

**Die vier Achillesfersen des Eurosystems:
keine monetäre Zentrale, unterschiedliche Realzinsen, nicht marktfähige
Sicherheiten und fehlender „Lender of Last Resort“**

Otto Steiger

[Zur Veröffentlichung in: *Denken + Glauben: Zeitschrift der Katholischen Gemeinden für die
Grazer Universitäten, Dezember 2004*]

Dem Euro geht es gegenwärtig gut, sehr gut sogar. Am 10. November sprang er erstmals über die Marke von 1,30 US-Dollar. Nach dem Tief von 83 \$-Cent pro Euro im Herbst 2000 in der Tat ein gewaltiger Aufstieg. Kann die seit 1990 bestehende europäische Währung jetzt mit dem Dollar als die führende Weltwährung konkurrieren, ihn sogar übertrumpfen?

Erhebliche Zweifel sind angebracht. Sie gründen sich auf die Konstruktion des *Eurosystems*, ein Begriff, den kaum jemand kennt. Er meint den dezentralen Verbund aus zwölf Nationalen Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (EZB), der für die Herausgabe und Steuerung des Geldes in der Europäischen Währungsunion (EWU) verantwortlich ist. Dieses System ist durch vier Achillesfersen gefährdet: (i) keine gemeinsame „wirkliche Zentralbank“, (ii) unterschiedlich hohe Realzinsen, (iii) teilweise nicht marktfähige Sicherheiten und (iv) fehlender zentraler „Lender of Last Resort“ (Kreditgeber letzter Hand).

Nur wenige wissen, daß die EZB im Eurosystem keinesfalls die zentrale Rolle spielt, wie ihr Name suggeriert. Schlimmer noch, sie ist nicht einmal eine Notenbank. Und das ist für die übrigen drei Achillesfersen des Eurosystems nicht ohne Belang. Bevor wir auf diese vier wunden Punkte näher eingehen, soll die Notwendigkeit einer starken monetären Zentrale in einer Währungsunion näher beleuchtet werden.

**1. Warum eine Währungsunion eine gemeinsame „wirkliche
Zentralbank“ braucht**

Warum können Währungsunionen scheitern? Diese Frage hat zuerst der schwedische Nationalökonom Erik Lindahl (1891-1960) gestellt. In einer berühmten Abhandlung aus dem Jahre 1930 analysierte er den Untergang der beiden großen europäischen Währungsunionen, der Lateinischen Münzunion (1865-1927) und der Skandinavischen Münzunion (1873-1924). Beide waren daran gescheitert, so sein Befund, daß sie keine gemeinsame „wirkliche Zentralbank“ hatten.

Lindahl entwickelte daher für eine Währungsunion unabhängiger Staaten das Modell eines zweistufigen Zentralbanksystems bestehend aus einer „Hauptzentralbank“ und den Nationalen Zentralbanken. In diesem Verbund sollte die Hauptzentralbank die Refinanzierung der Nationalen Notenbanken genauso bestimmen können wie letztere die ihrer einheimischen Geschäftsbanken. Voraussetzung dafür war, daß die Hauptzentralbank das Monopol der Emission „internationaler“ Banknoten haben sollte, während die Nationalen Zentralbanken lediglich „nationale“ Noten herausgeben durften. Lindahl begründete sein System mit möglichen Divergenzen in den Konjunkturzyklen und damit Inflationsraten der Mitgliedsländer. Er schlug daher vor, diese Unterschiede durch eine differenzierte Zinspolitik der Hauptzentralbank auszugleichen. Ein höherer (niedrigerer) Zins für die Zentralbank eines Boom- (Stagnations-) Landes würde den Kredit an sie einschränken (erweitern) und ihr dadurch ermöglichen, die Kredite an ihre Geschäftsbanken ebenfalls einzuschränken (zu erweitern), so daß die Konjunkturzyklen und Inflationsraten in der Währungsunion einander angeglichen würden.

Lindahl war überzeugt, daß eine derart differenzierte Kreditpolitik die Kapitalmärkte in den Mitgliedsländern nicht stören würde. Allerdings könnte sie aufgrund „politischer Rücksichten“ scheitern. Warum?

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 Herrn über das staatliche Budget gewährleistet werden könnte. In einer Währungsunion unabhängiger Staaten ergäbe sich nun aber das Problem, daß kein gemeinsamer Finanzminister vorhanden sei, das Zusammenwirken also aufgrund zwischenstaatlicher Vereinbarungen erfolgen müsse, die allerdings niemals so gelungen gestaltet werden könnten wie der Kontakt zwischen Finanzminister und Notenbank innerhalb einer Nation. Der gegenwärtige Streit zwischen der EG-Kommission und dem Rat der europäischen Finanzminister (ECOFIN) über die korrekte Interpretation des Stabilitätspaktes zeigt, daß Lindahl mit seinen Befürchtungen mehr als Recht hatte.

Ein ganz ähnliches Zentralbank-Modell wie das von Lindahl wurde 1989 in einem Gutachten vom Präsidenten der Banca d'Italia, dem heutigen italienischen Staatspräsidenten Carlo Ciampi, entwickelt. Es wurde zu dem Bericht vorgelegt, der unter Federführung des damaligen EG-Kommissions-Präsidenten Jacques Delors den Vertrag von Maastricht vorbereiten sollte, dem Delors-Report.

In seinem Modell konnte Ciampi nicht nur auf die Erfahrungen der beiden untergegangenen europäischen Währungsunionen 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 geschaffen worden: die USA.

Die Fed bestand aus zwölf unabhängigen regionalen Notenbanken, sogenannten Reserve Banks, die zunächst ohne eine zentrale monetäre Institution miteinander verbunden waren. 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“ hätte retten können. Daher wurde die Fed 1935 in einem System neu organisiert, das bis heute fortexistiert. Die stärkste der zwölf Reserve Banks, die von New York, war von jetzt an für die geldpolitischen Operationen des Zentralbankrats verantwortlich und funktionierte zudem als „Lender of Last Resort“. Ihr Präsident wurde ständiges Mitglied im Rat, in dem die sieben Gouverneure der Washingtoner Zentrale die Mehrheit und die übrigen elf Reserve-Bank-Präsidenten nur vier Vertreter stellten. Sollte die New Yorker Bank im Falle einer schweren Finanzkrise nicht über genügend Eigenmittel zur Absicherung immer riskabler „Lender of Last Resort“-Operationen verfügen, könnte sie immer noch vom Bundesfinanzministerium in Washington mit Steuermitteln unterstützt werden.

In Ciampis Modell für das Zentralbanksystem der EWU wurde die Notwendigkeit einer starken fiskalischen Zentrale nicht erörtert. Doch stand in seinem System eine starke monetäre Institution an der Spitze, die „Zentralbank der nationalen Zentralbanken“, später EZB genannt. Mit ihr sollte die Refinanzierung der Nationalen Zentralbanken wie bei Lindahl genauso kontrolliert werden können wie diese die ihrer einheimischen Geschäftsbanken. Obwohl die Notwendigkeit einer differenzierenden Geldpolitik à la Lindahl von Ciampi nicht diskutiert wurde, wären in seinem Modell derartige monetäre Operationen ohne weiteres möglich gewesen. Sie hätten sogar einfacher als bei dem schwedischen Ökonomen durchgeführt werden können, weil die EZB das *Monopol* auf die Emission der gemeinsamen Währung haben sollte, die Nationalen Zentralbanken somit ihren Charakter als Notenbanken verloren hätten. Wie wir gleich sehen werden, verhält es sich im Eurosystem aber genau umgekehrt. Notenbanken im Eurosystem sind allein die zwölf Nationalen Zentralbanken und nicht die EZB. Damit aber entfällt die Möglichkeit einer differenzierenden Geldpolitik.

2. Die EWU hat weder eine starke monetäre Zentrale noch ist die EZB eine Notenbank

Es gehört zu den Verwunderlichkeiten der Diskussion über die EWU, daß man zwar um das Fehlen einer starken fiskalischen Zentrale in Brüssel weiß, aber selbst von ausgewiesenen Euro-Experten der EZB die Rolle der zentralen monetären Institution des Eurosystems zugeschrieben und

entsprechend die der Nationalen Zentralbanken auf Befehlsempfänger der EZB reduziert wird. Schließlich steht doch auf den Euro-Banknoten allein die EZB als Emissionsbank!

Doch ist das nicht mehr als reiner Etikettenschwindel. Anders als bei den Dollar-Banknoten, deren sie emittierenden Reserve Banks eindeutig zu identifizieren sind, und im Unterschied zu den Euromünzen, die eine nationale Seite haben, hatte der Gouverneursrat des Eurosystems, mißverständlich EZB-Rat genannt, bereits im September 1998 beschlossen, bei den Euronoten die Identifikation der herausgebenden Nationalen Notenbanken nicht offen auszuweisen. Warum? Man befürchtete, daß bei Finanzkrisen in einem Mitgliedsland dessen Euronoten 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 – *België / Belgique* – als die des alphabetisch ersten Landes den letzten Buchstaben, **Z**, und die Finnlands – *Suomi / Finland* – als die des alphabetisch letzten Landes den zwölftletzten Buchstaben, **L**. Die Noten der Österreichischen Nationalbank sind entsprechend durch ein **N** und die der Bundesbank durch ein **X** gekennzeichnet. Die einzige Ausnahme von diesem System bildet die griechische Zentralbank – *Ellas* – der man den für die dänische Nationalbank – *Danmark* – reservierten zweitletzten Buchstaben, **Y**, zuteilte.

Diese Verschleierungstaktik wurde beim Übergang zu den Euronoten am 1. Januar 2002 auf die Spitze getrieben. Um nicht als erste Zentralbank der Welt dazustehen, die ausweislich ihrer Bilanz keine Notenbank ist, beschloß der Gouverneursrat, daß acht Prozent der von den Nationalen Zentralbanken emittierten Euronoten als Noten der EZB zu gelten hätten und in ihrer Bilanz als solche verzeichnet werden dürften. Selbstredend ist die EZB durch dieses Manöver nicht zu einer „wirklichen Zentralbank“ geworden. Zwar hat die EZB durchaus das Recht, Banknoten herauszugeben, doch ist sie von den Hauptrefinanzierungsoperationen ausgeschlossen. Lediglich in Ausnahmefällen kann sie tätig werden, doch nur nach einem Beschluß des Gouverneursrats, der entscheidenden Institution des Eurosystems. Bisher hat die EZB denn auch keine einzige Euronote emittiert. Überdies ist die EZB eine Tochter der Nationalen Zentralbanken, die sie mit Kapital ausgestattet haben, das aber nicht von ihr, sondern ihren zwölf Müttern verwaltet wird.

Somit ist die Stellung der EZB im Eurosystem alles andere als die einer starken monetären Zentrale. Die einheitliche Geldpolitik für Euroland, Refinanzierungszins und zuzuteilende Geldmenge werden denn auch vom Gouverneursrat bestimmt, in dem – anders als im Rat der Fed – die zwölf Präsidenten der Nationalen Notenbanken gegenüber den sechs Gouverneuren der EZB eine Zweidrittelmehrheit haben. Die Rolle der EZB ist darauf beschränkt, die Beschlüsse des

Gouverneursrates und die Refinanzierungsoperationen der Nationalen Zentralbanken zu koordinieren. Immerhin darf der Präsident der EZB die Entscheidungen des Rats verkünden.

3. *Die unterschiedlich hohen Realzinsen als Wachstumsbremse*

Das Fehlen einer starken monetären Zentrale im Eurosystem macht sich bei der Bewältigung eines Problems bemerkbar, das bisher kaum diskutiert worden ist: die unterschiedlich hohen Realzinsen in Euroland. Davon ist vor allem Deutschland betroffen. Hatte es in den Jahrzehnten vor der EWU gleich hinter der Schweiz immer den Vorteil der niedrigsten Realzinsen in Europa, so muß Deutschland jetzt die Bürde der höchsten Realzinsen tragen – mit verheerenden Folgen für sein Wirtschaftswachstum. Warum?

Die vom Gouverneursrat des Eurosystems verantwortete Geldpolitik ist eine einheitliche, überall in Euroland geltende Politik. Das bedeutet, daß in allen Mitgliedsländern der EWU für die Geschäftsbanken der gleiche Refinanzierungssatz gilt und die Geldmenge von den Nationalen Zentralbanken nur nach einem ein für allemal festgelegten Verteilungsschlüssel weitergereicht werden darf, der durch den Kapitalanteil der Nationalen Zentralbanken an der EZB bestimmt ist. Daraus folgt, daß eine differenzierte Geldpolitik à la Lindahl, die auf national unterschiedliche Inflations- und Wachstumsraten Rücksicht nimmt, ausgeschlossen ist.

Die Unterschiede in den Inflationsraten und damit in den Realzinsen sind in Euroland in der Tat gewaltig. Jetzt rächt sich die leichtfertige Nichtbeachtung der grundlegenden Voraussetzung einer erfolgreichen Währungsunion: Sie muß, wie es der kanadische Ökonom Robert Mundell genannt hat, ein „optimaler Währungsraum“ sein, wozu nicht zuletzt einheitliche Realzinsen gehören. Das ist aber nicht möglich, wenn bei gleichen nominalen Zinsen beispielsweise die Preise in Deutschland zwischen 1999, dem Beginn der EWU, und 2002 um 6% stiegen, dagegen in Österreich und Frankreich um 8% sowie in Italien um 10%, während sie in Spanien und den Niederlanden immerhin um 15%, in Portugal um 16 % und in Irland sogar um über 20 % kletterten. Auch in 2003 hat sich diese Entwicklung fortgesetzt, mit Inflationsraten von 4,3% in Irland über 3% in Italien bis zu gerade einmal 1% in Deutschland.

Entsprechend hat Deutschland die geringsten Wachstumsraten in Euroland. So wuchs sein reales Brutto-Inlandsprodukt (BIP) um nur 0,2 % in 2002 und stagnierte in 2003, während die entsprechenden Raten für Irland 6,9% bzw. 1,6% betragen. Nun könnte man in anderen Mitgliedsländern der EWU, etwa in Österreich, einwenden, daß der große Bruder Deutschland doch auch einmal Nachteile ertragen könnte. Nur vergißt man dabei, daß das, was Deutschland nicht bekommt, auch für Euroland insgesamt nicht vorteilhaft ist. Dank der einheitlichen, keine Differenzierung zulassenden Geldpolitik des Eurosystems hat der Euro sich vielmehr ganz

allgemein als Wachstumsbremse erwiesen. So wuchs das BIP in der EWU in 2002 denn auch lediglich um bescheidene 0,9% und in 2003 sogar nur um 0,4%. Es braucht hier nicht besonders betont zu werden, daß der Stabilitätspakt dazu sein übriges beigetragen hat.

4. Die Gefahr der nicht marktfähigen Sicherheiten der öffentlichen Hand

Eine bisher so gut wie gar nicht diskutierte Achillesferse des Eurosystems ist die Qualität der von den Geschäftsbanken zur Refinanzierung bei ihren Nationalen Notenbanken eingereichten Sicherheiten. Zwar hat die EZB in ihrer jüngsten Dokumentation über die einheitliche Geldpolitik in Euroland (Februar 2004) noch einmal die grundlegende Regel der Zentralbankkunst betont, nach der die Notenbanken der EWU nur solche Schuldtitel von ihren Geschäftsbanken akzeptieren dürfen, die nicht von diesen selbst oder mit ihnen eng verbundenen Stellen herausgegeben worden sind. Andererseits wird jedoch eine gravierende Ausnahme gestattet: „Diese Bestimmung gilt nicht für enge Verbindungen zwischen“ den Geschäftsbanken „und den *öffentlichen* Stellen“ in der EWU. Dies bedeutet eine Privilegierung staatlicher Banken, die naturgemäß mit öffentlichen Institutionen „eng“ verbunden sind. Zwar wird dadurch das Verbot der Notenbankfinanzierung aus dem Maastricht-Vertrag nicht umgangen, wohl aber elegant und unter der Hand eine Verletzung seiner Bestimmung, daß öffentlichen Einrichtungen ein bevorzogter Zugang zu Geschäftsbanken untersagt ist.

Das Privileg der öffentlichen Hand gilt für die beiden Formen der zentralbankfähigen Sicherheiten im Eurosystem – die der „Kategorie 1“ und die der „Kategorie 2“. Während erstere marktfähige Schuldtitel privater und öffentlicher Institutionen meinen, die von der EZB kontrolliert werden, beziehen sich letztere vor allem auf *nicht* marktfähige Titel, wie Wechsel sowie Kredite an private Unternehmen und öffentliche Haushalte, deren Kontrolle den Nationalen Notenbanken obliegt.

Es sind nun weniger Wechsel und Kredite an Private, deren Nicht-Marktfähigkeit durch entsprechende Abschläge bei der Refinanzierung durch die Notenbanken kontrolliert werden kann – die Bundesbank beispielsweise verlangt bis zu 20% –, als die „nicht marktfähigen Titel der öffentlichen Hand“, die für die langfristige Stabilität des Eurosystems als größte Gefahr wirken. Die Bundesbank hat sie daher als zentralbankfähige Sicherheiten ausgeschlossen, doch andere Nationale Notenbanken, insbesondere die von Italien, Spanien, Portugal und Griechenland, akzeptieren sie durchaus. Ihre Emittenten müssen in den nationalen Verzeichnissen der Kategorie-2-Sicherheiten nicht einmal veröffentlicht werden. Die EZB darf diese Titel nicht kontrollieren und wäre angesichts ihrer spärlichen Personalausstattung dazu auch gar nicht in der Lage. Alles spricht also dafür, daß jede Nationale Zentralbank sich selbst kontrollieren darf.

5. *Der fehlende zentrale „Lender of Last Resort“*

Zu den vielen Ungereimtheiten des Eurosystems kommt weiterhin das Fehlen eines EWU-weiten Aufsichtsamts für das Kredit- und Finanzwesen. Am bizarrsten aber mutet das schlichte Nichtvorhandensein einer „Lender of Last Resort“- Institution an, also eines zentralen Bereitstellers und Koordinators sofort benötigter Liquidität im Falle einer Finanzkrise. Schließlich ist es diese Notwendigkeit, die seit Ende des 19. Jahrhunderts dazu geführt hat, daß private Notenbanken zunehmend durch nationale mit dem Monopol der Banknotenausgabe abgelöst wurden.

Ohne in das Bewußtsein der Öffentlichkeit zu geraten, haben der Internationale Währungsfonds und Geldexperten, beispielsweise Barry Eichengreen, Arthur Laffer und Charles Goodhart oder Gunnar Heinsohn und Otto Steiger, wiederholt auf diese zentrale Achillesferse des Eurosystems hingewiesen. Auch die Bundesbank hat erkannt, daß die EZB diese Rolle nicht schultern kann, da ihre Kapitalbasis von knapp fünf Milliarden zu klein ist und – was die Bundesbank allerdings verschweigt – dafür erst einmal zu einer „wirklichen Zentralbank“ gemacht werden müßte.

Die Bundesbank hat denn auch bereits 1999 einen Vorstoß gestartet, der ihr etwas vom früheren Glanz als ungekrönter Zentralbankkaiser Europas zurückgeben sollte und mit dem sie in die Rolle der Federal Reserve Bank of New York in der Fed schlüpfen wollte. Die Bundesbank plante ihre eigene Institution für „Lender of Last Resort“-Operationen, die sogenannte Likobank (Liquiditätskonsortialbank), zu einer EWU-weiten Bank ausbauen. Dabei sollte ihr Anteil an der Likobank von 30% auf ein Drittel erhöht und gleichzeitig das Kapital der Likobank von 1,3 mit 15 Milliarden € mehr als verzehnfacht werden. Der Plan scheiterte jedoch daran, daß die deutschen Geschäftsbanken, die den Restanteil der Likobank halten, nicht bereit waren, zur Sicherung auch ihrer Konkurrenten in der EWU 10 Milliarden € aufzubringen.

6. *Läßt sich das Eurosystem reformieren?*

Die Achillesfersen des Eurosystems ließen sich sehr einfach beseitigen, wenn man bereit wäre, aus der EZB eine „wirkliche Zentralbank“ zu machen, die entsprechend dem Ciampi-Plan das Monopol der Notenausgabe erhielte. Dann könnte die EZB sowohl eine differenzierte Kreditpolitik à la Lindahl durchführen und damit das Problem der unterschiedlich hohen Realzinsen lösen. Auch könnte die EZB dann die nicht marktfähigen Sicherheiten kontrollieren bzw. die der öffentlichen Hand, wie jetzt schon die Bundesbank, als zentralbankfähige Titel ausschließen. Gegen eine solche Rekonstruktion des Eurosystems sprächen allein nationale Empfindlichkeiten, insbesondere in

Frankreich, das wohl kaum die frühere Dominanz der Bundesbank zugunsten eines nun gekrönten Eurokaisers EZB austauschen würde.

Heinsohn und Steiger haben daher 2000 den Vorschlag gemacht, zur Besänftigung der französischen Befindlichkeiten die EZB als eh' funktionslose Bank in Frankfurt am Main aufzulösen und ihre Direktoren als Gouverneure des Eurosystems, ähnlich den ohne Bank in Washington D.C. residierenden Gouverneuren der Fed, in der französischen Europahauptstadt Straßburg anzusiedeln. Gleichzeitig würde die Bundesbank als stärkste Notenbank im Eurosystem die Rolle der New Yorker Bank in der Fed übernehmen können – eventuell sogar in Tandem mit der zweitstärksten Notenbank, der Banque de France.

So politisch klug diese Restrukturierung des Eurosystems auch erscheinen mag, löst sie jedoch nicht das Problem der für eine Währungsunion notwendigen starken fiskalischen Zentrale. Hinter einer das Eurosystem dominierenden Bundesbank (mit oder ohne Banque de France) oder einer gemeinsamen „wirklichen Zentralbank“ EZB muß immer ein gemeinsamer potenter Finanzminister stehen – und den gibt es in Brüssel nun einmal nicht. Die EG-Kommission verfügt gerade über Steuermittel von knapp zwei Prozent des BIPs der Europäischen Union.

Sollte das Eurosystem aber überhaupt nicht reformiert werden, dann bleibt immer noch eine Option, auf die kürzlich Joachim Fels, Chef-Volkswirt von Morgan Stanley in London, hingewiesen hat: der „Weg *aus* der Währungsunion“. Anders als viele Euro-Experten weiß Fels, daß das Eurogeld nicht von der EZB, sondern den Nationalen Notenbanken herausgegeben wird und daher die „die technischen und praktischen Hürden“ für beispielsweise die Wiedereinführung der D-Mark bei einem Austritt Deutschlands „jedenfalls relativ niedrig“ sind.