

DIALOG

SÄCHSISCHER LANDTAG
DER PRÄSIDENT  DRESDNER GESPRÄCHSKREISE
IM STÄNDEHAUS



Dresdner Gesprächskreise im Ständehaus
»Finanzstabilität in Europa«
am 20. März 2019



Sächsischer Landtag

DIALOG

SÄCHSISCHER LANDTAG
DER PRÄSIDENT



DRESDNER GESPRÄCHSKREISE
IM STÄNDEHAUS

Dresdner Gesprächskreise im Ständehaus »Finanzstabilität in Europa« am 20. März 2019



Vortrag von
Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hans-Werner Sinn
(Nationalökonom und Finanzwissenschaftler)

Herausgegeben vom Sächsischen Landtag

Inhalt

Impressum:
Herausgeber:
Sächsischer Landtag
Verfassungsorgan des Freistaates Sachsen
Bernhard-von-Lindenau-Platz 1
01067 Dresden

Der Freistaat Sachsen wird in Angelegenheiten
des Sächsischen Landtags durch den Präsidenten
Dr. Matthias Rößler vertreten.

V.i.S.d.P.:
Ivo Klatte, Sächsischer Landtag, Anschrift s. o.

Redakteur:
Dr. Thomas Schubert,
Sächsischer Landtag, Anschrift s. o.

Fotos:
Stephan Floss Fotografie
Maternistraße 17
01067 Dresden

Thomas Schlorke (Seite 5, U4)
Fritz-Reuter-Straße 6
01097 Dresden

Gestaltung, Satz:
Ö GRAFIK agentur für marketing und design
Wittenberger Straße 114 A
01277 Dresden

Druck:
Sächsischer Landtag, Anschrift s. o.

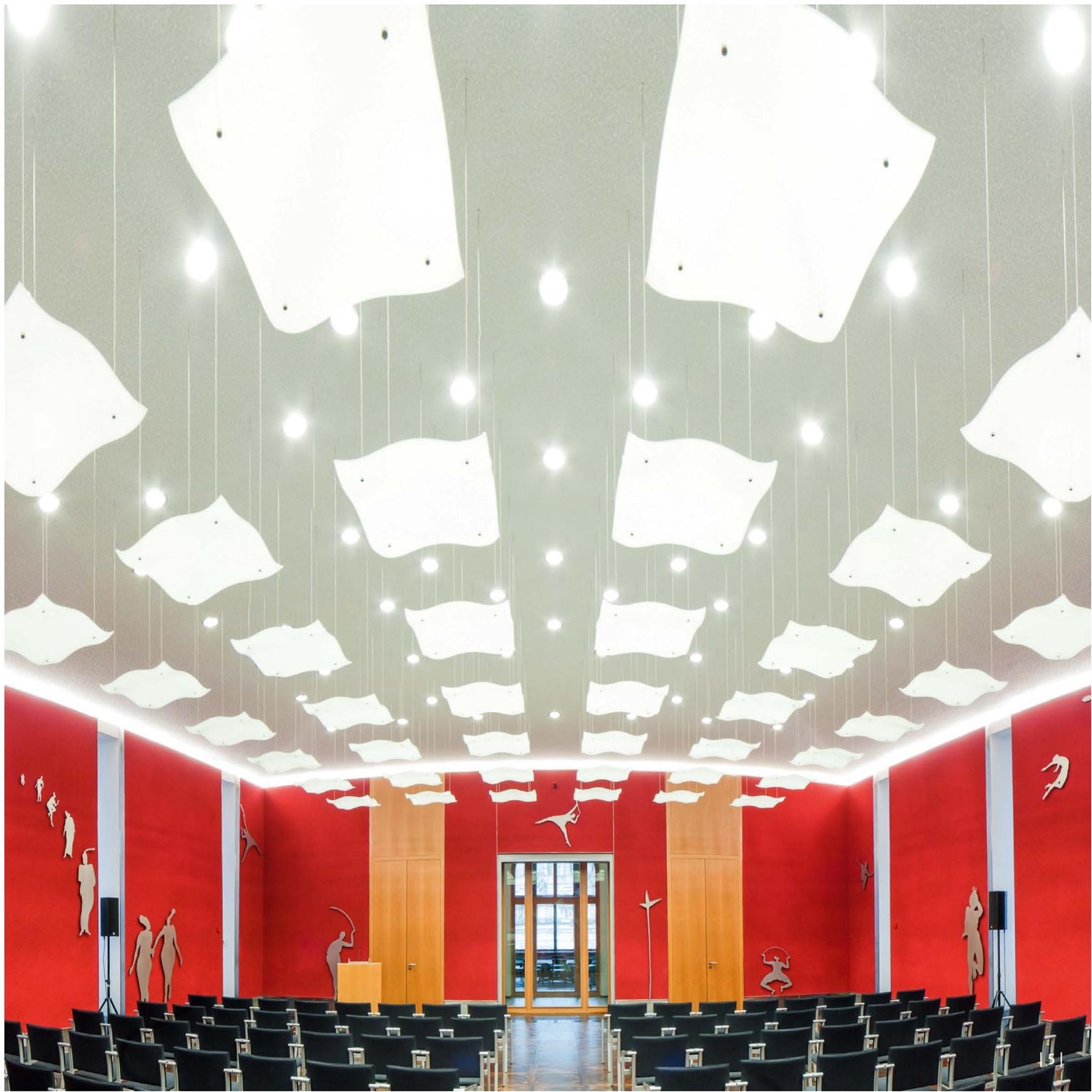
Diese Publikation wird im Rahmen der
Öffentlichkeitsarbeit des Sächsischen Landtags
kostenfrei an Interessierte abgegeben.

Eröffnungsansprache
von Dr. Matthias Rößler,
Präsident des Sächsischen Landtags . . 6

Vortrag
von Prof. Dr. Dr. h.c. mult.
Hans-Werner Sinn,
Nationalökonom und
Finanzwissenschaftler 10

Vorstellung der
Podiumsteilnehmer 36

Podiumsdiskussion 40



»Finanzstabilität in Europa« Eröffnungsansprache von Dr. Matthias Rößler, Präsident des Sächsischen Landtags

Sehr geehrter Herr Staatsminister,
verehrte Abgeordnete des Sächsischen Landtags,
sehr geehrte Vertreter des Konsularischen Korps,
ich begrüße ferner herzlich unseren ehemaligen Ministerpräsidenten Prof. Dr. Georg Milbradt und den ehemaligen Präsidenten des Verfassungsgerichtshofs Klaus Budewig mit seiner Gattin, sehr geehrter Herr Professor Sinn, sehr geehrter Herr Hoof, meine sehr verehrten Damen und Herren, liebe Gäste,

ich heiße Sie alle herzlich willkommen zu unserem nunmehr bereits 12. Dresdner Gesprächskreis im Ständehaus. Vor ziemlich genau acht Jahren begann hier alles mit einem ganz ähnlichen Thema. Wir saßen 2011 erstmals bei einem Gesprächskreis zusammen und diskutierten mit Friedrich Merz über die Folgen der Finanzkrise in Amerika und Europa.

Was uns 2008 ereilt hatte und sich 2010 in ganz Europa zu Staatskrisen

ausweitete, das hatte vor allem europäische und amerikanische Ursachen. Es war hausgemacht. Neben Fehlentwicklungen im Finanzsektor, falsch ausformulierten oder fehlenden Regeln, lag es auch in einem unverantwortlichen öffentlichen wie privaten Ausgabe- und Konsumverhalten begründet. Friedrich Merz mahnte uns damals: Wir sollten überprüfen, »ob die Ansprüche, die wir an unseren Staat stellen, nicht mittlerweile ein Maß erreicht haben, das diesen Staat vor unlösbare Aufgaben stellt«.

Bohrende Fragen gab es 2011 ausreichend: (1) Werden die betroffenen Staaten ihre Haushalte je in Ordnung bringen? (2) Soll die Europäische Zentralbank die Anleihen hochverschuldeter Staaten kaufen? (3) Kommt es zur Verschärfung des europäischen Stabilitätspaktes, zu automatischen Sanktionen für Schuldensünder, zu einer Wirtschaftsregierung oder einer europäischen Transferunion?

Das waren, wie ich damals sagte, nicht die Fragen eines lesenden Arbeiters, die uns Bertolt Brecht überlieferte, sondern die der Steuerzahler und der von Inflationsängsten umgetriebenen Sparer. Denn die Finanzkrise war auch und besonders ihre Krise.

Und heute? Wie steht es heute um diese Fragen?

(1) Einige Staaten wie Portugal oder Irland sind auf gutem Wege, ihre öffentlichen Haushalte zu sanieren, während sich andere damit noch immer schwer tun. Wiederum andere, denken wir nur an Italien, stürzen sich in neue fiskalische Abenteuer, kehren von zwingenden Reformen ab, treiben ihre Neuverschuldung in die Höhe und begrüßen die Geldpolitik des »*Whatever it takes*«.

(2) Die Europäische Zentralbank hat ihre Bilanz durch den Kauf von Anleihen, besonders von Anleihen massiv verschuldeter Staaten sowie von wirtschaftlich schwachen Unternehmen,



stark vergrößert. Besser gesagt hat sie ihre Bilanz vervierfacht auf zuletzt über vier Billionen Euro und so ein enormes Risikopotenzial angehäuft. Die einstige Idee einer nach dem stabilisierenden Muster der Deutschen Bundesbank konstruierten Europäischen Zentralbank verblasst im grellen Licht dieser geldpolitischen Supernova. Die dauerhafte Niedrigzinspolitik der EZB bringt zwar den öffentlichen und privaten Haushalten Zinersparnisse, führt aber dazu, dass den Sparern Jahr für Jahr viele Milliarden Euro an Zinsen entgehen. Und sie mindert die Reaktions-

fähigkeit der EZB im Falle einer Wirtschaftskrise.

(3) In der Europäischen Union wiederum ist viel geschehen, um den Banken- und Finanzsektor vor sich selbst zu schützen und krisenfester zu machen. Um nur zwei Beispiele zu nennen: Die Aufsicht über systemrelevante Großbanken wurde vereinheitlicht, um eine unangemessene Rücksichtnahme nationaler Aufsichtsbehörden zu vermeiden. Mit dem Einheitlichen Abwicklungsfonds entstand ein Mechanismus, der die Eurostaaten und damit die

Steuerzahler davor schützen soll, erneut für die Rettung maroder Banken aufkommen zu müssen.

Kontrovers wird die Frage diskutiert, ob und wie eine Europäische Einlagensicherung gebildet werden soll. Regelmäßig gibt es zudem hehre Forderungen nach einem Europäischen Währungsfonds oder einem gemeinsamen Haushalt für die Eurozone. Das für eine Marktwirtschaft so wichtige Haftungsprinzip, nach dem der den Schaden trägt, der auch den Nutzen hat, droht auf diese Weise zugunsten einer Gemeinschaftshaftung

ausgehebelt zu werden. Die Währungsunion droht, zur Transferunion zu werden.

Alles in allem, meine Damen und Herren, ist die Finanz- und Schuldenkrise heute beruhigt. Aber ist sie überwunden? Haben wir unser Ausgabe- und Konsumverhalten so verändert, dass sich die Fehler der Vergangenheit nicht wiederholen? Halten wir die Regeln ein und schaffen wir solide Staatsfinanzen? Haben wir gelernt aus zu billigen Krediten, aus spekulativen Blasen? Haben wir die systematische Vergabe »fauler Kredite«, also von Krediten mit hohem Ausfallrisiko, unterbunden? Haben wir Finanzstabilität in Europa? Ist unser europäisches Finanzsystem, ist unsere Währung widerstandsfähig gegenüber Schocks? Sie merken schon an der Art meiner Fragen, dass ich da so meine Zweifel habe.

Keine Zweifel habe ich indes daran, dass sich die Antworten auf diese Fragen nur gemeinschaftlich in Europa finden lassen. Die Europäische Union ist und muss hier der unverzichtbare Rahmen sein. Finanzstabilität ist deshalb ein Großthema, das zuvörderst einer europäischen Behandlung bedarf, gerade weil es sich bis in den kleinsten Winkel jedes europäischen Landes auswirken kann.

Für so ein Großthema braucht es zur analytischen Einordnung einen großen

Nationalökonom, der über all das geforscht und geschrieben hat. Verehrter Herr Professor Sinn, ich heiße Sie nochmals herzlich willkommen im Ständehaus in Dresden.

In Ihrer im vergangenen Jahr erschienenen Autobiografie bezeichnen Sie sich als einen Menschen, der sein Leben lang auf der Suche nach der Wahrheit war, als einen Menschen, der verstehen will, wie die realen Dinge zusammenhängen. Diese unbändige Neugier an den Dingen verbindet uns. Sie, verehrter Herr Professor Sinn, hat diese Neugier in die höchsten wissenschaftlichen Sphären katapultiert.

Sie lehrten als Ordinarius über 30 Jahre lang Nationalökonomie und Finanzwissenschaft an der Ludwig-Maximilians-Universität in München und waren von 1999 bis 2016 Präsident des renommierten ifo-Instituts. Sie gründeten zudem das internationale CESifo-Forschernetzwerk, eines der weltweit bedeutendsten seiner Art.

Als mehrfach national wie international ausgezeichnete Sozialwissenschaftler bekamen Sie zahlreiche Ehrendoktorwürden verliehen und begleiteten Gastprofessuren auf der ganzen Welt, darunter in Stanford, Princeton und Jerusalem. Verehrter Herr Professor





Sinn, so liest sich die Vita eines Hochschullehrers und Wissenschaftlers par excellence.

Hans-Werner Sinn war und ist, meine verehrten Damen und Herren, vor allem einer der bekanntesten deutschsprachigen Ökonomen und Intellektuellen, gut erkennbar und erlebbar, ein ökonomischer *Praeceptor Germaniae*, der auch politisch denkt und fühlt. An seinen ausgezeichneten wissenschaftlichen Schriften und Studien würden sich viele hier im Raum wohl die Zähne ausbeißen, ich ebenso. Aber es zeichnet eben einen echten Experten aus, frei nach Bernard Shaw, dass er die komplizier-

testen Dinge auch auf einfache Art zu erläutern versteht, sie der Öffentlichkeit erklären kann.

Sie können das und entsprechend sind Ihre Bücher zu zentralen wirtschaftlichen Problemen und Krisen auch Bestseller, etwa das zusammen mit Ihrer Frau Gerlinde verfasste Buch »Kaltstart« (1991) über die volkswirtschaftlichen Aspekte der deutschen Vereinigung. Georg Milbradt hat mir das Buch zum 37. Geburtstag geschenkt. Ihre Bücher über die deutsche »Basar-Ökonomie« (2005), den weltweiten »Kasino-Kapitalismus« (2009), die europäische »Taget-Falle« (2012) oder den »Euro: Von der Friedens-

idee zum Zankapfel« (2015) stellen sich kontrovers den aktuellen Ereignissen und stoßen Diskussion an. Sie erfüllen so, wie Sie selbst schreiben, Ihre »Bringschuld als Volkswirt gegenüber der Gesellschaft«.

Ob Wiedervereinigung, Wirtschaftsschwäche, Eurokrise, Migration, Brexit oder Umwelt- und Energiepolitik, Hans-Werner Sinn scheut keine Widerstände und schon gar keine Kontroversen. Er beteiligt sich als streitbarer Ökonom an der öffentlichen Debatte – nicht immer zur Freude der Politik und seiner eigenen Zunft. Denn wie er selbst schreibt: »Die Wahrheit bleibt doch die Wahrheit und sie muss ausgesprochen werden, damit die Dinge sich zum Besseren ändern können.« Und Wahrheiten, verehrter Herr Professor Sinn, die niemanden verärgern, sind bekanntlich meist nur halbe.

Ich bin sehr gespannt auf Ihre Gedanken zu unserem heutigen Thema, speziell zur gemeinsamen europäischen Währung, dem Euro, und übergebe Ihnen das Wort.

Vielen Dank.

»Der Euro: Von der Friedensidee zum Zankapfel«

Vortrag von Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hans-Werner Sinn, Nationalökonom und Finanzwissenschaftler

Lieber Herr Landtagspräsident,
verehrter Herr Staatsminister,
lieber Georg Milbradt,
verehrte Exzellenzen,
meine sehr geehrten Damen und Herren,

ich bedanke mich für die Einladung, heute Abend mit Ihnen, meine Damen und Herren, die große Frage zu diskutieren, ob wir durch die Entwicklung des Euros in den letzten 20 Jahren beim Friedensprojekt Europa weitergekommen sind.¹ Eines sage ich vorweg: Dieses Friedensprojekt ist alternativlos, in diesem Zusammenhang ist das Wort einmal angebracht. Aber es stellt sich die Frage, welchen Weg wir wählen, um nach Europa zu kommen. Diejenigen, die keine Kritik an dem von ihnen vorgeschlagenen Weg wünschen, bestreiten, dass die anderen ihr Ziel teilen. Dies ist jedoch zu einfach, schließlich führen viele Wege nach Rom.

¹ Der Vortrag wurde von Dr. Sabine Gralka (TU Dresden) und Dr. Thomas Schubert (Sächsischer Landtag) als Text protokolliert, gestrafft und mit teilweise eigenen Worten wiedergegeben.

In diesem Sinne lautet die Frage für den heutigen Abend: Hat uns die Entwicklung des Euros tatsächlich dem Frieden und der Funktionsfähigkeit des europäischen Systems nähergebracht oder muss der Euro als Zankapfel betrachtet werden? Um die Antwort vorweg zu nehmen: Ich glaube, der Euro ist zu einem Zankapfel geworden. Anzeichen dafür sind in jeder Tageszeitung zu finden. Die aktuellen Nachrichten zur Lage in Frankreich und Südeuropa haben einen direkten Bezug zum Euro, wie ich im Folgenden darlegen möchte. Meine Themen für den heutigen Abend lauten daher: Sind wir aktuell schon wieder auf einem guten Weg? Was ist der Kern des europäischen Problems? Wie kam es zu dem Verlust der Wettbewerbsfähigkeit? Welche Optionen gibt es für die Zukunft? Welche Folgen haben sich aus den bisherigen formellen und informellen Rettungsmaßnahmen ergeben? Abschließen möchte ich den heutigen Vortrag mit einer kurzen Bewertung der beiden Zukunftsmodelle, die es nun für Europa gibt.

Sind wir aktuell schon wieder auf einem guten Weg?

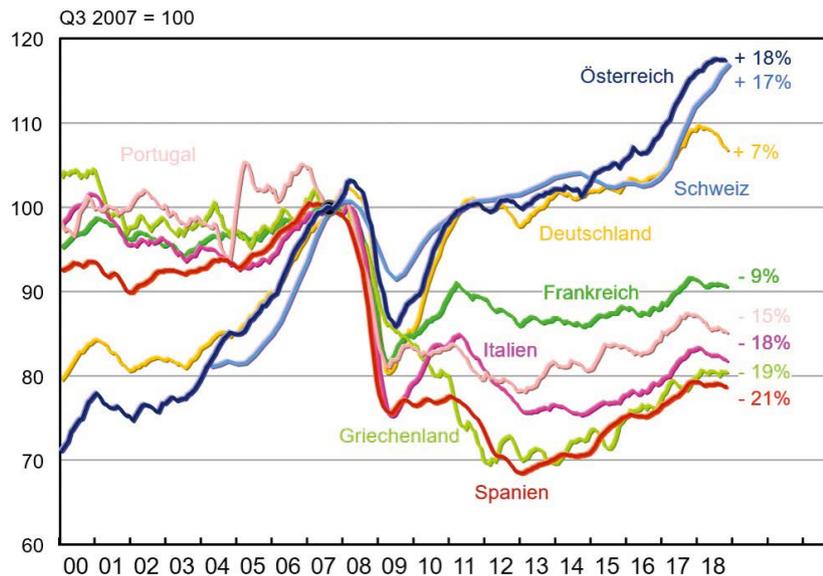
Nimmt man die öffentlichen Verlautbarungen der Europäischen Union (EU) zur Kenntnis, dann ist die Krise längst überwunden. Vor elf Jahren beantragte die große Investmentbank Lehman Brothers Insolvenz. Vor zwölf Jahren, im Sommer 2007, brach der Interbankenmarkt das erste Mal zusammen. Heute könnte man meinen, dass wir die Krise hinter uns zurückgelassen haben: wir wachsen wieder, und die wirtschaftliche Situation erscheint als ausgezeichnet. Ganz so ist es jedoch nicht, wie Abbildung 1 verdeutlicht. Dargestellt ist dort die relative Entwicklung der Produktion des verarbeitenden Gewerbes in ausgewählten europäischen Ländern im Zeitraum von 2000 bis 2018. Als Vergleichspunkt ist die Produktion vom dritten Quartal des Jahres 2007, also unmittelbar nach den ersten Turbulenzen auf dem Interbankenmarkt, für alle Länder auf 100 % fixiert. Ein Blick auf die Entwicklung der deutschen



Industrieproduktion zeigt, dass es als direkte Folge der Finanzkrise im Jahr 2008 einen Einbruch bei der Industrieproduktion gab. Ab dem Jahr 2009 nahm die Produktion im verarbeitenden Gewerbe jedoch wieder zu, und bereits im Jahr 2010 war der Einbruch überwunden.

Wie hat sich die Industrieproduktion in den anderen Ländern der Eurozone entwickelt? Abbildung 1 zeigt, dass Frankreich ebenso in die Krise stürzte wie Deutschland, sich im Anschluss jedoch nicht wieder erholte. Zwar verzeichnete das Land ab dem Jahr 2009 einen Aufschwung, diesem folgte aber relativ

Abbildung 1: Produktion im Bereich des verarbeitenden Gewerbes



schnell, ab 2011, ein erneuter leichter Abschwung. Die anschließende, recht kontinuierliche Seitwärtsbewegung zeigt, dass Frankreich in den letzten Jahren kein Wachstum bei der Industrieproduktion verzeichnen konnte. Frankreich hat es nicht geschafft, sich von der Krise zu erholen. Zwischen Deutschland und Frankreich hat sich dadurch eine beachtliche Schere entwickelt. Während sich Deutschland im Jahr 2018 um 7 % über dem Vorkrisenniveau befindet, liegt Frankreich um 9 % darunter. Dennoch geht es Frankreich besser als den südeuropäischen Ländern, die ebenfalls in der Abbildung verzeichnet sind. Während Portugal vor der Krise eine relativ hohe Produktion aufwies, liegt das Land aktuell 15 % unter dem Vorkrisenniveau vom Herbst 2007. Zwar konnte Portugal seit dem Jahr 2013 einen leichten Anstieg verzeichnen, aber in der langfristigen Perspektive ist die Entwicklung alles andere als befriedigend. In Abbildung 1 ist zudem das große Sorgenkind Italien dargestellt, das aktuell um 18 % unter dem Niveau von 2007 liegt. Es ist daher nur verständlich, dass die Nerven in Italien blank liegen. Der Absturz infolge der Krise war zum einen stärker als in Deutschland, zum anderen konnte das Land danach keinen trendmäßigen Anstieg der Industrieproduktion verzeichnen. Zwar gab es im Anschluss an die Krise eine kurze Wachstumsphase, bis zu einem Maximum von 15 % unter dem



Vorkrisenniveau, kurz darauf brach die Produktion jedoch erneut ein. In den letzten Jahren bis 2017 ging es etwas aufwärts, doch schon 2018 ging die Reise wieder nach unten. Innerhalb von zehn Jahren, in der Zeitspanne 2008 bis 2018, sind netto 25 % der Firmen des verarbeitenden Gewerbes, also nach Abzug der Neugründungen, untergegangen. Diese Entwicklung erklärt den Frust der Italiener. Vergleichsweise wenig überraschend ist die Entwicklung des verarbeitenden Gewerbes in Griechenland. Die Produktionstätigkeit schrumpfte bis zum Ende des Jahres 2013 um 31 %, expandierte danach aber wieder recht zügig. 2018 liegt das Produktionsniveau des verarbeitenden

Gewerbes in Griechenland noch um 19 % niedriger als im Jahr 2007. Überraschend ist dagegen das Schlusslicht in dieser Darstellung europäischer Länder. Das hochgelobte Spanien weist im Jahr 2018 ein Minus von 21 % im Vergleich zum Vorkrisenniveau auf. In Spanien gab es eine »Double-Dip«-Rezession, die so heftig und rasch nach unten führte, dass man eigentlich schon eher von einer Depression der Industrie sprechen sollte. Auf dem Tiefpunkt der Entwicklung, im Jahr 2013, hatte sich die spanische Wirtschaftsleistung im verarbeitenden Gewerbe um 30 % gegenüber dem Vorkrisenniveau verringert. Seitdem geht die Reise wieder ein wenig bergauf.

Das Gesamtbild ist konträr zur weitläufigen Meinung, dass Spanien die Krise überstanden hat. Tatsächlich florieren in dem Land andere Wirtschaftsbereiche als das verarbeitende Gewerbe. Eine positive Entwicklung verzeichnen insbesondere der Dienstleistungssektor und das Baugewerbe. Diese Entwicklung betrifft einen Großteil der zuvor angeführten Länder und kann ohne weiteres erklärt werden. Im Nachgang an die Krise hat die EU beim Stabilitätspakt alle Augen zugedrückt und diesen Staaten eine massive Verschuldung erlaubt. Das Schuldengeld wurde an die Bevölkerung in Form von Gehältern und Pensionen weitergegeben. Mit diesem Geld in der Tasche sind die Menschen ins Restaurant gegangen, die Restaurantbesitzer wiederum zum Friseur und so weiter. Auf diese Weise, also durch die Verschuldung, hat sich der nicht im internationalen Wettbewerb stehende Teil der Ökonomie hochgeschaukelt. Der Rest der Ökonomie, das verarbeitende Gewerbe, hat indes nicht von der Verschuldung profitiert. Ganz im Gegenteil, für das verarbeitende Gewerbe hat sich die Situation verschlechtert. Durch den Versuch des Staates, die Wirtschaft »hochzuziehen«, wurden die ohnehin überhöhten Löhne an einer Korrektur gehindert, was dem verarbeitenden Gewerbe weiterhin die Luft abdrückte. Dies beschreibt den strikten Konflikt zwischen der Belebung der Binnenkonjunktur durch Verschuldung und der

Herstellung von Wettbewerbsfähigkeit für jene Sektoren, die im internationalen Wettbewerb stehen. Dazu komme ich gleich.

Ein weiterer Blick auf Abbildung 1 zeigt, dass auch eine andere, eine positive Entwicklung möglich ist. Die Schweiz liegt 2018 um 17 % über dem Vorkrisenniveau, Österreich sogar um 18 %. Während es also die deutschsprachigen Länder aus der Krise herausgeschafft haben, sind die negativen Folgen in Südeuropa und Frankreich weiterhin deutlich zu spüren. Dies allerdings vergisst man in Deutschland häufig, einem Land, in dem die Arbeitslosigkeit dramatisch gesunken ist und das 2018 eine Spitzenkonjunktur aufweist. Tatsächlich erlebte die deutsche Wirtschaft in den letzten Jahren ein doppeltes Konjunkturhoch. Da ist zum einen die Bauwirtschaft und alles, was damit zusammenhängt: Viele Anleger investierten in Immobilien, weil sie keine andere rentable Anlageform kennen. Die niedrigen Zinsen erlaubten auch die Finanzierung von Vorhaben, die man sich sonst nicht leisten könnte. Das war die eine Schubkraft. Die andere war die zweifache Unterbewertung der deutschen Waren. Einerseits ist der Euro, wenn man den Durchschnitt der im Euroraum produzierten Waren zugrunde legt, gegenüber den Nicht-Euroländern um circa 10 % unterbewertet. Das trieb die deutsche Exportwirtschaft zu immer

neuen Rekorden. Andererseits sind die Produkte aus Deutschland auch im Vergleich zu den Produkten der anderen Euroländer billig und deshalb dort begehrt. Wie gerade beschrieben, haben diese Länder nach der Einführung des Euro mithilfe von Krediten Lohn erhöhungen jenseits der Produktivitätsentwicklung durchgesetzt. Die Staaten wurden dadurch immer teurer und Deutschland somit relativ immer billiger. In der Summe bedeutet das eine Unterbewertung Deutschlands gegenüber den Nicht-Euroländern. Bau und Exporte – das trieb die Konjunktur. Ob die Konjunktur hält, ist im Moment allerdings mehr als fraglich, denn der Automobilindustrie geht es nicht gut, und auch die anderen Exportsektoren melden Probleme.

In Anbetracht der bis heute freilich positiven Entwicklung darf man die Entwicklung der anderen europäischen Länder nicht vergessen. Wie Abbildung 1 zeigt, hat es kein südeuropäisches Land in den vergangenen zehn Jahren geschafft, seine Industrieproduktion wieder auf das zu Beginn der Finanzkrise erreichte Niveau zu bringen. Der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit trat schonungslos zutage.

Der Kern des europäischen Problems

Es stellt sich nun also die Frage, wie es zu dieser Entwicklung gekommen ist.

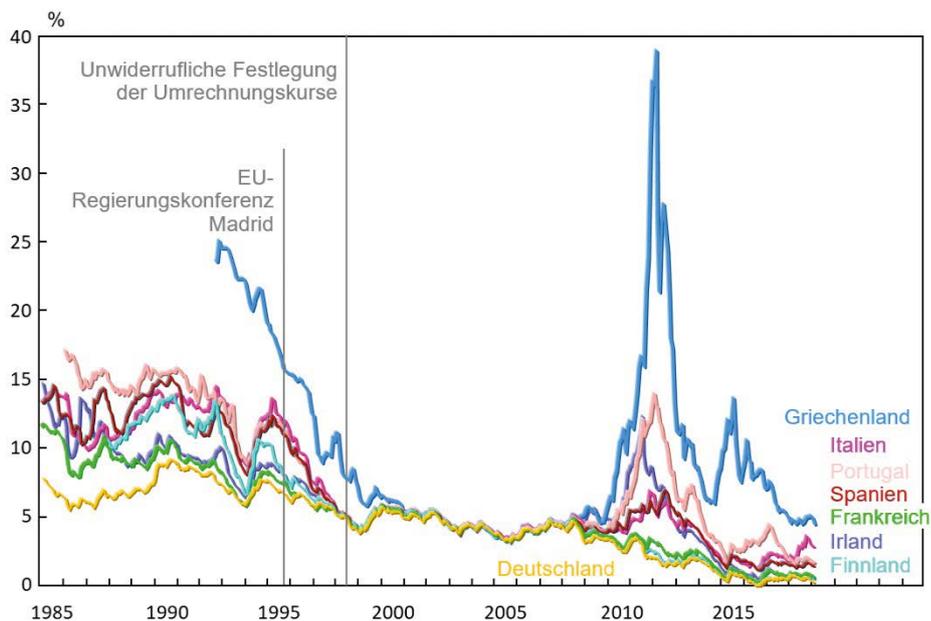
Was ist der Kern des europäischen Problems? Sind die Südeuropäer faul? Sind sie grundsätzlich nicht in der Lage, im Wettbewerb zu bestehen? Sind sie nicht innovativ? So mancher würde sich gern mit diesen einfachen Antworten zufriedengeben, aber für einen Ökonomen reichen sie nicht aus. Die tatsächliche Ursache für die eben dargestellte Entwicklung zeigt Abbildung 2. In dieser sind die Zinsen für Staatspapiere im Euroraum von 1985 bis 2018 abgetragen.

Um die Abbildung nachzuvollziehen, muss man sich zunächst den Mechanismus, der hinter der Zinsentwicklung steckt, in Erinnerung rufen. Grundsätzlich verlangen Anleger für Staatspapiere Zinsen, um ihre Risiken abzudecken. Wenn ein Anleger zum Beispiel spanische Staatspapiere in Peseta kauft und die Peseta abwertet, würde der Anleger sein Geld in der abgewerteten Währung zurückbekommen. Auch ein Staatskonkurs hätte zur Folge, dass man sein Geld nicht zurückbekommt. Als Ausgleich für diese Risiken verlangt der Anleger daher von vornherein höhere Zinsen. Dieser Risikoaufschlag, auch Risikoprämie genannt, muss vom Schuldner, in diesem Fall also vom Staat, bezahlt werden. Die jeweiligen Zinsen für Staatspapiere spiegeln daher die Risikounterschiede zwischen den Ländern wider. Abbildung 2 zeigt, dass Deutschland beständig die niedrigsten

Zinsen von allen hatte. Demgegenüber mussten die südeuropäischen Länder, insbesondere Griechenland, einen hohen Risikoaufschlag zahlen. Interessant bei der Betrachtung der Zinsentwicklung sind zwei Zeitpunkte. Dies ist zum einen der Monat, in dem die Regierungskonferenz in Madrid stattfand, der Dezember des Jahres 1995. Im Rahmen der Konferenz wurde die Einführung des Euros beschlossen, als virtuelle Währung zum Januar 1999 und als physische Währung zum Januar 2002. Die Abbildung zeigt, dass sich die Zinsen im Euroraum mit diesem Beschluss einander annäherten. Der zweite Zeitpunkt von Interesse ist

der Termin, zu dem die Wechselkurse unwiderruflich festgelegt wurden, der Mai 1998. Das Datum war vorher bekannt und mit jedem Tag, den man diesen Zeitpunkt näherkam, sank die Wahrscheinlichkeit, dass noch einmal eine Wechselkursänderung stattfinden würde. Und das Risiko eines Staatsbankrotts wurde im Euro ohnehin vernachlässigt, da er ja bedeutete, dass man sich in einer Währung verschulden würde, die man selbst herstellen kann und die in anderen Ländern als gesetzliches Zahlungsmittel anerkannt wird. Damit reduzierte sich aus der Sicht der Anleger das Risiko auf fast null. Bis zum Jahr

Abbildung 2: Renditen für zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, März 2019. (H.W. Sinn.)

1995, bis zur Regierungskonferenz in Madrid, hatten die Italiener, die Spanier, die Portugiesen circa 12 % Zinsen zahlen müssen. Nun fielen diese Zinsen innerhalb von nur zweieinhalb Jahren auf das deutsche Niveau und verblieben über eine lange Phase auf diesem niedrigen Level. Die Risikoprämien im Euroraum waren zwar noch da, aber so klein, dass man sie in der Grafik gar nicht mehr sieht. Den Anlegern wurde mit dem Euro die Angst genommen, dass sie ihr Geld nicht wiederbekommen.

In dieser Phase schien der Euro wunderbar zu funktionieren. Länder mit einem zuvor hohen Zinsniveau bekamen das Geld günstiger, als sie es je zu träumen gewagt hätten. Aufgrund der fallenden Zinsen haben zum Beispiel die Italiener so viel Geld auf die vorhandene Staatsschuld gespart, dass sie die Mehrwertsteuer hätten abschaffen können. Das gesamte Aufkommen der Mehrwertsteuer war kleiner als der Vorteil, den die durch den Euro ausgelöste Zinssenkung Italien gebracht hat. Hätten sie diesen Vorteil verwendet, um ihre Schulden zurückzuzahlen, dann läge – ohne an dieser Stelle näher ins Detail zu gehen – ihre Schuldenquote heute unter 60 % des Sozialproduktes. Stattdessen ist ihre Schuldenquote aber, nach einer anfänglichen Zurückhaltung, von damals 120 % auf aktuell über 130 % gestiegen. Die Zinssenkung hat den Italie-

nern einen doppelten Vorteil gebracht: zum einen konnte der Staat das Geld, das sonst für die Zinstilgung ausgegeben wurde, für andere Zwecke ausgeben. Zum anderen haben die Italiener die niedrigen Zinsen genutzt, um sich zur Finanzierung des Staates neu zu verschulden. Hätten sie dies nicht getan, wären drastische Sparmaßnahmen nötig gewesen, um eine Pleite zu verhindern. Gleiches gilt für Portugal und Spanien, die 1995 eigentlich bereits am Rande der Pleite standen. Für diese Länder war das mit dem Euro einhergehende niedrige Zinsniveau ein guter Grund für die Teilnahme an der Währungsunion. Die Angleichung der Zinsen auf das niedrige Niveau Deutschlands führte zu einer gewaltigen Entlastung der Staatsbudgets dieser Länder.

Diese Scheinsicherheit hielt natürlich nicht beliebig lange an. Das wurde deutlich, als die Finanzkrise aus Amerika nach Europa überschwappte. Auf einmal waren die Kapitalmärkte nicht mehr bereit, den Staaten Südeuropas Kredite bereitzustellen. Das Kartenhaus brach zusammen. Die Anleger bekamen Bedenken und waren nur zu steigenden Zinsen, das heißt mit steigenden Risikoprämien, bereit, mehr Geld als Kredite für die südeuropäischen Länder zur Verfügung zu stellen. Dies ist in der Abbildung 2 deutlich zu erkennen. Mit Beginn der Finanzkrise stiegen die Zinsen in den südeuropäischen Ländern

wieder. Besonders deutlich ist diese Entwicklung am Beispiel Griechenlands zu sehen. Das Land wies vor der Einführung des Euros ein Zinsniveau in Höhe von 25 % auf, das mit dem Euro bis auf 4 % absank, um im Anschluss, auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2012, auf weit über 30 % anzusteigen. Eine ähnlich extreme Spitze verzeichnet auch das Zinsniveau von Portugal.

Abbildung 2 zeigt jedoch auch, dass die Zinsen in beiden Ländern im Anschluss wieder sanken. Warum? Nun, diese Absenkung ist der »*Whatever it takes*«-Verkündung von Mario Draghi, dem Präsidenten der Europäischen Zentralbank (EZB), im Sommer 2012 geschuldet. Er versprach eine unbegrenzte Schutzgarantie der EZB für die Käufer südeuropäischer Staatspapiere. Mit dieser Bekanntmachung nahm er den Anlegern ihre Bedenken bezüglich des Kaufs von südeuropäischen Staatspapieren. Die EZB versprach, vor einer möglichen Pleite von zum Beispiel Spanien, die spanischen Papiere unbegrenzt aus den Portfolios der Anleger zu übernehmen. Damit nahm sie den Anlegern die Furcht, dass sie ihr Geld nicht mehr wiederbekommen würden. Dementsprechend war diese Schutzgarantie der EZB eine Art unbegrenzte Kreditausfallversicherung, die für die Staaten Südeuropas ausgesprochen wurde. Unter dem Schutz dieser Versicherung verlangten die Anleger von

neuem kaum noch Risikoprämien, und die Zinsen fielen wieder, wenn auch nicht ganz auf das deutsche Niveau. Tatsächlich blieb das grundsätzliche Risiko der Zahlungsunfähigkeit jedoch bestehen. Es wurde lediglich vom Anleger auf die EZB und damit auf die Steuerzahler Europas, als Eigentümer der EZB, verlagert. Aus der Sicht der deutschen Anleger ist die Verkündung von Mario Draghi daher insgesamt eine nicht so gute Sache gewesen. Zwar hat der Mensch in seiner Funktion als Anleger durch die Ankündigung Sicherheit bekommen, aber als Steuerzahler hat er das Risiko weiterhin getragen. So gesehen hat der deutsche Anleger den Kredit im Anschluss an die Verkündung von Mario Draghi nun eben ohne Risikoprämie zur Verfügung gestellt.

Heute haben die Geschäftsbanken in den südeuropäischen Ländern trotz der Hilfen der EZB enorme Probleme. Dies wird deutlich, wenn man den Anteil der faulen Kredite an allen ausgereichten Krediten betrachtet. Die Bezeichnung »faul« bedeutet in diesem Zusammenhang, dass die Schuldner ihre Kredite nicht vertragsgemäß bedienen. In der Regel rechnet man damit, dass bei einer Bank 1 % der verliehenen Kredite nicht wieder zurückkommen. Um Verluste zu vermeiden, verlangen die Banken daher in der Regel mindestens eine Spanne von 1 % zwischen dem Zins, den sie selbst an die Sparer auszahlen, und dem

Zins, den sie von den Kreditnehmern verlangen. Vergleicht man den Anteil fauler Kredite an allen ausgereichten Krediten der Banken für das Jahr 2017, zeigen sich beträchtliche Unterschiede zwischen den europäischen Ländern. Während Deutschland mit einem Anteil von 1,5 % einen durchschnittlichen Wert aufweist, haben die südeuropäischen Länder sehr viel höhere Anteile. Dies ist begründet durch die lasche Regulierung der verantwortlichen Behörden, die es Banken gestatten, übertrieben riskante Geschäftsmodelle zu verwirklichen. Eine lasche Regulierung zieht Bankgeschäfte ins jeweilige Inland. Das erzeugt direkt Arbeitsplätze in der Finanzbranche und indirekt in der Realwirtschaft, der nun günstiger Kredite zur Verfügung gestellt werden können. Tatsächlich sind in Griechenland fast 50 % aller von den Banken ausgereichten Kredite faul. In Zypern liegt der Anteil bei fast 40 %, in Portugal bei fast 12 %, in Italien bei 10 % und in Spanien bei 5 %. Nimmt man nun an, dass dieser Anteil an Krediten tatsächlich verloren geht, sollte man in den Ländern hohe, dem Ausfallrisiko entsprechende Zinsen beobachten. Diese sieht man jedoch nicht, die tatsächlichen Zinsen auf dem Markt sind viel kleiner. Dies zeigt, dass die Banken davon ausgehen, dass der Staat und damit auch sie letztlich von der EZB gerettet werden. Während die Vorteile dieser Kreditvergabe daher vor allem

im Inland liegen, lastet das zusätzliche Insolvenzrisiko auf den internationalen Rettungsschirmen und dem Eurosystem.

Der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit

Der hohe Anteil an faulen Krediten reflektiert den miserablen Zustand der griechischen, zyprischen, portugiesischen, italienischen und spanischen Wirtschaft. Denn die Wirtschaft, das heißt die Unternehmen sind es, die als Kunden bei der Bank Kredite aufnehmen. Wenn es der Wirtschaft schlecht geht, wenn die Unternehmen nicht wettbewerbsfähig sind, können diese ihre Kredite nicht bezahlen. Das wirkt sich auf die Banken aus, denen es in der Folge ebenfalls schlecht geht. Es stellt sich also die Frage: Warum geht es den Unternehmen schlecht? Die Antwort lautet: Der Euro hat durch die anfängliche Zinssenkung eine Wirtschaftsblase erzeugt. In dieser Blase stiegen die Preise so weit an, dass das Land zum Schluss seine Wettbewerbsfähigkeit verloren hat. Damit kommen wir zurück auf das Thema vom Anfang. Man kann eine Wirtschaft, zumindest die nicht im internationalen Wettbewerb stehenden Sektoren, über Verschuldung aufblasen. Um beim vorherigen Beispiel zu bleiben, der Friseur hat viel zu tun, das Restaurant hat viel zu tun, das Baugewerbe boomt. Das Preis- und Lohnniveau steigen, und die Exportfirmen sind gezwungen, ebenfalls höhere Ge-



hälter zu zahlen, um Mitarbeiter zu halten. Da das Preisniveau für die exportierenden Firmen jedoch international festgelegt ist, können diese das höhere Lohnniveau nicht auf die Preise übertragen. Während die Binnenwirtschaft wächst, kommen die exportierenden Firmen in Schwierigkeiten. Eben dies ist in den südeuropäischen Ländern durch den Euro passiert. Der Euro hat viel zu billige Kredite in diese Länder geleitet, hat die Binnensektoren auf-

geblasen, die Löhne angehoben, das Preisniveau erhöht und dadurch die internationale Wettbewerbsfähigkeit zerstört.

Dieser Zusammenhang ist numerisch nachweisbar. Abbildung 3 gibt einen Überblick über die Veränderung der relativen Preise im Euroraum seit dem Gipfel von Madrid 1995, dargestellt durch die realen effektiven Wechselkurse. Per Definition der Europäischen

Kommission misst der effektive Wechselkurs das Verhältnis des Preisniveaus der im Inland produzierten Güter (BIP-Deflator) relativ zum handelsgewichteten Durchschnitt des Preisniveaus der restlichen Eurozone. Damit dient er als Indikator für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit eines Landes. In der Abbildung sind die Wechselkurse für den Zeitpunkt der Lehman-Krise, also den Herbst des Jahres 2008, auf 100 % gesetzt. Die Abbildung zeigt, dass

Deutschland, relativ zum Rest der Eurozone, seit dem Gipfel von Madrid bis zum Ausbruch der Krise sukzessive billiger wurde. Dies bedeutet nicht, dass Waren und Dienstleistungen in Deutschland tatsächlich günstiger geworden wären. Der effektive Wechselkurs zeigt allein die Änderung relativ zu den anderen Ländern. Die Preise in Deutschland sind zwar gestiegen, jedoch in einem kleineren Ausmaß als es in Südeuropa und Frankreich der Fall war.

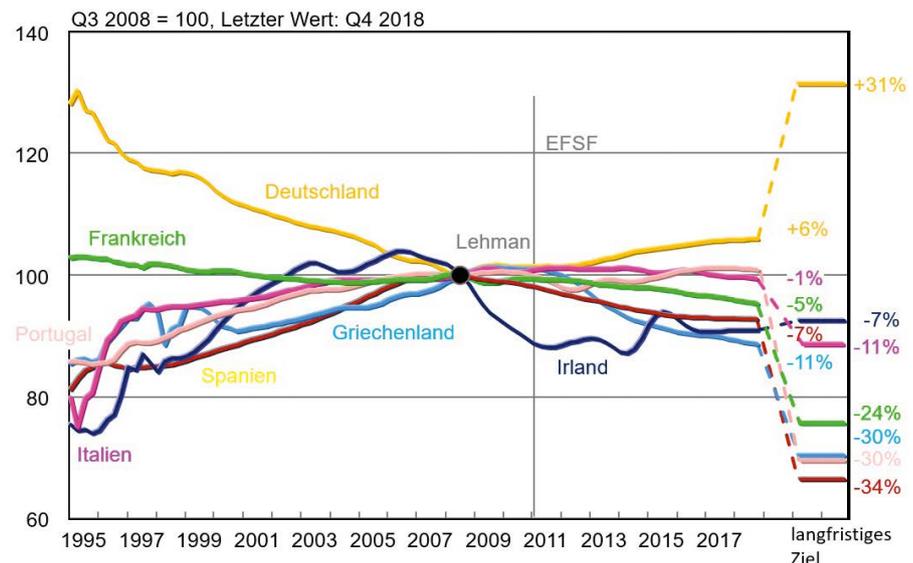
Im Vergleich zu Deutschland haben die südeuropäischen Länder vor Krisenausbruch relativ zum Rest der Eurozone dramatisch aufgewertet. Dies illustriert den zuvor beschriebenen Prozess des Aufblasens einer Volkswirtschaft durch eine florierende Binnenwirtschaft.

Im Anschluss an die Krise ist ein Abwertungsprozess der südeuropäischen Länder erkennbar. Das Ausmaß der bislang realisierten realen Abwertung reicht jedoch noch lange nicht aus. Am rechten Rand der Abbildung sind die langfristigen Zielwerte der relativen Preise dargestellt, wie sie im Basiszenario von Forschern von Goldman Sachs ermittelt wurden. Diese untersuchten die Frage, um wie viel die Schuldnerländer gegenüber ihren Wettbewerbern im Euroraum in der langen

Frist (20 Jahre) abwerten müssen, um alle Nettoauslandsschulden auf einen Schwellenwert von unter 25 % des Bruttoinlandsproduktes (in absoluten Zahlen) zu beschränken und um die Zinslasten dauerhaft tragen zu können. Währenddessen sollen die Überschussländer aufwerten, bis ihr Nettoauslandsvermögen unter 25 % des Bruttoinlandsproduktes fällt. Die Werte am rechten Rand der Abbildung 3 zeigen also, wie stark das jeweilige Land relativ zum Rest der Eurozone billiger werden müsste, damit es so viel Außenhandelsüberschüsse erwirtschaftet, dass es nach 20 Jahren die Schulden, die es im Ausland aufgebaut hat, wieder abgetragen

hat. Durch diese reale Abwertung der Preise kann das Land seine Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen. Es gibt zwei Gründe, warum sich die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes verbessert, wenn seine Preise fallen. Einerseits reduzieren sich die Kosten der heimisch produzierten Zwischenprodukte, die für die Herstellung der Exportgüter eingesetzt werden, sodass auch die Preise der Exportindustrie fallen können. Andererseits substituieren Konsumenten dann ausländische durch inländische Güter, was die Importe reduziert, die binnenwirtschaftliche Aktivität fördert und so neue Arbeitsplätze schafft (Import-Substitutionseffekt).

Abbildung 3: Die relativen Preise in der Eurozone¹



Quelle: Europäische Kommission, März 2019. (H.-W. Sinn.)

¹ Reale effektive Wechselkurse als BIP-Deflator relativ zum Rest der Eurozone und notwendige Abwertung laut Goldman Sachs



Der Blick auf Spanien zeigt, dass das relative spanische Preisniveau im Jahr 1995 bei 80% des Niveaus von 2008 lag. Spanien wertete bis zur Krise im Jahr 2008 auf, sein Preisniveau stieg also relativ zu den anderen Euroländern. Die Wettbewerbsfähigkeit Spaniens ging verloren. Das ist die Erklärung für die um 21 % gesunkene Industrieproduktion, auf die ich zuvor in Abbildung 1 verwiesen habe. Solange jedoch Kredite aus dem Ausland bereitgestellt wurden, waren die Probleme der Industrie verkraftbar. Die Exportwirtschaft hatte zwar zunehmend Schwierigkeiten, diese konnten aus Sicht des Staates aber durch die Binnenwirtschaft, insbesondere den Bau, kompensiert werden.

Zum Zeitpunkt der Krise war damit jedoch auf einmal Schluss. Die Anleger stellten für Spanien keine Kredite mehr bereit, und das Land musste den Gürtel enger schnallen.

Abbildung 3 zeigt allerdings, dass Spanien darauf reagiert hat, indem es seit 2008 kontinuierlich real abgewertet hat. In den letzten 10 Jahren reduzierte das Land seine Preise relativ zum Rest der Eurozone um 7 % gegenüber dem Maximum von 2007. Spanien wird häufig für seine energischen Sozialreformen gelobt. Die Grafik spiegelt diese Erfolge durchaus wider, auch wenn das Ausmaß der bislang realisierten realen Abwertung noch lange nicht reicht.

Für eine Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit müsste Spanien um 34 % abwerten. Damit muss es noch unter das Niveau von 1995, weil das Land in der Zwischenphase viele Schulden aufgebaut hat, deren Bedienung höhere Leistungsbilanzüberschüsse verlangt, und die sind nur über eine reale Abwertung durch Preiszurückhaltung zu haben. Tatsächlich sind die Auslandsschulden Spaniens so groß wie die Auslandsschulden aller anderen Krisenländer zusammengenommen.

Einen der spanischen Entwicklung ähnlichen Trend zeigt Abbildung 3 für Griechenland. Eindeutig ersichtlich ist die anfängliche Aufwertung des Euros in den ersten zehn Jahren, ein klares Anzeichen der zuvor erläuterten Blase. Tatsächlich erhöhte sich das relative Preisniveau nach Ausbruch der Krise noch einige Jahre, etwa bis Ende 2010. Erst im Jahr 2011 wurde das Land durch die sich verschärfende Krise gezwungen, den Inflationstrend umzudrehen. Der erste griechische Staatskonkurs im Jahr 2010 spielte dabei eine wesentliche Rolle. Somit erreichte Griechenland erst 2013 wieder das Wechselkursniveau, mit dem es die Krise begann. Inzwischen macht das Land jedoch Fortschritte: Ende 2018 lag das relative Preisniveau in Griechenland um 8 % niedriger als zur Zeit des erstmaligen Zusammenbruchs des Interbankenmarkts. Dem steht allerdings der von



Goldman Sachs ermittelte Zielwert von minus 30 % gegenüber. Tatsächlich ist gerade für Griechenland der zuvor beschriebene Import-Substitutionseffekt wichtig, da es, mit Ausnahme vom Tourismus, keinen signifikanten Exportsektor mehr hat. Griechenland hat zum Beispiel ein riesiges Handelsdefizit bei Agrarprodukten, was angesichts der zum Teil idealen klimatischen Bedingungen und des großen agrarwirtschaftlichen Erfolges Israels, das sicherlich keine besseren Rahmenbedingungen hat, geradezu grotesk ist. Seine Importe an Agrarprodukten übersteigen die Exporte um etwa ein Viertel. Das Land importiert sogar Tomaten aus den Niederlanden und raffiniertes Olivenöl

aus Deutschland. Fielen die Preise und Löhne in Griechenland, würden die Griechen sicherlich wieder mehr von ihren eigenen Agrarprodukten kaufen, die Bauern würden ihre Felder wieder bewirtschaften, anstatt sie brach liegen zu lassen, und es gäbe in der Landwirtschaft und der Lebensmittelverarbeitung wieder Stellen. Eine weitere kontinuierliche Abwertung ist daher in Griechenland von Nöten.

Bemerkenswert ist die Entwicklung des effektiven Wechselkurses in Portugal. Es wird stets als ein Land angeführt, das Sozialreformen durchgeführt hat. In Wahrheit aber ist in Portugal, gemessen an seinem relativen Preisniveau,

bislang so gut wie nichts geschehen. Bis zum Jahr 2012 gab es zwar eine reale Abwertung von 3 %, doch danach stiegen die relativen Preise im Land wieder, und 2018 lagen sie praktisch auf demselben Niveau wie 2008. Über die gesamte Zeitspanne der Krise gerechnet, beträgt die Abwertung nur 1 %. Offenbar gibt es eine erhebliche Diskrepanz zwischen der öffentlichen Wahrnehmung der portugiesischen Situation und der durch die Fakten nachgewiesenen Realität. Der fehlende Druck der Europäischen Kommission, die dem kleinen Land in der Krise nur relativ wenig Beachtung geschenkt hat, wird dazu beigetragen haben, dass von der zu erzielenden 30 %-Abwertung bisher nur 1 % erreicht wurde. Statt die Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen, hat das Land seine Konjunktur über Auslandsschulden aufrechterhalten.

Die Abbildung 3 zeigt auch, dass es um Frankreich nicht viel besser bestellt ist. Trotz der Festkurspolitik (Franc-fort-Politik), mithilfe derer die Inflation in Frankreich vor der Einführung des Euros heruntergedrückt wurde, hat es das Land noch nicht geschafft, seinen Preistrend seit der Krise umzudrehen. Da als Folge der Krise eine Vielzahl an Handelsbeziehungen zum Süden zusammenbrachen, hat die Wettbewerbsfähigkeit des Landes ebenfalls gelitten. Entsprechend der Berechnung von Goldman Sachs wäre eine Abwertung in

Höhe von 24 % notwendig. Tatsächlich ist die Abwertung gegenüber dem Rest der Eurozone, mit lediglich 5 % über die gesamte Zeitspanne, sehr gering.

In Italien sieht man einen der portugiesischen Entwicklung ähnlichen Trend. Das Land verzeichnete eine starke Aufwertung, einen Boom, bis zum Jahr 2007/8. Hätte Italien noch die Lira, würde die Abbildung zeigen, dass diese bis zur Krise um 25 % aufgewertet hat. Um wettbewerbsfähig zu werden, müssten die Italiener diese starke Aufwertung nun wieder kompensieren, dies tun sie jedoch nicht. Seit dem Krisenjahr 2008 sieht man praktisch keine Entwicklung, das Land hat statt 11 % bislang nur um 1 % abgewertet. Obwohl Italien angesichts der starken norditalienischen Wirtschaft und der relativ geringen Auslandsverschuldung in einem kleineren Umfang abwerten müsste als etwa Spanien, reicht die bisherige Abwertung nicht aus, um die Wettbewerbsfähigkeit des Landes wiederherzustellen.

So notwendig eine reale Abwertung für die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit ist, so schwierig ist es, sie zu realisieren. Umso überraschender ist es, dass Irland den Weg in die reale Abwertung im Euroraum offenkundig geschafft hat. Relativ zu den anderen Euroländern hat Irland seine Preise zum Jahr 2007 um 7 % gesenkt. Das ist



ein beachtlicher Abwertungseffekt. Wie hat es Irland geschafft, die Preise so schnell zu senken? Abbildung 3 zeigt, dass Irland bereits vor der Krise, im Jahr 2006 ein Maximum beim realen effektiven Wechselkurs verzeichnete. Im Jahr der Insolvenz von Lehman Brothers wertete das Land bereits ab, die Güterpreise sanken. Wie kam es dazu? Die Finanzwirtschaft nahm bereits 2006 die ersten Vorboten einer Krise wahr, wurde vorsichtig, und die irische Blase platzte. Zu diesem Zeitpunkt gab es keine Rettungsschirme der Staatengemeinschaft und keine speziellen Programme der EZB. Irland stand damals ganz allein. Dies war zwar ein Problem für die irische Wirtschaft, im Nachhi-

nein war es jedoch auch ein Segen. Das Land musste sich selber helfen und tat dies, indem es seine Löhne und Preise kürzte. Dabei nutzte Irland das eigene angelsächsische Gesellschaftsmodell, mit flexiblen Arbeitsmärkten und schwachen Gewerkschaften. Ein weiterer Grund für die rasche reale Abwertung Irlands liegt in der Größe der Exportindustrie. Der irische Export lag im Jahr 2014 bei 112 % des Bruttoinlandsproduktes. Zum Vergleich: der spanische Export lag bei 32 %, der portugiesische bei 40 % und der griechische Export bei 33 % des jeweiligen Bruttoinlandsproduktes. Wenn ein Land eine starke Exportindustrie besitzt, dann hat es auch eine starke Lobby für den Weg

der realen Abwertung via Lohnzurückhaltung. Irland hat mit einer rigorosen Sparpolitik und sozialer Härte seine Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt. Irland boomt heute wieder, es ist traumhaft.

Tatsächlich entlarvt die irische Entwicklung eine Lebenslüge der Politik in aller Deutlichkeit. Häufig wird behauptet, dass die Rettungsgelder Zeit für Reformen bringen. Die Entwicklung Irlands zeigt indes genau das Gegenteil. Abbildung 3 offenbart, dass die reale Abwertung der Krisenländer fast schlagartig aufhörte, als gegen Ende des Jahres 2010 die ersten fiskalischen Rettungsgelder flossen. Der Großteil der realen Abwertung, die Irland seit dem Platzen seiner Blase durchführte, wurde bereits vor diesem Zeitpunkt realisiert. Die Politik behauptet zwar, das Geld würde genutzt, um Zeit für Reformen zu schaffen, doch das Gegenteil ist der Fall. Wenn Geld vorhanden ist, werden keine Reformen durchgeführt. Denn Reformen gehen mit sozialen Konflikten einher, Löhne müssen gesenkt werden, die Gewerkschaften gehen auf die Straße. An den sozialen Konflikten kann eine Gesellschaft zerbrechen. Nur wenn es keine Alternative mehr gibt, wie bei den Iren, werden Reformen getätigt. Mit der Bereitstellung von öffentlichen Geldern seitens der Staatengemeinschaft hörte schließlich auch die Abwertung der Iren auf.

Die Vorstellung, man könnte ein Land durch Geldtransfers wieder wettbewerbsfähig machen, ist geradezu abenteuerlich falsch.

Kommen wir nun auf Deutschland zurück. Vor der Krise wurde Deutschland relativ zum restlichen Euroraum immer billiger. Dies erklärt maßgeblich die Exportstärke und die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands im Eurosystem. Seit dem Jahr 2007 ist der reale Abwertungsprozess zu einem Ende gekommen, hat sich nur langsam in eine reale Aufwertung verändert. Die Entwicklung ist ernüchternd. Vom Basisjahr 2007 bis zum Jahr 2018 hat Deutschland um gerade mal 6 % aufgewertet. Dies reicht nicht aus, rein rechnerisch müsste Deutschland um 31 % gegenüber dem Euroraum aufwerten. Erst wenn die Krisenländer abwerten und Deutschland gleichzeitig in dem genannten Umfang aufwertet, ist die Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer und Frankreichs (im Sinne der Schuldentragfähigkeit) wiederhergestellt.

Dies – die anfängliche Wirtschaftsblase, der dadurch verursachte Verlust der Wettbewerbsfähigkeit und die nachfolgende unzureichende Abwertung – beschreibt die Natur des europäischen Problems. Wenn Sie dies nicht verstanden haben, meine Damen und Herren, dann kommen Sie genauso schlau aus dem heutigen Vortrag heraus, wie Sie

reingegangen sind. Wenn Sie es verstanden haben, dann wissen Sie, was der Kern des europäischen Problems ist. Der ganze Rest ist Semantik.

Die vier Optionen

Wir haben nun vier Optionen, um mit diesen falschen relativen Preisen in Europa zurechtzukommen. Die erste Option ist der Weg in die Transferunion. Länder, die nicht mehr wettbewerbsfähig sind, werden von den anderen finanziert. Im ersten Schritt werden Schulden gemeinschaftlich besichert. Im zweiten Schritt werden die privaten Gläubiger durch öffentliche Gläubiger ersetzt, die Schulden werden gestreckt und durch Zinsverzichte erodiert. Im letzten Schritt schenken die Steuerzahler der anderen Euroländer den Schuldnern Geld, damit sie ihre Schulden bei den Finanzinvestoren bedienen können, damit sie weiter bei ihren Exportfirmen einkaufen gehen und, nicht zuletzt, um sie von einem Euro-Austritt abzuhalten. Das würde die Krisenländer zu einem überbezahlten Transferempfänger machen, der nie wieder wettbewerbsfähig wird und dauerhaft von außen beliefert werden muss. Die Transferunion erlaubt Ländern, die über ihre Verhältnisse leben und ein Lohnniveau haben, das durch die Kredite der Vergangenheit gestiegen und nicht durch die Produktivität gedeckt ist, weiter in diesem Zustand zu

verharren. So werden diese Länder nie wieder den Anschluss bekommen. Die Transfers wären im Kern Bestechungsgelder für die jeweils maßgeblichen politischen Gruppen, damit sie weiterhin Ruhe geben. Eigentlich kann sich Europa das nicht leisten, weil es angesichts der schwieriger werdenden weltweiten Wettbewerbslage wirtschaftlich stärker, statt schwächer werden muss.

Die zweite Option wäre eine Deflation, eine Austerität des Südens. Das heißt, Länder die vor der Krise zu stark inflationiert haben, müssen ihre Preise nun wieder senken. Auf den ersten Blick scheint es nicht allzu schwierig zu sein, eine notwendige reale Abwertung innerhalb der Eurozone zu bewerkstelligen. Wenn man durch eine exzessive Inflation zu teuer wurde, kann man auch durch ein Zurückfallen bei der Inflation, wenn nicht gar durch eine Deflation, relativ wieder billiger werden. So sollte man meinen. Doch leider geht es nicht so einfach. Jene Länder, die nach der Ankündigung des Euros exzessiv inflationiert haben, sind solche mit einer langen inflationären Tradition. Gewerkschaften, Regierungen, Banken, Haushalte und Unternehmen hatten sich schon lange an eine substantielle Inflation gewöhnt. Ihre Erwartungen, ihre Kaufgewohnheiten, ihre Lohnforderungen und ihr Preissetzungsverhalten hatten sich über Jahrzehnte hinweg auf die Inflation eingestellt und sie

dadurch verfestigt. Eine Deflation setzt jedoch Lohnsenkungen voraus, gegen welche die Gewerkschaften protestieren würden. Mieter und Schuldner würden in den Konkurs getrieben, weil ihre Zahlungsverpflichtungen bestehen bleiben, obwohl die Löhne fallen. Es käme zu massenhaften Insolvenzen von privaten Gläubigern und Unternehmen. Im Gegensatz zu Irland, mit seinem stark amerikanisch geprägten System, würden die anderen Länder an den für eine Deflation notwendigen Maßnahmen und Reformen eher zerbrechen.

Der dritte denkbare Weg besteht in der Nach-Inflationierung der nördlichen EU-Länder, allen voran Deutschlands. Wenn Deutschland Löhne und Preise anhebt, sinkt die deutsche Wettbewerbsfähigkeit und die der südeuropäischen Länder steigt. Mit einem Inflationsziel von 2 % scheint dies der Wunsch der EZB zu sein. Schließlich ist mit 2 % der europäische Durchschnitt gemeint. Im Idealfall würde Deutschland über zehn Jahre um 4 % und Frankreich um 1 % inflationiert, während die Krisenländer, ohne Irland, bei 0 % bleiben. Dann käme man im europäischen Durchschnitt auf die 2 % und die südeuropäischen Länder würden allmählich wieder wettbewerbsfähig. Ich kann mir allerdings nur schwer vorstellen, dass die deutschen Konsumenten eine derartige Preiserhöhung und die deutschen Sparer einen derartigen Verlust

mitmachen würden. Zudem stellt sich die Frage, ob die Krisenländer eine zehn Jahre andauernde Stagnation der Preise und Löhne hinnehmen würden. Es ist daher ungewiss, ob die EZB die nördlichen Länder der Eurozone, und nur diese, gezielt zur Inflation animieren kann.

Schließlich gibt es noch eine vierte Option, die des temporären Austritts der Länder aus dem Euro. Ein Weg, für den der ehemalige deutsche Finanzminister Wolfgang Schäuble mit seinem Griechenland-Plan vom Sommer 2015 plädiert hat. Tatsächlich hatten diesem damals bereits 15 Finanzminister aus dem Rat »Wirtschaft und Finanzen« (ECOFIN) der EU informell zugestimmt, schlussendlich ist er aus übergeordneten politischen Gründen gescheitert. Ein großes Problem, das mit einem Austritt einhergeht, wäre die zu erwartende Kapitalflucht vor dem Weggang. Diesem müssten die Länder mit Kapitalverkehrskontrollen entgegenzutreten, bis der Austritt vollzogen ist. Aus Sicht des austretenden Landes hätte dieser Weg manche Vorteile. Die Wirtschaft käme wegen der dann zu erwartenden Abwertung sehr schnell wieder in Schwung. Es gäbe die zuvor beschriebene Import-Substitution: Durch die Abwertung werden die Importe zu teuer und die Inländer gehen zu heimischen Herstellern, um Waren zu kaufen. Die inländischen Kreditbeziehungen blieben im

Gleichgewicht, weil sie mit abgewertet würden, und sogar manche Auslandsschulden könnten in die neue, eigene Währung verwandelt und abgewertet werden. Bei Letzterem würden die Banken der Geberländer allerdings schwer getroffen. Politisch käme dieser Schritt zudem einem Offenbarungseid der führenden Politiker Europas gleich. Und die Kapitalmärkte kämen in erhebliche Turbulenzen.

Um diese vier Optionen wissend, sollte man einen Blick auf die aktuelle europäische Politik werfen. Nehmen wir Italien als Beispiel. Seit dem letzten Jahr setzt sich die Regierung in dem Land aus der Partei Movimento 5 Stelle, repräsentiert durch den Wirtschaftsminister Luigi Di Maio, und der Partei Lega Nord, repräsentiert durch den Innenminister Matteo Salvini, zusammen. Beide Minister kennen die gerade vorgestellten vier Optionen. Dabei kommt die zweite Option, eine Deflation des Südens, für sie nicht infrage. Zudem sind sie realistisch genug zu wissen, dass die dritte Option, die von der EZB angestrebte nachträgliche Inflationierung des Nordens, nicht erfolgreich sein wird. Sie konzentrieren sich deshalb zunächst auf die erste Option, die Transferunion, und halten die vierte Option, den temporären Austritt aus dem Euro, mehr oder weniger deutlich als Drohpotenzial in der Hinterhand.

Tatsächlich hat die Lega während ihres gesamten Wahlkampfes den Austritt Italiens aus der EU beworben und fordert diesen auch nach der Wahl kontinuierlich. Der Sprecher der Partei, der Finanzökonom Claudio Borghi, hat zu Beginn dieses Jahres verkündet, dass die Lega eine Parallelwährung, die sogenannten Mini-Bots, einführen möchte, um Italiens Finanzprobleme zu lösen. Es handelt sich dabei nach seinen Worten um klein gestückelte Staatspapiere, die übertragbar sind, auf Euro lauten und als Papiergeld zirkulieren sollen. Mini-Bots wären also Staatspapiere, die so groß sind wie Geldscheine, ungefähr so aussehen und ins Portemonnaie passen. Diese Mini-Bots sind benutzbar wie Geld, man kann damit in Läden gehen und bezahlen. Mit der Einführung hätte man eine Parallelwährung geschaffen. Allerdings stellt sich die Frage, ob die Papiere überhaupt einen Wert gegenüber dem Euro besitzen würden. Wird jemand freiwillig Mini-Bots halten? Ja, weil das Recht bestehen soll, Steuern mit den Mini-Bots zurückzuzahlen. Wenn die Mini-Bots frei auf dem Markt gehandelt werden, werden sie vermutlich mit einem kleinen Abschlag auf die echten Euros gehandelt. Aufgrund dieses Abschlags werden die Steuerzahler die Mini-Bots gern kaufen, weil sie mit diesen zum Nennwert 100 % Steuern zurückzahlen können. Sind erst einmal genug Mini-Bots im Umlauf, kann man

anschließend aus dem Euro austreten. Dabei löst die gemächliche und parallele Einführung das Problem, dass bei einem Austritt keine Banknoten verfügbar sind. Da die neue Währung bereits vor dem Austritt eingeführt wird, ist sie schon da, wenn an einem Wochenende ganz plötzlich die Währungsumstellung vervollständigt wird. Das Problem, neue Banknoten drucken zu müssen, wird gelöst, ohne dass die Kapitalmärkte davon Wind bekommen. Alle Bankkonten, alle Arbeits- und Mietverträge und alle internen Kreditkontrakte bleiben grundsätzlich erhalten, nur wird das Euro-Zeichen jeweils durch ein Lira-Zeichen ersetzt. In gleicher Weise könnten die ausgegebenen Staatsschulden umgewandelt werden. Dies ist zumindest ein Denkmodell in Italien, ein Drohpotenzial gegenüber der Europäischen Union, das offen durchgespielt wird.

Dessen ungeachtet ist der Weg in die Transferunion schon relativ weit gedenken. Tatsächlich zeigt das Beispiel von Griechenland, dass wir schon mittendrin sind. Zweimal hat man den Griechen bereits eine Verlängerung der Kredite gegeben, sodass diese aktuell bis zum Jahr 2069 laufen. Zunächst hatte man ihnen im Jahr 2012 zusätzlich zehn Jahre gewährt, während derer keine Zinsen gezahlt werden mussten. Dies hat man zu einem späteren Zeitpunkt noch einmal um zehn Jahre verlängert. Aus der Versicherungsmathematik weiß man jedoch,



dass Zinsen, die in ferner Zukunft gezahlt werden müssen, nicht existenten Zinsen gleichkommen. Der Wert der Kreditforderungen der Staatengemeinschaft gegenüber Griechenland ist daher massiv erodiert. Was als Kredit angefangen hat, mutiert im Laufe der Zeit zu einem Geschenk und damit zu einem Transfer. In der Realität ist man also nicht mehr weit davon entfernt, die Schulden der Vergangenheit zu streichen und den europäischen Finanzausgleich einzuführen. Ich halte diesen Weg für sehr

wahrscheinlich. Der Euro wird nicht zerbrechen, aber wir werden in eine Transferunion gehen. Diese Vermutung wird durch die Aussage von Bundeskanzlerin Angela Merkel bestätigt, die behauptet: »Fällt der Euro, fällt Europa«. Damit setzt sie das Funktionieren der Eurozone mit dem Überleben der europäischen Idee gleich. Sie impliziert, dass wir bereit sind, beliebig viel Geld auf den Tisch zu legen, um den Euro zu retten. Also Länder zu retten, die eigentlich im Euro nicht zurechtkommen.

Die Rettungsschirme vor den Rettungsschirmen

Den Weg in Richtung der Transferunion beschreiten wir nicht nur über die formalen Rettungsschirme und mittelbar gegebenen Kredite, sondern insbesondere über die informellen Rettungsmaßnahmen. Wie zuvor angesprochen, stellten die Kapitalmärkte den Ländern Südeuropas ab 2008 keine weiteren privaten Kredite zur Verfügung. Die ersten fiskalischen Rettungskredite der

Staatengemeinschaft und der Kauf von Staatsanleihen erfolgten jedoch erst ab dem Jahr 2010. Von entscheidender Bedeutung für das erste Krisenmanagement war die Selbsthilfe durch die elektronische Druckerpresse. Dies ist die Schönheit des Eurosystems. Jedes Land besitzt eine Druckerpresse für eine Währung, die in anderen Ländern als gesetzliches Zahlungsmittel anerkannt wird. Maßgeblich ermöglicht wurde die Selbsthilfe mittels Druckerpresse durch drei Politikmaßnahmen der EZB. Erstens, durch die Senkung der Mindestanforderung für Refinanzierungskredite, zweitens durch die sogenannten ELA-Kredite (Emergency Liquidity Assistance) und drittens durch das sogenannte ANFA-Abkommen (Agreement on net financial assets). Dabei sei darauf hingewiesen, dass der Begriff »Geld drucken« nicht im wörtlichen Sinn zu verstehen ist. Vielmehr ist es eine Metapher, um zu beschreiben, dass eine Notenbank Geld schafft und es im Anschluss an den Geschäftsbankensektor verleiht. Das zusätzliche Zentralbankgeld wird in der Regel nicht als zusätzliches Papiergeld zur Verfügung gestellt, sondern als Buchgeld, konkret als Sichtguthaben der Geschäftsbanken auf den Konten, die sie bei ihren nationalen Notenbanken halten.

Um die Folgen der Absenkung der Sicherheitsstandards für Refinanzierungskredite nachzuvollziehen, ist es



notwendig, zunächst die Wirkungsweise von Refinanzierungskrediten zu verstehen. Ein Refinanzierungskredit ist ein Kredit, den eine nationale Notenbank den Geschäftsbanken ihres Zuständigkeitsgebietes gegen Pfänder mit neu geschaffenem Geld gewährt. Als Pfänder werden Wertpapiere akzeptiert, deren Mindestqualitäten im Sinne einer Rückzahlungssicherheit vom EZB-Rat definiert werden. In Europa war der Refinanzierungskredit bis vor Kurzem das Hauptinstrument, mit dem nationale Notenbanken Geld geschaffen haben. Die nationale Notenbank beschafft das benötigte Geld und verleiht es dann gegen Zinsen an liquiditätssuchende Banken ihres Zuständigkeitsgebietes, für gewöhnlich zum Hauptrefinanzierungs-

satz der EZB. Normalerweise beschafft sich eine Geschäftsbank das Geld, das sie ausleiht, direkt von ihren Sparkunden oder von anderen Finanzinstituten, die es sich zuvor bei ihren Sparkunden geliehen haben. Das Geld kommt also aus der privaten Wirtschaft und fließt wieder dahin zurück. Das Problem ist nur, dass in einer wachsenden Wirtschaft ein immer größerer Bestand an Geld für allgemeine Transaktionen benötigt wird, weil immer ein Teil des Geldes unterwegs ist und in irgendwelchen Portemonnaies temporär herumliegt. Daher muss jedes Jahr in Proportion zur nominal wachsenden Wirtschaftsleistung zusätzliches Geld geschaffen und über einen Verleih an die Geschäftsbanken in den privaten Geld-

kreislauf gebracht werden. Der Bestand an Refinanzierungskrediten, der hinter der wachsenden und in der Wirtschaft zirkulierenden Zentralbankgeldmenge steht, muss also ständig erhöht werden. Auch in einer wirtschaftlichen Krise, die mit einem Vertrauensverlust zwischen Gläubigern und Schuldern einhergeht, wird neues Geld von der Notenbank benötigt. Der Grund dafür ist, dass die Gläubiger ihr Geld lieber horten, anstatt es weiter zu verleihen. Sie haben Angst, dass sie es von ihren Schuldnern nicht mehr zurückbekommen. Das Horten von Geld ist aber Gift für die Konjunktur, weil im Umfang dieser »Horte« Geld für Investitionsgüterkäufe fehlt. Der Geldfluss von Sparern zu Investoren ist gestört und impliziert ein Defizit an gesamtwirtschaftlicher Nachfrage. Um den destabilisierenden Effekt zu vermeiden, muss eine Notenbank in der Krise so viel Geld zusätzlich verleihen, wie in die »Horte« fließt.

Vor der Krise mussten die von den Geschäftsbanken bei ihrer nationalen Notenbank zur Besicherung des Refinanzierungskredits eingereichten Pfänder strenge Anforderungen erfüllen. Der Refinanzierungskredit wurde nur für kurze Fristen bereitgestellt, normalerweise für eine Woche, maximal für drei Monate. Die Menge des gewährten Refinanzierungskredits war im Aggregat der Euroländer limitiert, weil stets nur feste Kontingente versteigert wurden.

Diese Form der Geldpolitik geriet aber in der Krise stark unter Druck. Weil sich die Kreditgeber, allen voran die ausländischen Banken, auf dem Interbankemarkt von den Krisenländern abwendeten und ihre Kredite zurückzogen oder dafür höhere Zinsen forderten, sahen sich die Geschäftsbanken dieser Länder einer Liquiditätskrise ausgesetzt. Sie bezogen deshalb den von der Wirtschaft zur Importfinanzierung gewünschten Kredit stattdessen von ihrer Notenbank, indem sie dort die verlangten Pfänder einreichten. Aber die guten Pfänder waren rar und gingen schnell zur Neige, und zugleich waren die Laufzeiten der Refinanzierungskredite zu kurz, um den ausländischen privaten Kredit zu ersetzen. Als sich die Krise im Jahr 2008 zuspitzte, senkte daher der EZB-Rat die Qualitätsanforderungen für die Pfänder dramatisch und verlängerte die Laufzeiten der Refinanzierungskredite. Eine Reihe von nationalen Notenbanken nutzte daraufhin die Möglichkeit, ihren Bankensystemen den Kredit aus der Druckerpresse unter Marktkonditionen zur Verfügung zu stellen, weil der Markt aufgrund des Ausfallrisikos hohe Zinsen verlangte. Man druckte sich das Geld, das man sich auf den internationalen Märkten nicht oder nur noch zu hohen Zinsen leihen konnte.

Eine weitere Option, die den Ländern die Selbsthilfe durch die Druckerpresse ermöglichte, wurde durch die ELA-

Kredite bereitgestellt. Dabei handelt es sich um Kredite, welche die nationalen Notenbanken ihren Geschäftsbanken auf eigenes Risiko geben dürfen, notfalls ohne Sicherheiten. Eine Notenbank darf selbstständig den Notfall erklären und dann nach eigenem Gusto und vermeintlich auf eigenes Risiko, zu von ihr gesetzten Konditionen so viele Euros an die Banken ihres Geschäftsbereichs verleihen, wie sie will. Es ist dafür kein Beschluss der EZB notwendig. Lediglich ein Widerspruch des EZB-Rates ist möglich, wenn zwei Drittel des Rates widersprechen. Dies ist allerdings eine hohe Hürde. Im Jahr 2013 kamen acht von 23 Mitgliedern des EZB-Rates, also etwas mehr als ein Drittel, aus den Krisenländern. Also Ländern, die einen billigen Ersatzkredit benötigten, weil der Kapitalmarkt ihnen misstraute. Durch die ELA-Kredite konnten diese Länder im beliebigen Maße Geld drucken, um damit ihre Finanzprobleme zu lösen.

Die Selbstbedienung durch die Druckerpresse wurde zudem durch das ANFA-Abkommen ermöglicht. Das Geheimabkommen wurde 2015 durch den Berliner Doktoranden Daniel Hoffmann aufgedeckt und erst im Anschluss, im Jahr 2016, von der EZB veröffentlicht. Es ist ein Vertrag zwischen der EZB und den 19 nationalen Zentralbanken der Euroländer. Das Abkommen regelt, wie viel Zentralbankgeld die nationalen

Zentralbanken auf eigene Rechnung, über die kollektiven geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems hinaus, schöpfen dürfen. Es erlaubt den nationalen Notenbanken in gewissem Umfang, eigene Geldgeschäfte mit der Druckerpresse zu betreiben. Sie können Geld drucken, um damit renditeträchtige Papiere nach eigenem Gusto zu kaufen.

Die Target-Salden

Diese drei genannten Maßnahmen der EZB sind allerdings lediglich ein Teil von einer Fülle an Politikmaßnahmen. Es grenzt an eine Herkules-Aufgabe, sich einen vollständigen Überblick über die Vielzahl an Maßnahmen der EZB zu verschaffen, die den Krisenländern der Eurozone in den vergangenen Jahren zu Ersatzkrediten aus der Druckerpresse verhelfen. Die volle Dimension der Rettungsaktionen der EZB wird indes an den sogenannten Target-Salden, ersichtlich in den Bilanzen der nationalen Notenbanken, deutlich. Target ist dabei eigentlich nur der Name des Zahlungssystems und ein Akronym des komplexen Ausdrucks *Trans-European Automated Realtime Gross Settlement Express Transfer System*, den man am besten sofort wieder vergisst, nachdem man ihn gehört hat, weil er kaum zum Verständnis beiträgt. Target-Salden messen Nettoüberweisungen von Eurogeld zwischen den Ländern. Diese Nettoüberweisungen werden möglich, wenn



eine Zentralbank mehr Geld durch Refinanzierungskredite und Käufe von Vermögensobjekten schafft, als für Transaktionszwecke innerhalb einer Volkswirtschaft gebraucht wird. Es handelt sich dabei also um einen Überhang der Kreditschöpfung der Zentralbank über den Liquiditätsbedarf eines Landes. Dieser Überhang wird von der Wirtschaft des jeweiligen Landes dafür benutzt, im Ausland Waren und Vermögensobjekte zu kaufen sowie Schulden zu tilgen.

In ihrem ökonomischen Kern messen die Target-Salden deshalb öffentliche internationale Kredite an die Krisenländer. Sie sind grundsätzlich nichts

anderes als öffentliche Rettungskredite wie die EFSF (Europäische Finanzstabilisierungsfazilität) oder der ESM (Europäischer Stabilitätsmechanismus), über welche die Parlamente Europas unter großen Mühen abgestimmt haben. Die Unterschiede liegen in den nationalen Empfängern – Banken oder Staaten – und in den Kreditkonditionen im Detail, nicht aber in der ökonomischen Substanz und dem Risiko. Die zusätzlichen Refinanzierungskredite, die durch die Target-Salden gemessen werden, können erklären, warum die gesamtwirtschaftlichen Kapitalimporte der Krisenländer in der Eurokrise nicht eingebrochen sind, obwohl sich die Kapitalmärkte diesen Ländern verweigerten

und die privaten Kapitalimporte versiegten. Nachdem die privaten Kapitalgeber ihr Geld aus den Krisenländern abgezogen hatten, traten die öffentlichen Kredite aus der elektronischen Druckerpresse an ihre Stelle.

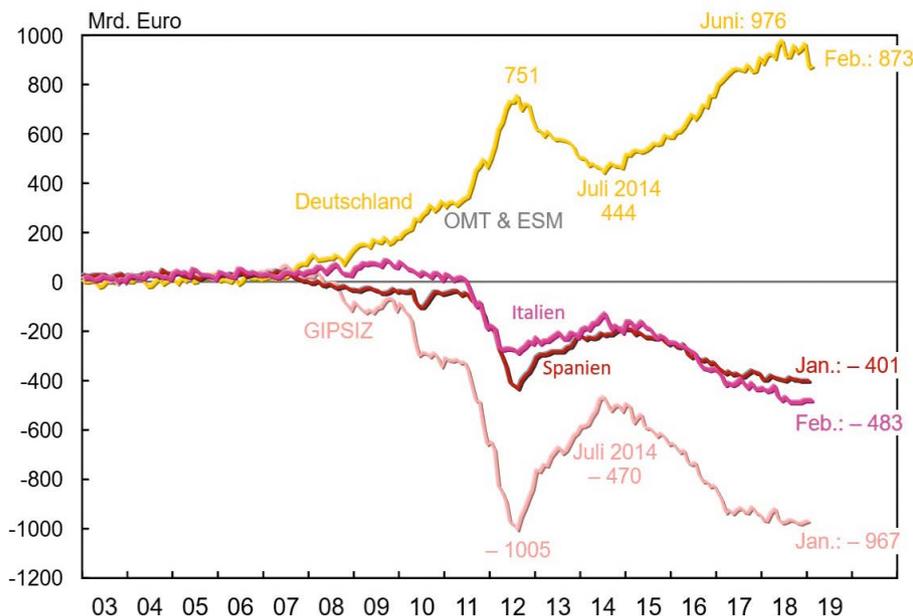
Diese Entwicklung kann man sehr gut in Abbildung 4 nachvollziehen. Dargestellt sind die Target-Salden der deutschen Bundesbank und der sechs Krisenländer GIPSIZ (Griechenland, Italien, Portugal, Spanien, Irland, Zypern). Bis zu Krisenbeginn, als der Euro noch zu funktionieren schien und bevor die Zinsen auseinandergingen, lagen die Salden bei null. Dann platzte die Finanzblase

und plötzlich musste die Bundesbank hinnehmen, dass sich die Länder Südeuropas Überziehungskredite im Eurosystem zogen. Im Jahr 2012 erreichten die Target-Salden der sechs Länder ein negatives Maximum mit einem Minus von 1005 Milliarden Euro. Dieses Geld haben die südeuropäischen Länder zusätzlich zum normalen Geldumlauf gedruckt, um damit ihre Schulden im Ausland zu zahlen und um Güter und Immobilien im Ausland zu erwerben. In der Abbildung sieht man auch die Auswirkungen der zuvor diskutierten »Whatever it takes«-Aussage von Mario Dragi im Jahr 2012. Die Target-Salden sinken, da die Kapitalmärkte wieder

bereit sind, neue Kredite nach Südeuropa zu vergeben. Tatsächlich hätte dieses wiedergewonnene Vertrauen der Anleger ein Ende der Kredite aus der Druckerpresse sein können. Dem ist aber nicht so. Seit Sommer 2014 gehen die Target-Salden der Bundesbank und der sechs Krisenstaaten wieder auseinander. Aktuell, im Februar 2019, hat die Bundesbank knapp 900 Milliarden Euro an Kreditforderungen gegenüber dem Eurosystem. Im Januar standen die sechs Krisenländer mit 967 Milliarden Euro im Minus.

Man kann nun lange über die Anerkennung von Target-Krediten als Staatsschulden debattieren. Doch egal wie man sie schlussendlich definiert, es bleibt die Tatsache bestehen, dass selbstgemachtes Geld nach Deutschland geflossen ist, um marktfähige Vermögensobjekte zu erwerben. Deutschland schwimmt in Liquidität, aber es ist eine Liquidität, die wir uns auch selber hätten schaffen können, dazu hätte es nicht der Druckerpressen der südeuropäischen Länder bedurft. Die Target-Forderungen bedeuten Lasten und Risiken für den deutschen Staat, der Eigentümer der Bundesbank ist. Der deutsche Staat trägt im Falle eines Ausfalls der Target-Forderungen gegen das Eurosystem sämtliche Lasten. Das ist unabhängig von der Frage, ob der deutsche Staat die Bundesbank rekapitalisieren muss. Aus Sicht des deutschen

Abbildung 4: Target-Salden der nationalen Notenbanken



Quelle: EZB, NZBen, März 2019. (H.-W. Sinn.)

Steuerzahlers ist die Entwicklung der Target-Salden daher bedenklich.

Um es zusammenzufassen: die Target-Kredite bildeten den Rettungsschirm vor dem Rettungsschirm. Das Volumen der Target-Kredite, der Extrakredite aus der Druckerpresse, war auf dem Höhepunkt der Krise, mit gut 1005 Milliarden Euro weitaus größer als das der offiziellen Rettungskredite. Wie ich zuvor aufgezeigt habe, sind sie im Wesentlichen das Ergebnis der Krise, die aus der zumindest temporär verlorengegangenen Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer resultiert.

Die Folgen der Rettungsschirme

Zusätzlich zu den Target-Krediten gab es die bekannten Rettungsmaßnahmen seitens der EZB und der europäischen Länder. Diese beinhalten zum einen die mittelbar gegebenen Kredite durch den Kauf von Staatspapieren der Krisenländer seitens der EZB in Höhe von 132 Milliarden Euro. Zum anderen, ab 2010, die formalen Rettungsschirme, wie der zuvor erwähnte EFSM, die einen zusätzlichen Nettobetrag fiskalischer Hilfen von 253 Milliarden Euro ausmachen. Stellt man diese beiden Beträge einander gegenüber, vergleicht man die 253 Milliarden Euro für die Rettungsmaßnahmen bewilligt durch Euroländer mit den 132 Milliarden Euro und den 1005 Milliarden Euro seitens der EZB,

sieht man, dass nur 17 % der fiskalischen Kredite an die Krisenländer von den Parlamenten der Eurozone beschlossen wurden und 83 % vom EZB-Rat. Wenn man berücksichtigt, dass der EZB-Rat kein demokratisch legitimes Organ ist, sondern ein technokratisches Gremium, das die Geldmenge steuern und die Preise stabil halten soll, entsteht ein schwerwiegendes Legitimationsproblem. Während die Parlamente den Rettungsprogrammen nur mit großen Vorbehalten zustimmen, bewilligte der EZB-Rat den maßgeblichen Anteil der Hilfen. Dabei sollte nicht vergessen werden, dass der EZB-Rat ein Gremium ist, in dem die Länder mit einem Nettoauslandsvermögen in der Minderheit sind und das über solche Anliegen mit einfacher Mehrheit, basierend auf dem Ein-Land-Eine-Stimme-Prinzip, entscheidet. Im Fall der ELA-Kredite geschah es sogar nur mit einem Quorum von einem Drittel der Stimmen. Dies bringt uns an die Grenzen der Demokratie.

Eine weitere Problematik infolge der Rettungsschirme stellen die niedrigen Zinssätze und die sich daraus ergebenden Umverteilungseffekte dar. Der Zins, den Geschäftsbanken bekommen, wenn sie Geld bei der Zentralbank anlegen (Einlagefazilität), liegt aktuell im negativen Bereich, mit einem Minus von 0,4. Gleiches gilt für den europäischen Interbankenzinssatz (EONIA),

der ebenfalls bei einem Minus von 0,4 liegt. Diese negative Zinswelt ist aus der Sicht eines Volkswirts von vor 20 Jahren unvorstellbar. Theoretisch verhindert die Existenz von Papiergeld einen negativen Zins. Schließlich würde niemand Geld verleihen, wenn er nach einem Jahr weniger Geld zurückerhält. Dass es dennoch leicht negative Zinsen gibt, liegt an den Kosten, die durch die physische Bargeldhaltung entstehen. Zur Bargeldhaltung benötigt man einen großen Tresor, Wächter, Versicherung etc. Dieses negative Zinsniveau ist natürlich problematisch für die Sparer und damit insbesondere für die Deutschen, denn wir sind Netto-Sparer im Vergleich zum Ausland. Deutschland ist das zweitgrößte Gläubigerland auf der ganzen Erde, nach Japan. Durch die großen Exportüberschüsse haben wir im Ausland Vermögen liegen, auf das wir normalerweise Zinserträge erhalten hätten. In der negativen Zinswelt fehlt uns daher massiv Einkommen. Prüft man die Nettozinsszahlung der sechs Krisenländer an das Ausland, sieht man, dass trotz Krise, trotz Explosion der Zinsen und trotz Zunahme der Auslandsschulden die Zinszahlungen dieser Länder nicht steigen. Warum? Weil wir uns durch die Politik der EZB in einer künstlichen Niedrigzinsphase befinden. Die Marktzinsen steigen, aber die Länder verschulden sich nicht mehr am Markt, stattdessen verschulden sie sich beim Eurosystem.



Die aus der Zinsentwicklung resultierenden Umverteilungseffekte kann man berechnen. Vergleicht man die tatsächlichen Nettozinszahlungen der sechs Krisenländer an den Rest der Welt mit den hypothetischen Zahlungen, die diese Länder hätten leisten müssen, wenn ihr Zinssatz während der Krise durchweg so hoch wie im Durchschnitt des Jahres 2007 geblieben wäre, ergibt sich allein für das Jahr 2017 eine Differenz von 73 Milliarden Euro. Über den Zeitraum der Jahre 2008 bis 2017 ergibt sich eine Summe von 517 Milliarden Euro. Noch deutlicher wird diese

Problematik, wenn man Deutschland betrachtet. Deutschland muss keine Zinszahlungen an das Ausland leisten, sondern erhält Zahlungen. Die Differenz zwischen dem tatsächlichen Nettozins-einkommen und dem hypothetischen Einkommen bei einem Zinsniveau des Jahres 2007 liegt für das Jahr 2017 bei 144 Milliarden Euro. Über den Zeitraum der Jahre 2008 bis 2017 ergibt sich eine Summe von 604 Milliarden Euro. Es muss jedoch betont werden, dass dies nicht allein der Zinspolitik der EZB geschuldet ist. Man kann lange darüber diskutieren, warum die Zinsen in den

letzten zehn Jahren so niedrig waren. Aber ursächlich waren eben auch die Politikmaßnahmen der EZB.

Eine weitere Rettungsmaßnahme, deren Folgen angesprochen werden sollten, ist das von der EZB aufgelegte Programm des Quantitative Easing (QE). Das Programm dient dem Erwerb von Anleihen von Eurostaaten, europäischen Institutionen sowie privaten und öffentlichen Emittenten. In den letzten vier Jahren sind im Rahmen des QE-Programms zusätzlich Wertpapiere für 2,6 Billionen Euro gekauft worden.

Das hat die Zentralbankgeldmenge im Eurosystem innerhalb von drei Jahren fast verdreifacht. Der weitaus größte Teil des neugeschaffenen Geldes (circa 2 Billionen Euro) diente dem Kauf von Staatspapieren. Die Nachfrage der EZB ermöglichte es den Staaten, neue Staatspapiere zu verkaufen und sich immer weiter zu verschulden. Außerdem hielt man dadurch die Kurse, zu denen diese Staatsanleihen gehandelt werden, künstlich hoch. Dies rettete die Geschäftsbanken, die viel Geld in die Papiere investiert hatten. So wurden Abschreibungen in den Bilanzen der Banken vermieden, die etliche Banken in den Konkurs getrieben hätten. Das QE-Programm ist nicht nur radikal, weil es riesig ist, sondern auch weil es einen Systemwechsel bedeutet. Erstens wird ein gewaltiger Schritt in Richtung des nordamerikanischen Systems getan, in dem Geld in der Regel nicht über Refinanzierungskredite in die Wirtschaft kommt, sondern durch eine Offenmarktpolitik, also den Ankauf von Papieren, die am Markt gehandelt werden. Zweitens bricht das Programm mit dem Tabu, dass die EZB keine Staatspapiere kaufen soll, um nicht in Konflikt mit dem Maastrichter Vertrag zu geraten, der eine Monetisierung der Staatsschuld verbietet. Drittens wird durch den expliziten Einschluss der europäischen Institutionen die Monetisierung der Schuldpapiere, die bereits von Rettungssystemen ausgegeben



wurden, vorbereitet. Nachdem die Rettung der Staaten und ihrer Gläubiger mit der Druckerpresse begann, dann in fiskalische Rettungsmechanismen umgepackt wurde, wird sie nun von dort wieder zur Druckerpresse zurückgepackt.

Eine vierte Problematik stellen die bereits erläuterten Target-Salden dar. Drei Viertel der deutschen Geldmenge ist heute bloßes Überweisungsgeld aus dem Target-System, das heißt Geld, das in anderen Ländern gedruckt wurde. Aktuell klopfen sich die Deutschen auf die Schulter und beglückwünschen sich als große Euro-Gewinner, freuen sich zum Beispiel über die hohe Anzahl an Autoverkäufen. Dabei vergessen sie,

dass die Automobilindustrie das Geld eigentlich von der Bundesbank erhält, bei der die südlichen Länder lediglich anschreiben. Die Bundesbank selbst kann diesen Prozess nicht stoppen, sie muss immer weiter anschreiben lassen. Die angeschriebenen Forderungen sind aber durch zwei Eventualitäten in Gefahr. Zum einen sind sie gefährdet, wenn die Finanzsysteme Südeuropas kollabieren. Selbst wenn der Euro weiterbesteht, können die entsprechenden Forderungen von den Notenbanken des Südens nicht bedient werden. Zum anderen sind sie gefährdet, wenn ein Land den Euro aufgibt. Dies wurde vom Chef der EZB, Mario Draghi, in einem Brief an italienische Abgeordnete bestritten. Er hat gesagt, dass ein Land,

welches das Eurosystem verlässt, die Schulden vollständig begleichen muss. Dafür gibt es jedoch keine wirkliche Rechtsgrundlage, und tatsächlich ist es recht unwahrscheinlich. Tritt eines der Länder aus dem Euro aus und führt eine eigene Währung ein, wertet diese neue Währung ab und das Land kann die Target-Schulden gegenüber dem Eurosystem nicht begleichen. Die nationale Notenbank ist pleite. Der Staat müsste die Notenbank dann rekapitalisieren, damit sie ihre Verpflichtungen gegenüber dem Eurosystem erfüllen kann. Der Staat wird jedoch alles andere tun als das. Er wird sie pleitegehen lassen und eine neue Notenbank gründen. Die Schulden der ehemaligen Notenbank werden nicht bedient. Dies ist eine weitere Drohung, die im Raum steht. Wenn keine Transfers gezahlt werden, steigt das Schuldnerland aus der EU aus, die Target-Forderungen bleiben dann unbeglichen.

Zwei Modelle für Europa

Es gibt nun zwei Modelle für Europa und wir müssen uns entscheiden, in welche Richtung wir gehen wollen. Der französische Staatspräsident Emmanuel Macron strebt ein Europa der zwei Geschwindigkeiten an. Er will gemeinsame Schulden, die durch eine gemeinsame Einlagenversicherung abgesichert sind. Er will eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung und ein Eurobudget mit einer eigenen europäischen Steuer. Die

zusätzliche Idee eines eigenen Parlaments für die Eurozone hat man ihm mittlerweile entwunden. Letztendlich will er, dass die Eurozone zu mehr Staatlichkeit verdichtet wird; allerdings nur der dem Euro zugewandte Teil der EU. Die Briten, Skandinavier, Dänen, Schweden, Polen, Tschechen, Ungarn, Kroatien, Rumänen und Bulgaren wären nicht dabei. Setzt er dieses Ziel um, verdichtet er die Länder mit dem Euro zu mehr Staatlichkeit und zieht im Grunde eine Trennlinie durch Zentral-europa. Diese Strategie eines Europas der zwei Geschwindigkeiten hört sich zunächst gut an. In der Umsetzung ist diese Idee allerdings nur gut, wenn man selbst nicht an der Grenze wohnt, so wie wir. Der aus Polen stammende Präsident des Europäischen Rates, Donald Tusk, möchte dieses Europa der zwei Geschwindigkeiten nicht. Schließlich gab es ein Europa der zwei Geschwindigkeiten bereits bis 1989, meinte er. Das hat den Präsident der Europäischen Kommission, Jean-Claude Juncker, beeindruckt. Juncker schlägt deshalb vor, alle Länder in den Euro aufzunehmen. Tatsächlich wollen aber nicht alle Länder den Euro einführen, insbesondere die nördlichen Länder, aber auch Polen und Tschechien wollen das nicht. Länder, die den Euro einführen wollen, sind Kroatien, Rumänien und Bulgarien. Denn diese Länder sind bereits bis über beide Ohren in Euro verschuldet und können ihre eigene

Währung nicht mehr abwerten. Sie benötigen die dauerhafte Sicherung ihrer Auslandsschulden durch den Euro.

Dieser Weg in die Schuldenunion, den wir durch die von Emmanuel Macron verlangten Sozialisierungsaktionen betreiben würden, ist kein Weg nach Europa. Die Frage lautet schließlich nicht, ob wir einen Krieg oder eine Schuldenunion wollen. Dieser Weg würde stattdessen in eine gefährliche Gemengelage führen. Das zeigt die amerikanische Geschichte deutlich. Der erste Finanzminister der USA, Alexander Hamilton, sozialisierte im Jahr 1791 die Schulden der Einzelstaaten der neugegründeten USA und machte sie zu Bundesschulden. Dem folgte eine weitere Schuldensozialisierung im Jahr 1813. Die Einzelstaaten nutzten diese Maßnahme und verschuldeten sich. Sie bauten Straßen, Brücken und Kanäle, in der Annahme, dass Washington die Schulden schlussendlich begleichen würde. Dies führte zu einem riesigen nachfragegetriebenen Kreditboom. Wie zu Beginn des heutigen Vortrags beschrieben, bliesen die Kredite die Wirtschaft auf und die eigentliche Wettbewerbsfähigkeit der Länder litt. Die Blase platzte im Jahr 1835, und bis zum Jahr 1842 gingen neun der damals 29 Staaten und Territorien in den USA formal in Konkurs. Sie konnten ihre Schulden nicht mehr bedienen. Die verbleibenden Länder



waren außerstande, die Schulden der anderen mit zu übernehmen. Die Schuldensozialisierung war kein wie von Alexander Hamilton erhoffter Zement für den neuen amerikanischen Staat. Stattdessen brachte sie Streit und Hass. Sie erwies sich als Sprengstoff für die neue amerikanische Republik. Folgt man der Argumentation des britischen Historikers Harald James, dann gibt es eine direkte Linie zwischen dem Schuldenstreit durch die Sozialisierungsaktionen im Jahr 1842 und den Sezessionskrieg des Jahres 1861. Dieser Krieg hatte nicht nur mit der Sklavenfrage zu tun, sondern auch mit der ungelösten Schuldenproblematik. Das ist eine Antwort für diejenigen, die meinen, dass

eine Schuldenunion der Preis für die europäische Einigung sei. Ich bin überzeugt, dass dies eine völlig falsche, historisch wie ökonomisch widerlegbare These ist. Die Schuldensozialisierung bringt keinen dauerhaften Frieden in Europa, sondern schafft Unfrieden.

Wir brauchen ein anderes Modell für Europa. Wie ich in einer Reihe von Büchern dargelegt habe, sind dabei fünf Schwerpunkte von Relevanz. Erstens brauchen wir eine offene Währungsunion, wie von Wolfgang Schäuble vorgeschlagen. Länder die nicht mehr zurechtkommen, bekommen die Möglichkeit auszutreten, abzuwerfen, wettbewerbsfähig zu werden und

später wieder zurückzukommen. Zweitens brauchen wir eine Konkursordnung für Staaten. Auf diese Weise wissen die Anleger von vornherein, dass sie ihr Geld nicht wiederbekommen, wenn sie es einem maroden Staat leihen. Wenn das Land keine Kredite erhält, kann keine inflationäre Preisblase entstehen, die dem Land seine Wettbewerbsfähigkeit raubt. Drittens brauchen wir ein System zur Tilgung der Target-Schulden. Tatsächlich gibt es in Amerika die den Target-Salden ähnlichen ISA-Salden der Bundesstaaten. Die ISA-Salden werden jährlich durch die Übertragung zinstragender, marktfähiger Wertpapiere getilgt. Ein ähnliches System brauchen wir in Europa. Viertens, und darauf bin ich heute nicht ausführlich eingegangen, müssen wir den Wohlfahrtsmagneten Europa abschalten. Fünftens, schließlich, sollten wir die Lehre aus den Kriegen der Vergangenheit ziehen und die europäische Integration stärken. Es ist notwendig, eine gemeinsame europäische Machtzentrale, eine gemeinsame Armee zu schaffen. Es ist für mich ein Anachronismus, dass wir 28 Länder mit 26 Armeen in Europa haben. Das passt nicht zum europäischen Einigungsprozess.

Wenn wir riesigen Haftungsapparaturen zustimmen und unser Geld herausgeben, bevor die politische Einigkeit Europas erreicht ist, werden wir sie nie mehr bekommen. Im Gegenteil: Die europäi-



sche Einheit wird unwahrscheinlicher, denn Frankreich will die Armeen nicht zusammenlegen, weil es seine Force de frappe nicht der Kontrolle einer europäischen Regierung unterwerfen will. Wenn Angela Merkel wirklich als europäische Einigungskanzlerin in die Geschichtsbücher eingehen möchte, dann muss sie den Franzosen den historischen Deal anbieten: Wir bilden eine europäische Konföderation mit einem gemeinsamen Finanzminister und ei-

nem kleinen europäischen Budget. Und dafür akzeptiert ihr, dass wir die Armeen auflösen und unter ein einheitliches europäisches Oberkommando stellen. Es war ein Fehler, eine Währungsunion vor einer politischen Union einzuführen. Wir brauchen eine gemeinsame Außenpolitik, eine gemeinsame Armee, eine gemeinsame Grenzsicherung. Die Franzosen haben es geschafft, dieses Tabu-Thema aus der Diskussion auszuklammern. Stattdessen haben sie uns

erklärt, es sei zum Wohle Europas, wenn wir Rettungsschirme aufspannen, um den französischen Banken zu helfen und ihre Absatzmärkte in Südeuropa zu sichern. Wir müssen also noch einmal neu denken, hinterfragen was falsch gelaufen ist und die Richtung ändern. Alles mit dem Ziel einer politischen Europäischen Union.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.

Vorstellung der Podiumsteilnehmer



Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hans-Werner Sinn

Hans-Werner Sinn, geboren 1948 in Brake bei Bielefeld, war bis zu seiner Emeritierung im Jahr 2016 Präsident des ifo Instituts, Direktor des Center for Economic Studies (CES) und Geschäftsführer der CESifo GmbH. Nach dem Studium der Volkswirtschaftslehre an der Westfälischen Wilhelms-Universität in Münster wurde er 1978 an der Universität Mannheim promoviert, wo er sich im Jahr 1983 ebenfalls habilitierte. Von 1984 bis zu seiner Emeritierung im März 2016 lehrte er als Ordinarius Nationalökonomie und Finanzwissenschaft an der Ludwig-Maximilians-Universität in München. Als mehrfach national wie international ausgezeichnete Sozialwissenschaftler bekam er zahlreiche Ehrendoktorwürden verliehen.



Dr. Matthias Haß

Dr. Matthias Haß, geboren 1967 in Stade, ist seit dem 18. Dezember 2017 Sächsischer Staatsminister der Finanzen. Er studierte zunächst evangelische Theologie und Rechtswissenschaften in Kiel und Münster, 1997 erfolgten das zweite juristische Staatsexamen beim Oberlandesgericht Düsseldorf sowie die Promotion an der Universität Münster. Von 1998 bis 2006 arbeitete er im Sächsischen Staatsministerium der Finanzen, zuletzt als Referatsleiter für Bundes- und Europaangelegenheiten. Nach einer Station im Bundeskanzleramt wechselte er 2010 ins Bundesministerium der Finanzen, wo er zuletzt die Abteilung V Föderale Finanzbeziehungen, Staats- und Verfassungsrecht leitete.



Joachim Hoof

Joachim Hoof, geboren 1957 in Remscheid, ist Vorstandsvorsitzender der Ostsächsischen Sparkasse Dresden. Nach seiner Ausbildung zum Bankkaufmann und dem späteren Abschluss als Diplom-Sparkassenbetriebswirt war er mehrere Jahre im Firmenkundengeschäft der Stadtsparkasse Remscheid tätig. 1991 wechselte er in den Vorstand der Vorgängerinstitute der Ostsächsischen Sparkasse Dresden. Mit der Fusion zur Ostsächsischen Sparkasse Dresden im Jahr 2004 übernahm Joachim Hoof die Position des stellvertretenden Vorstandsvorsitzenden des Instituts. Seit Mitte 2005 führt er als Vorstandsvorsitzender die Ostsächsische Sparkasse Dresden, eine der größten Sparkassen in Ostdeutschland.



Christoph Ulrich

Christoph Ulrich, geboren 1959 in Wolfsburg, ist seit 2012 Ressortleiter der Redaktion Recherche bei der in Chemnitz erscheinenden »Freien Presse«. Nach dem Zivildienst studierte er Germanistik, Politikwissenschaft und Volkswirtschaftslehre an der Universität des Saarlandes in Saarbrücken. Bereits während des Studiums als freier Journalist tätig, schloss er ein Volontariat bei der Tageszeitung »Die Rheinpfalz« mit Sitz in Ludwigshafen an. Nach seinen »Lehrjahren« arbeitete er hier als Redakteur in der Wirtschaftsredaktion. Im Februar 1991 wechselte Christoph Ulrich zur »Freien Presse« als Ressortleiter Wirtschaft, später auch zuständig für Politik.





Christoph Ulrich (Moderation):

Sehr verehrte Damen und Herren, ich begrüße Sie noch einmal zur Podiumsdiskussion, die kurz sein wird. Joachim Hoof, die Einlagensicherung, das war ja auch Gegenstand bei Herrn Sinn, ist ein Teil des Weges in die Transferunion. Sehen Sie da noch eine Möglichkeit, das umzukehren?

Joachim Hoof: Die Einlagensicherung in Deutschland, so wie wir sie hier seit vielen Jahren haben und wie sie gelebt wird, ist ja sehr vernünftig. Wogegen wir uns als deutsche Kreditwirtschaft, insbesondere die Sparkassenorganisation in Verbindung mit dem Volksbankenverband, massiv wehren, das ist die Europäisierung dieser Einlagensicherung. Wir in Deutschland bringen uns da fleißig ein, füllen die Töpfe, wenn wir uns aber umschauen, dann sehen wir, dass die anderen da nicht so fleißig sind. Weil diese Harmonisierung noch nicht so weit ist, wie wir uns das vorstellen, wehren wir uns mit Händen und

Füßen. Sobald nämlich das Bankensystem, das eng mit den Staatsschulden verbunden ist, erneut in die Krise rutscht, werden wir, die die Töpfe zuerst gefüllt haben, sofort mit Transferzahlungen zur Kasse gebeten. Deswegen wehren wir uns dagegen. Jeder soll mit Blick auf die europäische Bankenunion erst einmal seine Hausaufgaben machen.

Wenn wir dann eines Tages gleiche Voraussetzungen haben, dann kann der Zusammenschluss gegebenenfalls stattfinden. Aber das ist noch ein weiterer Weg. Wir stehen auf europäischer Ebene noch allein da. Wir sind die, die etwas haben, während die anderen etwas wollen. Aber im Sinne der deutschen Sparer, als Anwalt der deutschen Sparer müssen wir hier deutlicher werden. Denn die deutschen Sparer werden ohnehin schon massiv belastet. Zwar gleichen die hohen Lohnsteigerungen der letzten Jahre etwas die Nullverzinsung aus, aber nichtsdestotrotz haben die Sparer hierzulande allein im Jahr 2018 38 Milliarden

Euro verloren, weil sie trotz Inflation keine Verzinsung bekommen haben. Das ist eine enorme Belastung und die Deutschen sparen entsprechend noch mehr, um das auszugleichen, was sie an Zinsen nicht bekommen.

Christoph Ulrich: Herr Dr. Haß, Sie sind sächsischer Staatsminister der Finanzen und haben zuvor lange im Bundesfinanzministerium gearbeitet, haben also die Finanzkrise 2008 unmittelbar erlebt, die ja auch Sachsen schwer gebeutelt hat. Was meinen Sie, sind der deutsche Staat und der Freistaat Sachsen heute besser auf so eine Krise vorbereitet?

Dr. Matthias Haß: Das ist eine sehr anspruchsvolle Frage, die man auf drei Ebenen diskutieren und wohl auch unterschiedlich beurteilen muss: der Landesebene, der Bundesebene und der europäischen Ebene. Ich denke, dass wir in Sachsen eine solide Finanzpolitik haben, für die in den 1990er-Jahren die Grundlage gelegt wurde. Professor



Georg Milbradt, der damalige Finanzminister, ist heute Abend ja auch anwesend. Darauf können wir stolz sein. Das wird sich durch alle Krisen hindurch auch langfristig auszahlen. Wir werden sehen, dass sobald die Zinsen steigen, einige westdeutsche Bundesländer in erhebliche Schwierigkeiten geraten werden.

Es ist tatsächlich so, dass ich die Euro-Finanzkrise auf Bundesebene aus nächster Nähe miterlebt habe. Ich teile daher auch die Grundaussagen von Professor Sinn. Es ist in den 1990er-Jahren generell der Fehler gemacht worden, über die Währung eine politische Union erzwingen zu wollen, also den letzten Schritt vor dem ersten zu gehen. Das scheint mir generell das Problem zu sein, wir machen immer den zweiten vor dem ersten Schritt. Zudem wird auf europäischer Ebene zu wenig versucht, die Schrittreihenfolge umzukehren. Herr Hoof hat zu Recht erklärt, dass wir zunächst die grundlegenden Vorausset-

zungen klären müssen, bevor wir über eine europäische Einlagensicherung reden. Über die Voraussetzungen wird viel zu wenig gesprochen.

Die Frage ist: Was hat man aus der Euro-Finanzkrise, was hat man aus der Finanzkrise gelernt? Ich habe den Eindruck, dass man im Hinblick auf die Finanzkrise durchaus Lehren gezogen hat – etwa bei der Bankenregulierung. Ob das ausreichend ist, darüber kann man lange streiten. Fakt ist, es ist sehr viel reguliert worden, um die Bankenrisiken auf europäischer Ebene zu reduzieren. Trotzdem sehen wir weiterhin große Risiken, insbesondere in den südeuropäischen Ländern mit ihren hohen Raten an faulen Bankkrediten. Die Frage, die mich nun sehr interessiert, lautet: Kommt es im Falle einer erneuten Bankenkrise dort zu einer Beteiligung von privaten Gläubigern oder springt wieder der Staat ein? Hier werden wir dann sehen, ob das selbstgeschaffene Regelwerk auch angewen-

det wird. Das hat schon einmal nicht funktioniert, denken Sie etwa an die *No-Bailout*-Regel, wo viele Ökonomen bereits in den 1990er-Jahren vorhergesagt haben, dass sie im Falle einer Krise nicht tragen wird. So ist es dann auch gekommen.

Bei der Euro-Finanzkrise, im Unterschied zur Bankenkrise, habe ich den Eindruck, dass wir nicht die richtigen Lehren gezogen haben. Das wurde auch durch den Vortrag von Professor Sinn deutlich. Man hat versucht, durch die Geldpolitik des »*Whatever it takes*« Defizite auf der Ebene der Mitgliedsstaaten auszugleichen, also die mangelnde ökonomische Homogenität des Währungsraums durch Geldpolitik herzustellen. Stattdessen sind weitere Risiken entstanden, die mir Sorgen bereiten, da durch sie die Grundlagen für neue Krisen gelegt werden.

Christoph Ulrich: Herr Professor Sinn, wie beurteilen Sie das Risiko, dass es



zu einer erneuten Finanzkrise internationalen Ausmaßes kommt?

Prof. Dr. Hans-Werner Sinn: Sehen Sie: In einem solchen Fall sind die Schuldner nicht in der Lage, ihre Zinsen ordnungsgemäß zu bedienen. Nun hat man dann die Möglichkeit, die Schuldner pleitegehen zu lassen, was eine Krise nach sich zieht, oder man kann die Krise verhindern, indem man den Schuldnern neue Kredite gibt, damit sie mit diesem neuen Geld die alten Kredite zurückzahlen. Das ist eine Entscheidungsfrage. Im zweiten Fall wird jedoch die Schuldenlawine immer größer und am Schluss steht ein riesiger Knall.

Es ist aber besser, kleine Knalle zu haben. In der Marktwirtschaft braucht man Konkurse, das ist für Unternehmen unbestritten, aber das gilt eben auch für Gebietskörperschaften. Gebietskörperschaften müssen in der Lage sein, in den geordneten Konkurs zu gehen,

weil die Möglichkeit des Konkurses bedeutet, dass die Gläubiger dann ihr Geld nicht zurückbekommen. Und nur wenn die Gläubiger wissen, dass sie womöglich ihr Geld nicht zurückbekommen, dann geben sie es von vornherein nicht.

Konkret bei der Einlagensicherung würde ich noch viel weiter gehen, als Sie das jetzt gerade gesagt haben. Meiner Meinung nach brauchen wir keine Einlagensicherung, auch dann nicht, wenn alle faulen Kredite aus den Bankbilanzen verschwunden wären. Weshalb? Weil eine Einlagensicherung das »Zocken« der Banken fördert. Banken überzeugen damit ihre Kunden, ihnen beliebig viel Geld zu geben, weil die Kunden das Geld ja zurückbekommen, egal was die Bank damit tut. Die Bank kann dann weltweit riskante Investitionen tätigen, die auf dem Papier tolle Renditen bringen. Wenn es gut geht, freuen sich die Aktionäre der Bank über schöne Gewinne, wenn es

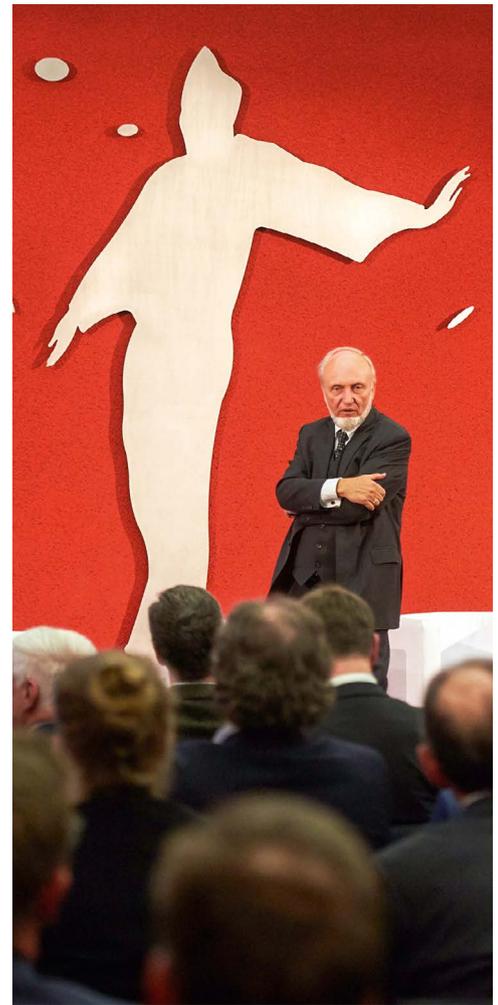
schief geht, trifft es die Gemeinschaft der Einlagensicherer.

Das ist nicht nur theoretisch, sondern ganz praktisch, wie man an den Vereinigten Staaten sieht. Die USA hatten in den 1980er-Jahren die sogenannte *Savings-and-Loan-Krise*. Die dortigen Sparkassen hatten sich im Übermaß bei ihren Kunden Gelder besorgt und damit gewagte Geschäfte getätigt. Es ergaben sich enorme Verluste und über 1000 Sparkassen gingen Pleite. Den amerikanischen Staat kostete das damals über 100 Milliarden Dollar. In einem Untersuchungsbericht des Kongresses aus dem Jahr 1993 steht, dass die Einlagensicherung der amerikanischen Sparkassen diese »Zockerei« hervorgehufen hat. Der ökonomische Fachbegriff dafür lautet *Gambling for resurrection*. Wenn Sie es so wollen, dann steht schon bei Karl Marx, dass die Banken davon profitieren, dass sie sich asymmetrisch an Gewinnen und Verlusten beteiligen. Wenn es gut geht, wird es



privatisiert, wenn es schlecht geht,
dann verlieren die Gläubiger der Bank
ihr Geld bzw. – in unserem Fall – trägt
die Einlagensicherung die Lasten.
Man sollte es daher auch dann nicht
machen, wenn die Altlasten bereinigt
sind. Das ist meine These.

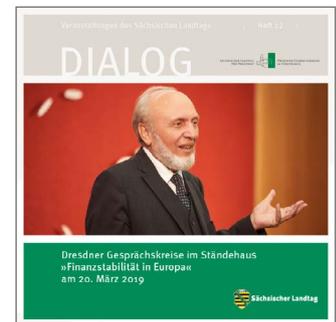
Christoph Ulrich: Herzlichen Dank,
meine Herren, für diese kurze Runde.





Die Schriftenreihe »DIALOG« dokumentiert die »Dresdner Gesprächskreise im Ständehaus«.

Folgende Dokumentationen sind erschienen:



Die einzelnen Hefte können bei Interesse kostenfrei unter www.landtag.sachsen.de, per E-Mail unter publikation@slt.sachsen.de oder per Post bestellt werden, soweit sie noch nicht vergriffen sind. In der Bibliothek des Sächsischen Landtags stehen sie ebenfalls zur Ansicht zur Verfügung.

- Heft 1: »Amerika und Europa –
Folgt der Finanzkrise die Staatskrise?«
am 18. Januar 2011
- Heft 2: »Parteiendemokratie in Deutschland –
Gesicht und Substanz des politischen Personals«
am 19. Juni 2012
- Heft 3: »Identität und Föderalität:
Europas Wege aus der Krise«
am 5. Juni 2012 im Plenarsaal
- Heft 4: Fachtagung »Sächsische
Landtagsgeschichte im Vergleich«
am 28. März 2012
- Heft 5: »Umbruch jüdischen Lebens in Deutschland
nach der Wiedervereinigung«
am 6. März 2013
- Heft 6: »Staatsverschuldung im Kontext der
europäischen Währungsunion –
Neuverschuldungsverbot im Freistaat Sachsen«
am 25. September 2013
- Heft 7: »Politik und Medien – bürgernah und ehrlich!?«
am 26. Mai 2015
- Heft 8: Graduiertenkolleg »Geschichte sächsischer Landtage«
vom 28. bis 30. Oktober 2015
- Heft 9: »TTIP – Chancen und Risiken
transatlantischen Freihandels«
am 7. Juni 2016
- Heft 10: »Respektvoller Umgang im politischen Streit«
am 31. Januar 2017
- Heft 11: »Wie weiter mit Europa? – Die Sicht der Regionen«
am 18. September 2018
- Heft 12: »Finanzstabilität in Europa«
am 20. März 2019



Sächsischer Landtag

