

# **BEOBACHTUNGEN ZUR ZEIT**

No 21

## **Coronomics: Neustart nach dem Corona-Schock**

von Dr. Daniel Stelter

Was möglicherweise auf einem Markt in der zentralchinesischen Millionenstadt Wuhan begann, hat sich zu einer weltweiten Pandemie entwickelt. Das Coronavirus SARS-CoV-2 hat sich von hier in rasender Geschwindigkeit in fast alle Erdteile ausgebreitet. Besonders Europa und die Vereinigten Staaten sind von der durch das Virus ausgelösten Lungenkrankheit COVID-19 mit Millionen Infizierten und hunderttausenden Toten betroffen. In vielen Ländern wurden drastische Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie ergriffen. Mit fatalen Folgen für die globale Ökonomie.

Die Welt befindet sich in der schwersten Wirtschaftskrise seit der Großen Depression der 1930er Jahre. Der Kampf gegen das Corona-Virus hinterlässt tiefe Spuren in der Wirtschaft und die Folgen werden uns noch auf Jahrzehnte beschäftigen. Wirtschaftspolitische Maßnahmen, die noch vor wenigen Wochen undenkbar erschienen, werden inzwischen umgesetzt oder bahnen sich an. Im Kampf gegen eine Weltwirtschaftskrise historischen Ausmaßes werden bisherige Grundsätze aufgegeben. Schon vor COVID-19 hat es erhebliche wirtschaftliche Probleme gegeben und die Welt war ohnehin auf dem Kurs zur Monetarisierung der viel zu hohen Schulden, nun aber liefert das Virus die perfekte Begründung für die direkte Finanzierung der Staaten durch die Notenbanken und dient zugleich als Katalysator für die Entwicklung: Es kommt alles viel schneller als gedacht.

Deutschland muss sich auf diese Entwicklung einstellen. Eine neue Wirtschaftspolitik ist gefordert. Das ist Chance und Risiko zugleich. Weigert sich die Politik nach den neuen Regeln zu spielen, dürfte Deutschland der große Verlierer sein. Noch können wir das verhindern.

## Keine normale Krise

Das Virus hat einen sogenannten „exogenen Schock“ für die Wirtschaft ausgelöst. Plötzlich ändern sich die Rahmenbedingungen, die zuvor galten, grundsätzlich. Dabei unterscheidet man:

- **Exogene Schocks des Angebots:** Das angebotene Volumen an Gütern und Dienstleistungen ändert sich deutlich. Zwei Beispiele für einen negativen Schock: Der Ölpreisschock der 1970er-Jahre, als Öl plötzlich deutlich teurer wurde. Dieser Preisanstieg schlug auf die Gesamtwirtschaft durch. Auch die Öffnung Osteuropas und Chinas für den Weltmarkt war aus ökonomischer Sicht ein Schock, diesmal durch das Vergrößern des weltweiten Arbeitskräfteangebots. Dies führte zu Lohndruck in den Industrieländern.
- **Exogene Schocks der Nachfrage:** Das nachgefragte Volumen an Gütern und Dienstleistungen ändert sich deutlich. Dies wäre beispielsweise bei protektionistischen Maßnahmen der Fall, wenn neue Zölle die Nachfrage deutlich dämpfen.

Das Virus wirkte in der öffentlichen Wahrnehmung zunächst wie ein exogener Schock des Angebots. Das Schließen von Fabriken in China umfasste sehr schnell fast 90 Prozent der Exportkapazitäten des Landes und es war absehbar, dass aufgrund der internationalen Vernetzung der Produktionsketten sehr schnell in der ganzen Welt die Produktion ins Stocken gerät, weil Zulieferteile fehlen. Mit diesem Schock hätte man aus wirtschaftspolitischer Sicht noch recht einfach umgehen können. Man hätte den betroffenen Unternehmen Liquiditätshilfen zur Verfügung gestellt, die Mitarbeiter in Kurzarbeit geschickt und abgewartet. Irgendwann würden die fehlenden Teile schon kommen, man hätte dann entsprechend mehr produziert und den Ausfall in ein paar Wochen aufgeholt. Das war das, was man als „V“-Verlauf bezeichnet – der tiefe Einbruch, von dem alle zu Recht annehmen, dass er nur temporär ist.

Schon in dieser Phase gab es einen Nachfrageschock, den die Bevölkerung im Westen aber nicht groß wahrgenommen hat: Die Nachfrage in China brach deutlich ein, so zum Beispiel bei Autos um über 90 Prozent. Wenig verwun-

derlich, hat man doch in Quarantäne angesichts der medizinischen Herausforderungen andere Sorgen als den Kauf eines neuen Autos. Für Unternehmen, die nach China exportieren, war dies schon zu der Zeit, als es sich noch um eine regionale chinesische Virus-Epidemie zu handeln schien, ein massives Problem – vor allem für die deutsche Exportindustrie. China ist seit Langem einer der wichtigsten Handelspartner und lag mit 93 Milliarden Euro im Jahr 2018 auf dem dritten Platz hinter den USA und Frankreich. Ohne die stark gestiegenen Exporte nach China hätten wir in den vergangenen Jahren nicht so eine relativ gute Konjunktur erlebt.

Damit waren wir also schon bei der Gefahr eines „U“ für die Entwicklung der Wirtschaft angekommen. Ein Einbruch, der etwas länger braucht, um überwunden zu werden. Auch in diesem Szenario sind die Maßnahmen für die Politik einfach. Es gibt zwar viele Exporteure, doch sind diese bekannt und man hätte mit dem gleichen Maßnahmenmix an Liquiditätshilfen und Kurzarbeit das Problem gelöst. Bessere Zeiten wären nur eine Frage der Zeit gewesen.

Jetzt blieb das Virus allerdings nicht in China, sondern machte sich auf den Weg um die Welt. Während die direkten Nachbarländer Chinas – Taiwan, Vietnam, Singapur – sehr konsequent frühzeitig auf das neuartige Virus reagierten und Südkorea mit Tests, Quarantänemaßnahmen und einem sehr gut funktionierenden Gesundheitswesen die Epidemie in den Griff bekam, haben die westlichen Länder – rückblickend gesehen – zu leichtfertig auf die Krise reagiert. Die Folge: In den späteren Phasen der Pandemie musste mit noch härteren Maßnahmen dagegehalten werden.

Diese härteren Maßnahmen – die faktische Stilllegung des öffentlichen Lebens – entsprechen wiederum einem Angebotsschock (die Produktion von Waren und Dienstleistungen sinkt) und zugleich – und dies ist weitaus schlimmer – einem massiven Nachfrageschock. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sinkt deutlich – wenn man von der temporären Wirkung von Hamsterkäufen aller Art absieht.

## So eine Rezession gab es noch nie

Dieser Nachfrageeinbruch ist anders als „normale“ Nachfrageeinbrüche. Wir haben nicht nur zeitgleich einen Rückgang des Welthandels und damit der Exporte und der Inlandsnachfrage, sondern wir haben ein ganz anderes Muster des Rückgangs der Nachfrage. Eine normale Rezession trifft vor allem die Hersteller langlebiger Konsum- und Investitionsgüter sowie deren Lieferanten. Indirekt leiden dann auch alle anderen Sektoren der Wirtschaft – von Reiseveranstaltern bis zu Restaurants und Kinos. Die Corona-Rezession trifft alle. Dabei trifft sie vor allem die Teile der Wirtschaft, die sonst immer nachgelagert von Krisen getroffen wurden, und das mit voller Wucht.

Denken wir an einen Kinobetreiber: Mögen in Rezessionszeiten die Menschen sparen und etwas weniger ins Kino gehen, so hat das Kino weniger Einnahmen und wird vielleicht ein paar Mitarbeiter einsparen. Das ist im konkreten Fall ärgerlich, führt zu geringeren Gewinnen, eventuell sogar zu Verlusten, ist aber nur manchmal existenzbedrohend. Natürlich gibt es auch in normalen Rezessionen den einen oder anderen Konkurs von Unternehmen, doch dies ist – so schmerzhaft es im Einzelfall sein mag – ein normaler Ausleseprozess. Die stärkeren Unternehmen überleben und damit wird die Wirtschaft insgesamt wettbewerbsfähiger.

Heute haben wir es aber nicht mit Umsatzrückgängen von ein paar Prozent zu tun. Müssen Geschäfte, Hotels und Restaurants geschlossen werden, fliegt und fährt niemand mehr, weil alle zu Hause bleiben müssen, geht der Umsatz Richtung null. Dabei sind meistens schon Umsatzrückgänge ab zehn Prozent existenzgefährdend.

## Künstliches Koma wäre die Lösung gewesen

Damit kommen wir zur Frage, was denn zu tun wäre, um die Krise zu dämpfen und die Wiederholung einer Großen Depression zu vermeiden. Die Maßnahmen müssen meiner Meinung nach an dem Existenzproblem der Unter-

nehmen ansetzen, und zwar beginnend beim Einzelunternehmer bis hin zum Weltkonzern. Das zeigt bereits, wie schwierig es für die Politik ist, sind doch Rettungsaktionen für große Unternehmen viel leichter zu organisieren als für viele kleine Unternehmer. Da kann es gut sein, dass die Hilfe zu spät kommt.

Im März 2020 habe ich in verschiedenen Beiträgen erklärt, wie wir es machen könnten<sup>1</sup>:

Wir müssen als Gesellschaft den Umsatzausfall ersetzen. Künftigen Umsatz kennen wir nicht, aber wir kennen die Steuerzahler Deutschlands. Dabei haben wir verschiedene Gruppen von Steuerzahlern auf Einkommen.

- Bei Arbeitnehmern wird die Lohn- und Einkommenssteuer direkt an der Quelle abgezogen. Tritt Arbeitslosigkeit ein, wird Einkommen durch Sozialleistungen aufgefangen. Weitere unternehmerische Verpflichtungen sollten hier nicht bestehen, nur eventuelle private finanzielle Verpflichtungen aus Krediten.<sup>2</sup> Hier wäre es denkbar, dass wir pauschal die Arbeitslosengelder und die Kurzarbeiterzahlungen (bereits teilweise geschehen) deutlich erhöhen. Diese sollten ab Tag 1 bezahlt werden.
- Bei Selbstständigen und Unternehmen, die Einkommenssteuer bezahlen, sind die Einkünfte der vergangenen Jahre bekannt. Das Finanzamt kennt diese aus den Steuererklärungen der vergangenen Jahre. Hier sollte das Finanzamt in jedem Monat, den die Koma-Phase andauert, einen Betrag in Höhe von einem Zwölftel des Jahresumsatzes des letzten verfügbaren Jahres auf das Konto des Unternehmens überweisen.
- Bei Unternehmen, die Körperschaftsteuer bezahlen, wird genauso vorgegangen. Auch sie bekommen den Umsatz gutgeschrieben.

Entscheidend ist, dass dies ohne Antrag und ohne Bedürftigkeitsprüfung erfolgt. Alle werden so gestellt, als wäre nichts passiert.

Im kommenden Jahr müssen dann alle Bürger, die Zahlungen vom Staat erhielten, ihren Geschäftsverlauf des Jahres 2020 dem Fiskus erklären. Folgende Zahlungsverpflichtungen der Empfänger würden sich dann ergeben:

- Liegt der erzielte Umsatz – inklusive der erhaltenen Umsatzausfallzahlungen des Staates – auf Höhe des Umsatzes im Jahr 2019, behält der Empfänger die Zahlung und versteuert den sich ergebenden Gewinn.
- Liegt der erzielte Umsatz – inklusive der erhaltenen Umsatzausfallzahlungen – über dem Niveau von 2019, ist der Teil der Ausfallzahlungen zu erstatten, der nicht erforderlich war, um das Umsatzniveau 2019 zu halten.
- Wenn ein Unternehmen einen Teil oder den gesamten Umsatzausfallzuschuss des Staates behält, darf der Gewinn sich wie der Umsatz nur auf dem Niveau des Vergleichsjahres bewegen. Erzielt ein Unternehmen einen höheren Gewinn, so wird die Differenz zu 100 Prozent besteuert. Damit gibt es auch einen Anreiz, Mitarbeiter nicht zu entlassen.

So oder so ist in diesem Modell der Umsatz auf dem Niveau von 2019 garantiert. Unternehmer können die Erstattung der Umsatzausfallzahlung umgehend leisten, wenn sie nicht auf die Zahlungen angewiesen sind, spätestens bei Abgabe der Steuererklärung für das Jahr 2020 wären die unnötig zugeflossenen Gelder zurückzuzahlen. Die Politik könnte auch einen Anreiz geben, unnötige Umsatzausfallzahlungen sofort zurückzuzahlen, zum Beispiel, indem man bei Rückzahlung innerhalb eines Monats ein Skonto gewährt.

Der Vorteil einer solchen Vorgehensweise liegt auf der Hand: Sie wirkt wirtschaftlich wie das Koma, ist einfach umzusetzen und kann im Nachhinein, wenn die Krise überwunden ist, korrigiert werden, indem jene, die die Zahlung des Staates nicht benötigen, diese nach Abgabe der Einkommenssteuererklärung erstatten müssen.

Der entscheidende Vorteil ist, dass jedes Unternehmen weiß, welchen Umsatz es inklusive der Überweisung vom Staat erzielt. Niemand muss sich Sorgen machen, zu viele Schulden anzuhäufen, niemand damit rechnen, den Staat als Eigentümer zu bekommen. Vor allem ist es unbürokratisch und transparent. Die Mitarbeiter des Finanzamtes müssten für die Dauer der Krise auf diese Ausgabe konzentriert werden.

Die kurzfristige Finanzierung dieser Ausgaben ist im heutigen Nullzins-Umfeld gar kein Problem. Die Bundesregierung dürfte die Gelder umsonst be-

kommen oder gar daran verdienen. Die langfristige Finanzierung sollten wir im Zusammenhang mit der Eurozone klären.

## Die Politik hat leider auf Kredite gesetzt

Nachdem die Regierung – fälschlich – auf Kredite und Verstaatlichung setzte, um den Unternehmen zu helfen, sollten wir diese Kredite umgehend erlassen. International wurde so rasch gedacht; auch von Mario Draghi, bis vor Kurzem Präsident der EZB. In einem Gastbeitrag für die FINANCIAL TIMES forderte er für die Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen von COVID-19, dass Banken jedem Schuldner Geld leihen sollten, unabhängig von dessen Bonität und dies zu Selbstkosten – also ohne jegliche Differenzierung nach Risikoklassen. Dazu gehörte auch, die Kapitalregeln für Banken auszusetzen. Außerdem sollten „die Staaten die Verluste des Privatsektors übernehmen“ und akzeptieren, dass „deutlich höhere Staatsschulden einhergehen müssen mit der Annullierung privater Schulden“.<sup>3</sup>

Damit hat er recht. Die Vergabe von Krediten war ohnehin der falsche Weg, da Unternehmer alles versuchen werden, um die Kreditlast so gering wie möglich zu halten. Für viele Unternehmen sind schon geringfügige Kredite nicht nachhaltig tragbar, arbeiten sie doch mit geringen Eigenmitteln und wenig Liquidität. Muss nun die Wirtschaft nach dem Schock den Fokus auf das Tilgen von Krediten legen, fehlt das Geld für Investitionen, Innovation und den Ausbau des Geschäftes. Also gerade dann, wenn Unternehmen Geld ausgeben sollen, werden sie davon abgehalten.

Der Erlass von Schulden muss dabei rasch und effizient erfolgen, vor allem müssen die Regeln klar sein. Nur dann haben die Unternehmen Planungssicherheit. Die Unsicherheit belastet die Wirtschaft nämlich mindestens ebenso stark wie die finanziellen Lasten. Während einige bereits eine neue Treuhandanstalt in die Diskussion bringen, die die Vielzahl an staatlichen Beteiligungen und Forderungen verwalten soll, würde ich auch hier einen „Altlastenfonds Corona“ einrichten. Dieser würde sich, ausgestattet mit einer

Garantie der Bundesrepublik, über eine sehr lange Frist refinanzieren. Die Forderungen gegen den Privatsektor würden abgeschrieben, ebenso die Anteile des Staates an den Unternehmen.

Dieses Vorgehen wäre gerecht, weil es sich eben nicht um eine Krise handelt, die von den betroffenen Unternehmen verursacht wurde. Bei der Finanzkrise wäre es richtig gewesen, Banken im großen Stil zu verstaatlichen und die Aktionäre die Verluste tragen zu lassen. Denn das Geschäftsgebaren war ursächlich für die Krise. Bei COVID-19 handelt es sich um einen externen Schock, der Unternehmen sehr unterschiedlich getroffen hat. Natürlich gibt es im Einzelfall Unternehmen, die vor der Krise mit zu geringem Eigenkapital gearbeitet haben. Die Unterscheidung im Nachhinein zu treffen, dürfte jedoch schwer bis unmöglich sein und einer raschen und unbürokratischen Lösung im Wege stehen. Hier gilt, dass es eben keine vollkommene Gerechtigkeit geben kann.

### **Wer soll das bezahlen?**

Es besteht die große Gefahr, dass die Politik alles daransetzen wird, die offiziell ausgewiesene Staatsverschuldung nach unten zu bringen. So bekräftigte Wirtschaftsminister Peter Altmaier in mehreren Interviews, dass die Regierung beabsichtigt, nach der Corona-Krise zur Politik des ausgeglichenen Haushalts zurückzukehren.

Trifft das zu, dann stehen wir vor einer weiteren Phase des „Sparens“. Ein eklatanter Fehler. Es droht ein Szenario mit steigenden Steuern und Abgaben, während die Unternehmen gleichzeitig sparen, um die in der Krise aufgelaufenen Schulden abzutragen. Und der Staat wird sich mit dringend erforderlichen Investitionen zurückhalten – mehr noch als in den letzten 15 Jahren. Dies ist das Rezept für niedriges Wachstum, zunehmende Verteilungskonflikte und vor allem ein Anreiz für Unternehmen, im Ausland, statt im Inland zu investieren.

Dies würde nicht nur das Wachstum auf Jahre hinaus belasten, sondern auch die Zukunftsfähigkeit des Landes weiter mindern. Schon heute liegt Deutsch-

land bei den Themen Digitalisierung und Mobilfunkabdeckung weit zurück. Die fehlgeschlagene Energiewende belastet die Wirtschaft erheblich, zahlen wir doch die höchsten Strompreise Europas. Diese Themen sind dringend anzugehen und erfordern mehr und nicht weniger Investitionen.

Damit nicht genug. Würde Deutschland die Politik der letzten Jahre fortsetzen wollen, so ginge das nur mit weiterhin hohen Handelsüberschüssen. Die Summe der Ersparnisse der Sektoren einer Wirtschaft – Staat, private Haushalte und Unternehmen – muss immer null ergeben. Sparen also beispielsweise die privaten Haushalte, müssen sich Unternehmen und/oder Staat entsprechend verschulden. In der Praxis gibt es das Ausland noch als weiteren Sektor, der als Schuldner einspringen kann, wenn im Inland zu viel gespart und zu wenig investiert wird. Doch auch dann ergibt sich in Summe ein Wert von null.<sup>4</sup> Der Titel des Exportweltmeisters geht also auch mit der Rolle als größtem Kapitalexporteur einher. Wir haben unsere Ersparnisse im Ausland angelegt. Und dies auch noch ziemlich schlecht, wie neue Studien zeigen.<sup>5</sup>

Es ist mehr als fraglich, ob die anderen Länder der Welt (und auch der Eurozone!) nach diesem wirtschaftlichen Schock bereit sein werden, Handelsüberschüsse Deutschlands auch nur annähernd in dieser Größenordnung zu akzeptieren. Schon vor der Corona-Krise stand Deutschland mit Handelsüberschüssen von über acht Prozent des BIP heftig in der Kritik. Protektionistische Maßnahmen der USA waren zu befürchten.

Übersetzt bedeutet dies: Wir müssen im Inland mehr Geld ausgeben. Entweder die privaten Haushalte über mehr Konsum und/oder Staat und Unternehmen über mehr Investitionen. Eine Rückkehr zur Austeritätspolitik kann in diesem Umfeld nicht funktionieren.

Dies spricht für das genaue Gegenteil dessen, was üblicherweise bei uns diskutiert wird: geringere Abgaben für die Bürger und Unternehmen, deutliche Anreize für Investitionen der Unternehmen und des Staates. Vor allem bedeutet das auch, dass die Unternehmen von den Schulden, die sie im Zuge der Krise aufnehmen mussten, entlastet werden müssen.

## Die Deutschen und der Lastenausgleich

Es dauerte nicht lange, bis aus der Politik Vorschläge kamen, die neuen Staatsschulden über höhere Steuern und Vermögensabgaben rasch zu tilgen.

Problematisch bei dieser Vorgehensweise sind verschiedene Faktoren. So dürften die Vermögenspreise selbst nach Überwindung der akuten Krise in Deutschland deutlich unter dem Vor-Krisen-Niveau liegen. Viele Unternehmen und andere Schuldner dürften unter Druck sein, Schulden abzubauen und dafür Vermögenswerte zu verkaufen. Hier würden entsprechende Steuern den Verkaufsdruck zusätzlich beschleunigen und zugleich die Nachfrage dämpfen. Zu beobachten war dies beispielsweise in den 1920er-Jahren, als die Einführung der Hauszinssteuer auf Immobilien die Preise deutlich unter Druck setzte.

Theoretisch habe ich durchaus Sympathie für den Weg einer Vermögensabgabe, weil diese bei entsprechender Ausgestaltung gerechter ist als der Weg über höhere Inflation. Schon 2011 habe ich mich in meiner Rolle als Partner der internationalen Unternehmensberatung Boston Consulting Group (BCG) dementsprechend geäußert.<sup>6</sup>

Wäre Deutschland isoliert und gäbe es keinen Haftungsverbund in der Eurozone und kein Weltwährungssystem, das vor einem einschneidenden Umbruch steht, würde ich den Weg über Vermögensabgaben in Deutschland unterstützen. Im Euroraum sitzen wir aber mit Nationen in einem Boot, die eine ganz andere Tradition im Umgang mit solchen Krisen haben.

Ich erinnere mich an den Höhepunkt der Finanz- und Eurokrise. Damals habe ich ranghohe Manager in ganz Europa getroffen, um Lösungen für die Krise zu diskutieren. Bei der Idee eines Schuldentilgungsfonds für Europa, der mit Mitteln aus einem Lastenausgleich getilgt wird, lachte der Finanzvorstand eines der größten italienischen Unternehmen nur und meinte: „Warum sollten wir das tun, solange die Provinzen bezahlen.“ Gemeint waren die anderen Länder Europas. Der Vertreter eines französischen Großkonzerns schüttelte den Kopf und meinte nur: „Das lösen wir wie immer, mit Inflation.“

Die privaten Haushalte sind sowohl in Frankreich als auch in Italien deutlich vermöglicher als die Privathaushalte bei uns. Beide Staaten könnten ihre Schulden durch Vermögensabgaben deutlich reduzieren. Sie machen das aber nicht. So liegt auch die Erbschaftssteuer in Italien signifikant unter dem hiesigen Niveau. Italien, Frankreich, Spanien und Portugal haben die Tradition der Problemlösung über höhere Inflation. Es wäre aber nicht sinnvoll, wenn wir in Deutschland die Schulden über Steuern und Vermögensabgaben senkten und unsere Partner auf die EZB setzen würden.

Es ist nicht vernünftig, allein auf Solidität zu reflektieren, wenn die Partner, mit denen man eine Währung teilt, dies nicht wollen und nach der Krise wohl definitiv nicht mehr können.

Die Alternative: Wir lassen die Schulden einfach stehen. Japan lebt seit Jahren mit Staatsschulden jenseits von 200 Prozent des BIP. Finanziert werden die Defizite überwiegend von der japanischen Notenbank, die mittlerweile zum größten Gläubiger des Staates geworden ist. Dieses japanische Szenario wird Europa auch bekommen.

Statt hier Geisterfahrer zu sein, sollten wir uns auf das einstellen, was auf uns zukommt und versuchen, das Beste für das Land herauszuholen. Coronomics kommt. Ob wir es nun wollen oder nicht.

## Wunderformel Monetarisierung?

Unabhängig vom Corona-Schock waren die Staatsfinanzen in vielen Ländern nicht nachhaltig. Über Jahrzehnte haben die Politiker in der westlichen Welt unfinanzierbare Versprechen gegeben. In Deutschland war das sogar die Hauptaktivität der letzten Jahre, wurden doch mit der Mütterrente, der Rente mit 63 und der Grundrente Milliardenlasten in Gesetzen festgeschrieben. Hinzu kommt die Rekord-Verschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten. Auch diese nahm bedenkliche Ausmaße an und wirkte zudem immer weniger auf die Realwirtschaft. Überall auf der

Welt war das gleiche Phänomen zu beobachten: Immer mehr Schulden brachten immer weniger.

Seit den 1980er-Jahren kennen die Zinsen weltweit nur eine Richtung: nach unten. Immer, wenn es an den Finanzmärkten oder in der Wirtschaft zu Turbulenzen kam, haben die Notenbanken der westlichen Welt schnell gehandelt. Zinsen wurden gesenkt und man pumpte mehr Liquidität in die Märkte. Anschließend wurden die Zinsen allerdings nie wieder auf das vorherige Niveau angehoben. So sanken die Zinsen über die Jahrzehnte immer tiefer. In Europa wurde dies durch die Einführung des Euro noch verstärkt, weil die EZB die Zinsen – aus Rücksicht auf das damals kränkelnde Deutschland – jahrelang zu tief hielt und erst den Schulden- und Immobilienboom in den heutigen Krisenländern ermöglichte.

Je höher verschuldet das System ist, desto größer ist die Krisenanfälligkeit und umso bedrohlicher auch jede Krise. Deshalb mussten die Notenbanken immer heftiger intervenieren, was wiederum einen Anreiz gab, noch mehr Schulden zu machen, weil es nochmals deutlich billiger wurde. Das Medikament, das die Notenbanken geben, verstärkt die Krankheit.

Diese steigende Schuldenlast ist dabei kein Zufall, sondern zwingende Voraussetzung, um die Illusion der Bedienung der bestehenden Schulden aufrechtzuerhalten. Die Nebenwirkung gehört also dazu, wenn man unser Schuldgeldsystem eine Runde weiter bekommen möchte. Genauso wie die Nebenwirkung immer höherer Assetpreise, da Geld, das zunehmend weniger kostet, zwangsläufig die Besitzer von Vermögenswerten begünstigt. Nichts anderes steht hinter der von Ökonomen wie Thomas Piketty kritisierten Abkopplung der Vermögen von den Einkommen.<sup>7</sup> Ohne zunehmende Schulden gibt es keine weiter steigenden Vermögenspreise. Blasen sind so gesehen keine zufälligen Ereignisse, sondern gehören zwangsläufig dazu.

So hatten sich die Notenbanken schon vor der Corona-Krise in eine zunehmend ausweglose Situation manövriert. Die Angelsachsen würden sagen: „They painted themselves into a corner.“ Internationale Organisationen wie die

Weltbank, der Internationale Währungsfonds und die OECD forderten immer lauter einen Kurswechsel. Dieser bestand allerdings nicht darin, von der Politik der immer weiter steigenden Verschuldung abzuweichen, sondern im Gegenteil, Wege zu finden, die Nachfrage zu steigern und neue Mittel in die Wirtschaft zu pumpen, ohne dass dies zu mehr Schulden führt. Im Klartext: Die Finanzierung der Staaten durch die Notenbanken stand im Raum.

Diese Überlegungen – ich muss es nochmals betonen – fanden alle zu einem Zeitpunkt statt, als von einem Corona-Schock keine Rede war. Es waren die Maßnahmen, die sich Politiker und Notenbanken überlegt hatten, um die nächste Rezession zu bekämpfen. Das Problem aus Sicht der Akteure war, wie solch offensichtliche Extremmaßnahmen der Öffentlichkeit vermittelt werden könnten. Ein geringes Wirtschaftswachstum und tiefe Inflationsraten dürften nicht genügen, um einen derart deutlichen Wechsel der Politik der letzten Jahrzehnte zu rechtfertigen. Zu lange wurde die Unabhängigkeit der Notenbanken betont, wie auch deren primäres Ziel, die Geldwertstabilität zu sichern. Auch verblasste die Erinnerung an die hohen Inflationsraten der 1970er-Jahre nur langsam. In Deutschland kommt das Trauma der Hyperinflation von Weimar hinzu, weshalb es gerade in der Eurozone schwer war, in die Richtung einer offenen Finanzierung der Staaten durch die EZB zu gehen.

Angesichts der größten wirtschaftlichen Krise seit der Weltwirtschaftskrise der 1930er-Jahre und den Billionen-Summen, die weltweit, aber auch in der Eurozone mobilisiert werden müssen, ist klar, dass dies nur mit der Aufgabe der Trennung von Notenbanken und Staatsfinanzen zu bewältigen ist. Wir Deutschen mögen noch glauben, durch Steuern und Sparen die Schulden wieder in den Griff zu bekommen. Die Österreicher und die Niederländer wohl auch. Die anderen Staaten dachten das nie und hatten es auch nie vor. Nicht nur in der EU. Auch die USA und Japan sind auf diesem Kurs.

Damit ist klar, dass wir vor einem neuen Zeitalter der „fiskalisch-geldpolitischen Koordinierung“ stehen. Dabei ist meist eine Form von „Helikoptergeld“ gemeint, entweder über eine direkte Zahlung an die Bürger oder eine dauerhafte „Monetarisierung“ – also Finanzierung – eines Teils des Haushaltsdefi-



zits. Der Hauptvorteil einer solchen Politik, so argumentieren ihre Befürworter, besteht darin, dass sie die Nachfrage ankurbeln würde, ohne die öffentliche oder private Verschuldung zu erhöhen.

Ein Blick in die Geschichte zeigt, dass es diese Form der Staatsfinanzierung über lange Zeiträume des 20. Jahrhunderts gegeben hat. Zwischen 1930 und 1970 war die direkte Finanzierung der Staaten durch die Notenbanken weithin akzeptiert. Sie war ein wichtiges Mittel, mit dem die Regierungen die Volkswirtschaften nach der Weltwirtschaftskrise wiederbeleben konnten, zur Finanzierung des Zweiten Weltkriegs und zur Finanzierung der fiskalischen Expansion in der Nachkriegszeit trotz hoher anfänglicher öffentlicher Schuldenquoten im Verhältnis zum BIP. Also genau die Situation, in der wir uns heute auch befinden.

In den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften gibt es heutzutage rechtliche und verfassungsrechtliche Hindernisse für Regierungen, die erwägen, über einen längeren Zeitraum direkt Kredite bei Zentralbanken aufzunehmen. Und in der Tat sind die Risiken erheblich. Denn wer glaubt schon, dass unsere Politiker, sobald sie den Zugriff auf die Zentralbanken haben, diesen wieder hergeben? Ich jedenfalls nicht.

Wir müssen aber realistisch sein, denn das wären die Alternativen:

1. Die Staaten akzeptieren, dass ihnen die finanziellen Mittel fehlen und lassen eine neue große Depression zu. Glücklicherweise ist weltweit niemand in Sicht, der allen Ernstes diesen Weg gehen will. Die sozialen und politischen Konsequenzen eines solchen Vorgehens wären verheerend und wir wissen aus der Geschichte, welche Folgen das haben kann.
2. Die Staaten leihen sich das Geld, akzeptieren je nach Ausgangslage die höheren Finanzierungskosten und beginnen nach der akuten Krise die Schulden abzubauen. Dies schwächt die Erholung der Wirtschaft und es ist schwer vorstellbar, dass das alle Staaten gleichzeitig schaffen. Wir wissen, dass ein signifikanter Abbau der Verschuldung eines Landes – also Privatsektor und Staat gleichzeitig – nur möglich ist, wenn das Land einen Han-

delsüberschuss erzielt. Den können aber nicht alle Länder gleichzeitig erzielen. Die Spannungen zwischen den Staaten würden deutlich wachsen und Protektionismus – ohnehin schon vor Corona auf dem Vormarsch – würde deutlich zunehmen und das Wachstum zusätzlich dämpfen.

3. Vermögensabgaben sind – wie bereits diskutiert – eine weitere Möglichkeit. Sie sind aber nur bedingt populär und haben eine sehr unterschiedliche Tradition in den verschiedenen Ländern. In Systemen, die eine Umverteilung zwischen Staaten erfordern, wie die EU oder einem einheitlichen Währungsraum wie der Eurozone, ist dieser Weg nicht der richtige, solange er nicht einheitlich eingeschlagen wird. Das halte ich für undenkbar und deshalb diesen Weg für ungeeignet.

Deshalb wird die monetäre Lösung der Probleme kommen. In der Eurozone erwarte ich, dass ein Weg gefunden wird, die eigentlich verbotene Finanzierung der Staaten durch die EZB zu organisieren, allen Protesten zum Trotz – vor allem in Deutschland. Die Bundesregierung wird diesen Weg mitgehen – wie auch schon im Zuge der Rettungsmaßnahmen für den Euro in den letzten zehn Jahren – es muss nur ein Weg gefunden werden, wie man es geschickt verpackt.

Da die Politik auf den Geschmack kommen dürfte, dieses Instrument zu nutzen, zum Beispiel um einen „Wiederaufbau“ mit grünen Konjunkturprogrammen zu finanzieren, dürfte in den kommenden Jahren die Inflation zurückkehren. Nicht sofort, aber nach der Überwindung der akuten Krisenphase wäre das sehr gut möglich.

## **Deutschland sollte mitmachen!**

Angesichts fehlender Alternativen wird es deshalb zur Monetarisierung kommen, ob wir es nun wollen oder nicht. Deshalb sollte Deutschland aktiv daran teilnehmen, statt sich dagegen zu sträuben oder es schweigend hinzunehmen – zum Beispiel, wenn die EU entsprechende Schulden aufnimmt und von der EZB finanzieren lässt. Wir sollten auf einen einheitlichen Wert der Monetarisierung drängen. So könnten wir vorschlagen, dass jeder Eurostaat Schulden

im Wert von 75 Prozent des BIP von der EZB finanzieren lässt. Dabei sollte das Vor-Krisen-BIP als Basis der Berechnung dienen, damit jene Länder, die besonders hart von der Corona-Krise getroffen wurden, nicht benachteiligt werden. 2018 lag das BIP der Eurozone bei 11,6 Billionen Euro. 75 Prozent entsprechen damit rund 8.700 Milliarden Euro. Das ist eine unglaubliche Summe.

Obwohl es eine riesige Summe ist, ist sie verglichen mit den Beträgen, die im Zuge des Zweiten Weltkriegs monetarisiert wurden, noch gering. Ablaufen könnte dies so:

- Die Euroländer setzen einen gemeinsamen Schuldentilgungsfonds auf.
- Jeder Staat überträgt Schulden im Volumen von 75 Prozent des BIP auf diesen Fonds. Das bedeutet, dass der Fonds in die Verpflichtung der Staaten eintritt und diese übernimmt. Die privaten Gläubiger werden damit kein Problem haben, denn die Bonität der Forderungen verbessert sich durch die gemeinschaftliche Haftung.
- Dabei ist diese Haftung letztlich irrelevant, da diese Schulden in vollem Umfang von der EZB aufgekauft werden. Da die EZB schon Staatsanleihen von rund 2.500 Milliarden Euro aufgekauft hat, würde sie netto noch 6.200 Milliarden für Staatsanleihen zur Verfügung stellen.
- Dies erfolgt über die Zeit. Immer wenn Staatsanleihen fällig werden, wird die Tilgung durch die Ausgabe neuer Staatsanleihen finanziert. Die vom Tilgungsfonds ausgegebenen Anleihen werden von der EZB gekauft. Daneben läuft das bereits installierte Wertpapierkauf-Programm weiter.
- Die Forderungen der EZB gegen den Schuldentilgungsfonds werden auf eine Laufzeit von über 100 Jahren gestreckt und zinsfrei gestellt.
- Perspektivisch kann man sich auch vorstellen, dass die EZB auf die Forderungen verzichtet und erklärt, sie nicht mehr einzufordern. Dann würde die Bilanz der EZB zwar einen sehr großen Verlustvortrag ausweisen, dies ist aber bei Notenbanken kein Problem. Notenbanken können auch mit negativem Eigenkapital arbeiten.<sup>8</sup> Adair Turner, der frühere Chef der britischen Finanzmarktaufsicht, ist einer der prominentesten Befürworter einer solchen Vorgehensweise und plädierte schon vor Jahren dafür, auf diesem Weg die Schuldenprobleme der Staaten zu lösen.<sup>9</sup> Japan sehen Beobachter schon

seit langer Zeit auf genau diesem Weg. Die Bilanzsumme der Bank of Japan liegt bereits bei 100 Prozent des BIP, in der Eurozone waren es vor der Corona-Krise erst 40 Prozent.

- Die Schulden des Schuldentilgungsfonds werden bei der Berechnung der Staatsschuldenquoten der einzelnen Länder nicht berücksichtigt.

Da die direkte Staatsfinanzierung gemäß den Statuten der EZB nicht zulässig ist, wird – wie auch schon in der Vergangenheit – der Umweg über die Geschäftsbanken gewählt. Konkret könnte der Schuldentilgungsfonds Anleihen ausgeben, die Privatbanken kaufen und reichen diese direkt bei der EZB zur Refinanzierung ein. Dieser Weg wird schon seit Jahrzehnten beschritten.

Ich weiß, dass vor allem von deutschen Ökonomen angesichts dieser Dimensionen und der Vorgehensweise heftige Proteste zu erwarten sind.<sup>10</sup> Ich verstehe diese Kritik auch, bin aber realistisch. Dieser Weg wird weltweit gegangen werden, weil wir es mit einem Schaden zu tun haben, der nur mit einem Krieg vergleichbar ist. Zudem sind nirgendwo auch nur annäherungsweise die finanziellen Reserven, um mit dem Ausmaß des Schadens umzugehen. Auch in Deutschland nicht.

Es wäre bei dieser Aktion nur gerecht, wenn alle Staaten unabhängig vom Schuldenstand am Pooling teilnähmen. Denn nur dann hat es sich für Deutschland und die Niederlande in der Vergangenheit gelohnt, besser zu wirtschaften. Bei uns zum Preis ungenügender Investitionen in Infrastruktur, Verteidigung und Digitalisierung, wie wir gesehen haben – und als Folge einer letztlich zu hohen Abgabenbelastung der Bürger, die dazu beiträgt, dass die deutschen Privathaushalte über weniger Vermögen als die privaten Haushalte der anderen Euroländer verfügen.

Wenn Deutschland in dieser Richtung vorangeht, leisten wir nicht nur einen Beitrag zur Stabilisierung von EU und Eurozone, sondern sichern uns auch die Sympathie der Nachbarn. Blockieren wird am Ende nicht erfolgversprechend sein und riskiert zudem den Zerfall von Euro und EU, was mit erheblichen finanziellen Schäden für uns verbunden wäre.

## Solidarisch zeigen

Vermutlich wird dieser organisierte Schuldenschnitt nicht genügen. Will man zusätzlich einen Puffer zulassen für weitere staatliche Maßnahmen zur Bewältigung der Krisenfolgen könnte man als Zielwert 60 Prozent vom BIP definieren, den Wert, der ursprünglich bei der Einführung des Euro festgelegt wurde. Danach bestünde in Italien ein verbliebener Schuldenüberhang von 40 Prozent des BIP, also rund 700 Milliarden Euro, in Frankreich von 17 Prozent (400 Milliarden Euro), in Spanien von 10 Prozent (120 Milliarden) und in Portugal von 33 Prozent (60 Milliarden).

Während Frankreich und Spanien in der Lage sein sollten, mit dieser Mehrverschuldung umzugehen, sind bei Italien und Portugal Zweifel angebracht. So liegt in Portugal auch die Verschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten auf einem hohen Niveau. In Italien sind die privaten Haushalte zwar vermögender als die privaten Haushalte hierzulande und sind zudem auch nicht hoch verschuldet. Dennoch dürfte es nach dem Corona-Schock schwer sein, die Staatsschulden ausschließlich über eine höhere Besteuerung der privaten Haushalte zu senken.

Deutschland könnte und sollte hier im europäischen Geist zusätzlich helfen. Dabei kommen die TARGET2-Forderungen im Europäischen Zahlungsmechanismus ins Spiel. Seit Jahren gibt es hier einen Streit zwischen Ökonomen. Die einen sagen, dass es sich lediglich um einen Verrechnungsposten handelt, der keine weitergehende Bedeutung hat, die anderen, angeführt vom ehemaligen Präsidenten des ifo Instituts in München, Hans-Werner Sinn, sehen darin hingegen einen zins- und tilgungsfreien Kredit, den wir ohne Sicherheiten an die Defizitländer vergeben. Persönlich neige ich eher der Auffassung zu, dass es sich um einen Vermögensposten handelt, immerhin in Höhe von rund 10.000 Euro pro Kopf der in Deutschland lebenden Bevölkerung. Dafür spricht auch, dass die Bundesbank die TARGET2-Forderungen offiziell als Bestandteil des Auslandsvermögens Deutschlands führt.<sup>11</sup>

Im Januar 2020 wies die Bundesbank hier eine Forderung von 810 Milliarden Euro aus. Hauptschuldner waren Spanien (390 Milliarden Euro), Italien (383 Milliarden Euro) und Portugal (75 Milliarden Euro).<sup>12</sup> Diese 810 Milliarden Euro entsprechen rund 25 Prozent des deutschen BIP. Eine Rückführung dieser Verbindlichkeiten ist nur möglich, wenn wir mehr in diesen Ländern einkaufen oder investieren. Danach sieht es in den kommenden Jahren jedoch nicht aus. Deshalb besteht die realistische Gefahr, dass diese Forderungen nicht nur bestehen bleiben, sondern bei entsprechend ungünstiger Entwicklung weiter anwachsen. Sollte es im Zuge von weiteren Spannungen zu einem Zerfall der Eurozone kommen – was durch den Corona-Schock eher wahrscheinlicher geworden ist, wie wir gesehen haben – müssten wir diese Forderungen ohnehin abschreiben. Formell würde zwar die EZB dafür haften, doch in der Praxis wäre nicht damit zu rechnen, dass es zu einer werthaltigen Bedienung kommt.

Der Münchner Investor und Vorsitzender von Global Bridges, Hans Albrecht, hat schon im Oktober 2018 in der Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung (FAS) aufgezeigt, wie die TARGET2-Forderungen genutzt werden könnten, um den gebeutelten Partnern zu helfen.<sup>13</sup> So könnte die Bundesrepublik Deutschland einen „Sonderfonds Europäische Solidarität“ auflegen. Dieser Fonds würde, versehen mit der Garantie der Bundesrepublik, Anleihen ausgeben. Diese Anleihen würde die Bundesbank aufkaufen – wie schon bei der Monetarisierung über den Umweg der Privatbanken. Danach würde der Fonds die Zahlungen an Italien und die anderen Länder leisten. Durch diese Überweisung sinkt die TARGET2-Forderung entsprechend, die Bilanz der Bundesbank schrumpft wieder und am Ende hat sie statt der TARGET2-Forderungen eine Forderung gegen den Sonderfonds. Wie auf Ebene der EU gilt auch hier: Eine lange Laufzeit gepaart mit Null-Zinsen sorgt dafür, dass dies keine relevante Last für den Staat ist.

Der Vorteil liegt auf der Hand: Wir mobilisieren einen Vermögenswert, der nicht werthaltig ist, um damit etwas Echtes zu bewirken. Dabei könnten wir differenzieren und der Fonds könnte einen Teil des Geldes an die anderen Staaten verschenken, einen Teil als Kredit vergeben und einen weiteren Teil zur Finanzierung von Direktinvestitionen vor Ort nutzen. Alles hätte die glei-

che Wirkung: Die TARGET2-Forderung sinkt, den Ländern wird echt geholfen und wir verschaffen uns Goodwill.

Auch hier der Hinweis: Es handelt sich natürlich um ungewöhnliche Maßnahmen, die aber bereits von Partnerländern in der Eurozone vollzogen wurden. So hat Irland im Zuge der Euro- und Finanzkrise die eigenen Banken mit Milliardenbeträgen gerettet. Dies erfolgte über einen Bankenrettungsfonds, der von der irischen Notenbank mit einem Notfalldarlehen finanziert wurde. Diese Notfallhilfe für die Liquidität, Emergency Liquidity Assistance (ELA), ist ein offizielles Mittel der Notenbanken im Eurosystem. Der irische Staat garantierte für das Darlehen. Nach einigen Jahren ließ man den Bankenrettungsfonds pleitegehen, der irische Staat musste die Notenbank für den Kreditausfall entschädigen. Dies tat er, indem er langlaufende Anleihen ausgab, die zum Teil mehrere Jahre zins- und tilgungsfrei waren. Gekauft wurden diese Anleihen wiederum von der Notenbank. Die FINANCIAL TIMES nannte es „klassische Monetarisierung“.<sup>14</sup> Die Größenordnung war relativ zur Größe Irlands ungefähr auf dem Niveau, das wir hier für Deutschland diskutieren. Der Unterschied liegt nur darin, dass Irland das damals relativ heimlich abgewickelte und es nur wenige Medien mitbekamen. Spanien hat das mit seinem Bankenrettungsfonds übrigens ähnlich gemacht.

### **Aus Deutschland ein reiches Land machen**

In meinem Buch *Das Märchen vom reichen Land* habe ich schon 2018 aufgezeigt, wie schlecht es in Wahrheit um Deutschland steht. Ungedeckte Verbindlichkeiten in Billionenhöhe, unzureichende Investitionen in Bildung, Innovation und Infrastruktur. Wir sollten den Corona-Schock dazu nutzen, den wirtschaftspolitischen Kurs hierzulande tiefgreifend zu ändern um wirklich ein reiches Land zu werden und den Wohlstand für die künftigen Generationen zu erhalten.

Die Ansatzpunkte sind zahlreich und bekannt. Hier deshalb nur eine Auswahl:

### *Mehr Investitionen*

Nur in Irland, Italien und Portugal investiert der Staat so wenig wie im vermeintlich so reichen Deutschland. Die Unterschiede sehen klein aus, sind aber gigantisch. Wenn Frankreich beispielsweise 1,1 Prozentpunkte relativ zum BIP mehr investiert, bedeutet das auf uns übertragen 38 Milliarden Euro staatliche Investments jährlich. Nach aktuellen Studien müsste der Staat allein in den kommenden zehn Jahren 450 Milliarden Euro investieren, um nachzuholen, was versäumt wurde. Unsere Politik hat das Land auf Verschleiß gefahren.

Heute werden rund 72 Prozent des BIP konsumiert und 22 Prozent investiert. Sechs Prozent fließen als Ersparnis in das Ausland. Wir wissen, dass in den kommenden Jahren aufgrund des starken Anstiegs des Anteils der Menschen im Rentenalter der Druck in Richtung einer noch höheren Konsumquote zunehmen wird. Nichts anderes steht hinter den geschätzten Milliardenlücken für künftige Renten-, Pensions- und Gesundheitszahlungen. So rechnet die Bundesbank vor, dass nach heutiger Gesetzeslage die Beitragssätze für die Rentenversicherung bis 2040 um rund ein Drittel auf 24 Prozentpunkte steigen und der Bundeszuschuss sich parallel von heute rund 3,2 Prozent vom BIP auf 4,5 Prozent erhöht – ein Anstieg um immerhin 40 Prozent.<sup>15</sup> Abgesehen davon, dass Deutschland schon heute als Zuschuss zur Rentenkasse über 30 Prozent mehr Mittel aufwendet als für Investitionen, drohen dann weitere erhebliche Einsparungen an Investitionen, werden doch parallel auch die Lasten für Pensionen und Gesundheitsversorgung steigen. Alles deutet auf einen massiven Druck in Richtung einer höheren Konsumquote hin.

Diese Strategie (zu) geringer Investitionen ist in mehrfacher Hinsicht falsch:

- Zu geringe staatliche Investitionen verschlechtern die Standortbedingungen,
- was dazu beiträgt, dass die privaten Investitionen zurückgehen,
- was wiederum weitere private Investitionen unattraktiv macht,
- was die Produktivitätszuwächse, die dringend benötigt werden, verhindert.

Das können wir uns mit Blick auf die Herausforderungen der Zukunft nicht mehr leisten. Wir müssen uns ein Mindestinvestitionsniveau für Deutschland vornehmen. Mit Blick auf die anderen führenden Industrienationen kann dies nur sein:

- Ziel für gesamtwirtschaftliche Investitionen von 25 Prozent des BIP,
- Ziel für staatliche Investitionen von 3,5 Prozent vom BIP, das Niveau Frankreichs und immer noch deutlich hinter Japan.

Natürlich kann der Staat dem Privatsektor nicht vorschreiben, wie viel er investieren soll. Der Staat kann nur indirekt über Anreize und Rahmenbedingungen dazu beitragen, dass die Unternehmen es attraktiv finden, am Standort zu investieren. Umgekehrt können die staatlichen Investitionen festgeschrieben werden als verbindliche Leitplanke für die Politik.

„Aber es liegt doch gar nicht am Geld“, hört man da unsere Politiker gerne behaupten. Vordergründig haben sie damit recht, da es an Planungskapazitäten auf öffentlicher wie privater Seite fehlt und Genehmigungsprozesse viel zu lange dauern. Verantwortlich dafür ist die Politik.

Die Planungskapazitäten wurden abgebaut, weil wenig investiert wurde und vor allem, weil es unsicher ist, ob es in Zukunft nicht erneut zu willkürlichen Kürzungen kommt. Deshalb müssen die Investitionen festgeschrieben werden, damit ebenfalls Private darauf vertrauen können, dass die aufgebauten Kapazitäten auch in Zukunft benötigt werden. Die Genehmigungsprozesse müssen wie in den Jahren nach der deutschen Einheit in deutlich beschleunigten Verfahren durchgeführt werden.

Mit Blick auf die Förderung der privaten Investitionen muss es zu einem Umbau des Steuersystems kommen. Investitionen, Ausgaben für Forschung und Entwicklung und Maßnahmen zur Fortbildung der Mitarbeiter müssen deutlich unterstützt werden – dies bei einer insgesamt tieferen Belastung, um den Standort Deutschland in internationaler Sicht wieder attraktiv zu machen.

Dazu gehört auch eine Wende in der Energiepolitik, um die Stromkosten deutlich zu senken und die Versorgungssicherheit auch künftig zu sichern. Deutschland ist das einzige Land, das zeitgleich aus der Atomkraft und der Kohleverstromung aussteigt. Welches gewaltige Unterfangen es ist, sieht man daran, dass im Jahr 2018 noch 47 Prozent der deutschen Stromerzeugung aus diesen beiden Quellen stammte.<sup>16</sup> Nur soll die Energieerzeugung in einem Kraftakt auf erneuerbare Energien umgestellt werden, so die Vorstellung der Regierungskommission „Wachstum, Strukturwandel, Beschäftigung“ („Kohlekommission“). Bis 2030 soll der Anteil erneuerbarer Energien von heute 43 auf 65 Prozent steigen.

Allein an dieser Zielvorgabe bestehen erhebliche Zweifel. So stockt der Ausbau der erneuerbaren Energien, die Frage der Speicherung ist ungeklärt und die Annahme, den Strombedarf durch Effizienzgewinne deutlich senken zu können, erscheint unrealistisch. Es ist also eine große Wette, die unsere Politiker – gedrängt von der öffentlichen Meinung – eingegangen sind: Es wird schon irgendwie klappen, den Strombedarf zu decken, Blackouts zu vermeiden und den Industriestandort zu erhalten. Nüchtern betrachtet muss man festhalten, dass eine solche Politik nicht verantwortungsvoll ist. Sie gleicht einem Kapitän, der, um seine Mannschaft anzuspornen, ein Loch in den Schiffsrumpf schlägt. Kann gut sein, dass man das Ziel dann schneller erreicht. Oder eben gar nicht.

Die Gefahr ist groß, dass angesichts der Milliarden, die zur Verfügung stehen, die Rufe laut werden, die vergrößerte Anstrengungen zum Klimaschutz fordern. Nach dem Motto, der Klimawandel ist wie Corona eine erhebliche Bedrohung und muss genauso entschlossen bekämpft werden. Ich sehe das kritisch, zumindest was die Vorgehensweise in Deutschland betrifft. Wir haben uns für einen sehr teuren und ineffizienten Weg entschieden, den Klimaschutz zu fördern, bestes Beispiel ist der Kohleausstieg.<sup>17</sup> Statt über Regelungen und direkte Subventionierung sollte sich der Staat darauf beschränken, einen CO<sub>2</sub>-Preis durchzusetzen, idealerweise auf europäischer Ebene. Instrumente sind Emissionszertifikate oder CO<sub>2</sub>-Steuern. Im Gegenzug sollten andere Steuern gesenkt werden.

Besondere Programme sind zudem erforderlich, um den deutlichen Rückstand im Bereich Digitalisierung und Mobilfunk aufzuholen. Im „Global Competitiveness Report“ des Weltwirtschaftsforums (WEF)<sup>18</sup> belegen wir beim Thema Informationstechnologie Platz 36 – weit hinter den skandinavischen Ländern, den Golfstaaten, Russland und China. Nur einer von 100 Breitbandanschlüssen hierzulande ist mit Glasfaser, im Vergleich zu Korea mit 32 und Litauen mit 20. Vereinfachte Genehmigungsprozesse und direkte staatliche Investitionen sind angezeigt, damit wir bei der Infrastruktur des 21. Jahrhunderts wettbewerbsfähig werden.

## Wachstumskräfte stärken

„Deutschlands globaler Abstieg scheint ausgemacht“ lautete die Schlagzeile eines Artikels in DIE WELT im Februar 2020.<sup>19</sup> Hinter der lauten Überschrift steht nichts anderes als die Erkenntnis, dass Wirtschaftswachstum und damit Wohlstand im Kern von zwei Faktoren abhängen:

- dem Wachstum der Erwerbsbevölkerung
- der Produktivität, also dem BIP pro Erwerbstätigen.

Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (20 bis 66 Jahre) wird nach Berechnung des Statistischen Bundesamtes von heute 51,8 Millionen je nach Zuwanderungsszenario bis 2050 auf 43,2 bis 47,4 Millionen schrumpfen. Schon bis 2030 verlieren wir 2,6 bis 3,5 Millionen potenziell Erwerbstätige. Die Folgen des Bevölkerungsrückgangs sind erheblich, sinkt doch die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit, während die Kosten der alternden Gesellschaft wahrhaft explodieren. Wissenschaftler des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung (WIFO) haben im Auftrag der Bertelsmann-Stiftung berechnet, dass wir schon bis 2040 mit einem Verlust des Pro-Kopf-Einkommens von rund 3700 Euro rechnen müssen. Insgesamt wird das hiesige Bruttoinlandsprodukt um 274 Milliarden Euro niedriger ausfallen, als es bei konstanter Bevölkerung, eine Lücke, die in den nachfolgenden Jahrzehnten noch deutlich größer wird.<sup>20</sup> Wir brauchen ein Programm, um den Rückgang der Erwerbsbevölkerung zu

verlangsamen und die Produktivität zu steigern. Das hätten wir auch ohne den Corona-Schock gebraucht, doch nach der Krise ist es noch notwendiger.

Beginnen wir mit der Erwerbsbevölkerung: Schon im Basisszenario des Statistischen Bundesamtes wird eine jährliche Nettozuwanderung von über 200.000 Personen angenommen. Um die Erwerbsbevölkerung stabil zu halten, müssten netto jedoch 500.000 Personen pro Jahr zuwandern, zur Stabilisierung der Abhängigkeitsquote bis 2040 sogar 780.000 Personen. Es ist schwer vorstellbar, dass sich eine solch hohe Zuwanderung mit erfolgreicher Integration bewerkstelligen lässt. Dies dürfte angesichts der politischen Diskussion hierzulande in Folge der Migrationskrise des Jahres 2015 nicht realistisch sein.

Angesichts steigender Lebenserwartung liegt es auf der Hand, das Renteneintrittsalter zu erhöhen. Das hat mehrere Vorteile:

- Es verschiebt den Rückgang der Erwerbsbevölkerung.
- Es führt zu mehr Beitragszahlern.
- Es reduziert den Aufwand für Renten und Pensionen.

Letztlich ist es nur gerecht, ein konstantes Verhältnis zwischen der Anzahl der Jahre, die man in die Rentenversicherung eingezahlt hat und der Bezugsdauer von Rente herzustellen. Das ließe sich über einen Lebenserwartungsfaktor mit automatischer Anpassung des Regelrenteneintrittsalters am einfachsten realisieren. Damit würden alle Generationen so lange Renten beziehen, wie es ihnen zusteht. Musste in den 1950er-Jahren pro Rentenbezugsjahr fast 3,5 Jahre einbezahlt werden, ist dieser Wert auf heute etwas über zwei Jahre gesunken und wird – so nicht gehandelt wird – bereits 2030 unter zwei sinken. Man muss kein Mathematiker sein, um zu erkennen, dass dies nicht funktionieren kann. Berechnungen zeigen, dass ein solcher Lebenserwartungsfaktor die Nachhaltigkeit in der Rentenversicherung um 37,9 Prozentpunkte oder rund 1.282,1 Milliarden Euro senken würde.<sup>21</sup> Das ist nicht nur gerecht, sondern von den Lebensumständen mehr als gerechtfertigt. Die durchschnittliche Lebenserwartung bei der Geburt in Deutschland belief sich 2015 für Männer auf 78,4 und für Frauen auf 83,4 Jahre – damit hat sich die Lebenserwartung seit dem

19. Jahrhundert bedeutend erhöht und sich gegenüber den 1870er-Jahren mehr als verdoppelt.<sup>22</sup> 60-jährige Männer haben eine Lebenserwartung von 22 Jahren, 70-jährige noch eine von 14 Jahren. Für Frauen sieht es mit 25 bzw. 17 Jahren noch besser aus.<sup>23</sup>

Darüber hinaus sollte es möglich sein, auch Menschen jenseits des Rentenalters zur Teilnahme am Arbeitsmarkt zu motivieren. So arbeiten schon heute 11 Prozent der 65- bis 74-Jährigen.<sup>24</sup> Offensichtlich kann und sollte mehr getan werden, um eine höhere Erwerbsbeteiligung älterer Menschen zu fördern. Neben der unstrittigen Wirkung einer Anhebung des Renteneintrittsalters geht es vor allem um intelligente Wege, einen gleitenden Übergang zwischen Erwerbsleben und Ruhestand zu ermöglichen. Dazu gehören auch Anpassungen im Lohngefüge, um der abnehmenden Produktivität älterer Mitarbeiter Rechnung zu tragen und Entlastungen bei Steuern und Abgaben. Weitere Maßnahmen sind gezielte Weiterbildungsmaßnahmen auch für ältere Menschen, um sie für den Arbeitsmarkt fit zu machen. Auch die Unternehmen müssen ihre Anstrengungen intensivieren, Arbeitsplätze so zu gestalten, dass sie auch für ältere Arbeitnehmer attraktiv sind und bereits frühzeitig entsprechende Qualifizierungsmaßnahmen anstoßen.<sup>25</sup>

Die Überlegungen zur Steigerung der Beschäftigungsquote im Bereich der 20- bis 66-Jährigen sind seit Jahren Gegenstand verschiedener Studien und Vorschläge. Deshalb ist es auch mehr eine Frage des Handelns als der fehlenden Analyse.<sup>26</sup> Folgende Maßnahmen bieten sich an:

- Entlastung der Arbeitnehmer von Abgaben und Steuern, um so einen stärkeren Anreiz zu geben, am Arbeitsprozess teilzunehmen.
- Flexibilisierung des Übergangs von Teil- in Vollzeit und wieder zurück; generell das Zulassen flexiblerer Arbeitsformen.
- Erhöhung der Zahl berufstätiger Frauen. Lag die Erwerbstätigenquote im Jahr der Wiedervereinigung nur bei 57 Prozent, so ist sie bis 2018 auf gut 72 Prozent gestiegen. Diese Entwicklung muss weitergehen. Maßnahmen sind bessere Betreuungsangebote für Kinder, leichter Übergang von Teilzeit in Vollzeit und geringere Grenzbelastungen der Einkommen.<sup>27</sup>

- Reduktion der Anzahl Langzeitarbeitsloser. Trotz der guten Konjunkturlage sind mehrere 100.000 Menschen seit mehr als einem Jahr arbeitslos. Hier müssen die Anstrengungen erhöht werden, um diese Menschen auch in Arbeit zu bringen. Dazu gehört auch mehr Druck – so unwillkommen dieser Gedanke einigen erscheint.
- Schnelle Integration der Zuwanderer in den Arbeitsmarkt. Dies gilt vor allem für die bereits zugewanderten Menschen. Dies beinhaltet stärkere Anreize zum Spracherwerb und zur Qualifikation.

Alle Punkte sind intuitiv sofort nachvollziehbar. Wie abschreckend der Übergang in das Erwerbsleben aus Sicht der Abgabenbelastung ist, zeigen diese Berechnungen:<sup>28</sup>

Wenn ein alleinstehender Hartz-IV-Empfänger Arbeit aufnimmt, darf er die ersten 100 Euro behalten, danach werden die Transferzahlungen jedoch drastisch zurückgefahren. Zwischen 100 und 1.000 Euro bleiben faktisch nur 20 Prozent netto mehr, zwischen 1.000 und 1.200 Euro nur 10 Prozent und zwischen 1.200 und 1.420 Euro bleibt nichts mehr bei dem früheren Hartz-IV-Empfänger. Die Daten des Instituts für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB) zeigen ähnliche Ergebnisse für Familien. So hat eine Familie mit zwei Erwachsenen und zwei Kindern zwischen 2.000 und 2.500 Euro monatlich verfügbares Einkommen, unabhängig davon, ob 3.000 Euro Bruttoeinkommen verdient werden oder gar keiner Erwerbstätigkeit nachgegangen wird. Dabei ist der Verlauf der Nettoeinkommen keineswegs linear, es gibt sogar in der Gegend von 2.500 Euro brutto eine Schwelle, wo das Nettoeinkommen sinkt, wenn das Bruttoeinkommen steigt.<sup>29</sup> Das ist eklatantes politisches Versagen und zugleich eine enorme Bremse für eine höhere Erwerbsbeteiligung.

Hier zeigt sich, dass wir den demografischen Wandel mit relativ einfachen Eingriffen noch bewältigen können – sowohl den Rückgang der Erwerbsbevölkerung wie auch den Anstieg der Kosten für eine alternde Gesellschaft. Bisher hat unsere Politik gehofft, sie könne so weitermachen wie bisher. Vor allem hat sie sich nicht getraut, unpopuläre Entscheidungen zu treffen. Nun, nach dem Corona-Schock und flankiert von der Möglichkeit nachhaltiger höherer Staatsaus-

gaben aufgrund der Politik auf europäischer und internationaler Ebene, kann die Politik entsprechende Anreize setzen und sollte das auch tun.

Im Kern bedeutet die Stärkung der Wachstumskräfte, so viele Menschen wie möglich dazu zu motivieren, am Erwerbsleben teilzunehmen und ihre Produktivität zu steigern. Dies spricht für geringere Abgaben, einen leichteren Übergang in das Erwerbsleben, mehr Investitionen und Ausgaben für Bildung und Innovation. Hier dürfen wir in der Post-Corona-Welt keine politischen Parolen verbreiten, sondern müssen handeln.

### *Effizienz steigern*

Es gibt eine lange Liste weiterer Themen, die in den vergangenen Jahren von der Politik in Deutschland nicht angepackt wurden. Ich erinnere an die mehr als peinliche Diskussion über die Größe des Bundestages und die längst überfällige Reduktion der Anzahl Bundesländer. Wir sollten den Schwung des Schocks nutzen und endlich handeln.

Ebenso wichtig ist, dass wir uns als Land professionell managen. Ich habe an verschiedenen Stellen gezeigt, dass wir längst nicht so gut dastehen, wie es die Politik vermittelt und wie es oberflächlich scheint. Deshalb ist es dringend erforderlich, dass die Politik sich nicht weiterhin weigert, eine ordentliche Buchführung auch im öffentlichen Sektor vorzunehmen. Heute arbeitet der Staat noch nach der Methodik der „Kameralistik“, womit nur auf die laufenden Einnahmen und Ausgaben geblickt wird. Würde der Staat – wie übrigens von der EU gefordert – eine ordentliche Bilanz aufstellen, so wie es für Unternehmen verbindlich ist, würde man sofort sehen, ob und wie bestimmte Entscheidungen auf das Vermögen des Staates wirken. Unterlassene Investitionen reduzieren das Vermögen, Versprechen wie die Grundrente erhöhen die Verbindlichkeiten, weil sie erhebliche künftige Lasten darstellen. Doppelte Buchführung – schon von Goethe als hohe Kunst gelobt – würde dem Treiben der Politik, die wahren Kosten von Entscheidungen zu verschleiern, einen Riegel vorschieben.

In die gleiche Richtung geht ein anderer Gedanke: Es sollte verpflichtend sein, dass wir uns mit anderen Ländern vergleichen und von diesen lernen. Beispiel wäre die elektronische Gesundheitsakte, die bei uns immer noch diskutiert und in Finnland seit Jahren genutzt wird.

Außerdem sollten wir aufpassen, dass die lauten „Wir brauchen mehr Staat“-Rufe nicht aus dem Ruder laufen. Denn dann bekommen wir nicht mehr und besser bezahlte Pflegekräfte, die wir uns zu Recht wünschen, sondern eine weitere Aufblähung der Verwaltung. Ein paar Fakten zur Standortbestimmung:

Die Verwaltungsausgaben für den Sozialstaat sind seit 1970 um 40 Prozent schneller als das BIP gestiegen.<sup>30</sup> Das ist nicht mit einem größeren Sozialstaat zu erklären, sondern deutet darauf hin, dass wir immer mehr Menschen beschäftigen, um die Umverteilung zu organisieren. Das dürfte auch nicht daran liegen, dass die Staatsdiener weniger arbeiten als früher. Vielmehr dürfte die Ursache darin zu suchen sein, dass die Gesetze immer komplizierter und umfangreicher wurden. Wir brauchen also ein Programm zur Reduktion von Komplexität.

Und auch in der Verwaltung des Gesundheitswesens können wir sparen oder durch eine Umschichtung von Mitteln erhöhte Ausgaben im Pflegebereich auffangen. Deutschland leistet sich (Stand 2017) elf Allgemeine Ortskrankenkassen, 85 Betriebskrankenkassen und je sechs Ersatz- und Innungskassen. Ich selber bin zwar ein großer Freund von Wettbewerb, denke aber, dass ein freier Markt in diesem Feld schon längst zu vier bis fünf starken und vor allem kosteneffizienten Anbietern geführt hätte.<sup>31</sup> Dass es geht, diesen Wildwuchs zu beschneiden, hat Österreich vorgemacht. Statt 21 Sozialversicherungsträgern hat man nunmehr fünf. Neun regionale Krankenkassen wurden zu einer zusammengelegt. Verbunden damit war eine Reduktion der Aufsichtsgremien, ein bei Politikern besonders unbeliebter Punkt, fallen doch Versorgungsposten weg. Eigentlich sollten wir es schon deshalb tun.

Ein umfangreiches Programm zur Effizienzsteigerung unserer öffentlichen Verwaltung ist angezeigt. Die Potenziale sind groß und sollten genutzt werden. Auch hier liegt eine Chance für einen Neustart nach der Krise.



## *Vermögen bilden und sichern*

Nach neuesten Zahlen des Credit Suisse Global Wealth Reports liegt die Relation von Vermögen zum BIP in Italien bei dem 5,5-Fachen und damit noch vor der Schweiz. Gleich danach folgt Spanien mit 5,3. Deutschland liegt nach dieser Berechnung weit abgeschlagen mit einem Wert von 3,8 hinter Ländern wie Großbritannien, Frankreich, den USA und Japan.<sup>32</sup>

Zu den gleichen Aussagen kommt die EZB. Demnach liegt das Median-Vermögen deutscher Privathaushalte bei 60.800 Euro, in Italien bei 146.200 Euro und in Spanien bei 159.600 Euro. Selbst in Frankreich ist es mit 113.300 Euro noch deutlich höher.<sup>33</sup> An dieser Tatsache ändert sich auch nicht viel, wenn man die neueren Zahlen der Bundesbank heranzieht, wonach das Median-Vermögen in den letzten Jahren auf 70.800 Euro gestiegen ist.<sup>34</sup>

Die Ursachen sind vielfältig. So haben wir es mit einer im internationalen Vergleich relativ hohen Steuer- und Abgabenbelastung zu tun. Zum anderen ist auch die Art der Besteuerung sehr unterschiedlich. Italien hat zum Beispiel in Summe eine höhere Abgabenbelastung als Deutschland, schont die Vermögen allerdings. Beispiel Erbschaftssteuer: Nehmen wir an, Sie erben zehn Millionen Euro von ihrem Großvater. Dann haben Sie einen Freibetrag von 200.000 Euro und zahlen nach Tarif der Steuerklasse I 2,25 Millionen Euro Erbschaftssteuer. Wären Sie Italiener, würde es sich so darstellen: Nach einem Freibetrag von einer Million würden sie auf dem verbliebenen Betrag eine Erbschaftssteuer von vier Prozent bezahlen, also 360.000 Euro. Und dieser Satz gilt für jedes beliebige Vermögen. Selbst entfernte Verwandte oder Fremde kommen in Italien mit Steuern von acht Prozent davon, während in Deutschland Sätze von bis zu 50 Prozent aufgerufen werden.

Weitere Gründe für die relativ geringen Vermögen hierzulande sind die Folgen von Kriegen und Teilung und die im internationalen Vergleich geringe Eigentumsquote von Immobilien. Rund 6.500 Milliarden Euro sind derweil in Form von Bargeld, Wertpapieren, Bankeinlagen sowie Ansprüchen gegenüber Versicherungen angelegt. Weniger als ein Viertel der Sparer hat auch Aktien

oder Investmentfonds.<sup>35</sup> Angesichts der jüngsten Turbulenzen an den Börsen werden nicht wenige sagen „Gott sei Dank“. Doch das ist ein großer Fehler. Es mangelt nicht an Studien, die eindeutig zeigen, dass diese „Sicherheit“ teuer erkaufte und noch dazu eine Illusion ist. Nehmen wir als einen Datenpunkt die Erträge verschiedener Anlageklassen im Zeitraum von 1870 bis 2015:<sup>36</sup>

- Der reale Ertrag von „sicheren Anlagen“ war im betrachteten Zeitraum gering. Staatsanleihen erbrachten im Durchschnitt ein Prozent pro Jahr und Unternehmensanleihen 2,5 Prozent. Obwohl die Schwankungen geringer waren als bei Aktien und Immobilien, bot diese Anlageklasse keinen Schutz vor erheblichen Vermögensverlusten in Inflationszeiten. Auf heute bezogen muss man feststellen, dass nicht nur die Realzinsen deutlich negativ sind, sondern auch die Nominalzinsen. Anleihen bringen also einen garantierten Verlust.
- Dem gegenüber liegt der langfristige Ertrag von vermeintlich „weniger sicheren“ Anlagen in Form von Immobilien und Aktien bei sechs bis acht Prozent pro Jahr. Ein sehr robuster und stabiler Ertrag. Die Schwankungen von Aktien waren dabei größer als von Immobilien, aber bei ausreichender Haltedauer ist man immer besser gefahren als mit den vermeintlich sicheren Anleihen.

Der Unterschied im Ergebnis ist erheblich. Legt man 1.000 Euro an und reinvestiert den jährlichen Ertrag, so hat man bei einer Anlage zu einem Prozent Zins nach dreißig Jahren ein Vermögen von 1.350 Euro. Legt man sein Geld zu sechs Prozent an, ein Vermögen von 5.743 Euro.

War es in den letzten Jahrzehnten schon falsch, das Geld so anzulegen, wird es in Zukunft ein noch größerer Fehler sein! Denn auch, wenn die Maßnahmen der Staaten und die absehbare Monetarisierung kurzfristig nicht inflationär wirken, so können wir mit Sicherheit davon ausgehen, dass sie am Ende die Inflation doch anheizen. Einfach deshalb, weil die Politik den Ausstieg aus den Maßnahmen so weit wie möglich aufschieben wird und zugleich, weil Inflation dringend erwünscht ist, um die Schulden zu entwerten. Nach der Finanzkrise ist das nicht gelungen, weil das Geld im Finanzsystem stecken

blieb. Jetzt trifft es auf eine Realwirtschaft, deren Produktionspotenzial durch die Corona-Krise geschädigt ist und zugleich werden weitere Maßnahmen der Politik – Stichwort Bekämpfen des Klimawandels – vorhandene Assets entwerten und zu Investitionen zwingen. Damit kommt Inflation.

Auf diese Entwicklung müssen wir uns einstellen. Wir brauchen einen höheren Anteil an Investitionen in Sachwerte wie Aktien und Immobilien. Den Kauf von Immobilien sollte die Politik fördern, indem sie die Transaktionskosten deutlich reduziert bzw. beim Erwerb des Erstwohnsitzes auf null senkt. Zugleich sollten die Finanzierungskosten steuerlich abzugsfähig gemacht werden.

Kommen wir zum traurigsten Teil der Vermögensbildung bei uns, dem deutschen Auslandsvermögen. Indirekt sind wir alle über unsere Ersparnisse internationale Investoren. Denn unsere Kapitalsammelstellen – Banken, Versicherungen, Unternehmen und Pensionsfonds – legen jedes Jahr Milliarden an Euro für uns im Ausland an. Da wir seit Jahren Handelsüberschüsse aufweisen, exportieren wir auch seit Jahren Kapital in erheblichem Maße ins Ausland. Mittlerweile haben wir nach Japan das zweitgrößte Nettoauslandsvermögen mit fast 2.500 Milliarden US-Dollar. Pro Jahr addieren wir rund 300 Milliarden dazu.<sup>37</sup>

Ein Team von Ökonomen hat sich den Erfolg der deutschen Kapitalanlage im Ausland gründlich angeschaut.<sup>38</sup> Dabei zeigt sich, dass wir bei unserer internationalen Geldanlage ähnlich erfolglos sind, wie die privaten Haushalte bei der Anlage ihrer Ersparnisse. So wächst das Auslandsvermögen zwar kontinuierlich, aber nur, weil wir jedes Jahr neue Ersparnisse – als Folge weiterer Exportüberschüsse – hinzufügen. Der Ertrag, den wir mit dem Vermögen erzielen, ist verglichen damit gering.

Andere Länder sind mit der Anlage ihres Auslandsvermögens deutlich erfolgreicher. Seit 1975 lag unsere jährliche Rendite um fünf Prozentpunkte unter den Erträgen, die die USA erwirtschaften und immer noch drei Prozentpunkte tiefer als die Rendite, die die anderen europäischen Länder im Schnitt erwirt-

schaften. Allein im Zeitraum seit der Finanzkrise hätte Deutschland zwischen zwei und drei Billionen Euro zusätzliches Vermögen aufbauen können, hätten wir unser Geld ähnlich gut angelegt wie Kanada oder Norwegen. Pro Kopf der hiesigen Bevölkerung entspricht das 28.000 bis 37.500 Euro! Auf einen Schlag wären wir doppelt so vermögend, als wir heute sind. An dieser Einschätzung ändert auch die Tatsache nichts, dass natürlich auch Staatsfonds wie der von Norwegen temporär Buchverluste in der Krise erlitten haben.

Wir sollten uns am Vorbild anderer Länder orientieren und einen „Staatsfonds“ auflegen. Schon 2013 schlugen die Ökonomen Daniel Gros und Thomas Mayer einen solchen Fonds vor<sup>39</sup>: „Erreicht würde dies dadurch, dass ein zu gründender deutscher Vermögensbildungsfonds im Inland langlaufende Anleihen zur privaten Altersvorsorge mit einem garantierten positiven Realzins anbietet. Damit die Garantien des Staatsfonds langfristig nicht im Trend relativ zum Bruttoinlandsprodukt wachsen, könnte sich der Realzins am deutschen Potenzialwachstum von etwa einem Prozent pro Jahr orientieren. Darüber hinausgehende Anlageerfolge könnten den Sparern als Boni gutgeschrieben werden. (...) Die aufgenommenen Mittel würde der Fonds langfristig in Beteiligungen an Unternehmen und öffentlicher Infrastruktur im In- und Ausland anlegen. Die globale Allokation der Mittel könnte sich an der Größe des Bruttoinlandsprodukts der Länder orientieren. Da der Vermögensfonds wegen seiner größeren Möglichkeit zur Diversifizierung und seines längeren Anlagehorizonts die mit Anlagen in Unternehmensbeteiligungen und Infrastrukturprojekten verbundenen höheren Risiken besser tragen kann als der Privatinvestor, kann er diesem die einem Aktienportfolio entsprechende Rendite bei dem einem Rentenportfolio entsprechenden Risiko bieten.“

Das ist alles so einleuchtend, dass man sich fragt, warum wir das nicht schon lange machen. Vor allem, weil es mittlerweile eine Vielzahl Studien gibt, die zu demselben Schluss kommen.<sup>40</sup>

## Existenzielle Weichenstellung

Deutschland steht vor einer existenziellen Weichenstellung und die Gefahr ist groß, dass die Weichen in die falsche Richtung gestellt werden und dass wir noch mehr als in den letzten zehn Jahren genau das tun, was künftigen Wohlstand mindert, statt ihn zu erhöhen.

Wir stehen vor einer massiven Veränderung der geldpolitischen Rahmenbedingungen. In einer Währungsunion sitzen wir mit Ländern in einem Boot, die eine andere Kultur und Geschichte im Umgang mit Staatsschulden und Krisen haben. Angesichts der Schuldenstände haben diese Länder auch realistisch keine andere Wahl. Deshalb gilt für Deutschland:

- Senken der eigenen Staatsverschuldung durch Teilnahme an dem Schuldentilgungsfonds.
- Hilfe für andere Länder über Mobilisierung der TARGET2-Guthaben.
- Im Inland ein Programm zur Sicherung künftigen Wohlstands beginnen: Investitionen, geringere Steuern und Abgaben, bessere Rahmenbedingungen für private Investitionen.
- Förderung von privater Vermögensbildung.
- Professionelles Management des Auslandsvermögens.

Leider deutet die aktuelle politische Diskussion genau in das Gegenteil. „Stupid German Money“ hieß es vor der Finanzkrise, wenn an der Wall Street gefragt wurde, wer denn den Wertpapier-Schrott kauft. „Stupid German Politics“ dürfte die Antwort sein, wenn wir in zehn Jahren deutlich schlechter dastehen als die anderen Länder, die ihre Interessen intelligenter und konsequenter vertreten haben.

## Quellenangaben:

1. DER SPIEGEL (online), „Versetzt die deutsche Wirtschaft in ein künstliches Koma“, 22. März 2020, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/corona-rettungsplan-versetzt-die-deutsche-wirtschaft-in-ein-kuenstliches-koma-a-14514605-cb48-476c-9383-72616c21e2dd>
2. Für Verbraucherdarlehensverträge hat die Bundesregierung ebenfalls eine Stundungsmöglichkeit für drei Monate im Gesetz festgehalten.
3. FINANCIAL TIMES, „Draghi: We face a war against coronavirus and must mobilise accordingly“, 25. März 2020, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/c6d2de3a-6ec5-11ea-89df-41bea055720b?shareType=nongift>
4. Mehr zum Zusammenhang von Ersparnis und Handelsüberschuss findet sich hier: beyond the obvious, „Deutschland wirtschaftet wie die Eichhörnchen“, 14. September 2016, abrufbar unter: <https://think-beyondtheobvious.com/stelter-in-den-medien/deutschland-wirtschaftet-wie-die-eichhoernchen/>
5. CEPR, „Exportweltmeister – The Low Returns on Germany's Capital Exports“, 18. Juli 2019, abrufbar unter: <https://cepr.org/content/free-dp-download-18-july-2019-exportweltmeister-low-returns-germany's-capital-exports>
6. Boston Consulting Group (BCG), „Back to Mesopotamia“, September 2011, abrufbar unter: <https://think-beyondtheobvious.com/stelter-in-den-medien/back-to-mesopotamia/>
7. Daniel Stelter, „Die Schulden im 21. Jahrhundert“, Frankfurt 2014
8. F.A.Z., „Zwölf Jahre lang insolvent und trotzdem quietschfidel. Was bedeuten Verluste für Zentralbanken?“, 5. April 2015, abrufbar unter: <https://blogs.faz.net/fazit/2015/04/05/zwoelf-jahre-lang-insolvent-und-trotzdem-quietschfidel-was-bedeuten-verluste-fuer-zentralbanken-1-5501/>
9. Adair Turner, „Between Debt and the Devil“, London 2015
10. So lehnt der Sachverständigenrat der Bundesregierung in seinem Sondergutachten anlässlich der Corona-Krise andere Maßnahmen zur Eindämmung der Krise wie Eurobonds oder sogenanntes Helikoptergeld durch die Notenbank ab. F.A.Z., „‘Wirtschaftsweise’ halten Rezession für unvermeidbar“, 30. März 2020, abrufbar unter: [https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/konjunktur/sondergutachten-corona-auswirkungen-auf-die-deutsche-wirtschaft-16703191.html?printPagedArticle=true#pageIndex\\_3](https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/konjunktur/sondergutachten-corona-auswirkungen-auf-die-deutsche-wirtschaft-16703191.html?printPagedArticle=true#pageIndex_3)

11. Auf meinem Blog beyond the obvious und im „Märchen vom reichen Land – Wie die Politik uns ruiniert“, München 2018, finden sich weitere Ausführungen zur TARGET2- Debatte.
12. European Central Bank, „Statistical Warehouse“, abrufbar unter: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004859>
13. F.A.Z., „Der Ausweg aus der Target-Falle“, 20. Oktober 2018, abrufbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/wie-target-salden-den-frieden-in-europa-sichern-koennten-15836705.html>
14. FINANCIAL TIMES, „Ireland shows the way with its debt deal“, 10. Februar 2013, abrufbar unter: <https://www.ft.com/content/a4564eae-713a-11e2-9d5c-00144feab49a>
15. Deutsche Bundesbank, „Langfristige Perspektiven zur gesetzlichen Rentenversicherung“, Monatsbericht Oktober 2019, S. 55 ff., abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/811952/dacd4c189414bf6afd2ad73c3340edc7/mL/2019-10-rentenversicherung-data.pdf>
16. DIE WELT: „Die sieben Schwächen des deutschen Kohleausstiegs“, 30. Januar 2020, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article205451993/Energie-wende-Die-Schwaechen-des-Kohleausstiegsgesetzes.html>
17. Eine detaillierte Diskussion der ineffizienten und ineffektiven deutschen Energiepolitik würde den Rahmen dieses Buches sprengen. Ausführlicher diskutiere ich das Thema unter anderem hier: beyond the obvious, „Versuch der Sachlichkeit in der Klimadebatte“, 9. Oktober 2019, abrufbar unter: <https://think-beyondtheobvious.com/versuch-der-sachlichkeit-in-der-klimadebatte/>
18. World Economic Forum, „Global Competitiveness Report 2019“, abrufbar unter: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_TheGlobalCompetitiveness-Report2019.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitiveness-Report2019.pdf)
19. DIE WELT, „Deutschlands globaler Abstieg scheint ausgemacht“, 1. Februar 2020, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/plus205495237/Deutschlands-globaler-Abstieg-scheint-ausgemacht.html>
20. DIE WELT, „Deutschlands globaler Abstieg scheint ausgemacht“, 1. Februar 2020, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/plus205495237/Deutschlands-globaler-Abstieg-scheint-ausgemacht.html>
21. Stiftung Marktwirtschaft: „Ehrbarer Staat? – Wege und Irrwege der Rentenpolitik im Lichte der Generationenbilanz“, 22. November 2019, abrufbar unter: [https://www.stiftung-marktwirtschaft.de/fileadmin/user\\_upload/Pressemitteilungen/2019/Rentenpolitik\\_PG\\_22.11.2019/PK-Folien-Ehrbarer-Staat\\_Rentenpolitik\\_2019-11-22\\_Druck.pdf](https://www.stiftung-marktwirtschaft.de/fileadmin/user_upload/Pressemitteilungen/2019/Rentenpolitik_PG_22.11.2019/PK-Folien-Ehrbarer-Staat_Rentenpolitik_2019-11-22_Druck.pdf)
22. Statista, „Entwicklung der Lebenserwartung bei Geburt in Deutschland nach Geschlecht in den Jahren von 1950 bis 2060 (in Jahren)“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/273406/umfrage/entwicklung-der-lebenserwartung-bei-geburt--in-deutschland-nach-geschlecht/>
23. Statista: „Erreichbares Durchschnittsalter in Deutschland laut der Sterbetafel 2016/2018nach Geschlechtern und Altersgruppen“, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1783/umfrage/durchschnittliche-weitere-lebenserwartung-nach-altersgruppen/>
24. DIE WELT: „Was Unternehmen Senioren bieten müssen, um sie im Job zu halten“, 12. Juli 2017, abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/article166579087/Was-Unternehmen-Senioren-bieten-muessen-um-sie-im-Job-zu-halten.html>
25. Robert Bosch Stiftung: „Produktiv im Alter“, Oktober 2013, abrufbar unter: [https://www.bosch-stiftung.de/sites/default/files/publications/pdf\\_import/BI\\_ProduktivImAlter\\_Online.pdf](https://www.bosch-stiftung.de/sites/default/files/publications/pdf_import/BI_ProduktivImAlter_Online.pdf)
26. Der Sachverständigenrat der Bundesregierung hat immer wieder Vorschläge unterbreitet, so im Gutachten 2018, abrufbar unter: [https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/gutachten/jg201819/JG2018-19\\_gesamt.pdf](https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/gutachten/jg201819/JG2018-19_gesamt.pdf) und vor allem im Gutachten 2017, abrufbar unter: [https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/gutachten/jg201718/JG2017-18\\_gesamt\\_Website.pdf](https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/gutachten/jg201718/JG2017-18_gesamt_Website.pdf)
27. In diesem Zusammenhang wird immer das Ehegattensplitting als Hemmnis gesehen. Dabei ist anzumerken, dass die einfache Abschaffung nur zu höheren Steuern für Ehepaare führt und deshalb den Anreiz zur Arbeitsaufnahme nur unter der – realitätsfernen – Annahme führt, dass die Partner getrennte Kassen haben und jeder nur auf das eigene (Grenz-)Einkommen und nicht die gemeinsame Gesamtbelastung blickt. Wenn man das Ehegattensplitting abschafft, sollte dies im Zuge einer allgemeinen Reform erfolgen, die alle Bürger deutlich entlastet.

28. Institut für Arbeitsmarkt und Berufsforschung (IAB): „Erwerbstätige im unteren Einkommensbereich stärken“, 9/2018, abrufbar unter: <http://doku.iab.de/forschungsbericht/2018/fb0918.pdf>
29. DER SPIEGEL (online): „Wie der Staat die Fleißigen bestraft“, 22. März 2019, abrufbar unter: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/hartz-iv-und-geringverdiener-wie-der-staat-mehr-arbeit-bestaft-a-1258150.html>
30. IWD, „Etwas zu viel des Guten“, 8. November 2019, abrufbar unter: <https://www.iwd.de/artikel/etwas-zu-viel-des-guten-448583/>
31. IWD, „Etwas zu viel des Guten“, 8. November 2019, abrufbar unter: <https://www.iwd.de/artikel/etwas-zu-viel-des-guten-448583/>
32. Credit Suisse, „Global Wealth Report 2019“, 21. Oktober 2019, abrufbar unter: <https://www.credit-suisse.com/about-us-news/de/articles/media-releases/global-wealth-report-2019--global-wealth-rises-by-2-6--driven-by-201910.html>
33. The Household Finance and Consumption Survey, ECB, Dezember 2016, S. 100, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpsps/ecbsp18.en.pdf>
34. Deutsche Bundesbank: „Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland“, Monatsbericht April 2019, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/794130/d523cb34074622e1b4cfa729f12a1276/mL/2019-04-vermoegensbefragung-data.pdf>
35. ntv, „So sparen die Deutschen“, 13. August 2019, abrufbar unter: <https://www.ntv.de/ratgeber/So-sparen-die-Deutschen-article21203409.html>
36. Òscar Jordà, Katharina Knoll, Dmitry Kuvshinov, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor „The rate of Return on Everything 1870-2015“, NBER Working Paper 24112, abrufbar unter: <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2017-25.pdf>
37. Mittlerweile haben wir nach Japan das zweitgrößte Nettoauslandsvermögen mit fast 2.500 Milliarden US-Dollar. Pro Jahr addieren wir rund 300 Milliarden dazu
38. CEPR, „Exportweltmeister – The Low Returns on Germanys Capital Exports“, 18. Juli 2019, abrufbar unter: <https://cepr.org/content/free-dp-download-18-july-2019-exportweltmeister-low-returns-germany's-capital-exports>
39. F.A.Z., „Ein Vermögensbildungsfonds für Deutschland“, 22. November 2013, abrufbar unter: [https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/gastbeitrag-ein-vermoegensbildungsfonds-fuer-deutschland-12674947.html?printPagedArticle=true#pageIndex\\_2](https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/gastbeitrag-ein-vermoegensbildungsfonds-fuer-deutschland-12674947.html?printPagedArticle=true#pageIndex_2)
40. ifo Institut, „Staatsfonds für eine effiziente Altersvorsorge – welche innovativen Lösungen sind möglich“, 25. Juli 2019, abrufbar unter: <https://www.ifo.de/DocDL/sd-2019-14-Fuest-et-al-deutscher-buergerfonds-2019-07-25.pdf> und Bertelsmann Stiftung, „Ein Staatsfonds für Deutschland?“, o. D., abrufbar unter: [https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSSt/Publikationen/GrauePublikationen/NW\\_Ein\\_Staatsfonds\\_fuer\\_Deutschland.pdf](https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSSt/Publikationen/GrauePublikationen/NW_Ein_Staatsfonds_fuer_Deutschland.pdf)

**Dr. Daniel Stelter** ist ein deutscher Ökonom, Autor und Blogger. Im Jahr 1990 begann er seine Karriere in München bei der Boston Consulting Group und leitete dort als Partner die Corporate Development Practice in Deutschland und Europa, ab 2003 trug er hierfür die globale Verantwortung. Von 2009 bis 2013 war er Mitglied des weltweiten Executive Committee des Unternehmens.

Seit 2011 hat Stelter mehr als 60 Gastbeiträge im Manager Magazin veröffentlicht. Darüber hinaus schreibt er eine wöchentliche Kolumne für die Wirtschaftswoche. und hat Gastbeiträge im Handelsblatt und in der Süddeutschen Zeitung veröffentlicht.

2010 wurde Stelter mit dem getAbstract International Book Award für sein Buch Accelerating out of the Great Recession ausgezeichnet, der jährlich auf der Frankfurter Buchmesse vergeben wird.

Seit 2013 betreibt Daniel Stelter den Blog Think Beyond The Obvious, der eine Plattform zur Diskussion seiner Veröffentlichungen und Gastbeiträge in führenden Wirtschaftsmedien darstellt



[www.mmwarburg.com](http://www.mmwarburg.com)