins eben auch eine Kompensation für leidvolles unternehmeri-

lem beginnt mit dem Sachverhalt, dass es nicht nur einen Zins gibt. Es gibt Leitzinsen der EZB, Umsatzrendite von Staatspapieren, Unternehmenskredite, Dispokreditzinsen, Hypothekenzinsen. Besonders wichtig ist dabei der Vergleich mit der Inflation. Die Zeitreihen gleichen sich aber, zwei besonders typische verdeutlichen es. Der Vergleich des Leitzinses der EZB und der Inflationsrate zeigt, wie die Kurve des Leitzinses die Kurve der Inflationsrate Anfang 2010 schneidet. Seither liegt der Leitzins unter der Inflationsrate.

Euro, also fast 5000 Milliarden Euro. Diesem Vermögen steht die Verschuldung der privaten Haushalte gegenüber. Saldiert man Vermögen und Verschuldung, ergibt sich für 2012 ein Netto-Geldvermögen von 3377 Milliarden Euro.

Klar, dass die Besitzer dieses Geldvermögens nicht erbaut sind, dass sich dieses Vermögen nicht vermehrt, sondern je nach Anlageform wegschmilzt. Neu ist so eine Geldvermögensschmelze aber nicht. In der längerfristigen Betrachtung waren die Nominalzinsen meist höher, die Inflationsrate aber auch. In den Jahren 1973-1975 beispielsweise lagen die Umlaufrenditen für Staatsanleihen bei 8,5-10,0 Prozent. Die Inflation in den Jahren 1973-1975 betrug zwischen 6 und 7 Prozent. Plus zwei Prozent Differenz klingt nach einer guten realen Rendite. Aber: Kapitalerträge wurden damals mit dem persönlichen Einkommensteuersatz belegt. Bis 1974 war der maximale Grenzsteuersatz 53 Prozent, ab 1975 betrug er 56 Prozent. Legen wir einen persönlichen Grenzsteuersatz von 50 Prozent zu Grunde. Dann betrug die nominale Rendite nach Steuer zwischen 4 und 5 Prozent. Zieht man davon die Inflation in diesen Jahren von 6-7 Prozent pro Jahr ab, bleibt eine reale Nettorendite nach Steuer von etwa minus 2 Prozent pro Jahr.

Im Vergleich dazu sieht die Lage heute fast gut aus: Die Umlaufrendite liegt derzeit bei 1,3 Prozent. Die Nominalrendite nach Kapitalertragsteuer liegt also bei zirka knapp 1 Prozent, die Inflation bei zirka 1,5 Prozent. Saldiert man die Größen, beträgt der Werteverlust für den Besitzer festverzinslicher Wertpapiere in der Größenordnung

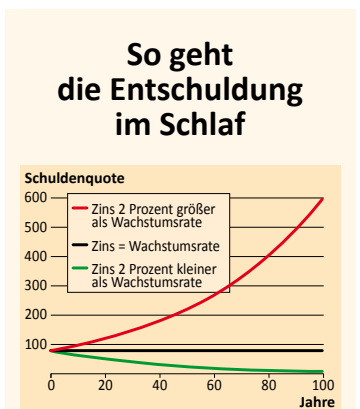
von minus 0,5 bis 0,6 Prozent. Der Besitzer von Geldvermögen der frühen 1970er-Jahre hatte es also mit einer Situation zu tun, die viel unangenehmer war als die Situation heute. Der niedrige Realzins ist sicher kein Vergnügen für Sparer, aber ein halbes Prozent Wertverlust pro Jahr ist auch kein Grund für Weltuntergangsstimmung.

Die Angelegenheit hat indes einen europäischen Aspekt. Die Vermögenswirkungen des Niedrigzinses sind in Europa sehr unterschiedlich. 2013 hat die EZB den „Eurosystem Household Finance and Consumption Survey“ veröffentlicht. Seither wissen wir mehr über die durchschnittlichen Haushaltsvermögen in Europa. Wir wissen, dass die Deutschen nicht besonders wohlhabend sind im Vergleich zu ihren Nachbarn im Euroraum. Die Deutschen sind aber begeisterte Halter von Geldvermögen.

Die Verteilung der Geldvermögen unter verschiedenen Volkswirtschaften in Europa zeigt, dass die Deutschen in absoluten Zahlen das größte Nettogeldvermögen der betrachteten Länder haben. Die Niedrigzinsen haben für die privaten Haushalte in den Staaten der Eurozone sehr unterschiedliche Wirkung. Dort, wo das Nettogeldvermögen negativ ist, führt der negative Realzins zu einer „Entschuldung der privaten Haushalte im Schlaf“. In anderen Ländern, eben auch und besonders in Deutschland, führt der niedrige Zins zu einer Vermögenserosion.

Wie ist nun die Wirkung der Niedrigzinsen für den Staatshaushalt? Ich beginne mit einem Vergleich zwischen Zins und der Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts. Beide Größen bewegen sich in enger Korrelation zueinander. In diesem Fall ist als Zins die Umlaufrendite von Staatspapieren gewählt. Da es mir um den Staatshaushalt geht, konzentriere ich mich auf diesen Zins, also ein Maß, das nahe an der Rendite liegt, was Sparer aus den Schulden des Staats erhalten.

Bis vor kurzer Zeit lag die Umlaufrendite über der Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts. Erst in Folge der Niedrigzinspolitik liegt die durchschnittliche Umlaufrendite für Staatsschulden unter der nominalen Wachstumsrate. Es gilt jetzt der Zusammenhang, den die Grafik „So geht die Entschuldung im Schlaf“ veranschaulicht.



Wenn der Zins auf Staatsschulden **gleich** der Wachstumsrate des Volkseinkommens ist, dann bleibt die Staatsschuldenquote konstant, wenn der Staat seine gesamten Zinszahlungen durch neue Schulden finanziert.

Beispiel: Wir haben Schulden von 800 und ein BIP von 1000, also eine Schuldenquote von 80 Prozent. Wir haben Zinsen von 10 Prozent, also 80, und Wachstum von 10 Prozent, also 100. Finanziert man die Zinsen durch neue Schulden, wachsen die Schulden auf 880. Das BIP wächst auf 1100. Das Verhältnis bleibt genau bei 80 Prozent.

Wenn der Zins **größer** als die Wachstumsrate des Volkseinkommens ist und der Staat trotzdem die Zinsen durch neue Kredite finanziert, dann explodiert die Staatsschuld. Bei 2 Prozent Unterschied steigt die Schuldenquote innerhalb von 100 Jahren von 80 auf 600 Prozent.

Wenn der Zins **kleiner** als die Wachstumsrate des Volkseinkommens ist und der Staat trotzdem die Zinsen durch neue Kredite finanziert, dann fällt die Schuldenquote allmählich bis auf null. Bei 2 Prozent Unterschied sinkt die Schuldenquote innerhalb von 100 Jahren von 80 Prozent auf unter 11 Prozent.

Es ist dieser dritte Fall, in dem das eintritt, was Holger Zschäpitz und ich vor einigen Jahren in unserem Buch „Schulden ohne Sühne“ als den Traum eines Finanzministers bezeichnet haben: die Entschuldung im Schlaf.

Eine Situation, in der man Schulden aus dem Wachstum finanzieren kann, ist angenehm, hat aber gefährliche Anreize für die Haushaltspolitik. In Deutschland strebt der Finanzminister derzeit allerdings eine Nullverschuldung an, also nicht nur eine Konstanz der Schuldenquote, sondern den Verzicht auf neue Schulden. Er steht mit diesem Ziel in der Tradition

Fortsetzung auf Seite 6



Prof. Dr. Kai A. Konrad ist Direktor am Max-Planck-Institut für Steuerrecht und Öffentliche Finanzen in München. Im HAUPTSTADTBRIEF setzt er sich mit der Niedrigzinspolitik auseinander und spricht über Lieblingstraum von Finanzministern: die Entschuldung im Schlaf.

ches Risiko ist. Für den „sicheren“ Zins hätte sich der heilige Thomas aber einen Zinssatz von null gewünscht. Insofern wäre er mit dem Zustand, den wir heute haben, sehr einverstanden.

In der Presse findet der Nullzins oder der Niedrigzins ein weit weniger positives Echo. Zu lesen ist: Dauerhaft niedrige Zinsen hätten schmerzhaft Folgen für die Verbraucher in Deutschland. Sie führten zu Lücken in der Altersvorsorge (z. B. nach Ansicht des Sparkassen-Präsidenten Georg Fahrenschon). Man liest von der „Enteignung der Sparer“. Von Bankenseite ist zu hören: Die billige Liquidität sei nicht gesund und bedrohe Arbeitsplätze, nicht zuletzt in den Banken. Und die Lebensversicherungen haben Probleme, den Garantiezins zu erwirtschaften.

Zunächst der empirische Befund. Das empirische Prob-

Ähnlich ist es beim Verlauf des Euribor für 3 Monate, also des wichtigsten Inter-Banken-Zinssatzes seit 1993. Dieser Zinssatz ist heute nahe bei null. Auch diese Kurve schneidet die Kurve der Inflation, was so viel heißt, dass der Realzins seither negativ ist. Für kurzfristige Ausleihungen des Bundes ergäbe sich eine ähnliche Kurve. Die Zinsen, die der Bund für kurzfristige Kredite zu zahlen hat, sind nahe null. Es gab bekanntlich sogar Zeiten, in denen der Bund weniger als einen Euro zurückzahlen musste für den Euro, den er sich geliehen hat.

Nach diesem Befund komme ich zur Frage: Ist der niedrige Zins wirklich der Weltuntergang für Sparer? Das Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland betrug Ende 2012 laut Statistik der Deutschen Bundesbank 4,94 Billionen

## So klingt die schwarze Null



**Schwarze Null, die erste.** Hans Eichel am 12. September 2000 im Bundestag: „Wir wollen durch eine ständig fallende Neuverschuldung bis zum Jahr 2006 zu einem ausgeglichenen Haushalt kommen. Das bedeutet dann, wir werden 2006 erstmals seit Jahrzehnten einen Haushalt ohne neue Schulden haben.“



**Schwarze Null, die zweite.** Peer Steinbrück am 16. September 2008 im Bundestag: „Es erfüllt mich deshalb mit einer gewissen Genugtuung, dass die Bundesregierung den Kurs, ab 2011 keine neuen Schulden mehr aufzunehmen, bestätigt und fortsetzt. Das ist die einzige Null, auf die wir gemeinsam stolz sein sollten.“



**Schwarze Null, die dritte.** Wolfgang Schäuble am 8. April 2014 im Bundestag: „Es wird in diesem Jahr erstmals seit Jahrzehnten wieder einen strukturell ausgeglichenen Haushalt geben. Wir haben, wenn man von der letzten Rate für den Euro-Rettungsschirm absieht, eine Neuverschuldung von knapp über 2 Milliarden Euro.“

Fortsetzung von Seite 2

## Wir sind Teilnehmer eines großen geldpolitischen Experiments – mit offenem Ausgang

Die Zielsetzung änderte sich 2012/13 erneut, als erstmals in der Geschichte der Zentralbanken mit „forward guidance“ realwirtschaftliche Ziele der Geldpolitik definiert wurden. „Forward guidance“, als neue Regel, ist der sichtbarste Bruch bewährter geldpolitischer Regeln. Es ist eine Festlegung oder ein Versprechen der Zentralbanken gegenüber den Finanzmärkten zum künftigen Zinspfad. In den konkreten Fällen heißt dies, die Leitzinsen weiterhin nahe Null zu halten oder – so im Fall der EZB – noch niedriger.

Bei der Fed und der Bank of England war „forward guidance“ zunächst verbunden mit dem Ziel, die Zinsen so lange auf derzeitigem Niveau festzuschreiben, bis die Arbeitslosigkeit auf eine bestimmte Quote gesunken war. Nachdem dieses Ziel schneller als von den Zentralbanken prognostiziert erreicht wurde, änderten beide Zentralbanken ihre Ziele erneut. Unter demselben Terminus verfolgt die Fed jetzt „qualitative“ Ziele. Sie richtet den Blick wieder auf eine Vielzahl von Indikatoren. Die Bank of England will sich eher am Produktionspotenzial und der Ausbringungslücke ausrichten – Größen, die nicht direkt beobachtbar sind.

Die EZB änderte ihre Ziele 2010. Aber ihr ging es nicht um Nachfragesteuerung. Bei den Fall-zu-Fall-Interventionen in die Märkte ging es in erster Linie darum, Insolvenzgefahren von Euro-Peripherieländern zu begegnen und die Refinanzierungskosten hochverschuldeter Staaten erträglich zu machen.

Die EZB wurde von Politik und Finanzmärkten dazu getrieben, diesen Beitrag zur

Krisenbewältigung zu leisten. Es entsprach aber auch dem neuen Selbstverständnis der EZB, als der einzig funktionierenden föderalen Institution im Euro-Gebiet mit der notwendigen Flexibilität, mit raschen Entscheidungsprozessen und unbegrenzten Ressourcen. Nur sie sei in der Lage, eine unkontrollierbare Eskalation der Krise zu verhindern.

Mit diesem Verständnis startete die EZB ihr geldpolitisches Experiment. Sie betreibt Quasi-Fiskalpolitik und wurde faktisch zum Kreditgeber der letzten Instanz für Staaten – eine Funktion, die ihr Mandat eindeutig ausschließt. Die Geldpolitik wird für andere, nicht-monetäre Zwecke missbraucht.

Die EZB ist 2013 auch der Mode von „forward guidance“ gefolgt. Aber sie hat im Gegensatz zur Fed und zur Bank of England dies nicht an bestimmte Ziele gebunden. Es ist ein Signal an die Finanzmärkte: Die Zinsen bleiben auf jetzigem Niveau oder niedriger. Die EZB ist damit von ihrer bewährten Regel abgewichen, keine Vorfestlegungen zu treffen. Denn neue Daten oder eine Neubewertung vorhandener Daten können ein Überdenken der Geldpolitik erforderlich machen.

Über die Moderegulierung „forward guidance“ hinaus, hat die EZB ihre Terminologie und ihren Ansatz den angelsächsischen Zentralbanken angenähert. Seit geraumer Zeit wird von der „Reaktionsfunktion“ der Zentralbank gesprochen, der wirtschaftlichen Analyse wird eine prominentere Rolle zugewiesen, der Projektionszeitraum wurde verlängert.

In jedem Fall suchen die westlichen Zentralbanken in immer wieder neu definierten Zielen

und ihren Ad-hoc-Interventionen jede Rechtfertigung, um die Zinsen nahe Null zu halten. Sie betreiben eine Politik, die völlig beliebig geworden ist. Zwar will man „guidance“ geben, schafft aber eher Desorientierung, weil die geldpolitischen Ansätze sich wiederholt ändern.

Die experimentelle ultralockere Geldpolitik der westlichen Zentralbanken, wie wir sie nun bereits seit fast sechs Jahren erleben, bleibt nicht ohne unbeabsichtigte oder unerwünschte Folgen. Solche Folgen sind bereits sichtbar und gewinnen umso mehr an Bedeutung, je länger diese Politik betrieben wird. Die Inflation bestimmter Vermögenspreise ist ein Beispiel dafür. Oder Verzerrungen bei den Wechselkursen. Die weltweit vorhandene Überschussliquidität findet ihren Weg. Sie fördert die „Jagd nach Rendite“ und das Eingehen höherer Risiken. Dies führt zu Marktverzerrungen, zu Fehlallokation von Kapital und damit zu wirtschaftlichen Ineffizienzen.

Erschwerend kommt hinzu, dass infolge der Krise die Zentralbanken mit zusätzlichen Aufgaben belastet werden. Diese werden sie überfordern. Angesichts der Politisierung der Zentralbanken und dem partiellen oder vollständigen Verlust ihrer Unabhängigkeit wird Preisstabilität im Ernstfall zum sekundären Ziel.

Unser Papiergeldsystem wird nur bestehen können, wenn der Vertrauensanker Zentralbank uneingeschränkt und unabhängig für Preisniveaustabilität verantwortlich ist. Unabhängigkeit der Zentralbanken, ein klares Mandat und bewährte Strategien oder Regeln sind entscheidende Elemente unserer Geldordnung. Für die Institution Zentralbank kommt es dabei aber auch darauf an, richtig „bemannt“ zu sein, um Karl Popper zu zitieren. ♦

Fortsetzung von Seite 3

## „Unsere Diskussionen im EZB-Rat sind komplexer, als es die öffentliche Wahrnehmung widerspiegelt“

sind. Ob die dazu führen, dass sich eine binnenwirtschaftliche Preisdynamik in Gang setzt, um die es uns ja geldpolitisch geht.

In der Geldpolitik reagieren wir ja nicht auf die Erstrundeneffekte beispielsweise von Energiepreisveränderungen, sondern auf die Zweitrunde-effekte, die sich dann in Inflationserwartungen und Löhnen widerspiegeln. All diese Punkte spielen eine Rolle. Die Inflationsprognose ist nur ein Datenpunkt, der in diese breite Analyse einfließt – und wenn diese in Bezug auf unser Primärziel Geldwertstabilität Handeln nahelegt, dann wird auch die Bundesbank selbstverständlich offen dafür sein, zu handeln.

Auch die aktuelle Wechselkursdebatte sollte in einer besonnenen Perspektive geführt werden. Wir haben über Jahre im europäischen Währungssystem die Erfahrung gemacht, dass man mit einer Abwertung des Wechselkurses die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes nicht nachhaltig stärken kann. Die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes wird bestimmt durch innovative Unternehmen, durch produktive Arbeitnehmer und durch eine vernünftige Wirtschaftspolitik, die den Rahmen dafür schafft. Durch eine Abwertung der Währung lassen sich zwar kurzfristig Wettbewerbsvorteile erwirken, langfristig aber ist das nicht der richtige Weg. Insofern müssen wir an den strukturellen Problemen arbeiten und an einer strukturellen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit. Das schützt uns dann auch gegen Schwankungen des Wechselkurses.

Sieht man sich den realen, effektiven Wechselkurs an, den handelsgewichteten Wechselkurs gegenüber verschiedenen Währungen also, so befindet er sich derzeit ungefähr dort, wo er

zu Beginn der Währungsunion war. Das Verhältnis 1,40 Euro zum Dollar haben wir über die Jahre wiederholt erreicht, das ist keine historisch einmalige Situation. Warum also wertet der Euro im Moment auf? Der Euro wertet auf, weil das Vertrauen in die Eurozone zurückkehrt, weil die konjunkturellen Perspektiven sich aufgehellt haben.

Der Wechselkurs muss immer im Kontext der anderen Variablen betrachtet werden, die sich ebenfalls verändern. Dazu gehört, dass die Zinssätze in einigen von der Krise besonders betroffenen Ländern im Moment historische Tiefstände erreicht haben. Dazu gehört, dass die Kapitalzuflüsse, die wir jetzt im Euroraum sehen, vor allem in die Euroraumperipherie fließen und dort die Zinssätze drücken.

Nun findet eine Debatte darüber statt, ob man Richtlinien für Wechselkurse festlegen sollte. Jean Claude Juncker etwa hat sich gerade dafür eingesetzt. Die französische Regierung hat sich ähnlich geäußert. Hier gilt es ehrlich zu fragen: Was heißt das denn? Eine Wechselkursfestlegung ist mit einer unabhängigen Geldpolitik nicht mehr vereinbar. Die Geldpolitik muss sich dann dem Wechselkursziel unterordnen. Im Grunde heißt das nichts anderes, als dass man eine expansivere Geldpolitik fordert.

Und das bedeutet eine Verpflichtung der Notenbank, diesen Wechselkurs, den man politisch festlegt, dann auch zu verteidigen. Ich bin der Meinung, dass wir in Europa mit flexiblen Wechselkursen und einer auf Stabilität ausgerichteten Geldpolitik am besten fahren. Wenn das alle Länder so handhaben und sowohl die Preisstabilität im Auge haben wie auch die Finanzstabilität, dann sind auch die Wechselkurse einigermaßen stabil. ♦

Fortsetzung von Seite 5

## Der Traum eines Finanzministers ist die Entschuldung im Schlaf

einer ganzen Anzahl von Finanzministern.

Wir wissen, dass deren ehrgeizigen Ziele durch die wirtschaftliche Ereignislage nicht erfüllt wurden. Bei Hans Eichel kam die negative Sonderentwicklung der deutschen Wirtschaft nach Eintritt in die Währungsunion dazwischen. Bei Peer Steinbrück war es das Überspringen der Finanzkrise

auf den realwirtschaftlichen Sektor. Dr. Wolfgang Schäuble drückt sich vielleicht auch deshalb etwas vorsichtiger aus.

Letztlich hängt alles davon ab, ob die positive deutsche Sonderkonjunktur sich sofort setzt, oder ob nicht doch wieder ein unerwarteter Schock dem Finanzminister einen Strich durch die Rechnung macht. Was das für ein Schock sein könnte, lässt

sich schwer vorhersehen. Man konnte die konkreten Schocks seit 1970 nicht vorhersehen. 1. Ölpreiskrise, 2. Ölpreiskrise, deutsche Wiedervereinigung, das Platzen der dot.com-Blase, die Euroeinführungszession, die Finanzkrise, Wirtschaftskrise, Schuldenkrise ...

Was uns die Vergangenheit aber lehrt ist: Man kann darauf vertrauen, dass positive Entwicklungen niemals ungebrochen weiterlaufen und dass es immer wieder zu solchen Schocks kommt.

Ich fasse zusammen:

- Ja, wir haben eine Niedrigzinsphase.
- Die Niedrigzinsphase trägt zur Entschuldung der Schuldner im Euroraum bei.
- Die Niedrigzinsphase hat Nachteile für das Nettogeldvermögen in Deutschland.
- Der Vermögensverzehrseffekt ist aber kleiner als in anderen Phasen der Nachkriegsgeschichte.
- Die Niedrigzinsphase plus Sonderkonjunktur führt in

Deutschland zu einem Zins kleiner als die Wachstumsrate. Damit „konsolidiert Deutschland im Schlaf“.

- Das ist eine Konsolidierungschance, und zwar eine der letzten, bevor die demographische Entwicklung Deutschland vor sehr ernsthafte Herausforderungen stellt. Diese Chance zur Konsolidierung zu nutzen erfordert einen starken politischen Willen. Wir werden sehen, ob der vorhanden ist. ♦

# Verschonungen bei der Erbschaftsteuer sind unverzichtbar

Das Bundesverfassungsgericht prüft derzeit, ob Verschonungsabschläge im Erbfall verfassungsgemäß sind. Sie sind vor allem nachweislich eines: für Familienunternehmen lebenswichtig | Von Rainer Kirhdörfer und Bertram Layer

Neben vielen anderen Hürden ist die Erbschaftsteuer beim Generationswechsel eine besondere Herausforderung für Familienunternehmen. Sie mindert das Eigenkapital, damit unternehmerische Finanzierungsmöglichkeiten und letztendlich Spielräume für betriebliche Investitionen. Im Ergebnis diskriminiert die Erbschaftsteuer Familienunternehmen, denn Unternehmen in ausländischer, öffentlicher, kommunaler oder kirchlicher Hand sowie Kapitalgesellschaften im Streubesitz müssen zumindest nicht in vergleichbarem Umfang Ausschüttungen zur Finanzierung der Erbschaftsteuer vornehmen. Dies wiederum schwächt die Wettbewerbsfähigkeit von Familienunternehmen und kann Arbeitsplätze gefährden.

Im Erbschaftsteuerrecht sind daher für den Generationenübergang Verschonungsregeln für betriebliches Vermögen vorgesehen, die an enge Bedingungen geknüpft sind:

85 Prozent des Wertes des Betriebsvermögens werden von der Erbschaftsteuer verschont, wenn der Betrieb über fünf Jahre fortgeführt wird und nach Ablauf dieser Behaltensfrist die Lohnsumme der Arbeitnehmer nicht niedriger ist als das Vierfache der durchschnittlichen Lohnsumme der letzten fünf Jahre vor dem Erbfall.

Eine Verschonung in Höhe von 100 Prozent ist möglich, wenn der Betrieb über sieben Jahre fortgeführt wird und nach Ablauf dieser Behaltensfrist die Lohnsumme nicht niedriger ist als das Siebenfache der Ausgangslohnsumme.

Es gibt aber Zweifel, ob die Erbschaftsteuerreform von 2009 und damit die Verschonung des Betriebsvermögens verfassungsgemäß sind. Der Bundesfinanzhof hat die Regelungen im Jahre 2012 dem Bundesverfassungsgericht zur Prüfung vorgelegt. Er meint, die Verschonung sei eine nicht durch ausreichende Gemeinwohlgründe gerechtfertigte Überprivilegierung. Ferner bestehe ein „Begünstigungsüberhang“, da es Steuerpflichtigen möglich sei, durch rechtliche Gestaltungen nicht betriebsnotwendiges Vermögen in unbegrenzter Höhe ohne oder mit nur geringer Steuerbe-



Ein Generationswechsel stellt Unternehmen vor diverse Herausforderungen – nicht zuletzt durch die Erbschaftsteuer. Sie mindert das Eigenkapital und damit die betriebliche Investitionskapazität und Zukunftsfähigkeit. Verschonungsregeln beugen dem vor.

lastung zu erwerben. Am 8. Juli verhandelt der Erste Senat des Bundesverfassungsgerichts über die Vorlage des Bundesfinanzhofs.

Die Verschonungsregeln, wie sie derzeit bestehen, verhindern eine Schwächung der Familienunternehmen beim Generationenübergang, also

abschlags Arbeitsplätze abbauen müssten.

- 43 Prozent der befragten Familienunternehmen, die einen Erb- oder Schenkungsfall hatten und einen Verschonungsabschlag in Anspruch genommen haben, gaben an, dass sie im Zuge der Nachfolgeregelung das

Entwicklungs ihrer Beschäftigtenzahlen. Das Antwortverhalten der Familienunternehmen erscheine somit plausibel, stellte der Autor der Studie, Prof. Niklas Potrafke, fest.

Diese Ergebnisse stehen, wie Prof. Potrafke ausführte, nicht im Einklang mit anderen früheren Studien, beispielsweise dem



Prof. Rainer Kirhdörfer (links) ist Rechtsanwalt und Vorstandsmitglied der Stiftung Familienunternehmen. Dr. Bertram Layer ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater. Beide sind Partner der Sozietät Hennerkes, Kirhdörfer & Lorz in Stuttgart. Im HAUPTSTADTBRIEF stellen sie eine Studie vor, die die positiven Auswirkungen der Erbschaftsteuerreform von 2009 belegt.



in einer Unternehmensphase, die ohnehin ganz besonders kritisch ist. Dies belegt eine Untersuchung des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung im Auftrag der Stiftung Familienunternehmen. An einer Sonderumfrage im Rahmen des ifo-Geschäftsklima-Indexes haben sich über 1700 Familienunternehmen beteiligt. Dabei sind insbesondere folgende Ergebnisse aus dieser Umfrage festzuhalten:

- 65,9 Prozent der befragten Familienunternehmen schätzen, dass sie bei einem Wegfall der Begünstigung für Unternehmensvermögen im Erb- oder Schenkungsfall ihre Investitionen senken müssten.
- 52 Prozent der befragten Familienunternehmen schätzen, dass sie bei einem Wegfall des Verschonungs-

Unternehmen oder Teile davon hätten verkaufen müssen, wenn es den Verschonungsabschlag nicht gegeben hätte.

Anhand seiner historischen Umfragedaten konnte das ifo Institut das Antwortverhalten der befragten Familienunternehmen zu den Auswirkungen des Verschonungsabschlags mit deren Geschäftserwartungen und deren erwarteter Entwicklung der Beschäftigtenzahl im Jahr der Erbschaft vergleichen. Unternehmen, die angaben, dass sich der Verschonungsabschlag positiv auf ihre Investitionen auswirkte, hatten im Jahr der Erbschaft auch bessere Geschäftserwartungen. Unternehmen, die angaben, dass sich der Verschonungsabschlag positiv auf ihre Beschäftigtenzahlen auswirkte, erwarteten im Jahr der Erbschaft auch eine bessere

Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen, wonach „eine gravierende Bedrohung der Existenz von Unternehmen und Arbeitsplätzen durch die Erbschaftsteuer (...) empirisch nicht bestätigt (wird)“. Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium der Finanzen hat eine erweiterte optionale Steuerstundung bei gleichzeitiger deutlicher Absenkung der Steuersätze, etwa auf 12,5 Prozent, vorgeschlagen. Eine solche Regelung könnte jedoch die positive Wirkung der derzeit bestehenden Verschonungsregeln für Unternehmensvermögen nicht kompensieren.

Letztendlich ist die Rechnung für von der Erbschaftsteuer belastete Familienunternehmen einfach. Wird ein Unternehmensvermögen von 100 mit der Regelverschonung von 85 Pro-

zent begünstigt, unterliegen die verbleibenden 15 Prozent in der Steuerklasse I einem maximalen Steuersatz von 30 Prozent; die Erbschaftsteuerbelastung auf den Unternehmenswert von 100 beträgt somit 4,5 Prozent. Entfällt der Verschonungsabschlag bei gleichzeitiger Absenkung des Erbschaftsteuersatzes auf 12,5 Prozent, so würde sich die Erbschaftsteuer fast verdreifachen.

Berücksichtigt man zusätzlich, dass die Erbschaftsteuer von den Gesellschaftern eines Familienunternehmens aus versteuerten Gewinnen aufgebracht werden muss, so wird bei einem annähernd an die 50 Prozent heranreichenden Spitzensteuersatz (inklusive Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer) die doppelte Summe an Erträgen benötigt, um die Erbschaftsteuerlast aufbringen zu können. Bezogen auf einen Unternehmenswert von 100 entspricht das auch bei einem auf 12,5 Prozent abgesenkten Steuersatz annähernd einem notwendigen Bruttogewinn von 25 Prozent des Unternehmenswertes, der für Erbschaftsteuerzwecke benötigt wird. Es würden somit über die erbschaftsteuerbedingten Entnahmen Gewinne vieler Jahre abgeschöpft, die nicht in das Unternehmen und dessen Zukunft investiert werden können. Das schadet letztendlich auch dem Standort Deutschland und den Familienunternehmen, um die uns die ganze industrielle Welt beneidet.

Die Verschonung des Betriebsvermögens bei der Erbschaftsteuer ist keine Einbahnstraße: Auch Staat und Gesellschaft ziehen Nutzen aus dieser Weichenstellung der großen Koalition von 2008, die den Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts aus einer früheren Entscheidung weitgehend folgte. Nur der Erhalt der Betriebe sichert nämlich das Steuersubstrat von morgen. ♦

## Impressum

DER HAUPTSTADTBRIEF

Aktuelle Sonderausgabe als Beilage in DIE WELT KOMPAKT, Ausgabe vom 23. Mai 2014, in Zusammenarbeit mit der Stiftung Familienunternehmen

Herausgeber: Bruno Waltert

Redaktionsdirektor:  
Dr. Rainer Bieling (ViSDP)

Layout: Mike Zastrow

Verlag: HAUPTSTADTBRIEF Berlin  
Verlagsgesellschaft mbH  
Tempelhofer Ufer 23-24, 10963 Berlin,  
Telefon 030 / 21 50 54 00,  
Telefax 030 / 21 50 54 47  
info@derhauptstadtbrief.de

Druck: Druckhaus Spandau  
Axel Springer SE  
Brunsbütteler Damm 156-172  
13581 Berlin

Druckhaus Steinhausen  
Süddeutscher Verlag  
Zeitungsdruck GmbH  
Zamdorfer Straße 40, 81677 München

Diese Ausgabe finden Sie auch online unter [www.derhauptstadtbrief.de](http://www.derhauptstadtbrief.de)  
© DER HAUPTSTADTBRIEF 2014

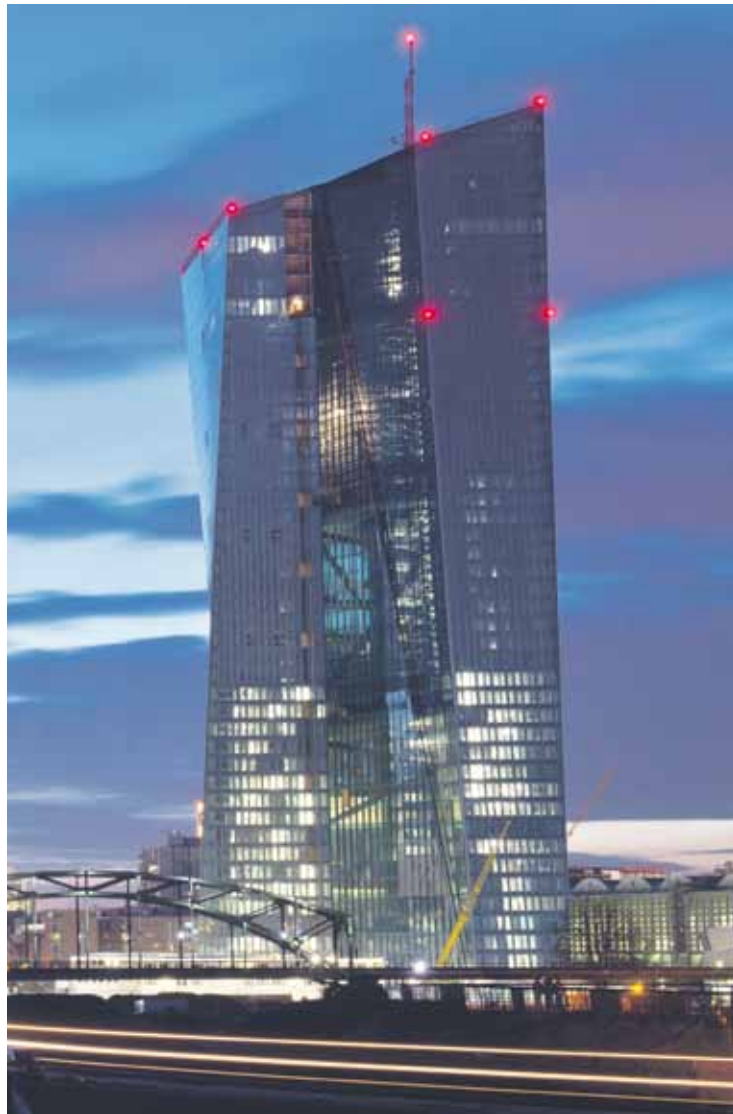
# Auf die strukturellen Reformen achten!

Es darf nicht sein, dass uns am Ende die Kosten über den Kopf wachsen, während andernorts von Reformwillen nur geredet wird | Von Carsten Schneider

Was bringt Deutschland und seinen Unternehmen die Europäische Union? Politische Stabilität. Zusätzliches Wachstumspotenzial. Offene Märkte. Das ist ein Riesengewinn, den wir für Deutschland haben. Man kann es nicht oft genug sagen – denn wir vergessen es sonst allzu leicht. Nichtsdestotrotz: Was die Finanzpolitik betrifft und den Euro und die Unabhängigkeit der Nationalstaaten in ihrer Fiskalpolitik und die Trennung der Geld- und Fiskalpolitik – da, denke ich, sind noch etliche Hausaufgaben zu machen. Und da wird es nicht genügen, nur den Stabilitätspakt einzuhalten, und alles wird gut.

Die Politik der Europäischen Zentralbank (EZB), in Deutschland immer sehr kritisch gesehen, war gut. Sie war sehr effizient – ökonomisch gesehen. Sie hat funktioniert. Aber deckt sich das auch mit der politischen Einschätzung? Nicht ganz. Denn die EZB muss ihre Unabhängigkeit wiedergewinnen. Sie ist nicht frei in ihren politischen Entscheidungen. Sie mischt sich in die Politik ein, und das ist nicht ihre Aufgabe. Sie hat nicht politische Vorgaben zu liefern, und auch nicht im Rahmen der Troika wirtschaftspolitische Empfehlungen zu geben.

Wie kann die Rückkehr zur geldpolitischen Unabhängigkeit verwirklicht werden? Ich denke nicht, dass wir noch mehr Vorgaben zu Papier bringen müssen, die im Zweifel politisch ausgelegt und entschieden werden. Die wichtige Frage wird sein, ob wir den notwendigen Schritt hin zu einer deutlich stärkeren Fiskalunion gehen werden. Der Fiskalvertrag wurde ja geschlossen, um – so, wie wir es in Deutschland mit der Schuldenbremse haben



Neubau der Europäischen Zentralbank: Wird wohl fertig, wenn auch die Bankenunion steht. Die spannende Frage ist: Wird die zugehörige Bankenabgabe dann abzugsfähig von der Steuerschuld sein?

– in Europa Nationalstaaten stärker zu binden, als das über den Maastricht-Vertrag geregelt war.

Das heißt Steuerpolitik und Haushaltspolitik nicht mehr alleine im Deutschen Bundestag oder in der Assemblée Nationale zu entscheiden, sondern stärker koordiniert und auch sanktioniert durch eine europäische Institution. Wie das im Einzelnen vonstattengehen kann in einer EU der 28 – das ist eine offene Frage, die wir in den nächsten zwei Jahren, der Zeit, die uns die Zentralbank

jetzt gekauft hat, klären und umsetzen müssen.

Da sind große Schritte zu machen hin zu einer Fiskalunion. Einige sind wir bereits gegangen. Wir haben nationale Souveränität abgegeben. Die großen Banken in Deutschland werden von der EZB zukünftig beaufsichtigt. Ich halte das für richtig in einem Binnenmarkt, der über die Grenzen der Nationalstaaten hinweg gerade im Bankenbereich zu Verflechtungen geführt hat, die es unmöglich machen, eine große Bank wie beispielsweise die

Deutsche Bank noch national zu kontrollieren, geschweige denn im Extremfall abzuwickeln.

Das Hin zu einer Fiskalunion bedeutet aber auch, die Steuerpolitik stärker zu koordinieren und zu vergemeinschaften – Beispiel Bankenabgabe, die wir ja schon haben. Das Volumen hier in Deutschland reicht nicht aus. Sie wird wahrscheinlich um das Dreifache steigen, um

ben über den Kopf wachsen, die Steuerbelastung in Deutschland steigt. Deshalb sind auch Initiativen wie das vom Bundesfinanzminister schon in der letzten Legislaturperiode angestoßene „Base Erosion and Profit Shifting“ (BEPS) so wichtig, mit dem Ziel der Schließung von Steuerschlupflöchern legaler Art.

Es ist zur Zeit überall von der Währungsunion die Rede, aber



Carsten Schneider ist Stellvertretender Vorsitzender der SPD-Bundestagsfraktion. Zuvor war er deren haushaltspolitischer Sprecher. Im HAUPTSTADTBRIEF geht er auf die Rolle der EU für die Unternehmen ein: Ist die EU Helfer oder Bremser?

den Fonds bis 2026/2027 mit 55 Milliarden Euro zu befüllen. Die spannende Frage ist: Ist diese Abgabe dann abzugsfähig von der Steuerschuld? In Deutschland ist das nicht der Fall. Dazu gibt es allerdings keine Regelung im Vertrag. Ich halte das für einen großen Fehler, denn ich kann mir schon kleinere Länder mit großem Bankensektor vorstellen, die die Bankenabgabe nicht steuerlich abzugsfähig machen werden. Dann wird der Druck auch in Deutschland steigen, sie nicht abzugsfähig zu machen. Das aber würde bedeuten, dass das Wort der Bundeskanzlerin „Wir werden nie wieder für die Verluste von Banken zahlen“ ad absurdum geführt wird – denn dann läge etwa ein Drittel der Kosten beim deutschen Steuerzahler.

Das heißt: Wir haben jetzt noch die Chance zur Korrektur. Wir dürfen in Europa die Steuerpolitik nicht für Wettbewerbszwecke missbrauchen lassen – mit Verlusten für die Allgemeinheit und im Endeffekt mit der Gefahr, dass uns die Ausga-

kaum jemand spricht über die wirtschaftspolitische Koordination. Gerade sie scheint mir aber viel stärker in den Mittelpunkt zu gehören. Vorrangig ist doch, ob strukturelle Reformen tatsächlich stattfinden in den Ländern, so wie wir es in Deutschland Mitte der 2000er-Jahre – und ich sage als Sozialdemokrat: zu Recht – gemacht haben. Wir hätten sonst dieses Wachstum nicht. Wir wären heute sonst auch nicht der Stabilitätsanker in Europa. Die Ernsthaftigkeit, sich in der öffentlichen Debatte damit auseinanderzusetzen, was von den Ankündigungen von Reformen in den Ländern wie Frankreich oder Italien tatsächlich umgesetzt wird, lässt zu wünschen übrig.

Es wird zu sehr auf die fiskalischen Zahlen gesehen und zu wenig auf die strukturellen Reformen geachtet. Auch das bedeutet eben einen Verzicht auf nationale Kompetenz. Und es wird sicherlich interessant werden, das mit den Franzosen und Italienern zu diskutieren – egal, ob sie Sozialisten oder Konservative sind. ♦

Fortsetzung von Seite 1

## Keine Bevorzugung von Staatsanleihen!

Fiskus mit der Erbschaftsteuer künftig wieder voll zuschlägt, dann werden gerade unsere größeren Familienunternehmen im Wettbewerb verlieren.

Ihnen gegenüber hat der in Deutschland schuldenfinanzierte Wettbewerber aus dem Ausland ebenso einen Vorteil wie der chinesische Staatskonzern, der sich nicht um die Erbschaftsteuer kümmern muss. Und auch im Vergleich zum großen deutschen börsennotierten Publikumskonzern

gerät das Familienunternehmen in einen Wettbewerbsnachteil: Kein börsennotiertes Publikums-Unternehmen muss reagieren, wenn ein Aktionär Erbschaftsteuern bezahlen muss. Kein Aktionär wird deshalb eine höhere Ausschüttung bekommen, weil er Aktien innerhalb der Familie vererbt. Ganz anders im Familienunternehmen – dort muss die Erbschaftsteuer letztendlich immer aus dem Unternehmen entnommen werden.

In die Kategorie „Freie Fahrt für Schuldner“ fällt auch die Behandlung von Staatsanleihen bei den Banken. Sie gelten, anders als Ausleihungen an Unternehmen, als risikolos und müssen deswegen heute wie auch künftig nach den Basel-Kriterien nicht mit Eigenkapital unterlegt werden. „Eine zentrale Ursache für die Verstrickung zwischen dem Staat und dem Bankensektor liegt gerade in dieser künstlich

verstärkten Bevorzugung des Staates als Schuldner auf dem Kapitalmarkt.“ Diese Worte finden sich in einem aktuellen Gutachten des wissenschaftlichen Beirats beim Bundesfinanzministerium. Die Folge ist fatal: Den politischen Entscheidern bleiben die wahren Kosten ihrer Schuldenpolitik weiterhin verborgen. Gerade weniger stabile Staaten neigen daher verstärkt zu einer riskanten Finanzpolitik. Fast ein „Déjà Vu“-Erlebnis – waren nicht schon die Euro-Einführung und das damit für viele Staaten zu billige Geld der

eigentliche Grund für deren hohe Staatsverschuldung?

Bei der Kreditvergabe hat – wie schon oben angedeutet – der Privatsektor gegenüber dem Staat das Nachsehen und zahlt ungerechtfertigt höhere Zinsen. Aus unserer Sicht bedarf dies dringend der Korrektur – sicher nicht auf einen Schlag, auf jeden Fall aber in Stufen. Staatliches und privates Kreditrisiko muss gleich behandelt werden, um die auch ökonomisch nicht begründbare Verstrickung zwischen Staat und Banken bei der Kreditvergabe aufzubrechen. ♦