

## In Verteidigung des 2-Prozent-Ziels

Von Mark Schrörs, Frankfurt

**Börsen-Zeitung, 30.4.2016**  
Gut viereinhalb Jahre ist es her, dass Jean-Claude Trichets Amtszeit als Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) geendet hat. Wer den 73-jährigen Franzosen dieser Tage erlebt, spürt aber, wie sehr er im Herzen immer noch Zentralbanker ist, wie sehr er noch in der Welt der Zinsen verhaftet ist – und das nicht nur, wenn er von der EZB als „wir“ und

Ex-EZB-Chef Trichet erhält einen Preis in Frankfurt – und stellt sich hinter seine Nachfolger.

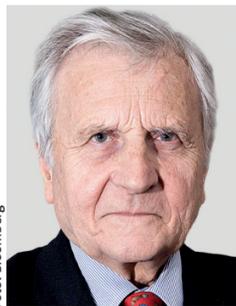
„uns“ spricht. Rund 17 Jahre als Währungshüter, erst im Dienst der Banque de France und dann der EZB, haben ihn stark geprägt. Entsprechend intensiv verfolgt er, was die Zentralbanker weltweit treiben, und entsprechend viele Gedanken macht er sich über Geldpolitik und Notenbanken.

Einige dieser Gedanken teilte Trichet am Freitagabend bei seiner „Rückkehr“ in seine frühere Wahlheimat Frankfurt – wo er mit dem geld-

politischen Preis des Monetären Workshops, einem Zusammenschluss von Geld- und Wirtschaftsexperten, ausgezeichnet wurde. Als „hervorragender Zentralbanker“ und „großer Europäer“, wie Ex-EZB-Chefvolkswirt Otmav Issing in seiner Laudatio auf seinen Freund sagte.

„Die Konvergenz der Geldpolitik der Zentralbanken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften als Konsequenz der Finanzkrise“: So lautete der etwas sperrige Titel von Trichets Rede, die letztlich vor allem zu einem flammenden Plädoyer für das Inflationsziel von knapp unter 2% wurde – und damit letztlich auch zu einer Verteidigung des aktuellen Kurses der EZB. Ein Ziel und eine Politik, die derzeit vor allem in Deutschland äußerst heftig umstritten sind.

Das Zusammenlaufen der Geldpolitik weltweit in der Finanzkrise, im konkreten Handeln wie etwa mit gemeinsamen Zinssenkungen wie 2008, aber auch in konzeptionellen Fragen, ist für Trichet nach wie vor eine der markantesten und überraschendsten Entwicklungen in der Weltfinanzkrise – zumal man hätte das Gegenteil erwarten können, sind doch letztlich alle Länder stets mit unterschiedlichen wirtschaftlichen Situationen und Finanzstrukturen konfrontiert und von teils sehr verschiedenen historischen Erfahrungen geprägt, wie Trichet hervorhob.



Jean-Claude Trichet

Als augenscheinlichstes und zugleich doch am meisten unterschätztes Beispiel dieser „konzeptionellen Konvergenz“ sticht für Trichet hervor, dass sich inzwischen die vier wichtigsten Zentralbanken der Welt einem Inflationsziel von rund 2% verschrieben haben. Zuerst die EZB und dann die Bank of England bereits vor der Krise, die Fed (2012) und die Bank of Japan (2013) in der Krise. „Die 2% wurden hier in Frankfurt geboren“, sagte Trichet, nicht zuletzt auch an Issing gerichtet.

Trichet sieht die Verpflichtung auf dieses Ziel als wesentlich für die Verankerung der Inflationserwartungen und damit für Stabilität auch in Zeiten schwerer Krisen. Die 2% seien ein „guter Kompromiss“ zwischen

dem Risiko einer zu hohen, außer Kontrolle geratenden Inflation und der Gefahr einer zu niedrigen Inflation und damit eines Abrutschens in die Deflation. Genauso argumentiert auch Trichets Nachfolger an der EZB-Spitze, Mario Draghi, immer wieder. In Deutschland dagegen erklären aktuell viele, dass Preisstabilität eigentlich 0% Inflation bedeute.

Für Trichet aber bedeutet diese Konvergenz noch viel mehr: Erstmals seit dem Auseinanderbrechen des Bretton-Woods-Systems gebe es einen globalen Anker für das Währungssystem: nicht Gold, nicht Rohstoffe, nicht der Dollar, sondern eine „globale nominale Inflationsverankerung“. „Das ist ein historisches Moment, der unterschätzt wird“, sagte Trichet.

Die Entwicklung sieht er aber noch nicht am Ende: Mit dem chinesischen Renminbi rücke nun eine fünfte Währung ins Zentrum des internationalen Währungssystems. Es sei „empfehlenswert“, wenn sich auch die Definition von Preisstabilität für die chinesische Wirtschaft derjenigen der anderen globalen Währungen anpasse – mit der Übernahme des 2-Prozent-Ziels plus eines Aufschlags, der der Tatsache geschuldet ist, dass sich Chinas Wirtschaft noch in einem Aufholprozess gegenüber den Industrieländern befindet. Trichet wird auch das weiter sehr genau verfolgen – er kann einfach gar nicht anders.

## Panama will mit deutschem Fiskus zusammenarbeiten

Verhandlungen sollen zügig beginnen

**Börsen-Zeitung, 30.4.2016**  
dpa-afx Berlin – Nach den Enthüllungen der Panama Papers über Tausende Briefkastenfirmen will das mittelamerikanische Land mit dem deutschen Fiskus zusammenarbeiten. Die Verhandlungen über einen bilateralen Austausch von Steuerinformationen sollten zügig wieder aufgenommen werden, sagte Regierungssprecher Steffen Seibert am Freitag. Ziel sei, das Abkommen bis zum Staatsbesuch von Präsident Juan Carlos Varela in Berlin im Oktober abzuschließen. „Das ist ein wichtiger Schritt auf Panamas Weg, Defizite zu beseitigen“, sagte Seibert.

Ein bilaterales Steuerinformationsabkommen habe bereits vor drei Jahren ausformuliert vorgelegen, hieß es in Berlin. Einen Abschluss gab es bislang aber nicht. Das Abkommen sei der erste Schritt auf dem Weg Panamas zu einem automatischen Informationsaustausch, der internatio-

nal bereits vereinbart sei. Am Donnerstag einigte sich Panama zudem mit Kolumbien auf den Austausch von Steuerdaten. Mit den USA hat Panama schon einen solchen Vertrag geschlossen. Verhandlungen laufen mit Frankreich und Japan.

Panama hatte zuletzt versucht, seinen Ruf als Steueroase loszuwerden und sich als seriöser Finanzplatz zu positionieren. So erließ die Regierung eine Reihe neuer Richtlinien für Banken, Versicherungen, Immobilienfirmen sowie Wertpapier- und Edelmetallbörsen.

Das angestrebte Abkommen zum Datenaustausch mit Deutschland soll den gemeinsamen Berichtsstandards (CRS) der Industrieländerorganisation OECD entsprechen. Anders als von der OECD angestrebt, setzt Panama auf den Abschluss bilateraler Abkommen aus Sorge, dass Informationen in die falschen Hände geraten.

## Bundesländer unterstützen Schäubles Eckpunktepapier

Maßnahmenbündel gegen Briefkastenfirmen

**Börsen-Zeitung, 30.4.2016**  
Reuters Berlin – Die Bundesländer ziehen bei den Plänen von Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble (CDU) gegen Briefkastenfirmen in Steueroasen mit. Die Steuerabteilungsleiter der Finanzministerien von Bund und Ländern stellten sich am Freitag nach Angaben des Bundesfinanzministeriums hinter ein Eckpunktepapier Schäubles. Darin schlägt er unter anderem vor, das steuerliche Bankgeheimnis zu kippen, damit der Fiskus Profiteuren von Briefkastenfirmen auf die Spur kommen kann. Die Zustimmung der Länder ist wichtig, weil die Steuerverwaltung in ihren Händen liegt.

Ein Sprecher Schäubles sagte, bis zur nächsten Sitzung der Finanzminister von Bund und Ländern im Juni solle ein gemeinsames Papier ausgearbeitet werden. Auf dieser Basis solle dann das Gesetzgebungsverfahren angestoßen werden, das mög-

lichst noch in diesem Jahr abgeschlossen werden solle. Zusätzlich zu den von Schäuble vorgeschlagenen zehn Punkten hätten die Länder noch zwei weitere Vorschläge in die Diskussion gebracht, die nun geprüft würden.

Das nationale Maßnahmenbündel gegen Briefkastenfirmen soll die internationalen Bemühungen Schäubles ergänzen, mehr Licht in das Dickicht der Steueroasen zu bringen. In dem nationalen Plan wird unter anderem vorgeschlagen, dem Fiskus Sammelabfragen bei Banken zu ermöglichen: Bei einem konkreten Verdacht müsste eine Bank dann dem Fiskus alle Kunden nennen, für die sie Kontakte zu Offshore-Firmen vermittelt hat. Außerdem sollen Betriebsprüfer ihre Zufallsfunde über verdächtige Konten einer Bank an den Fiskus melden können. Zudem will Schäuble das Strafrecht für Steuerhinterzieher verschärfen.

## Ruf nach Reform der Mehrwertsteuer

Europaabgeordnete fordern radikalen Umbau

**Börsen-Zeitung, 30.4.2016**  
fed Brüssel – Im EU-Parlament wird der Ruf nach einem radikalen Umbau des – bislang so betrugsanfällig – Mehrwertsteuersystems in der EU laut. In einem Bericht, den der in diesem Dossier federführende CDU-Europaabgeordnete Werner Langen im zuständigen Ausschuss vorgestellt hat, wird für die Umkehrung der Steuerschuldnerschaft (Reverse Charge) plädiert. Denn da die Umsatzsteuer dann nur noch beim Endkunden erhoben werde und nicht mehr beim Unternehmen, sinke sowohl das Risiko des Betrugs als auch der Verwaltungsaufwand für die Wirtschaft. „Ein dauerhaftes System für die Mehrwertsteuer könnte die Erweiterung des Reverse-Charge-Mechanismus flächendeckend für Europa auf alle Umsätze zwischen Unternehmen sein“, heißt es in der Entschließung. Nach diesem Modell erübrige sich die gesamte Vorsteuererhebung und Erstattung – mit dem Effekt, dass nach Darstellung des Berichts „jegliches Betrugsrisiko entfällt“ und „Wettbewerbsverzerrungen erheblich reduziert“ werden. Der Vorstoß der Europaabgeordneten ist eine Reaktion auf den bis-

lang erfolglosen Kampf der EU gegen Betrüger, die Erstattungen von Vorabzügen im grenzüberschreitenden Verkehr geschickt zu nutzen wissen, um den Fiskus um Milliardenbeträge zu schröpfen. Trotz vielfältiger Anstrengungen ist es den Steuerbehörden nicht gelungen, diese „Karusellgeschäfte“ zu unterbinden.

Zudem reagiert das EU-Parlament auf die – weitgehend gescheiterten – Bemühungen um Vereinfachung der Regeln. Denn statt die Liste der Ausnahmen zu straffen, um das System transparenter zu machen, sind die Listen nationaler Steuerbegünstigungen für einzelne Warengruppen länger geworden und haben den Wettbewerb zwischen Firmen in grenznahen Regionen immer stärker verzerrt. Im Initiativbericht wird nun vorgeschlagen, „dass das komplizierte bestehende System wesentlich vereinfacht werden kann, wenn die Güter und Dienstleistungen, für die ermäßigte Steuersätze angewandt werden dürfen, gemeinsam auf europäischer Ebene festgelegt werden“.

Allerdings sind die Erfolgschancen der Forderungen überschaubar. Denn das EU-Parlament hat in Steuerfragen kein Veto.

## Kritik an rein steuerlich motivierten Investitionen

OECD beklagt Verzerrung der Statistiken

**Börsen-Zeitung, 30.4.2016**  
lz Frankfurt – Die Existenz von Steueroasen und die besondere Funktion von Niedrigsteuerregimen in einzelnen Industrieländern verzerrt die Statistik zur Messung der Investitionsströme. Darauf macht die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) in ihrem jetzt vorgelegten Bericht zur Entwicklung der Direktinvestitionen aufmerksam.

Danach hat das Volumen an Direktinvestitionen weltweit im vergangenen Jahr um immerhin 25% zugenommen auf 1,7 Bill. Dollar, so viel wie seit dem Beginn der Finanzkrise 2007 nicht mehr. Doch ein großer Teil der Investitionsströme ist „nicht auf tatsächlich produktive Geldflüsse“ etwa in neue Fabriken, Produktionen oder in Erweiterungen bisheriger Standorte zurückzuführen, sondern diene offenbar ausschließlich der Steueroptimierung.

Das zeigen nach Angaben der OECD zum einen die Herkunftsländer der Investitionen, zum anderen die Nennung Zielländer. Von den 384 Mrd. Dollar der in die USA fließenden Investitionsströme sei ein großer Anteil auf die Umstrukturierung von Konzernen und auf Unternehmenskäufen zurückzuführen gewesen, um etwa die hohe Steuerlast zu mindern, beklagt die OECD. Auch die Herkunftsländer dieser Investitionen deuten nach Meinung der OECD auf das dahinterstehende Kalkül. Denn mit Hongkong, der Schweiz, Irland und den Niederlanden handelt es sich vielfach um Staaten, die sich aus steuerlichen Gründen für die Ansiedlung von „Special Purpose Entities“ eignen. Aus Irland etwa kommen 2015 Direktinvestitionen von 102 Mrd. Dollar, aus den Niederlanden 114 Mrd. Dollar, während aus Deutschland heraus nur knapp 76 Mrd. Dollar investiert worden sind.

### GASTBEITRAG

## Deflationsgräber – der hohe Preis der EZB-Politik

**Börsen-Zeitung, 30.4.2016**  
Die Debatte um die Geldpolitik der EZB ist angestoßen. Der Bundesfinanzminister rief jüngst die G20 dazu auf, die Niedrigzinspolitik wegen der zunehmend überwiegenden negativen Folgen zu hinterfragen – sichtbar sind diese Folgen bereits heute.

Die EZB beharrt auf ihrem Kurs und rechtfertigt die gezielte Senkung der Zinskurve wie folgt: Insbesondere in Abwesenheit ausreichender Strukturformen, die wohl kurzfristig nicht expansiv, sondern eher preisniveaumindernd wirkten und insofern mittelfristig kontraproduktiv wären, verbliebe nur die EZB-Politik, um eine permanente Deflation zu vermeiden. Während vormalig der Zinsverfall der notenbankunabhängigen Entwicklung der Weltwirtschaft zugeschrieben wurde, bekennt sich die EZB nun zu einer Verstärkung dieses Trends – und: „If you find yourself in a hole, stop digging.“

### Nebelkerze Deflation

Offensichtlich setzt die EZB eine stark ölpreisgetriebene Disflation mit Deflation gleich. Dies ist irreführend, denn „Deflation“ stellt einen kritischeren Sachverhalt dar. Sie ist das Grab einer sich perpetuierenden Preisenkungsspirale, genährt durch Kaufzurückhaltung in Erwartung weiterer fallender Preise. Doch sogar die EZB rechnet langfristig nicht mit einer negativen Inflation. Ihre Experten gehen gemessen an den Inflationseinsparungen von einem Band zwischen einem und zwei Prozent aus. Von Kaufzurückhaltung ist man

im Euroraum zumindest in den reformaktiven Ländern seit Anfang 2015 weit entfernt. Und dies ist nicht unwesentlich die Folge des niedrigen Ölpreises. Deshalb erscheint die Notwendigkeit der Deflationsabwehr als eine überzeichnende und misstrauenerweckende Nebelkerze.

Zudem bergen die EZB-Maßnahmen beachtliche Risiken, die bereits sichtbar sind: Unsicherheit, Unterversorgung und Umverteilung.

### Zunehmende Unsicherheit

Die EZB-Politik drängt besonders Investoren, die eine Mindestrendite erwirtschaften müssen, zu einer unheiligen Jagd nach Rendite. Die Folge: Die Preise risikoreicher Anlagen steigen, ihre Verzinsung fällt. Damit wächst der Zwang, in riskantere Anlagen zu investieren – ein Teufelskreis oder „Risikoaufschlagsdeflation“, in die wir uns hineingraben. Dazu die Royal Bank of Canada: „The cost of risk appears to be a concept that has escaped the market ... looks like less than 30 bps between AA and BBB ... We'd best pray that credit risk remains well under control.“ Verstärkt wird diese systemische Stabilitätsbelastung durch die mit der EZB-induzierten Gleichrichtung des Anlageverhaltens zunehmende Assetpreis-Korrelation.

Diese beteuert, dass die Regulierung diese Gefahren beherrsche. Zweifel sind erlaubt. Schon ein Politikmix aus zwei Zielrichtungen mit teildidantischen Akteuren scheint latent labil. Auch tritt die EZB hinsicht-

lich der problemzentralen Assetklasse „Staatsanleihen“, nicht als disziplinierender Prudenzanwalt auf: Weder setzt sie sich erfolgreich für deren risikogerechte Kapitalunterlegung ein, noch schreckt sie im Falle sogar von ihr beaufsichtigter griechi-



Immo Querner  
Finanzvorstand der Talanx AG

schier Banken davor zurück, auch die Verdrängung collateralfähiger risikoarmer Assets per Ankauf lokaler Staatspapiere durch das Euro-System via ELAs zu finanzieren.

Gelegentlich wird eingewandt, dass der Verzicht auf das risikofreie Referenzasset „Staatsanleihe“ einen Grundpfeiler der Finanzarchitektur „as we know it“ aufgäbe, was gerade mit Blick auf funktionierende Kapitalmärkte wie Großbritannien und die USA zurückgehalten habe, diese Idee zu verfolgen. Der Einwand springt zu kurz: Dort gibt es für den jeweiligen Währungs- und demokratisch legitimierten Haftungsraum nur eine Staatsanleihe. Genau dies ist in einer „No-Bail-out-Eurozone“ mit Collective-Action-Klauseln verschiedenen Staatsanleihen konvention-

bedingt anders. Auch folgt aus der Negierung der Risikofreiheit riskanterer Staatsanleihen keinesfalls, dass es nicht auch in der Eurozone für die Fiktion der Risikofreiheit hinreichend risikoarme Staatsanleihen gibt! Deren Bestimmung sowie aller Zwischenstufen bis zu High-Yield-Govies könnte neben Ratings insbesondere über das Maß der Maastrichtkonformität erfolgen, womit auch Anreize zu deren Beachtung gesetzt würden.

Die Frage, inwieweit die EZB ihre rechtlichen Grenzen überstrapaziert, ist noch nicht zu Ende gerichtet. Jedenfalls stellt die Geldpolitik zumindest im Ergebnis Beihilfe zum Ignorieren der Verträge von Maastricht dar, zumal die EZB-Argumente den Verdacht nähren, dass zweckmäßige Strukturformen auf die (jeweils?) nächsten Jahre bzw. Legislaturperioden verschoben werden. Kein Wunder, dass eine so verstandene Deficit-Spending-Politik auf zusätzliche Haftungsverbände schieft.

Es sei an dieser Stelle daran erinnert, dass zwei der drei größten Euro-Land-Volkswirtschaften seit der Euro-Einführung in mehr als drei von vier Jahren das Maastricht-Defizitziel nicht einhalten, obwohl die mit der Euro-Einführung und -Verteidigung verbundenen Zinssenkungen budgetentlastend gewirkt haben. Die zuletzt vom Bundesfinanzminister gerügte Strapazierung der Rechtsstreue ist ökonomisch relevant. Der Kurzfriststabilisierung steht eine sich eingrabende Aushöhlung der Verlässlichkeit des Rechtsrahmens entgegen. Dies gilt auch, wenn man mate-

riell eine haftungsvergemeinschaftende Deficit-Spending-Politik – allerdings nach (!) geordneter und demokratisch legitimer Anpassung der Maastricht-Verträge – für richtig hält. Sind die Jahre seit der Euro-Einführung eine Phase der sich verstärkenden „Verlässlichkeitsdeflation“?

Die EZB-Politik belastet zudem die Altersvorsorgesysteme. Dies betrifft nicht nur die auch an eigenen Versäumnissen leidenden durationsinkongruenten garantiengewährenden Bestände, sondern auch die immer schwerere Zukunftsabsicherung in Zeiten einer Realzinsdifferenz zwischen Zehnjahres-Bunds und den oben genannten Inflationseinsparungen. Die niedrigeren Zinsen erzwingen eine immer höhere Sparquote zu Lasten des Konsums. Wer Altersarmut vermeiden will, läuft in eine „Altersvorsorgesparfalle“. Ist dies die „Altersvorsorgedeflation“, in die wir uns hineingraben?

### Beachtliche Umverteilung

Die Nebenwirkungen der EZB-Geldpolitik gehen wie meist bei geldpolitischen Maßnahmen unterdessen weiter. Wir erleben im Euro-Raum insofern vielfältige Vermögensumverteilungen. Wegen der im Vergleich zur Güterpreis-inflation erfolgreicherer Assetpreis-inflation, kann man von einer Umverteilung zu Gunsten der nicht nur am kurzen Ende investierten „Haves“ und zu Lasten der alterssparendbedürftigen „Not Yet Haves“ ausgehen. Eine Umverteilung zu Gunsten derer mit hohem (noch nicht durch Steuern getilg-

tem) Staatsschuldenanteil, welcher nunmehr marktwidrig günstig gerollt wird.

Besonders beachtlich ist dies, wenn in einem fiskalischen Abrechnungsverbund die steuerlich Verschonten zugleich die „Haves“ sind, also besonders hohes Vermögen besonders stark in lokale Staatsanleihen aus besonders stark verschuldeten Heimatländern investiert sind.

Von den einlagestarken Finanzinstitutionen, die zwischen Negativeinlagezinsen und einem faktischen Nullzins im Privatbankengeschäft zerrieben werden, bis hin zu denen, die auf eine Drittfinanzierung ihrer (auch in viele lokale Staatsstiel investierten) Aktivseite angewiesen sind und sogar noch vom Widerrufsrisiko eines LTRO-Tausches profitieren.

Teilweise wird die EZB-Politik dafür gelobt, dass sie im Interesse der Euro-Konvergenz die noch ausstehende innere Abwertungs- und Liberalisierungspolitik einiger Euro-Länder durch den Druck einer inneren Aufwertungs politik weniger reformbedürftiger Länder kompensiert. Leider könnten so Chancen kompetitiver Volkswirtschaften im globalen Wettbewerb jenseits der Eurozone wegsolidarisiert werden. Erinnert sich noch jemand an die Ziele von Lissabon?

Ob bewusst oder unbewusst: Die Kollateralschäden der EZB-Politik sind groß – zunehmend zu groß. Für die Mehrheit des EZB-Rates scheint es keine Alternative geben zu dürfen. Dabei liegt sie auf der Hand und wäre ganz einfach: „Stop digging!“ – behutsam, aber konsequent.