

Ergebnisse der Strategiesitzung 2011 der Kuratoren der ifo-Freundesgesellschaft und des Vorstands des ifo Instituts in Bogenberg, Obertaufkirchen, am 15. Oktober 2011

**In einer gemeinsamen Sitzung haben sich Kuratoren der ifo-Freundesgesellschaft und der Vorstand des ifo Instituts mit der Situation der Europäischen Währungsunion befasst. Aus Sorge um Deutschland und Europa veröffentlichen die Unterzeichner die folgende Erklärung, in der die Ergebnisse der Diskussion zusammengefasst sind.**

## Kurzfassung

1. Der Euro hat seine Krise selbst verursacht, weil er eine Zinskonvergenz einleitete, zu viel billiges Kapital in die früheren Hochzinsländer lenkte, die Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder durch Inflation unterminierte und so riesige Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen der Euroländer schuf.
2. Deutschland ist keinesfalls Eurogewinner, sondern war vielmehr beim Wirtschaftswachstum, den Investitionen und der Beschäftigung Schlusslicht, nachdem der Euro eingeführt wurde.
3. Der Euro leidet nicht unter einer bloßen Vertrauenskrise, die durch eine Beruhigung der Märkte gelöst werden kann, sondern unter einer tiefgreifenden Strukturkrise, die durch die Ausweitung der öffentlichen Finanzhilfen verlängert wird.
4. Schon seit dem Herbst 2007, lange vor dem Beginn der offiziellen Rettungsaktionen, haben sich die Krisenländer selbst finanzieren können, weil ihnen das Eurosystem den Zugang zur jeweils landeseigenen Notenpresse bot (Target-Kredite).
5. Exportüberschüsse schaffen keine realen Werte, solange damit Forderungen gegen Länder erworben werden, die letztlich ihre Schulden nicht bezahlen können, insbesondere dann nicht, wenn es sich dabei, wie im Fall der deutschen Exportüberschüsse in die Eurozone, um bloße Ausgleichsforderungen der Bundesbank gegen die EZB handelt (Target-Forderungen).
6. Der EZB-Rat hat sein Mandat überschritten, als er den nationalen Notenbanken, vorrangig der Bundesbank, die Aufgabe übertrug, die öffentliche und private Verschuldung anderer Länder zu finanzieren.
7. Deutschland haftet für die Rettungsaktionen nicht mit 211 Mrd. Euro, wie häufig gesagt wird, sondern unter Einbeziehung der viel umfangreicheren Rettungsaktionen der EZB schon bald mit 600 Mrd. Euro.
8. Die Target-Kredite und der Kauf von Staatspapieren durch das EZB-System verlagern das Anlagerisiko privater Investoren und Banken auf die Steuerzahler der soliden Länder und beschwören massive Gefahren für den Euro herauf, weil sie den Schuldnerländern Anreize bieten, sich im EZB-Rat für eine Inflationspolitik einzusetzen, um sich so ihrer Rückzahlungsverpflichtungen gegenüber dem Ausland zu entziehen.
9. Eurobonds unterminieren die Schuldendisziplin, führen zu exzessiven Zinslasten für den deutschen Staat und induzieren neue Kapitalströme in Europa, durch die die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte verstärkt werden.
10. Nur eine Politik der restriktiven Rettung, die die Rettungsgelder knapp hält, bietet den überschuldeten Staaten Anreize, kürzer zu treten und ihre Wettbewerbsfähigkeit durch Preis- und Lohnzurückhaltung selbst zu verbessern.
11. Da die Krisenländer 40% der Bevölkerung der Eurozone umfassen, würde sich Deutschland mit der Zustimmung zu einer europäischen Transferunion finanziell übernehmen und seinen Bürgern substanzielle Wohlstandsverluste auferlegen.
12. Ein Währungsraum braucht keine Garantien, die vor Konkursen schützen, sondern eine Gläubigerhaftung und eine entsprechende Spreizung der nationalen Zinsen nach der Bonität der Schuldner, weil die Defizitländer sonst zu viel Kapital importieren und zu hohe außenwirtschaftliche Ungleichgewichte resultieren.
13. Eine Politik, die darauf hinausläuft, Deutschland zum Gläubiger der Staaten Südeuropas zu machen, wird Unfrieden stiften.
14. Die Aufgabe der deutschen Politik ist es nicht, die Kapitalmärkte zu beruhigen, sondern die deutschen Bürger, dies schon deshalb nicht, weil erstere offenbar erst dann beruhigt sind, wenn letztere bereit sind, den institutionellen Investoren die toxischen Staatspapiere der peripheren Länder der Eurozone abzukaufen.
15. Die Eurozone braucht keine Wirtschaftsregierung, die direkt oder indirekt über den öffentlichen Kreditfluss in die Schuldenländer mitentscheidet und so vermeintliche Schuldenschranken in Kreditrechte umfunktioniert, sondern eine Begrenzung dieses öffentlichen Kreditflusses durch die Gläubigerstaaten.
16. Wenn Deutschland zu billig ist und über zu hohe Leistungsbilanzüberschüsse verfügt, so muss man den kreditgetriebenen Boom, der in Deutschland nach der Krise eingesetzt hat, gewähren lassen, anstatt ihn dadurch zu zerstören, dass man das störrische Kapital, das sich nicht mehr aus Deutschland heraustreibt, mit öffentlicher Hilfe her austreibt oder gar zulässt, dass der Investitionsstandort Deutschland durch von der EU dekretierte Lohnerhöhungen kaputt gemacht wird.

Die nachfolgenden Regeln sollte Deutschland bei einer Neuformulierung des EU-Vertrages zur Bedingung für seine Hilfen machen.

- a) Die EZB wird auf die reine Geldpolitik beschränkt.
- b) Die Verteilung der Stimmrechte und die Entscheidungsregeln im EZB-Rat werden revidiert.
- c) Target-Schulden sind wie in den USA einmal jährlich mit zinstragenden, marktgängigen Vermögensobjekten zu bezahlen.
- d) Der Rettungsschirm wird um einen klaren Krisenmechanismus und eine Insolvenzordnung ergänzt, die die Hilfsmaßnahmen der Staatengemeinschaft auf der Zeitachse definieren und begrenzen.
- e) Die Staatengemeinschaft konzentriert sich im Krisenfall auf Hilfen zur Verbesserung der Governance und der Wettbewerbsfähigkeit, und sie stellt einem finanziell bedrohten Land über akute Liquiditätshilfen hinaus keine Geldmittel zur Verfügung.
- f) Mittelfristig ist vorzusehen, dass Banken Staatspapiere mit Eigenkapital unterlegen und notfalls den Staat als Miteigentümer akzeptieren, wenn sie die Rekapitalisierung aus eigener Kraft nicht schaffen.
- g) Länder, die nicht in der Lage sind, ihre Schulden zurückzuzahlen, treten aus der Währungsunion aus.

### 1. Die Krisenursache

Die Europäische Währungsunion steckt in einer tiefen Strukturkrise, die ihre Ursache in einer übermäßigen privaten und öffentlichen Verschuldung der peripheren Länder hat. Dass es zu dieser Verschuldung kam, liegt am Euro selbst. Die Ankündigung und Einführung des Euro hat die Zinsen der Südländer auf das deutsche Niveau gesenkt, nicht zuletzt, weil eine fehlerhafte Regulierung die falsche Erwartung niedriger Anlagerisiken geschaffen hatte. Durch die niedrigen Zinsen ließen sich staatliche und private Akteure in den späteren Krisenländern zu einer übermäßigen Kreditaufnahme verleiten. Dadurch wurde ein künstlicher, kreditfinanzierter Wirtschaftsboom ausgelöst, der die Preise und Löhne viel rascher als in den anderen Euroländern ansteigen ließ, was die Importe erhöhte und die Exporte dämpfte. Es bildete sich eine Wirtschaftsblase, die die Preise und Löhne zum Teil weit über ihr langfristiges Gleichgewichtsniveau erhöhte. Die Blase platzte, als die Kapitalmärkte sich weigerten, die gewaltigen Leistungsbilanzdefizite, die so entstanden, weiterhin zu finanzieren. Heute stecken die ehemals boomenden Länder mit ihren überzogenen Preisen und Löhnen in einer tiefen strukturellen Krise und sind nicht mehr wettbewerbsfähig. Sie bräuchten jetzt eigentlich ein Realignment, also eine Neujustierung der Wechselkurse, wie man sie gelegentlich in Festkursssystemen vornimmt, um billiger zu werden, aber dieser Weg ist im Euro verbaut. Also bleibt nur die Möglichkeit, die

Löhne und Preise im Vergleich zu den Wettbewerbern zu senken oder dauerhaft Hilfen von anderen Ländern zu erbitten.

### 2. Eurogewinner Deutschland?

Deutschland war nicht der Gewinner des Euro, wie manche Politiker behaupten, sondern profitiert vom Freihandel. Der riesige Kapitalexport aus Deutschland in die Defizitländer, den der Euro mit sich brachte, ist eine wesentliche Ursache dafür, dass Deutschland lange Zeit die niedrigste Nettoinvestitionsquote aller OECD-Länder hatte, beim Wachstum die rote Laterne trug und eine Massenarbeitslosigkeit durchlebte, die die Regierung Schröder zu schmerzlichen Sozialreformen zwang. Vom Beginn der Zinskonvergenz, die schon im Jahr 1995 durch die Ankündigung des Euro eingeleitet wurde, bis zum Jahr 2007, dem letzten Jahr vor der Krise, war Deutschland vom dritten auf den elften Platz beim BIP pro Kopf der EU-Länder zurückgefallen. Die These, dass Deutschland in besonderer Weise vom Euro profitiert habe, ist angesichts dieser Fakten nicht haltbar.

Erst nach dem Ausbruch der Eurokrise, in den Jahren 2010 und 2011, konnte Deutschland ein überdurchschnittliches Wachstum realisieren. Aber das lag zum einen daran, dass es seine eigene Eurokrise durch eine jahrelange Zurückhaltung bei Löhnen und Preisen und die Anstrengungen der Wirtschaft überwunden hat, und zum anderen an einer Neueinschätzung der Auslandsrisiken, die die deutschen Investoren veranlasst hat, im vergleichsweise sicheren Heimathafen zu bleiben. In der Tat wurde der Konjunkturaufschwung der letzten zwei Jahre vor allem durch die Investitionen getrieben. Unser Land arbeitete sich deswegen vom elften auf den neunten Platz im Ranking der EU-Länder voran. Der Erfolg kam also nicht wegen des Euro zustande, sondern trotz des Euro und wegen dessen Krise.

### 3. Nur eine Vertrauenskrise?

Es handelt sich bei der Eurokrise nicht allein um eine Vertrauenskrise, die ihre Ursache in dysfunktionalen Märkten hat, wie es von Seiten der Schuldner und ihrer Gläubiger immer wieder behauptet wird, um die Taschen der Retter zu öffnen, sondern um eine klassische Zahlungsbilanzkrise, die aus überhöhten Preisen für Güter und Vermögensobjekte in den Defizitländern resultiert. Insofern ist der Versuch, die Krise durch eine Vergrößerung der Feuerkraft von Rettungssystemen in Schach zu halten, zum Scheitern verurteilt. In Wahrheit wird die fehlende Wettbewerbsfähigkeit der peripheren Länder dadurch verfestigt, denn solange öffentliche Mittel zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite zur Verfügung stehen, wird die nötige Korrektur der überhöhten Preise und Löhne unterbleiben. Außerdem wird die Kapitalflucht befördert, denn es wird ein einseitiges Abwärtsrisiko

für Vermögenswerte wie Immobilien, Firmen oder Wertpapiere erzeugt. Jeder weiß, dass diese Werte fallen werden, sobald sich die Taschen der Retter geleert haben. Die reichen Vermögensbesitzer der Krisenländer, die ihr Vermögen schon in Sicherheit gebracht haben, kaufen deshalb auch weiterhin lieber deutsche Firmen, Immobilien und Staatspapiere, als sich in ihrem Heimatland dem Risiko von Vermögensverlusten auszusetzen. So leeren sich dann die Taschen der Retter tatsächlich, ohne dass die strukturellen Ursachen der Krise gelöst werden, und letztendlich kollabiert das System.

#### 4. Eigenmächtige Selbsthilfe mit der Druckerpresse

Viele meinen, der Euroraum leide unter einer temporären Krise, die erst seit dem letzten Jahr zu Rettungsaktionen geführt hat. Davon kann nicht die Rede sein. Schon seit dem Herbst 2007 haben sich die Krisenländer in riesigem Umfang selbst mit der Notenpresse finanziert, was im Verein mit einer Verlagerung der Refinanzierungskredite des Zentralbankensystems einen öffentlichen Kapitalexpert von Deutschland in die Krisenländer bewirkte.

Bei der Bundesbank sind auf diese Weise Ausgleichsforderungen (Target) von bald 500 Mrd. Euro aufgelaufen, die niedrig verzinst sind und nicht fällig gestellt werden können. Hätte der Euroraum die Regeln des US-amerikanischen Währungssystems übernommen, hätte die Bundesbank statt dieser Ausgleichsforderungen von den Krisenländern marktgängige Wertpapiere erhalten. Das hätte den Hang, sich der Notenpresse zu bedienen, erheblich verringert.

Die Leistungsbilanzdefizite Griechenlands und Portugals wurden seit dem Herbst 2007 praktisch vollständig mit der Notenpresse finanziert, bis die Staatengemeinschaft schließlich mit den offenen Rettungsaktionen zu Hilfe kam. Die Eurozone befindet sich derzeit schon im fünften Jahr der Totalrettung dieser Länder. Im Falle Spaniens wurde ein erheblicher Teil der Leistungsbilanzdefizite finanziert. Irland druckte viel frisches Geld zur Kompensation der Kapitalflucht. Faktisch nahmen die Krisenländer ähnlich wie die USA seinerzeit im Bretton-Woods-System die Rolle von Reservewährungsländern im Euroraum ein, die ihre Finanzierungsdefizite gegenüber anderen Ländern mit selbst gedrucktem Geld statt mit Krediten zu Marktkonditionen schlossen.

Der EZB-Rat hat diesen Vorgang nicht nur toleriert, sondern durch eine Absenkung der Sicherheitsstandards für Refinanzierungskredite an die Banken tatkräftig unterstützt. Durch den Verzicht auf eine Mindestqualität der als Sicherheiten eingereichten Staatspapiere Griechenlands, Portugals und Irlands hat er mittelbar einer Monetisierung der Staatsschulden dieser Länder Vorschub geleistet.

Die Bundesbank hat die zuströmende Liquidität durch eine Verringerung ihrer Refinanzierungskredite und eine Kreditaufnahme bei den deutschen Banken wieder abgeschöpft und ist dabei zu einem Nettoschuldner des deutschen Bankensystems geworden.

Seit dem Sommer ist eine gewaltige Kapitalflucht von Italien nach Deutschland im Gang, bei der italienische Vermögensbesitzer mit neu gedrucktem Geld deutsche Firmen, Immobilien und Wertpapiere erwerben, während Deutschland sich im Austausch dafür mit dem Aufbau weiterer Target-Forderungen der Bundesbank gegen das EZB-System begnügen muss. Die Notenpresse in Italien läuft heiß, und bei der Bundesbank wird das hereinströmende Geld geschreddert. Es gibt bislang keine Grenze für diesen Prozess.

#### 5. Fehlende Gegenwerte

Die Selbsthilfe mit der Notenpresse hat Konsequenzen für die Beurteilung der deutschen Exportüberschüsse. Normalerweise kann ein Land, das Exportüberschüsse erwirtschaftet, dafür im Ausland Vermögenstitel erwerben, die ihm Zinseinnahmen und Gewinne verschaffen und bei Bedarf aufgelöst werden können, um die Versorgung auch im Falle einer eigenen Wirtschaftsschwäche zu sichern. Im Euroraum war es leider anders.

In den drei Jahren von 2008 bis 2010 hatte Deutschland gegenüber den anderen Euroländern einen Leistungsbilanzüberschuss von 264 Mrd. Euro. Dafür hat es in seiner Gesamtheit aber praktisch keine marktüblichen Vermögensansprüche gegen das Ausland wie zum Beispiel Fabriken, Immobilien oder Wertpapiere erhalten. Vielmehr wurde dieser Überschuss zu 255 Mrd. Euro oder 96% mit bloßen Target-Forderungen der Bundesbank gegen die EZB beglichen. Nur zu 4% wurden per saldo andere Forderungen erworben, wobei 2 dieser 4% auch noch auf Forderungen aus öffentlichen Rettungsaktionen zurückgehen.

Der private Sektor hat von dem Vorgang insofern profitiert, als seine Verschuldung gegenüber dem Bankensystem und der Bundesbank abnahm. Das mag vielen als ausreichende Kompensation für die Exportüberschüsse erscheinen. Indes hat die Bundesbank auf diese Weise inländische Forderungen gegen das deutsche Bankensystem in Auslandsforderungen gegen das EZB-System umgetauscht, von denen man nicht weiß, wie man sie eintreiben könnte, sollte der Euro auseinanderbrechen und die EZB abgewickelt werden. Die Rekapitalisierung der Bundesbank durch Steuererhöhungen, die in diesem Fall nötig ist, würde dann möglicherweise den gesamten privaten Vermögenszuwachs, der

durch die Exportüberschüsse der drei betrachteten Jahre entstand, vernichten.

Exportüberschüsse sind für sich allein kein Ausweis einer Gewinnerposition, wie die Politik behauptet. Sie nützen einem Land nur, wenn es dafür sichere und marktgerecht verzinsten Aktiva erwirbt, die es im Bedarfsfall zur Sicherung des Lebensstandards einsetzen kann, indem es entsprechende Leistungsbilanzdefizite realisiert. Müssen wir unsere Target-Forderungen gegen das EZB-System ganz oder teilweise abschreiben, dann wären unsere Exportüberschüsse mit den anderen Ländern der Eurozone insoweit Geschenke, die das Land nicht reicher gemacht haben. Die Bürger haben dann umsonst gearbeitet.

## 6. Mandatsüberschreitung

Beginnend mit dem Jahr 2010 hat die EZB die nationalen Zentralbanken zusätzlich beauftragt, Staatspapiere von Krisenländern zu kaufen. Allein in den letzten vier Monaten sind Käufe im Umfang von über 130 Mrd. Euro angeordnet worden. Insgesamt sind bis Ende November schon mehr als 200 Mrd. Euro zusammengekommen, wovon 27% von der Bundesbank getätigt werden mussten.

Damit wird das Verbot der Staatsfinanzierung verletzt, das in Artikel 123 der EU-Verträge ausgesprochen wird. Die beiden deutschen Repräsentanten im EZB-Rat sind aus Protest gegen diese Politik zurückgetreten. Bundespräsident Wulff hat der EZB vorgeworfen, den Maastrichter Vertrag zu umgehen. Der neue Bundesbank-Präsident Weidmann wehrt sich vergebens und wird, wie schon sein Vorgänger, stets im EZB-Rat überstimmt. Die Politik sollte darüber nicht zur Tagesordnung übergehen.

Die Finanzierungshilfen der EZB sind in ihrem Kern nicht geld-, sondern fiskalpolitischer Natur. Zum einen werden ja die Effekte auf die Geldmenge, wie die EZB selbst immer wieder betont, sterilisiert. Zum anderen verlagern diese Hilfen in riesigem Umfang Kapital und damit einhergehend Vermögensrisiken zwischen den Staaten der Eurozone. Sie hätten der Kontrolle der Parlamente bedurft.

Die Geschäftsgrundlage der EZB war es, das Bundesbankmodell zu übernehmen, und nicht, ihre Politik in Opposition zur Bundesbank durchzuboxen. Es ist ein Unding, dass der EZB-Rat, in dem Deutschland unterrepräsentiert ist, sich das Recht herausnimmt, einer Teilgruppe von Ländern die Möglichkeit zu geben, ihre außenwirtschaftlichen Finanzprobleme über längere Zeiträume hinweg mit der Notenpresse zu lösen. Was als Kontokorrentkredit gemeint war, kann nicht als Dauerfinanzierung genutzt werden. Wer das zulässt oder gar fördert, überschreitet sein Mandat.

Deutschland sitzt mit seinen Target-Forderungen in der Falle und käme aus dem Euro auch dann nicht mehr ungeschoren heraus, wenn es das wollte, denn geht der Euro zu Bruch, stehen etwa 500 Mrd. Euro an Forderungen gegen eine Institution im Raum, die es nicht mehr gibt. Unser Land ist durch den freien Zugang zur Notenpresse, den der EZB-Rat den überschuldeten Ländern verschafft hat, erpressbar geworden.

Zu den höchsten Prioritäten der deutschen Politik muss es deshalb gehören, die Regeln, nach denen die EZB arbeitet, in einem neuen EU-Vertrag zu ändern. Jedenfalls kann Deutschland keine Vertragsänderungen zustimmen, die eine Ausweitung der öffentlichen Rettungsaktionen vorsehen, wenn nicht zuvor, etwa in Form einer Übernahme der US-amerikanischen Regeln zur Bezahlung der Target-Salden mit marktgängigen Wertpapieren, Maßnahmen zur Eingrenzung der Selbstbedienung mit der Notenpresse vereinbart wurden.

Wenn die EZB tatsächlich befugt werden soll, eine Kreditvergabe zwischen den Staaten, sei es über die systematische Verlagerung der Geldschöpfungskredite zwischen den Ländern, sei es über die Käufe von Staatspapieren, vorzunehmen, dann braucht sie dafür eine Entscheidungsstruktur, wie sie auch bei den zwischenstaatlichen Rettungssystemen vereinbart wurde. Dort spiegeln die Stimmrechte die Haftungsstrukturen wider, und bei Grundsatzentscheidungen wird Einstimmigkeit verlangt.

## 7. Riesige Haftungssummen

Zu der Haftung durch die Risikopolitik der EZB sind seit dem letzten Jahr auch noch Haftungsrisiken durch die zwischenstaatlichen Rettungssysteme hinzugetreten. Die Politik nennt diese Haftungssummen, ohne zu erwähnen, dass sie nur einen Bruchteil dessen ausmachen, was Deutschland im Fall der Fälle wirklich zu schultern hätte. Statt nur für 211 Mrd. Euro haftet Deutschland, wenn man die anteiligen Verpflichtungen der Bundesbank und die schon gewährten Finanzhilfen mit einbezieht, in Wahrheit schon für bald 600 Mrd. Euro, und die Summe steigt von Tag zu Tag. Die bisher noch hohe Bonität unseres Landes bei den internationalen Kapitalanlegern ist ernsthaft bedroht.

Die Politik versteift sich auf die Position, dass die Garantien im Zuge der Rettungsaktionen nicht gezogen werden, dass die Hebelung des Rettungsfonds nicht zu einer Erhöhung der Risiken für Deutschland führt und dass es keine Notwendigkeit geben wird, der Bundesbank neues Eigenkapital zum Ausgleich für Abschreibungsverluste zuzuführen. Diese Position ist nicht mehr glaubhaft. Wenn sie sich im Endeffekt doch bewahrheiten sollte, so nur deshalb, weil die Retter die Geretteten später mit offenen fis-

kalischen Transfers in die Lage versetzen werden, ihre Schulden zu bedienen, also insofern die Schulden selbst zurückzahlen.

Die Übernahme der Haftung in solch riesigem Ausmaß wird Unfrieden in Europa erzeugen. Sie wird eine Transferunion erzwingen, die eine schleichende Enteignung der deutschen Sparer bedeutet und das Vertrauen in die staatliche Ordnung unterminiert.

Wir befürchten, dass das, was wir sehen, erst der Anfang ist. Die Staatsschulden der Krisenländer (Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien) liegen derzeit bei 3,35 Billionen Euro. Systeme zu etablieren, die den Weg in die Ausweitung der Haftung möglich machen, halten wir für unverantwortlich. Dem darf die Bundesregierung nicht zustimmen.

## 8. Monetäre Staatsfinanzierung

Die neuerlich von EU-Präsident Barroso erhobenen Forderungen nach einer noch direkteren monetären Staatsfinanzierung, etwa über die Gewährung einer Banklizenz für den europäischen Rettungsfonds, sind gefährlich und öffnen die Büchse der Pandora. Wenn die Notenpresse in den unmittelbaren Dienst der Staatsfinanzierung gestellt wird, ist dem Missbrauch Tor und Tür geöffnet, was Deutschlands leidvolle Erfahrungen mit der Hyperinflation zur Zeit der Weimarer Republik beweisen.

Zum einen würde damit die Haftung der soliden Länder für die bereits aufgelaufenen Staatsschulden und Target-Kredite der Krisenländer noch weiter ausgedehnt. Hohe Abschreibungslasten, die der Staat zum Ersatz des Eigenkapitals der Bundesbank leisten muss, wären zu erwarten.

Zum anderen könnte die Notenbank ihr eigentliches Mandat, Geldwertstabilität zu sichern, nicht mehr erfüllen, weil die Anreize, in Zukunft tragfähige öffentliche Haushalte vorzulegen, noch weiter geschwächt werden. Die wachsenden Schuldenlasten würden im Verein mit den heute schon riesigen Target-Schulden einen immer stärkeren politischen Druck zur Flucht in die Inflation hervorrufen, dem sich die Notenbank im Endeffekt nicht widersetzen können.

Geldwertstabilität ist aber eine Grundvoraussetzung für den inneren Frieden einer Gesellschaft und auch für die Zukunft der Währungsunion. Genau aus diesen Gründen verbieten die EU-Verträge die monetäre Staatsfinanzierung. Die offensichtliche Rechtsbeugung, die nun von Seiten der EU-Kommission verlangt wird, untergräbt das Vertrauen in die Währungsunion und die Stabilität ihrer Währung. Gäbe man dem

Verlangen nach, wäre der Europäischen Währungsunion endgültig die Geschäftsgrundlage entzogen.

## 9. Eurobonds

Mit großer Sorge sehen wir auch die immer wieder von neuem vorgebrachten Vorschläge der EU, Eurobonds oder andere Gemeinschaftsfonds durchzusetzen. Eurobonds würden die massive Kapitalabwanderung aus Deutschland heraus, die das Wachstum lange beeinträchtigt hatte, wieder aktivieren und unser Land erneut zurückwerfen. Sie würden die überschuldeten Staaten der Peripherie anregen, neue Schulden zu machen, und die Bedingungen, die zur Krise des Euro geführt haben, perpetuieren. Insbesondere würden die Eurobonds die Kapitalströme in Europa wieder in Gang setzen und damit die Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den Ländern verfestigen.

Die heute von manchen als unerträglich hoch empfundenen Zinsen Italiens und Spaniens liegen im Bereich der Werte, die selbst Deutschland in den siebziger und achtziger Jahren hat zahlen müssen, und weit unter den Zinsen, die diese Länder vor dem Eintritt in den Euro entrichtet haben. Wir sind nicht der Meinung, dass die Märkte hier schon das Risiko übertreiben und dass deshalb Maßnahmen zur Begrenzung der Zinsen angebracht sind. Noch besteht die Chance, dass sich die Zinsen auf einem höheren Niveau stabilisieren.

Eurobonds kämen Deutschland extrem teuer zu stehen, weil für die deutsche Staatsschuld zusätzliche Zinskosten im Umfang von mehreren Dutzend Milliarden Euro pro Jahr anfielen. Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Haftung hat das Verfassungsgericht zu Recht verboten, und wenn Eurobonds mit anteiliger Haftung tatsächlich ein von den Märkten präferiertes Finanzinstrument wären, dann wären sie schon lange von privaten Investmentfonds angeboten worden.

Den Vorschlag des deutschen Sachverständigenrates, unter Umgehung des Maastrichter Vertrages einen europäischen Schuldentilgungsfonds einzurichten, beurteilen wir ähnlich. Die Vorstellung, ein solcher Fonds lasse sich mit verbindlichen Regeln zur Schuldentilgung ausstatten, wird der politischen Praxis nicht standhalten. Der Schuldentilgungsfonds wird bestenfalls als Wegbereiter für Eurobonds dienen, denn wenn Deutschland bereits für einen Teil der Schulden haftet, wird der Druck groß, auch noch für den anderen Teil zu haften, damit die Garantien für die Teilschuld zunächst noch nicht fällig werden. Der Schuldentilgungsfonds ist gefährlich für die Stabilität der Eurozone im Allgemeinen und der Bundesrepublik Deutschland im Besonderen.

## 10. Politik der restriktiven Rettung

Nur eine Politik der restriktiven Rettung, die die öffentlichen Mittel an überschuldete Länder knapp hält, eine Korrektur der fehlerhaften Preisstrukturen bewirkt und Konkurse bei Ländern zulässt, die sich trotz umfangreicher Liquiditätshilfen nicht selbst helfen können oder wollen, kann den Euro erhalten. Es muss einen Mittelweg zwischen der Verweigerung von Hilfe für bedrängte Nachbarstaaten und der Schaffung eines Selbstbedienungsladens für die Staatsfinanzierung geben.

Die Politik bewegt sich derzeit in die Richtung immer größerer Rettungssummen und glaubt, sie könne sich vor einem Missbrauch schützen, indem sie den Nehmerländern Auflagen macht, die den Entscheidungsspielraum der dortigen politischen Instanzen verringern. Das schafft Unfrieden, weil unpopuläre Maßnahmen dem Helfer zugerechnet werden und nicht den eigenen Fehlern. Deutschland und Europa geraten immer mehr in eine Rolle des Sündenbocks und werden die Zielscheibe von demagogischen Attacken.

Besser als Verhaltensvorschriften zu machen, ist es, die Rettungsmittel zu begrenzen. Nur dann kann man den Mittelweg glaubhaft beschreiten. Man muss in diesem Fall aber zulassen, dass Länder, denen die nur begrenzt zur Verfügung stehenden Hilfsmittel nicht reichen und die zur Erlangung ihrer Wettbewerbsfähigkeit zu großen Preissenkungen ausgesetzt wären, aus der Währungsunion austreten.

## 11. Transferunion?

Wenn Deutschland die Möglichkeit einer Gläubigerbeteiligung oder eines Austritts aus der Währungsunion ausschließt, gibt es zu erkennen, dass es bereit ist, Länder, die nicht wettbewerbsfähig sind, dauerhaft und um jeden Preis zu stützen. Das ist der sichere Weg in die Transferunion. Angesichts der relativen Größe der Bevölkerung der Krisenländer, immerhin 40% der Gesamtbevölkerung des Euroraums, halten wir diesen Weg für nicht gangbar.

Der manchmal angeführte Vergleich mit den neuen Bundesländern ist nicht zulässig, denn zum einen lebten dort seinerzeit nur etwa 20% der gesamtdeutschen Bevölkerung und zum anderen benötigen die neuen Bundesländer auch heute noch erhebliche öffentliche Mittel aus dem Westen. Man kann das Geld immer nur einmal ausgeben.

Wenn der Weg in die Transferunion aber dennoch gegangen werden soll, müssen zuvor sehr viel weitergehende Reformen beschlossen werden, die eine gemeinsame europäische, bundesstaatlich organisierte Nation begrün-

den und auch anderen Ländern erhebliche Zugeständnisse abverlangen. Dazu gehören nicht zuletzt die vollständige Zusammenfassung der Streitkräfte unter gemeinschaftlicher Befehlsgewalt, eine gemeinsame Außenpolitik und die weitgehende Aufgabe der einzelstaatlichen Autonomie. Dies ist allenfalls langfristig zu erreichen. Im Übrigen müsste sichergestellt werden, dass die Transfers von den reichen an die armen Staaten gehen und nicht wie in der gegenwärtigen Konstruktion von den Regeltreuen an die Regelbrecher.

## 12. Zinsspreizung und Leistungsbilanzsalden

Europa ist heute noch weit entfernt davon, eine gemeinsame Nation zu bilden. Aber selbst wenn die Bildung einer Nation gelänge, wäre eine gegenseitige Haftung für die Schulden der Teilstaaten schädlich. Das zeigt das Beispiel erfolgreicher politischer Unionen wie der USA und der Schweiz. In den USA musste erst eine Reihe von Staaten in Konkurs gehen, bis allen klar war, dass es keine gegenseitigen Hilfen gibt. Auch diese Klarheit hat dazu beigetragen, die Schulden der Einzelstaaten in engen Grenzen zu halten.

Exzessive außenwirtschaftliche Ungleichgewichte im Euroraum lassen sich nur vermeiden, wenn man auf den Haftungsverbund verzichtet und stattdessen die Marktkontrolle über die Kapitalströme erhält. Nur wenn die Möglichkeit des Staatsbankrotts im Falle der Überschuldung besteht, führt eine wachsende Verschuldung zu einem Zinsanstieg, der das Interesse an eben dieser Verschuldung bei den Schuldnern begrenzt und Disziplin erzwingt. Und nur bei einer solchen Selbstkontrolle des Kapitalmarktes lässt sich verhindern, dass die Wirtschaft der Kreditnehmer überhitzt, während jene der Kreditgeber in die Flaute gerät, was die häufig beklagten Ungleichgewichte bei den Leistungsbilanzen zur Folge hätte.

Man muss der Versuchung, die eigenen Ausgaben mit Schulden zu finanzieren, entgegenwirken, anstatt sie durch eine Politik der Zinsangleichung von neuem zu wecken. Es gibt kein Anrecht auf niedrige Zinsen als Mitglied der Eurozone, das man auf politischem Wege befriedigen müsste. Niedrige Zinsen sind ein Vorteil, den man sich erarbeiten muss.

## 13. Programmierte Konflikte

Offensichtlich sind einige Mitglieder der Währungsunion teils nicht fähig, teils nicht willens, die mit einer Währungsunion verbundenen gesamtwirtschaftlichen Konvergenzanstrengungen politisch umzusetzen. Im Verein mit ihren Gläubigern, die sich verspekuliert haben, versuchen sie nun in Form des europäischen Rettungsfonds einen Käufer für die toxisch gewordenen Staatspapiere zu finden.

Das schafft zwar zunächst Ruhe auf den Märkten, doch werden damit die Risiken, die aus einem überzogenen privaten und staatlichen Konsum der unsoliden Länder entstanden sind, den soliden Ländern aufgebürdet. Letztlich müssen sie nun an die Stelle der bisherigen Gläubiger der Schuldenländer treten und versuchen, die säumigen Schulden einzutreiben. Streit und Zwietracht zwischen den Völkern Europas sind auf diese Weise vorprogrammiert. Die Bundesrepublik Deutschland sollte sich daraus so weit wie möglich heraushalten.

#### 14. Beruhigung der Kapitalmärkte oder der Bürger?

Viele Bürger misstrauen einer Politik, die ihre Versprechungen und Ankündigungen in immer kürzeren Zeitabständen revidiert und das Maß für die Dinge zu verlieren droht. Wir übersehen nicht, dass die deutsche Politik gegenüber dem geballten Interesse der internationalen Finanzmärkte und der Schuldenstaaten einen schweren Stand hat. Aber wir verlangen von ihr eine vorurteilslose Diskussion der verschiedenen noch möglichen Wege und auch die Größe, bisherige Fehler und Fehleinschätzungen offen einzugestehen. Wenn man einen falschen Weg genommen hat und sieht, dass man dem Ziel nicht näher kommt, muss man innehalten, ein Stück zurück gehen und dann einen neuen Weg beschreiten. Es macht dann keinen Sinn, noch beherzter voran zu schreiten.

Eine Fortführung der bisherigen Politik wird Deutschland überfordern und ärmer machen, gerade auch, wenn es ihr gelingen sollte, die Kapitalanleger zu beruhigen, indem sie ihnen ihre toxischen Staatspapiere abnimmt. Sie verlagert die Lasten auf unsere Kinder und verringert ihre Möglichkeiten, in wirtschaftlicher Prosperität und sozialem Frieden zu leben.

#### 15. Institutionelle Schuldenschränken

Die Politik hofft, dass sich Schuldendisziplin auch im Falle einer gemeinschaftlichen Haftung für die Schulden durch politische Schuldenschränken im Zuge einer Fiskalunion erreichen lässt. Nach den Erfahrungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt halten wir diese Hoffnung für verfehlt.

Politische Schuldenschränken sind zwar nicht schädlich. Doch ist die Zeit, als es darum ging, übermütige Gläubiger und Schuldner zu bändigen, lange vorbei. Die Kapitalmärkte sind heute ohnehin nicht mehr bereit, alle Finanzierungswünsche der Krisenländer zu erfüllen, und deshalb kommt der ausländische Kredit im Wesentlichen über die Instrumente der Gemeinschaftsfinanzierung zustande. Um bei

solchen Verhältnissen Schuldendisziplin einzufordern, benötigt man keine politischen Schranken, an deren Definition die Kreditnehmer selbst mitwirken. Vielmehr reicht die Begrenzung der Kreditvergabe durch die öffentlichen Gläubiger vollkommen aus.

Eine Fiskalunion mit verbesserten Eingriffsrechten der EU oder zwischenstaatlichen Instanzen wird, so befürchten wir, das Gegenteil von dem bewirken, was die Bundesregierung bezweckt. Sie wird die Kreditvergabe zwischen den Staaten eher erleichtern, wenn nicht sogar steigern, weil sie den Defizitländern die politische Mitsprache beim Zugriff auf die Kredite des Rettungsfonds gibt.

#### 16. Zu viel Wettbewerbsfähigkeit?

Als besonders problematisch sehen wir es in diesem Zusammenhang an, dass die EU die Lohnstückkosten der europäischen Länder durch Politikmaßnahmen beeinflussen will. Die damalige französische Finanzministerin Christine Lagarde hatte ja schon im letzten Jahr gefordert, dass Deutschland seine Löhne erhöhen möge, um so seine Wettbewerbsfähigkeit zugunsten seiner Wettbewerber zu verschlechtern. Die zunächst vorgesehenen Strafen der EU für Länder, die zu geringe Lohnstückkosten haben, hat die Bundesregierung zwar abwehren können, doch stehen die Kritik an der angeblich ungerechtfertigten Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft sowie der Versuch, sie durch oktroyierte Lohnerhöhungen zu verringern, im Raum. Wir lehnen diese Überlegungen ab. Es ist grundsätzlich nicht Aufgabe des Staates, in die Preis- und Lohnstrukturen der Marktwirtschaft einzugreifen, weil dadurch die Lenkungsfunktion der Preise und Löhne verfälscht wird.

Die Orientierung der Politik an Lohnstückkosten verkennt auch, dass die Unterschiede in den Lohnstückkosten in Europa großenteils durch Kapitalbewegungen zustande kamen, die, wie erläutert, ihrerseits das Ergebnis der durch falsche Erwartungen und eine falsche Bankenregulierung erzeugten Zinskonvergenz waren. Wenn man die Lohnstückkostenunterschiede verringern will, muss man zulassen, dass die Krisenländer sich verbilligen, aber damit das passiert, darf man den Kapitalfluss zwischen den Ländern nicht durch überzogene Rettungsaktionen und gemeinschaftlich besicherte Finanzierungsinstrumente fördern, die in den Zustand der Zinsgleichheit zurückführen und damit die Wachstumskräfte abermals von Deutschland in die Peripherie verlagern. Wenn man will, dass Deutschland mehr und die Südländer weniger importieren, darf man die Selbstkorrektur des europäischen Kapitalmarktes, die nach der Krise eingesetzt hat, indem wieder mehr Kapital in Deutschland investiert wird, nicht abblocken. Wer das Kapital, das aus freien Stücken nicht mehr

aus Deutschland heraus will, durch staatliche Maßnahmen heraufstreibt, erhält die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in Europa.

Durch politische Maßnahmen erzwungene Lohnerhöhungen werden zwar den deutschen Export schwächen, doch werden sie auf dem Wege über eine Schwächung, wenn nicht Kontraktion der deutschen Wirtschaft auch die Importe verringern, so dass nicht einmal zu erwarten ist, dass der deutsche Exportüberschuss abgebaut werden kann. Was die anderen Länder an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen, könnten ihnen durch die Verminderung der deutschen Nachfrage nach ihren Produkten verlorengehen.

### 17. Eine Agenda-Liste

Nur die Bekämpfung der eigentlichen volkswirtschaftlichen Ursachen kann eine Lösung der Krise bringen. Nur die Symptome der Krankheit zu kurieren ist sinnlos. Da es politisch kein Zurück zum völligen Ausschluss gegenseitiger Haftungen mehr gibt, muss auf jeden Fall Folgendes erreicht werden.

- a) Die EZB wird wieder auf die reine Geldpolitik beschränkt. Sie kann in Europa nicht die Aufgabe übernehmen, die nationalen Bankensysteme oder gar die Staaten zu stabilisieren. Das ist ausschließlich die Aufgabe der Einzelstaaten beziehungsweise der Staatengemeinschaft selbst. Solange die EZB durch ihre Politik fiskalische und sonstige Lasten zwischen den Staaten verschieben kann, unterminiert und präjudiziert sie die Entscheidungen der Parlamente.
- b) Die Entscheidungsregeln und die Verteilung der Stimmrechte im EZB-Rat sind zu ändern. Es geht nicht an, dass ein Gremium, in dem die Stimmrechte vollständig von der Haftung entkoppelt sind, mit einfacher Mehrheit Maßnahmen beschließt, die Deutschland Haftungsrisiken von hunderten von Milliarden Euro aufbürden.
- c) Die Target-Verrechnungssalden zwischen den nationalen Notenbanken müssen ab sofort jährlich durch marktfähige Vermögenswerte wie in den USA ausgeglichen werden, um sicherzustellen, dass die Notenpresse in den nationalen Zentralbanken mittelfristig nur in dem Maße in Anspruch genommen wird, wie es für die jeweilige nationale Geldversorgung notwendig ist. Für bisher aufgelaufene Salden ist eine längerfristige Tilgung vorzusehen. Wenn der einfache Zugriff auf die Notenpresse nicht abgeblockt wird, ist der Weg in die Eurobonds und eine Transferunion vorbestimmt.
- d) Eine klar definierte Abfolge von Hilfen und Maßnahmen nach dem Vorschlag der European Economic Advisory Group ist zwischen den Eurostaaten vertraglich festzulegen. Wenn ein Land außerstande ist, fällig gewordene Staatspapiere zu bezahlen, müssen zunächst die Investoren haften. Die Staatengemeinschaft darf nur zur Vermeidung exzessiver Risiken herangezogen werden, und auch dieser Schutz ist auf einen bestimmten Anteil des BIP zu begrenzen. Nur so lässt sich der Anreiz zur Sorgfalt mit dem Ziel verbinden, im Krisenfall eine Panik der Märkte zu verhindern.
- e) Die EU sollte den bedrängten Ländern bei der Überwindung ihrer Wettbewerbsprobleme helfen und ihnen Perspektiven für eine wirtschaftliche Gesundung eröffnen. Dazu gehören Hilfen für den Aufbau einer Steuerverwaltung und eines funktionierenden Rechtssystems genauso wie Maßnahmen, die die jeweiligen Regierungen dabei unterstützen, Staatsvermögen zu privatisieren und Reformen zur Erhöhung der Lohn- und Preisflexibilität durchzusetzen. Gemeinschaftliche Hilfen, die über die in Punkt d) genannten Hilfen hinausgehen, sind indes nicht zielführend, weil sie eine Abhängigkeit von solchen Hilfen und einen Automatismus erzeugen, dem sich die Geberländer nicht mehr entziehen können.
- f) Die Banken müssen ausreichend Eigenkapital vorhalten, um nicht bei größeren Kreditausfällen staatlicher und privater Schuldner in eine Schieflage zu geraten. Sonst können die Banken die Staaten weiterhin de facto erpressen, ihnen zu helfen, um die volkswirtschaftlichen Kosten eines Zusammenbruchs des Bankensystems zu vermeiden. Eine höhere Eigenkapitalausstattung vermindert den Anreiz zur Spekulation, und sie schafft im Krisenfall einen Puffer, der Verluste auffangen kann. Auch Staatspapiere und Kredite an andere Banken sind ausfallbehaftet und müssen je nach der Höhe des länderspezifischen Risikos mittelfristig mit Eigenkapital unterlegt werden, wie es bei Krediten an normale mittelständische Firmen üblich ist. Das verteuert den Staatskredit und den Interbankenhandel, ist aber notwendig, um das Bankensystem und die Staaten zu stabilisieren. Soweit sich die Banken das notwendige Eigenkapital nicht auf den Märkten beschaffen können, ist eine staatliche Zwangsrekapitalisierung durch Ausgabe von Aktien oder ähnliche Maßnahmen vorzusehen, um einerseits eine Kreditklemme zu vermeiden und andererseits dem Staat die Chance zu geben, an einer eventuellen Wertsteigerung der Banken teilzuhaben.
- g) Euroländern, die dauerhaft nicht willens oder objektiv nicht in der Lage sind, die notwendigen Maßnahmen zum Abbau der Ungleichgewichte und der Verschuldung vorzunehmen, ist die Möglichkeit einzuräumen, aus der Eurozone auszutreten und in den Status der anderen, nicht der Eurozone angehörigen EU-Mitgliedsländer zurückzukehren. Der Austritt aus der Eurozone ist im Falle eines Staatsbankrotts als Regel vorzusehen. Die entsprechenden Verfahren sind in den Verträgen festzulegen. Nur eine Währungsunion, die ein freiwilliger Staatenbund unter Respekt der gegenseitig gegebenen Regeln bleibt, hat dauerhaft Bestand.

**Unterzeichner**

Prof. Dr. h.c. Roland **Berger**, Vorsitzender der Freundesgesellschaft des ifo Instituts (Honorary Chairman, Roland Berger Strategy Consultants GmbH)

Dr. Aldo **Belloni**, Stellv. Vorsitzender (Mitglied des Vorstands, Linde AG)

Dr. Wolfgang **Sprißler**, Schatzmeister (ehemaliger Vorstandssprecher, HVB)

Dr. Eckhard **Cordes** (Vorstandsvorsitzender, Metro AG)

Dr. Jürgen **Hofmann** (Generalsekretär, Wirtschaftsbeirat Bayern)

Dr. Dirk **Ippen** (Zeitungsverleger, u.a. Münchner Merkur)

Dr. Fritz **Kempter** (Rechtsanwalt, Präsident des Verbands Freier Berufe in Bayern e.V.)

Meinhard **Knoche** (Mitglied des Vorstands, ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung)

Michael **Kozikowski** (Mitglied des Vorstands, KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft)

Prof. Dr. Klaus **Mangold** (Internationale Wirtschaftsberatungsgesellschaft mbH)

Prof. Dr. Georg **Milbradt** (Sächsischer Ministerpräsident a.D., TU Dresden)

Alexander **Rittweger** (Geschäftsführer, Loyalty Partner GmbH)

Dirk **Roßmann** (Geschäftsführer, Dirk Rossmann GmbH)

Prof. Dr. Dres. h.c. Hans-Werner **Sinn** (Präsident, ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung und LMU München)

Dr. Dieter **Soltmann** (ehem. Präsident des Wirtschaftsbeirats der Union)

Heinz Hermann **Thiele** (Vorsitzender des Aufsichtsrats, Knorr-Bremse AG)

Dr. Peter-Alexander **Wacker** (Vorsitzender des Aufsichtsrats, Wacker Chemie AG)

Georg von **Werz** (Vorstandsvorsitzender, Pramerica Real Estate International AG)

Dr. Otto **Wiesheu** (Präsident, Wirtschaftsbeirat Bayern)

Dr.-Ing. E.h. Manfred **Wittenstein** (Vorstandsvorsitzender, Wittenstein AG)

Ewald **Woste** (Vorstandsvorsitzender, Thüga AG)