

Dieter Spethmann, Otto Steiger\*

## Europas „Schuldenkönig“ und sein Realzins

*Deutschland verzeichnet mittlerweile absolut gerechnet die höchste Staatsschuld innerhalb der EU und hat damit das ehemalige Weichwährungsland Italien überholt. Gleichzeitig hat Deutschland die höchsten Realzinsen zu verzeichnen. Welche Rolle spielt bei dieser Entwicklung die Europäische Währungsunion? Sollte das Eurosystem geändert werden? Ist eine Reform durchzusetzen?*

Deutschland werde im Jahre 2004 mit über 1400 Mrd. Euro erstmals mehr Staatsschulden als Italien haben, hieß es Ende vergangenen Jahres in den deutschen Medien. Deutschland werde somit Europas „Schuldenkönig“<sup>1</sup>. Natürlich erfüllt auch uns die deutsche Schuldenwirtschaft mit Missbehagen. Aber diese Prognose impliziert ein großes Missverständnis.

Bis zu seinem Eintritt in den Euro am 1. Januar 1999 war Italien mit seiner Währung Lira ein klassisches Weichwährungsland. Noch 1992 musste es 12,2% seines Bruttoinlandsproduktes (BIP) an Zinszahlungen für seine Staatsschuld aufwenden, die damals 116,1% des BIP erreichte. Deutschland hingegen kam damals mit einem Bruchteil solcher Zinszahlungen aus: gerade einmal 2,5% seines BIP. Seine Staatsschuld betrug nur 41,8% des BIP.

### Der Schuldenkönig in Lira und seine Zinsen

Seither ist ein Wunder über Italien gekommen, monetär und fiskalisch. Im Jahre 2002 musste der italienische Staat nur noch weniger als die Hälfte des früheren Wertes – 5,8% des BIP – an Zinsen aufwenden, obwohl seine Schuld im Zeitraum 1992-2002 von 848 Mrd. auf 1343 Mrd. Euro gestiegen war und ihr Anteil am BIP nur geringfügig auf 106,3% verringert werden konnte<sup>2</sup>.

Dass die deutsche Staatsschuld in derselben Zeit auf 61,3% des BIP stieg, mit einem Anstieg des Zinsaufwandes auf 2,9%, erklärt sich unschwer aus den Dauerlasten der Wiedervereinigung – eine Last, wie sie von allen Staaten der Euro-Zone nur Deutschland zu tragen hat.

---

*Prof. Dr. Dr. Dieter Spethmann, 78, war unter anderem langjähriger Vorsitzender des Vorstandes der Thyssen AG; Prof. Dr. Otto Steiger, 65, lehrt Geldtheorie und Makroökonomik am Institut für Konjunktur- und Strukturforschung (IKSF) der Universität Bremen.*

Die historisch einmalige Senkung der Zinslast in Italien ist allein der Umstellung aller Lira-Schulden auf Euro geschuldet. Denn die Gläubigerbanken des italienischen Staates konnten bei ihrer Zinsbestimmung seit 1999 einen Schwenk vollziehen: Der Staat Italien konnte nicht nur in Hinblick auf die Inflation, sondern auch bei der Bonität von Werten profitieren, die denen vergleichbar sind, die deutsche Geschäftsbanken bei Krediten an den Staat Deutschland zugrunde legen. So weist der J. P. Morgan-Index für Staatsanleihen jüngst für Deutschland eine Rendite von 4,14% aus, für Italien eine solche von 4,42%<sup>3</sup>. Wir halten diesen Schwenk der Banken in beiden Komponenten für nicht nachvollziehbar.

Wie hat Italien die Zinseinsparung von 6,4% des BIP – 78 Mrd. von 1222 Mrd. Euro 2001 – verwendet? Zur Schuldenreduktion? Keineswegs! Ende 2002 erhöhten sich die italienischen Staatsschulden weiter. „Mit Hilfe einer neuen halbstaatlichen Finanzinstitution ist es der italienischen Regierung gelungen, die Zahlen zur Staatsverschuldung in den letzten Tagen des Jahres noch entscheidend zurechtzurücken.“<sup>4</sup> Bei dieser Institution, der Cassa Depositi e Prestiti (CDP), hat der italienische Schatzminister Aktien von Staatsunternehmen im Wert von 11 Mrd. Euro geparkt. Zudem konnte er noch einmal 1 Mrd. Euro durch Verkauf seines An-

---

\* Der Beitrag ist eine Weiterentwicklung und Aktualisierung folgender beider Aufsätze: D. Spethmann: Geld – Gemeinschaft – Schicksal: Eine etwas andere Sicht des Euro, in: W. Hanel, K. A. Schachtschneider, J. Starbatty (Hrsg.): Der Ökonom als Politiker – Europa, Geld und die soziale Frage: Festschrift für Wilhelm Nölling, Stuttgart 2003, S. 505-534; O. Steiger: Which Lender of Last Resort in the Eurosystem?, in: Victoria Chick (Hrsg.): The Challenge of Endogenous Money: Theory and Policy, London 2004 (im Erscheinen).

<sup>1</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ) vom 12.12.2003.

<sup>2</sup> Alle hier verwendeten Zahlen aus: Deutschland im globalen Wettbewerb 2003: Internationale Wirtschaftszahlen, Köln 2003.

<sup>3</sup> FAZ vom 27.10.2003.

<sup>4</sup> FAZ vom 5.1.2004.

teils von 30% an der CDP an die öffentlich-rechtlichen Sparkassenstiftungen verbuchen.

Die CDP ist bisher die Finanzkasse des Staates gewesen. Schatzminister „Tremonti versucht seit längerem, kreative Buchhaltungsmethoden zu kopieren, wie er sie bei der deutschen Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) vermutete. Um eine ähnliche Institution zu schaffen, wurde die Staatskasse als Aktiengesellschaft (SpA) ausgegründet und eine Minderheitsbeteiligung daran an die Sparkassenstiftungen verkauft, damit die neue Institution offiziell an Eigenständigkeit gewinnt“<sup>5</sup>.

Sechs andere Mitglieder der Europäischen Währungsunion (EWU), die 1992 strukturell in derselben Situation waren wie Italien – Belgien, Finnland, Griechenland, Irland, Portugal und Spanien –, sparten 2002 gegenüber 1992 weitere 38 Mrd. Euro an Zinsen auf ihre Staatsschulden ein. Die Zinsersparnis betrug also insgesamt 116 Mrd. Euro. Das führt zu drei Fragen:

Wie haben Italien und die anderen Staaten die eingesparten Beträge verwendet? Warum ist dieses Geschenk nicht längst Gegenstand der öffentlichen Diskussion? Wie kommt es überhaupt zu diesem Phänomen?

### **Zinsbestimmung ohne Rücksicht auf nationale Inflation**

Die Zinsbestimmung ist das Herz aller Tätigkeit einer Geschäftsbank. Sie legt die von ihr herauszulegenden Nominalzinsen fest. Sie erfolgt mindestens einmal jährlich als Grundlage für das nächste Geschäftsjahr. Die Faktoren der Zinsbestimmung offenbaren objektiv die Leistungsfähigkeit der Bank, subjektiv die unternehmerische Kapazität ihrer Banker, und schließlich die Einschätzung der Qualität ihrer Kunden.

Die beiden wichtigsten Faktoren der Zinsbestimmung sind die Bonität der einzelnen Schuldner und die Abwertungsgefährdung der einzusetzenden Währung. Dass die Schuldner ihrer Bank immer hinreichende Sicherheiten bieten müssen, mit denen die Bank ihrerseits zwecks Refinanzierung zur Zentralbank gehen kann, gilt in Deutschland als selbstverständlich, wird indes in den Ländern des Euroraums nicht überall gleich streng eingehalten, wie die Verwendung von Krediten an staatliche Institutionen als Sicherheit für Notenbankkredite zeigt, die von der Bundesbank ka-

tegorisch ausgeschlossen, von anderen EWU-Notenbanken aber durchaus akzeptiert werden.

Zur Bonität: Ein Staat, dessen Verschuldung über 100% seines BIP liegt, verdient nicht dieselbe Bonitätsstufe wie ein anderer, der sie in der Nähe von 60% halten kann. Dementsprechend ist das Rating der Bundesrepublik Deutschland Anfang 2004 AAA, dasjenige Italiens hingegen nur AA. Es sind daher Zweifel erlaubt, ob die italienischen Geschäftsbanken, die sich bei der Banca d'Italia refinanzieren, dort mit qualitativ gleichwertigen Sicherheiten vorstellig werden wie die deutschen Geschäftsbanken bei der Bundesbank.

Zur Inflation: Deutschland verzeichnete für 2003 eine nationale Inflation von nur 1,1% und im Februar 2004 von 1,3%. Italien hingegen wird mit sehr viel mehr notiert. Die Zahlen schwanken von knapp unter bis sehr viel über 3%. Im Februar 2004 betrug die Inflationsrate 2,4% und die „gefühlte Inflation“ bis zu 6%<sup>6</sup>. Anfang dieses Jahres hat denn auch ein landesweiter Kaufstreik wegen des „Teuro“ stattgefunden<sup>7</sup>. Hieraus ergibt sich eine bizarre Situation.

Nimmt man an, dass der Umlaufrendite italienischer Staatsanleihen von 4,42% eine gleich hohe Inflation gegenübersteht, so wäre die Schuldenminderung durch Inflation genauso hoch wie die Zinszahlungen eines Jahres. Der Gläubiger erhielte zwar formal seine Zinsen, müsste aber zum selben Jahresabschluss seine Kapitalforderung um denselben Betrag vermindern. Der italienische Staat hätte somit bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise eine Verminderung des realen Kapitalwertes seiner Staatsschuld in Umfang seiner Zinszahlungen realisiert. Andererseits hätte Italien als Folge der Inflation höhere nominale Staatseinnahmen.

Es bleibt die Frage, wie Italien seine Inflation finanziert. „Einige wenige europäische Staaten, allen voran Italien, haben sich das Instrument der Forderungsverbriefung<sup>8</sup> allerdings offensiv zunutze gemacht, um Liquidität zu generieren und die Verschuldungsquote auf die Vorgaben des Vertrages von Maastricht zu senken.“<sup>9</sup> Italien würde also Liquidität generieren, ohne seine ausgewiesenen Staatsschulden zu erhöhen. Allerdings dürfte dieser Liquiditätszufluss zukünftige Staatseinnahmen wieder mindern – und zwar da-

<sup>5</sup> Ebenda. Die Verringerung der Staatsschulden geschieht dadurch, dass die jetzt selbständige CDP Ausgaben tätigen kann, die der italienische Staat früher nur über Kredite finanzieren konnte.

<sup>6</sup> La Repubblica vom 28. 2.2004 bzw. Neue Zürcher Zeitung (NZZ) vom 31.10.2003.

<sup>7</sup> Süddeutsche Zeitung vom 16.1.2004.

<sup>8</sup> Dieses Instrument meint die Ausgabe staatlicher Wertpapiere auf der Grundlage zu erwartender zukünftiger Staatseinnahmen.

<sup>9</sup> B. Dorendorf: Verbriefung im öffentlichen Sektor hat großes Potential in: FAZ vom 6.6.2003.

durch, dass die im Vergleich zu Deutschland höhere Inflation niedriger als vor Beginn der EWU ist. Und das findet nirgendwo einen Ausweis.

### **Die Folgen des Euro für die deutsche Wirtschaft**

Der Euro hat mit seiner Einführung schlagartig erhebliche Wettbewerbsverzerrungen im Euroraum bewirkt. Die Financiers der früheren Weichwährungs-länder können ihren staatlichen Schuldnern seit 1. Januar 1999 nur noch Zinsen in der Nähe der deutschen von 4,11% für einen zehnjährigen Regierungsbond berechnen<sup>10</sup>.

Die so begünstigten Mitglieder des Euroraums setzen diese außerordentliche Verminderung ihrer realen Kapitalkosten im Wettbewerb ein – auch gegen Deutschland. Die deutsche Wirtschaft muss sich somit einem zusätzlichen Wettbewerb stellen, an den keiner seiner Politiker bei der Propagierung des Euro gedacht hat.

Zum Beispiel haben diese Länder inzwischen gelernt, die Vorteile der Zinsersparnis noch durch Erhöhung der nationalen Inflation zu mehren: durch Senkung ihres Realzinses<sup>11</sup>. Immerhin würden bereits 4% Inflation genügen, den italienischen Realzins im langfristigen Bereich auf Null zu bringen. Die deutsche Wirtschaft aber lebt mit einer Inflation von nur gut 1%, muss also einen langfristigen Realzins von 3% schultern – den höchsten im Euroraum. Also wandern, ungeachtet der dort höheren Inflation, durchaus Arbeitsplätze von Deutschland in die Länder mit den niedrigeren Realzinsen. Dies ist eine zweite Belastung für Deutschland.

Im Bereich der kurzfristigen Zinsen findet diese Verzerrung eine nochmalige Steigerung. Der Gouverneursrat des Eurosystems hat sich bisher nicht entschlossen, unter einen Refinanzierungssatz von 2% zu gehen. Für die Refinanzierung der deutschen Banken bedeutet das einen Realzins von +1%, für die der italienischen aber einen negativen von –1%. Andere Länder, deren Inflation auf jeden Fall gegen 4% tendiert, wie insbesondere Portugal, Irland und Griechenland, liegen noch günstiger – eine ökonomische Absurdität: die dritte Belastung für Deutschland.

Kann die deutsche Wirtschaft diese Wettbewerbsnachteile ganz oder teilweise kompensieren, wenn auch hier die Inflation steigt? Das sehen wir nicht. Ginge Deutschland über seine gegenwärtige Inflationsrate von 1% hinaus, müsste die EZB ihr Inflationsziel von maximal 2% anheben. Denn Deutschland stellt – gemessen am BIP – immer noch etwa 30% des volkswirtschaftlichen Gewichtes der EU dar. Wir wagen die These, dass Deutschland im kurzfristigen Bereich einen Realzins von +1% und im langfristigen von +3% auch in absehbarer Zukunft nicht unterschreiten wird. Wir halten diese Belastung auf Dauer für unerträglich.

Ein weiterer Wettbewerbsnachteil liegt in der Rückwirkung der nationalen Inflationsrate auf die Staatseinnahmen, denn je höher die Inflation ist, umso höhere Staatseinnahmen sind zu erwarten. Deutschland hatte in den Jahrzehnten bis 1998 eine durchschnittliche Wachstumsrate von real +2,5% und eine Inflationsrate von +2,7%. Die Staatseinnahmen richteten sich also nach einem nominalen Anstieg des BIP von 5,2%. Heute sind es aber nur noch 1%, die Summe aus Nullwachstum und 1% Inflation. Daraus ergibt sich ein Zwang zur „realen Abwertung“ im Sinne einer Senkung des Reallohns: entweder durch Anpassung der deutschen nominalen Inflation zumindest an den Durchschnitt der Inflationsrate im Euroraum oder durch Senkung des deutschen Nominallohns. Doch diese Kraft haben weder Deutschland noch andere Mitglieder der EWU. Wir sollten den Stabilitätspakt einmal von dieser Warte aus betrachten.

Ganz in diesem Sinne hat Karl Socher die Einführung des Euro für die lange Dauer der gegenwärtigen Stagnation im Euroraum verantwortlich gemacht<sup>12</sup>. Jetzt rächt sich also die leichtfertige Nichtbeachtung der grundlegenden Voraussetzung einer erfolgreichen Währungsunion: Sie muss ein „optimaler Währungsraum“ (Robert A. Mundell) sein, wozu nicht zuletzt einheitliche Realzinsen gehören. In Zukunft könnten zudem die Konjunkturausschläge im Euroraum stärker werden, denn die Gleichschaltung der Geldpolitik wird keinesfalls zu einer Synchronisierung der nationalen Konjunkturen beitragen.

### **Wettbewerbsnachteile durch hohen Eurokurs**

Darüber hinaus ist der Wettbewerbsnachteil im Außenkurs des Euro zu berücksichtigen. Auch er hat mit der Zinsstruktur des Euroraums zu tun. Denn da die Festgeldzinsen in Euro höher als in Dollar sind, fließen tagtäglich Dollar in den Euroraum, und der Euro-Kurs

<sup>10</sup> The Economist vom 24.1.2004.

<sup>11</sup> Selbstredend ist uns bewusst, dass dieser Vorteil durch die höhere Inflation teilweise – aber eben nur teilweise – wieder aufgezehrt wird, da im Wettbewerb mit Deutschland das früher so beliebte Instrument der Abwertung nicht mehr zur Verfügung steht.

<sup>12</sup> In einem Aufsatz in der NZZ vom 8.9.2003.

steigt. Kein Mitglied der EWU aber ist in einem solchen Umfang auf den Export in Drittländer angewiesen wie Deutschland. Der Außenhandelsüberschuss für 2003 beläuft sich hier auf 143 Mrd. US-\$, für Italien aber auf nur 3 Mrd. US-\$. Natürlich ist der gegenwärtige Euro-Außenkurs auch ein Spiegelbild der allgemeinen Abwertung des Dollar. Der deutsche Export wird aber durch Mindererlöse immer mehr belastet. Dass jüngste Zahlen Deutschland als Weltexporteur Nr. 1 ausweisen, besagt nicht, dass auch neue Arbeitsplätze in Deutschland entstehen.

Mitte Dezember 2003 verzichtete die Schweizer Nationalbank (SNB) ausdrücklich auf eine geldpolitische Straffung. Das Zielband für den Dreimonats-Libor wurde unverändert bei 0% bis 0,75%, der Zielwert bis auf weiteres um 0,25% gehalten. Dafür wurden drei Gründe ins Feld geführt: Erstens würde selbst bei einem prognostizierten Wachstum von 1,5% die Produktionslücke noch nicht geschlossen, zweitens sei das Inflationspotenzial gering, ein Bremsmanöver folglich noch nicht nötig, und drittens sei der Aufschwung noch nicht gesichert. Ein Lob für die SNB, ein Tadel für den Gouverneursrat des Eurosystems.

Die vom Gouverneursrat betriebene Geld- und Währungspolitik kann so nicht weitergeführt werden. Es ist ein Widersinn, wenn in einer Währungsunion dasjenige Mitglied, das die Stabilität erfunden und in die EWU eingebracht hat, Tag für Tag bestraft wird und am Ende auch noch dafür Strafe zahlen soll, dass es infolge eines mangelnden nominalen Wachstums für seine Staatsfinanzierung vermehrt in Schulden ausweichen muss. Jedes Mitglied einer solchen Union sollte vielmehr einen Realzins zahlen, der seiner Inflationsrate entspricht.

Die Berliner Koalitionäre verweigern sich hartnäckig der Einsicht, dass jedwede Problemlösung im Inland ein drastisch höheres Wachstum voraussetzt, was wiederum eine Abwertung des Euro um rund 30% erfordert. Die Oppositionellen ihrerseits verweigern sich hartnäckig der Einsicht, dass sie die Urheber dieses Währungsproblems sind.

Die seit März feststellbare konjunkturelle Belebung löst das Problem nicht. Nicht nur in Deutschland, sondern auch in Frankreich und Italien hat sich die Industrieproduktion seit Oktober 2003 zwar deutlich besser entwickelt als erwartet, die Impulse kommen aber ungeachtet der Aufwertung des Euro vor allem von der Auslandsnachfrage. Und hinsichtlich der Dauer dieser Nachfrage ist Skepsis angebracht.

### **„Wirtschaftsgut Währung“**

Entsprechend dem von David Ricardo (1772-1823) aufgestellten Gesetz des komparativen Vorteils geht es zwar einem Land wirtschaftlich immer dann besser, wenn es sich auf den Bereich spezialisiert, in dem es im Vergleich zu einem anderen Land einen Vorteil hat. Der große klassische Nationalökonom hatte das aber nur für die Welt der realen Güter abgeleitet, nicht für die Welt der Währungen. Denn die Edelmetall-Währung, unter der er lebte und die Festkurse implizierte, ließ die heutigen Probleme kaum zu. Aber in Fortentwicklung von Ricardo kann auch für die Zeichengeld-Währungen von heute nichts anderes gelten.

Das „Wirtschaftsgut“, das die Deutschen zwischen 1949 und 1998 am besten „erzeugen“ konnten, war ihre Währung: Ein jahresdurchschnittliches Wachstum von real 2,5% bei jahresdurchschnittlicher Inflation von 2,7% ergab Ende 1998 gegenüber 1949 einen doppelt so hohen Marktwert der D-Mark in Dollar. Alle anderen Volkswirtschaften, deren Staaten heute Mitglied der EWU sind, erzielten schlechtere Ergebnisse. Im Euro „spezialisiert“ sich nun Deutschland weiter wie in der Zeit der D-Mark auf Stabilität: mit der niedrigsten Inflation, aber mit dem höchsten Realzins. Der Kostenfaktor Zins als „Geschenk“ eines Wettbewerbers existiert in der güterwirtschaftlichen Welt des Freihandels von Ricardo nicht. Solches zu erfinden und zum Modell zu erheben, blieb der deutschen Politik seit 1989 vorbehalten. Der Euro ist im Grunde eine Fortsetzung der Hartwährung D-Mark für alle bisherigen Weichwährungen – allerdings mit dem für Deutschland fatalen Resultat, dass die Hartwährung Euro nur zu vergleichsweise höheren Zinsen als früher die D-Mark zu haben ist.

### **Zwischenbilanz**

Eine erste Zwischenbilanz kann daher nur lauten: Der Euro bremst das deutsche Wachstum – und zwar sowohl durch seine national unterschiedlichen Realzinsen als auch durch seinen Außenkurs. Auf der anderen Seite haben wir aber hohe Personalkosten zu verzeichnen: Die Industriearbeiterstunde kostet bei uns 27 Euro, in Portugal nur 7, und dazwischen liegen Spanien mit 15, Irland und Italien mit 17, Frankreich und Großbritannien mit 19, Österreich mit 21 und Dänemark mit 24 Euro. Also wandern – ungeachtet der höheren Inflation – die industriellen Investitionen weg von Deutschland und hin zu den Ländern mit den niedrigeren Realzinsen und niedrigeren Arbeitskosten.

Der im vergangenen Herbst ausgeschiedene EZB-Präsident Wim Duisenberg benutzte gern die Formel

„national inflation is not a concept“. Sein italienischer Kollege im EZB-Direktorium, Tommaso Padoa-Schioppa, hat dies wie folgt begründet: „Inflationsunterschiede im Euro-Raum sind nicht größer als zwischen den unterschiedlichen Regionen der Vereinigten Staaten. In gewissem Ausmaß ist die unterschiedliche Preisdynamik in den Euro-Staaten durchaus willkommen, denn es handelt sich um Anpassungen der Preise an unterschiedliche wirtschaftliche Rahmendaten. Die Geldpolitik sollte nicht versuchen, darauf Einfluß zu nehmen.“<sup>13</sup> Gegenüber dieser Auffassung haben wir erhebliche Vorbehalte.

Die Bundesrepublik Deutschland kennt seit 1949 den horizontalen Finanzausgleich, der allzu krasse Divergenzen bei den regionalen Lebensverhältnissen verhindert. Die Politik der USA verfolgt ein ähnliches Ziel. Sie bedient sich allerdings anderer Mittel und kann als zwar föderaler, aber einheitlicher Staat mit einer starken politischen Zentrale diese auch wirkungsvoller durchsetzen. Kurzum – die USA sind ein optimaler Währungsraum, Europa aber – was Padoa-Schioppa übersieht – jedoch nicht.

Das zeigen auch die jüngsten Zahlen von Eurostat. Die Durchschnittsinflation in Deutschland lag 1996-2002 bei nur 1,2% jährlich. In Frankreich lag sie bei 1,5% jährlich und kumuliert 2,1% mehr als in Deutschland. In Italien lag sie bei 2,44% bzw. 8,9%, in den Niederlanden bei 2,63% bzw. 10%, in Portugal bei 2,9% bzw. 12% und in Griechenland bei 4,34% bzw. 22%. Ein „automatischer Inflationsausgleich“ innerhalb der Euro-Zone hat also bisher nicht stattgefunden. Wie sollte er erfolgen?

Ehe diese Frage beantwortet werden kann, empfiehlt es sich, das Herzstück der EWU, das Eurosystem einmal näher zu betrachten – der Verbund aus zwölf nationalen Zentralbanken und der EZB, in dem die einheitliche Geldpolitik für den Euroraum durchgeführt wird. Zuvor wollen wir die grundlegenden Bedingungen des Zentralbanksystems einer Währungsunion unabhängiger Staaten erörtern, wie sie von dem bekannten schwedischen Nationalökonom Erik Lindahl (1891-1961) und dem ehemaligen Präsidenten der Banca d'Italia und jetzigem italienischen Staatspräsidenten, Carlo A. Ciampi, entwickelt worden sind.

<sup>13</sup> Interview in der FAZ vom 3.12.2003.

<sup>14</sup> Vgl. E. Lindahl: Penningpolitikens medel (Die Mittel der Geldpolitik), Lund 1930. Eine gekürzte Übersetzung, die leider den hier diskutierten Vorschlag nicht enthält, ist als „The Rate of Interest and the Price Level“ erschienen, in E. Lindahl: Studies in the Theory of Money and Capital, London 1939, Teil II, S. 139-268.

### Bedingungen für das Zentralbanksystem einer Währungsunion

In seinem Buch über Geldtheorie und Geldpolitik von 1930<sup>14</sup>, hatte Erik Lindahl, der Begründer der Stockholmer Schule des Sparens und der Investitionen, erstmals in der Geschichte der Volkswirtschaftslehre die Frage gestellt, wie das Zentralbanksystem einer Währungsunion zu organisieren sei. Hintergrund seiner Analyse war das Schicksal der beiden großen europäischen Währungsunionen vor dem ersten Weltkrieg, der Lateinischen Münzunion (1865-1927) und der Skandinavischen Münzunion (1873-1924).

Die Grundlage beider Währungsunionen bildete der klassische Goldstandard (1870-1914). Ihr Zusammenbruch und schließlich Auflösung war eng mit der Finanzkrise aufgrund der Aufgabe des Goldstandards zu Beginn des ersten Weltkriegs verbunden. Wie der bekannte schwedische Nationalökonom Knut Wicksell (1851-1925) bereits 1917 erkannte, war aber die Skandinavische Münzunion nicht so sehr wegen der Aufgabe des Goldstandard zum Scheitern verurteilt, sondern weil sie nicht über eine gemeinsame „wirkliche Zentralbank“ für ihre drei Mitglieder Dänemark, Norwegen und Schweden verfügte, mit der die Finanzkrise hätte verhindert werden können<sup>15</sup>. Ein ähnlicher Konstruktionsfehler wurde später auch für die Auflösung der Lateinische Münzunion konstatiert<sup>16</sup>. Sie bestand aus Belgien, Frankreich, Griechenland, Italien, dem Kirchenstaat (in Italien) und der Schweiz sowie den meisten lateinamerikanischen Staaten als assoziierte Mitglieder.

In seiner Diskussion einer einheitlichen Zentralbank für eine Währungsunion entwickelte Lindahl das Modell eines dezentralisierten Zentralbanksystems, das aus einer „Hauptzentralbank“ und den nationalen Zentralbanken der Mitgliedsländer bestehen sollte. In diesem Verbund sollten die Nationalen Zentralbanken das Recht haben, „nationale“ Banknoten für Zahlungen im Inland zu emittieren und die Hauptzentralbank „internationale“ Banknoten für Zahlungen zwischen den Mitgliedsländern.

Warum zwei verschiedene Arten von Banknoten und nicht eine einheitliche? Lindahl hatte dies folgen-

<sup>15</sup> Vgl. K. Wicksell: The Scandinavian Monetary System after the [First World] War; Übersetzung aus dem Schwedischen in: B. Sandelin (Hrsg.): Knut Wicksell: Selected Essays, Bd. II, London, New York 1996, S. 71-80, hier S. 78.

<sup>16</sup> Vgl. zuletzt C. Nardi Spiller: The Experience of the Latin Monetary Union: A Historical and Operative Background to the European Monetary Union, in: C. Nardi Spiller, G. Savio (Hrsg.): Dalla Comunità Europea verso L'Unione Europea: Problemi e prospettive per il futuro, Padua: CEDAM, S. 41-54, hier S. 50.

dermaßen begründet: Erstens wollte er eine gemeinsame Geldpolitik in der Währungsunion dadurch verankern, dass die Hauptzentralbank die Refinanzierung der Nationalen Zentralbanken genauso bestimmen kann wie letztere die ihrer einheimischen Geschäftsbanken. Dieses Ziel werde dadurch gesichert, dass die Nationalen Zentralbanken gezwungen wären, die internationalen Banknoten zum Parikurs zu verkaufen und zu erwerben, weshalb sie solche Noten als Kasse halten sollten, deren Höhe durch Vergrößerung oder Verkleinerung ihres Kredits bei der Hauptzentralbank reguliert werden könnte.

Lindahl hatte aber noch einen weiteren Grund für seine zwei unterschiedlichen Banknoten, die für unsere Analyse des Problems unterschiedlicher Realzinsen im Euroraum von Interesse sind. Er wusste, was Duisenberg und Padoa-Schioppa bagatellisieren, für eine Währungsunion unabhängiger Staaten, anders als in einem föderativen Staat wie den USA, aber zum Problem werden kann: die Divergenzen in den Konjunkturzyklen und damit in den Inflationsraten der Mitgliedsländer. Lindahl schlug daher vor, diese Unterschiede durch eine differenzierte Zinspolitik der Hauptzentralbank auszugleichen. Ein höherer (niedrigerer) Zins für die nationale Zentralbank eines Boom- (Stagnations-) Landes würde den Kredit an die entsprechende nationale Zentralbank einschränken (erweitern) und dadurch ihr ermöglichen, die Kredite an ihre Geschäftsbanken ebenfalls einzuschränken (zu erweitern), so dass die Konjunkturzyklen und Inflationsraten in der Währungsunion angeglichen würden.

### **Hindernisse durch die Politik**

Lindahl war überzeugt, dass eine derart differenzierte Kreditpolitik die Kapitalmärkte in den Mitgliedsländern nicht stören würde. Allerdings könnte sie aufgrund „politischer Rücksichten“ scheitern. Worin sah er diese Hindernisse durch die Politik begründet?

Der schwedische Ökonom ging davon aus, dass die Stabilität einer Währung nicht allein durch die Zentralbank, sondern nur durch ihre Zusammenarbeit mit dem Finanzminister als Herr über das staatliche Budget gewährleistet werden könnte. In einer Währungsunion unabhängiger Staaten ergebe sich nun aber das Problem, dass kein gemeinsamer Finanzminister vorhanden sei, die Zusammenarbeit also aufgrund zwischenstaatlicher Vereinbarungen erfolgen müsse, die allerdings niemals so gelungen gestaltet werden könnten wie das Zusammenwirken von Finanzminister und Zentralbank innerhalb einer Nation. Der jüngste Streit zwischen der EG-Kommission und dem Rat

der europäischen Finanzminister (ECOFIN) über die korrekte Interpretation des Stabilitätspaktes, der in der Klage der Kommission vom 13. Januar diesen Jahres vor dem Europäischen Gerichtshof ihren vorläufigen Höhepunkt gefunden hat, zeigt, dass Lindahl mit seinen Befürchtungen mehr als Recht hatte.

In einem Währungsraum werden Divergenzen bei der Konjunktur und Inflation einzelner Teilräume bei einer einheitlichen Geldpolitik, wie gezeigt und von Lindahl bestätigt, durch die dann unterschiedlichen Realzinsen verstärkt. In einem föderativen Einheitsstaat hingegen, der eine Art nationaler Währungsunion darstellt, können die Divergenzen durch den gemeinsamen Finanzminister ausgeglichen werden. Die Geschichte der Bundesrepublik Deutschland und die der USA, beides föderative Nationen mit einem dezentralisierten Zentralbanksystem ganz ähnlich dem von Lindahl vorgeschlagenen – also mit einer Hauptzentralbank –, liefern ein gutes Beispiel für die Überwindung der Divergenzen durch den gemeinsamen Finanzminister.

In einer Union unabhängiger Staaten wie der EWU, in denen die Institution eines gemeinsamen Finanzministers fehlt, könnten die Divergenzen zwar durch eine differenzierte Kreditpolitik à la Lindahl überwunden werden; dies würde dann aber von den mit höheren Zinsen belegten Mitgliedern als Strafe empfunden werden. Wohl aus diesem Grunde hat man im Eurosystem auf eine solche Geldpolitik verzichtet. Stattdessen hat man den Stabilitätspakt ins Leben gerufen, der nicht nur einen horizontalen Finanzausgleich verbietet, sondern mit seinen Regeln ein noch größeres politisches Hindernis bei der Beseitigung der Divergenzen bei der Konjunktur und der Inflation darstellt als eine differenzierende Geldpolitik. Denn der Pakt bestraft ja bei Überschreitung der Budgetdefizitgrenze von 3% ausgerechnet die Mitglieder, die mit der niedrigsten Inflationsrate am ehesten zur Stabilität beitragen, und bevorzugt jene, die sie am ehesten gefährden.

### **Das Modell von Ciampi**

Ein ganz ähnliches Zentralbank-Modell wie das von Lindahl wurde 1989 in einem Gutachten von Carlo Ciampi entwickelt<sup>17</sup>. Es wurde zu dem Bericht vorgelegt, der unter Federführung des damaligen EG-Kommissions-Präsidenten Jacques Delors den Vertrag

<sup>17</sup> Vgl. C. A. Ciampi: An Operational Framework for an Integrated Monetary Policy in Europe, in: Report on Economic and Monetary Union in the European Community [Delors Report], Brüssel: Europäische Kommission, 1989, S. 225-232.

von Maastricht vorbereiten sollte (Delors-Report von 1989).

In seinem Modell konnte Ciampi nicht nur auf die Erfahrungen der beiden Währungsunionen Skandinavische Münzunion und Lateinische Münzunion bauen, sondern auch auf die Praxis des ersten dezentralen Zentralbanksystems in der Geschichte, des amerikanischen Federal Reserve Systems (Fed) von 1913. Es war allerdings nicht für eine Währungsunion unabhängiger Staaten, sondern für eine nationale Föderation, die USA, geschaffen worden.

Die Fed bestand aus zwölf unabhängigen regionalen Zentralbanken, so genannten Reserve Banks, die zunächst ohne eine zentrale monetäre Institution miteinander verbunden waren. Der aus sieben Gouverneuren bestehende Board der Fed in Washington war im Wesentlichen auf eine Rolle als Koordinator der Aktivitäten der Reserve Banks beschränkt. In der Weltwirtschaftskrise 1929-1933 zeigte sich, dass diese Konstruktion zur Bewältigung von Finanzkrisen untauglich war. Fast zwei Drittel der US-Geschäftsbanken gingen bankrott, weil es keine monetäre Zentrale gab, die sie über Operationen als „lender-of-last-resort“ (Kreditgeber letzter Hand) hätte retten können. Daher wurde die Fed 1935 in einem System neu organisiert, das bis heute fortexistiert.

Die stärkste der zwölf Reserve Banks, die Reserve Bank von New York, war von jetzt an für die geldpolitischen Operationen des neu gegründeten Zentralbankrats, dem Federal Open Market Committee (FOMC) verantwortlich und funktionierte zudem als „lender of last resort“. Ihr Präsident wurde ständiges Mitglied im zwölfköpfigen FOMC, in dem die sieben Gouverneure die Mehrheit und die übrigen elf Reserve-Bank-Präsidenten nur vier Vertreter auf rotierender Basis stellen. Die neue Fed funktionierte so gut, dass sie zum Vorbild des dezentralen Zentralbanksystems der Bundesrepublik wurde, in dem zunächst die Bank deutscher Länder und später die Bundesbank die Landeszentralbanken so dominierten wie die Federal Reserve Bank of New York die übrigen regionalen Zentralbanken.

Entsprechend gab es auch in Ciampis Modell für das Zentralbanksystem der EWU eine starke monetäre Institution an der Spitze, die spätere EZB, die er „Zentralbank der nationalen Zentralbanken“ nannte und mit der die Refinanzierung der NZBs genauso kontrolliert werden sollte wie die der Geschäftsbanken durch die Nationalen Zentralbanken. Im Unterschied zu Lindahls Vorschlag sollte die EZB aber das Monopol auf die Emission der gemeinsamen Währung haben. Obwohl

die Notwendigkeit einer differenzierenden Geldpolitik von Ciampi genauso wenig diskutiert wurde wie das Fehlen einer zentralen fiskalischen Autorität, wäre in seinem Modell eine differenzierende Geldpolitik à la Lindahl ohne weiteres möglich gewesen, indem die EZB als alleiniger Geldproduzent bei national divergierenden Inflationsraten einigen Nationalen Zentralbanken über niedrigere Zinsen mehr und anderen über höhere weniger Kredit hätte zukommen lassen und diese dann den Refinanzierungsspielraum ihrer Geschäftsbanken entsprechend hätten erweitern bzw. einengen können.

Es gehört zu den Verwunderlichkeiten der Diskussion über die EWU, dass die Notwendigkeit einer differenzierten Kreditpolitik nicht einmal ansatzweise gesehen wird. Das ist umso erstaunlicher, als selbst von ausgewiesenen Euro-Experten der EZB, ganz im Sinne Ciampis, die Rolle der zentralen monetären Institution im Eurosystem zugeschrieben und entsprechend die der Nationalen Zentralbanken auf Befehlsempfänger der EZB reduziert wird. Schließlich steht doch auf den Euro-Banknoten allein die EZB als – allerdings nur scheinbare – Emissionsbank<sup>18</sup>! Und als solche hätte sie in der Tat die Macht zu einer differenzierenden Kreditpolitik à la Lindahl.

### **Wäre eine Änderung des Eurosystems eine Lösung?**

Nun ist aber die Rolle der EZB im Eurosystem eine ganz andere. Bereits 1992 hatten zwei Mitarbeiter des Internationalen Währungsfonds (IWF) festgestellt, dass die EZB bestenfalls als eine „schmale“ Zentralbank bezeichnet werden kann, die vor allem nicht fähig ist, dafür zu sorgen, was als Ratio einer jeden Zentralbank gilt: die finanzielle Stabilität zu garantieren, also als „lender of last resort“ tätig zu sein<sup>19</sup>. Darüber hinaus fehlt der EZB das, was eine Zentralbank von einer Ge-

<sup>18</sup> Anders als bei den Dollar-Banknoten, deren emittierende zwölf Reserve Banks eindeutig zu identifizieren sind, und im Unterschied zu den Euromünzen, die eine nationale Seite haben, hatte der Gouverneursrat des Eurosystems bereits im September 1998 beschlossen, bei den Euronoten die Identifikation der sie emittierenden NZBs nicht offen auszuweisen. Warum? Man befürchtete, dass bei Finanzkrisen in einem Mitgliedsland dessen Noten nicht zum Parikurs akzeptiert oder gleich ganz zurückgewiesen werden könnten. Gleichwohl sind die Euronoten anhand der Buchstaben vor den Seriennummern leicht zu identifizieren: Man muss nur wissen, wozu der Gouverneursrat sich selbst aber nie geäußert hat, dass die (nach ihrer Landessprache) alphabetisch geordneten Länder mit den Buchstaben des umgekehrten Alphabets versehen wurden. So erhielt z.B. die Notenbank Belgiens – Belgien/Belgique – als die des alphabetisch ersten Landes den letzten Buchstaben, Z, und die Finnlands – Suomi/Finland – als des alphabetisch letzten Landes den zwölftletzten Buchstaben, L. Die Noten der Bundesbank sind durch ein X gekennzeichnet. Die einzige Ausnahme von diesem System bildet die griechische Zentralbank – Ellas – der für die dänische Nationalbank – Danmark – reservierte zweitletzte Buchstabe, Y, zugeteilt wurde.

schäftsbank unterscheidet: die Fähigkeit, regelmäßig Geld zu schaffen. Im Eurosystem wird die Hauptrefinanzierung der Geschäftsbanken ganz exklusiv von den Nationalen Zentralbanken besorgt. Die EZB darf lediglich in Ausnahmefällen, aber nur nach einer Entscheidung im Gouverneursrat des Eurosystems, Banknoten herausgeben. Bisher hat die EZB denn auch keine einzige Note emittiert. Die Peinlichkeit, als einzige Notenbank der Welt keine Banknoten in ihrer Bilanz auszuweisen, hat man dadurch vermieden, dass seit Einführung der Euronoten am 1. Januar 2002 8% des Wertes aller von den Nationalen Zentralbanken emittierten Noten bei der EZB verbucht werden. Das aber macht die EZB nicht zu einer Notenbank und schon gar nicht, wie ihr Name suggeriert, zur Zentralbank der Nationalen Zentralbanken im Eurosystem.

Wie wird nun die einheitliche Geldpolitik im Eurosystem durchgeführt? Die hierfür entscheidende Institution ist nicht die EZB, sondern der Gouverneursrat des Eurosystems. In ihm sind die sechs EZB-Direktoren gegenüber den zwölf Präsidenten der Nationalen Zentralbanken in der Minderheit. Der zweimal monatlich tagende Rat bestimmt in seiner ersten Sitzung die einheitliche Geldpolitik durch Festlegung eines Mindestzinssatzes und der zu diesem Satz zuzuteilenden Zentralbankgeldmenge. Dies geschieht im Zusammenspiel mit den Geboten der Geschäftsbanken in einem Tenderverfahren für einwöchige Wertpapierpensionsgeschäfte. Wie dann die Geldmenge auf die zwölf Nationalen Zentralbanken verteilt wird, war lange unklar. Erst im Dezember 2001 beschloss der Gouverneursrat, dass die Eurogeldmenge auf die Nationalen Zentralbanken entsprechend ihrem Anteil am Kapital der EZB – letztere ist eine Tochter der Nationalen Zentralbanken – verteilt wird. Für die Bundesbank bedeutet dies, dass sie 30% dieser Menge den deutschen Geschäftsbanken zuteilen darf.

Im Rahmen dieses Verteilungsverfahrens wäre unserer Ansicht nach durchaus eine differenzierende Kreditpolitik à la Lindahl möglich. Ein Niedriginflationsland wie die Bundesrepublik erhielte eine im Vergleich zu ihrem Kapitalanteil höhere Euromenge und ein Hochinflationsland wie Italien – mit einem Kapitalanteil an der EZB von gut 18% – eine entsprechend geringere. Im ersten Fall würden die deutschen Geschäftsbanken Zinsen unter und die italienischen über dem durch-

schnittlichen Refinanzierungssatz des Eurosystems zahlen.

### Politische Durchsetzbarkeit

Allerdings dürfte diese Variation der Verteilung der Eurogeldmenge angesichts der schwachen Stellung der EZB sofort auf politische Einwände seitens der in ihrem Kreditspielraum eingeeengten Mitgliedsländer stoßen, wie sie Lindahl befürchtet hat. Eine EZB als Zentralbank der Nationalen Zentralbanken à la Ciampi könnte allerdings souveräner agieren. Da dies aber einen totalen Machtverlust der Nationalen Zentralbanken bedeuten würde, wäre sein Modell politisch – Stichwort: Frankreich – kaum durchsetzbar.

Gunnar Heinsohn und Otto Steiger haben daher 2000 vorgeschlagen, das Eurosystem im Sinne der Fed zu ändern<sup>20</sup>. Danach würde die Bundesbank als stärkste Bank im Eurosystem die Rolle der Federal Reserve Bank of New York als Exekutor der Beschlüsse des Gouverneursrats übernehmen und das Direktorium der EZB – zur Beruhigung der französischen Befindlichkeiten – als Direktorium des Eurosystems analog dem Board of Governors der Fed in Washington ganz ohne Bank, aber mit verstärkter Stellung im Gouverneursrat, von der französischen Eurokapitale Straßburg aus die Geschicke der EWU bestimmen dürfen. Auch ließe sich in einem solchen System das durchsetzen, was in der Fed immer noch gilt, wegen der erreichten großen Tiefe des amerikanischen Kapitalmarkts einerseits und der ökonomische Divergenzen ausgleichenden Rolle des Secretary of the Treasury in Washington andererseits aber schon lange nicht mehr praktiziert werden muss: unterschiedliche Refinanzierungssätze der einzelnen Reserve Banks. Im Euroraum, in dem der Kapitalmarkt zwar ebenso groß, aber keinesfalls so tief wie in den USA ist, und in dem kein mächtiger Finanzminister wie in Washington existiert, wäre eine solche Politik hingegen sehr willkommen.

Mit einem derartigen Federal Reserve System of Europe könnte gleichzeitig das Problem des fehlenden „lender of last resort“ im Eurosystem elegant gelöst werden, die hier der Bundesbank analog der New Yorker Bank als weitere Aufgabe zukäme. Die Bundesbank hat bekanntlich einen derartigen Vorschlag im Jahre 2000 gemacht, indem sie ihre Institution für

<sup>19</sup> Vgl. D. Folkerts-Landau, P. M. Garber: The ECB: A Bank or a Policy Rule?, in: M. B. Canzoneri, V. Grilli, M. Masson (Hrsg.): Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US, Cambridge 1989, S. 86-110, hier S. 101.

<sup>20</sup> Vgl. G. Heinsohn, O. Steiger: Die Konstruktionsfehler des Eurosystems, in: D. Ehrig, R. K. Himmelreicher, H. Schaefer (Hrsg.): Finanzmarktarchitektur, ökonomische Dynamik und regionale Strukturforchung: Festschrift für Gerhard Leithäuser und Thomas von der Vring, Bremen: Institut für Konjunktur- und Strukturforchung (IKSF) der Universität Bremen, S. 83-110.

„lender of last resort“-Operationen, die so genannte Likobank, euroweit etablieren wollte. Dabei sollte das Kapital dieser Bank, von dem die Bundesbank 30% hält und die deutschen Geschäftsbanken 70%, von 1,6 Mrd. auf 15 Mrd. Euro erhöht werden. Der Plan scheiterte daran, dass die deutschen Banken nicht für ihre europäischen Konkurrenten Risiken eingehen wollten, die mit derartigen Operationen nun einmal verbunden sind. Doch was spricht dagegen, alle Banken im Euroraum an der Finanzierung einer Euro-Likobank zu beteiligen?

Allerdings wäre auch diese Lösung nicht optimal, wie Lindahl befürchtete. Genauso wenig wie eine Zentralbank allein für monetäre Stabilität sorgen kann, bedarf sie auch bei der Sicherung der finanziellen Stabilität des Rückhalts des Finanzministers, sprich: des Steuerzahlers. Denn anders als die meisten Zentralbankexperten glauben, kann eine Zentralbank durchaus bankrott gehen – eine Gefahr, die bei immer mit Risiken verbundenen „lender of last resort“-Operationen besonders groß ist. Eine Zentralbank kann Geld nicht einfach „aus dem Nichts“ schaffen, sondern riskiert bei der Geldschöpfung immer ihr Eigenkapital. Gefragt wäre also zusätzlich zu einer machtvollen Zentralbank im Eurosystem ein genauso starker europäischer Finanzminister, der einen Verlust des Kapitals der Zentralbank notfalls mit Steuermitteln ausgleicht. Eine solche Institution existiert in der EWU bisher aber nicht einmal in Ansätzen. Die EG-Kommission verfügt bekanntlich über einen Etat, der gerade 2% des BIP der EWU ausmacht. Aber selbst wenn dieser beträchtlich erhöht werden könnte, ergäbe sich sofort das Problem, dass eine derartige Steuerkonzentration in Brüssel die EWU in einen europäischen Bundesstaat transformieren würde, den bekanntlich nur wenige wollen – auch wir nicht.

Das aber würde bedeuten, dass selbst wenn eine Reform des Eurosystems wie hier diskutiert zustande käme, die EWU immer eine tendenziell gefährdete Währungsunion bleiben muss.

### **Und wenn die Mitgliedstaaten nicht zu einer Reform des Eurosystems finden?**

Eine Alternative zur Reform des Eurosystems wäre die Umstellung der langfristigen Staatsneuerschuldung eines jeden Mitgliedstaates auf inflationsgesicherte Bonds. Dabei wäre die Sicherung auf die jeweilige nationale Inflation zu beziehen.

Wir nehmen einen Einwand von Bankenseite vorweg. Er besagt, dass der Euro in nur fünf Jahren seiner

Existenz zu einer außergewöhnlichen Emissionswährung geworden sei, mit einem derzeitigen Gesamt-Emissionsvolumen von etwa 2000 Mrd. Euro oder mehr, und dass nicht einzusehen sei, warum frühere Weichwährungsstaaten der Euro-Zone schlechter behandelt werden sollten als Drittländer.

Dem steht entgegen, dass bei einer Flucht einheimischer und ausländischer Anleger aus dem Euro in den Dollar, wie im Herbst 1999 geschehen, der Euro dramatisch abgewertet würde. Das kann schon im Falle einer größeren Erhöhung der Fed-Zinsen passieren. Sie liegen gegenwärtig 50 % unter den Eurozinsen und stützen dadurch den derzeit hohen Eurokurs von 1,22 zum Dollar. Anleger, die in diesem Fall in großem Stil bei Auslaufen ihrer festverzinslichen Forderungen bei den Geschäftsbanken Kasse machen, bereiten dann den Banken Liquiditätsprobleme, die sich zu einer europaweiten Finanzkrise ausweiten könnten. Wie oben gezeigt, kann eine derartige Krise von den einzelnen Nationalen Zentralbanken als ja nur einheimische „lender of last resort“ nicht gelöst werden. Dann wird sich in Euroland erweisen, dass das Eurosystem zur Bewältigung einer derartigen Krise nicht angemessen konstruiert worden ist. Der Euro ist weder eine Währung, hinter der ein zentraler, mit ausreichend Eigenkapital ausgestatteter „lender of last resort“ steht, noch ein machtvoller europäischer Finanzminister.

Sollte keiner der hier gemachten Vorschläge angenommen werden, bleibt nur eine radikale Alternative: das Auseinanderbrechen der EWU durch simplen Austritt eines bedeutenden Landes wie der Bundesrepublik, auch wenn so etwas mit den gegenwärtigen Politikern kaum machbar sein dürfte. Darauf hat jüngst Joachim Fels, Chef-Volkswirt von Morgan Stanley Deutschland, in einem Beitrag in der FAZ vom 15. März 2004 aufmerksam gemacht, der den bezeichnenden Titel trägt: „Es gibt auch einen Weg aus der Währungsunion.“ Anders als viele Euro-Experten weiß Fels, dass das Eurogeld nicht von der EZB, sondern den nationalen Zentralbanken herausgegeben wird und daher „die technischen und praktischen Hürden“ für beispielsweise die Wiedereinführung der D-Mark bei einem Austritt Deutschlands „jedenfalls relativ niedrig“ sind. „Jedes Land hat ja seine eigene Notenbank, sein eigenes Zahlungssystem und den größten Teil der nationalen Währungsreserven. Selbst die Euro-Münzen und -Banknoten lassen sich ohne große Mühe den ausgebenden nationalen Zentralbanken zuordnen und könnten deshalb als nationales gesetzliches Zahlungsmittel verwendet werden.“