

# Über ökonomische Modelle

Ein Vortrag von Dieter Spethmann

Sehr verehrte Damen, sehr geehrte Herren!

Über dieses Thema zu referieren, habe ich versprochen. Während der Arbeit kamen mir Zweifel, ob ich immer die Begriffe „Modell“ und „System“ korrekt getrennt habe. Nein, das habe ich nicht. Ich kann es auch nicht. Ein Modell entsteht normalerweise am Reißbrett, also in der Theorie. Aber wenn ein System, das sich empirisch entwickelt hat, ein zweites mal angewendet wird, weil es beim ersten mal gut funktioniert hat, dann wird es damit ebenfalls zum Modell. Erlauben Sie mir also, die beiden Begriffe synonym zu verwenden.

Hand aufs Herz - wer von uns würde nicht gern in die Zukunft sehen? Und weiter: Zeigt nicht jedem von uns der Blick zurück auf den schon gelebten Teil seines Lebens, dass das Streben nach Ordnung in ihm immer wieder neu erwacht? Beiden Neigungen käme es entgegen, wenn menschliches Denken Modelle oder Systeme entwickeln könnte, die solches erlauben.

Carolus Magnus ist auch 1200 Jahre nach seiner Zeit noch in vieler Menschen Bewusstsein. Die Stadt Aachen, wohl Hauptstadt von Karls Wirken, widmet ihm alljährlich an Himmelfahrt einen Preis, zu verleihen für Verdienste um die Einigung Europas. Sehr gut.

Ich erwähne Karl den Großen an dieser Stelle aus einem anderen Grund. Karl teilte als erster ein Pfund Silber in 240 Pfennige und erlegte dieses System allen Ländern auf, die er eroberte. Dazu gehörte, wie wir wissen, nicht England. Und doch übernahm England dieses System freiwillig: Ein Pfund Sterling zu 20 Schilling zu 12 Pence, und das bis zum Ende des XX Jahrhunderts. Das ökonomische Modell des Carolus gehört zu den historischen Errungenschaften.

Könnte ausgemünztes Edelmetall, generell gesprochen, zugleich den Charakter eines ökonomischen Modells erwerben? Ja, denn es gewährleistet eine gewisse Ordnung in seinem Anerkennungsbereich. Nein, denn es gibt das „Kippen und Wippen,“ wie unsere Altvorderen es nannten: Die Senkung des Gehaltes an Feingold oder Feinsilber in der einzelnen Münze - eben die Versuchung des Landesherrn, seine Kasse aufzubessern. Das liegt in der Natur des Münzregals. Friedrich der Große betrieb es ein einziges mal in seiner Regentschaft, nämlich während des siebenjährigen Krieges um Schlesien. „Aussen Silber, innen schlimm. Aussen Friedrich, innen Ephraim.“ So gaben die Berliner zu erkennen, dass sie den Schwindel erkannt hatten. Das Palais Ephraim, des beteiligten Bankers, hat in Berlin übrigens alle Kriege und die DDR überstanden. Apropos Schulden: Friedrich hat während seiner 46 Jahre währenden Regierungszeit aus-

schließlich bei dieser Gelegenheit Schulden gemacht, und das nicht für lang. Er hatte 1740 einen Staatsschatz von 5 Mio Reichstalern übernommen, und seinem Nachfolger hinterliess er 1786 das Zehnfache. Wohlgemerkt: Einen gänzlich schuldenfreien Staat plus 50 Mio Reichstaler. Das war aber in erster Linie das Ergebnis klugen Regierens. Dementsprechend würde ich die Ordnungsfunktion von Gold- und Silbermünzen als begrenzt einstufen. Ende des XVII Jahrhunderts beispielsweise, also noch Jahrzehnte nach dem ersten dreissigjährigen Krieg, gab es in Deutschland mehr als 300 verschiedene Münzen aus mehr oder weniger edlem Metall - und die politische Ordnung war ein komplettes Desaster.

Zu einem ökonomischen Modell meines Verständnisses gehört eine geistige Leistung, ob analysierend in der Rückschau oder gestaltend in der Vorschau. Nehmen wir als Beispiel die Globalisierung. Sie ist als Schlagwort in aller Munde. Aber handelt es sich um ein ökonomisches Modell? Nicht in ihrer Entstehung, denn sie ist empirisch entstanden. Nicht in ihrer wissenschaftlichen Qualität, denn sie ist mathematisch noch kaum durchdrungen. Aber doch „Ja,“ so darf man es nennen, wenn man sich darum bemüht, aus der Globalisierung Teilmodelle zu entwickeln. Denn ein ökonomisches Modell versucht, Zusammenhänge des wirtschaftlichen und finanziellen Geschehens herauszufinden und ihnen eine gewisse Gesetzmässigkeit zuzuordnen. So formulierte Oresmus (alias Nikolaus von Orème), ein früher französischer Ökonom, schon Ende des XIV Jahrhunderts, Geld müsse eine feste Ordnung sein, wie ein Gesetz. Und das für eine Volkswirtschaft, die damals nur aus Landwirtschaft, Handel und Handwerk bestand! Für die Gegenwart nenne ich Ihnen kurz einige anerkannte Beispiele:

Da haben wir das keynesianische Standardmodell einer geschlossenen Volkswirtschaft mit intern bestimmtem Einkommen und Zinsen. Es geht zurück auf John Maynard Keynes, einen englischen Ökonomen der ersten Hälfte des XX Jhdts, also der damaligen Weltwirtschaftskrise. Das Modell demonstriert die Wirkungsweise von Fiskalpolitik und Geldpolitik. Seine beiden wichtigsten Gleichungen widmen sich dem Gütermarktgleichgewicht und dem Geldmarktgleichgewicht.

Weiterhin nenne ich das Mundell-Fleming-Modell mit fixen Wechselkursen. Dieses ist das keynesianische Standardmodell unter Berücksichtigung des Auslands. Die beiden wichtigsten Gleichungen dieses Systems widmen sich ebenfalls dem Gütermarktgleichgewicht und dem Geldmarktgleichgewicht, lauten aber anders. Am Ende wird der Saldo der Devisenbilanz ausgewiesen.

Schliesslich nenne ich Ihnen - und das soll es dann auch sein - das Mundell-Fleming-Modell mit flexiblen Wechselkursen. Auch dieses ist ein keynesianisches Standardmodell, diesmal unter Berücksichtigung des Auslands.

Auf die Namen Keynes und Mundell werde ich zurückkommen.

Aber lassen Sie uns zur Globalisierung zurückkehren. Nehmen wir als Beispiel Jeans. Die Baumwolle wird in Indien oder Kasachstan von Hand oder mit der Maschine geerntet und anschliessend in die Türkei versandt. In der Türkei wird die Baumwolle zu Garn gesponnen. In Taiwan wird das Garn mit chemischer Indigofarbe aus Deutschland gefärbt. Aus dem gefärbten Garn werden in Polen die Stoffe gewebt. Innenfutter und Schildchen für die Waschinweise kommen aus Frankreich, Knöpfe und Nieten aus Italien. Alle Zutaten werden auf die Philippinen geflogen und dort zusammengenäht. In Griechenland erfolgt die Endbearbeitung mit Bimsstein. Die Jeans werden in Deutschland verkauft und getragen und anschließend in die Altkleidersammlung einer karitativen Organisation gegeben. In Holland wird die Kleidung gewaschen und sortiert und anschließend auf Schiffen oder mit LKW auf den afrikanischen Kontinent gebracht. Reisedistanz einer Jeans insgesamt 64.000 km. Es liegt auf der Hand, dass solche Vorgänge nur Gegenstand unternehmerischer Kalkulation sein können, und sie sind es. Denn jede Stufe, einschließlich des karitativen Endes, hat ihren Nutzen.

Solche Vorgänge sind heute Teil unseres Alltags. Gerinnen sie aber schon zum Modell? Wohl kaum. Sind sie, ob als theoretische Modelle oder als praktische Überlegungen, den Politikern bekannt, die über unser Schicksal entscheiden, und sind sie für ihre Entscheidungen relevant? Wohl kaum. Die Phänomene der Globalisierung überfordern wohl bisher jedes Parlament. Also dürfen wir Bürger davon ausgehen, dass auch die Europa-Politik, der wir Bürger seit fünf Jahrzehnten ausgesetzt sind und die ich als wichtigsten Modellbau-Bereich unserer Generation ansehe, eher auf dem Prinzip von Versuch und Irrtum beruht als auf der Anwendung ökonomischer Erkenntnisse. Diese Annahme möchte ich vertiefen.

Wir alle erinnern die 50 Jahre der DMark als eine glückliche Zeit. Sie hatte mit Ludwig Erhard Motto begonnen „Wohlstand für alle.“ Und mit § 3 des Währungs-Gesetzes von 1948, der alle Schuldbemessungsgrundlagen ausser der DM verbot. Damit war die Indexierung von Staatsanleihen, also deren automatische Anpassung an die laufende Inflation, ausgeschlossen - zweifellos ein ökonomisches Modell von zentraler Bedeutung: Der reale Wert eines DM-Scheines sollte möglichst wenig von seinem nominalen Wert abweichen. Jetzt aber will die Bundesregierung öffentliche Anleihen indexieren, was auch der privaten Indexierung Tür und Tor öffnen würde - der Weg in die Inflation, zwangsläufig zu Lasten eines jeden Bürgers, wäre vorgezeichnet. Deshalb einige Bemerkungen zu indexierten Staatsanleihen.

Vor einigen Monaten gab die Staatssekretärin im Bundesfinanzministerium bekannt, ihr Haus plane die Herausgabe indexierter Staatsanleihen, wobei als Index ein europäischer gewählt werden solle. Ich erlaubte mir den Hinweis, dass Deutschland von 1949 bis 1998, also während der gesamten DMark-Zeit, nur mit 2,7% pa inflationierte, mithin niedriger als diejenigen, die heute seine Nachbarn in der Euro-Zone sind, weiter, dass Deutschland auch seit Einführung des Euro (1999) niedriger als jene inflationiert. Deshalb wäre die Heranziehung eines europäischen Index für deutsche Zwecke nachteilig für Deutschland. Der Bundesfinanzminister hat wohl Angst, Deutschland ohne dieses aus meiner Sicht durch und durch unsolide Instrument nicht mehr finanzieren zu können.

Noch schlimmer aber wäre, wenn zur Indexierung ein europäischer Inflationsindex herangezogen würde. Gemeinsam mit Kollegen<sup>1</sup> habe ich ein Zahlenwerk zum Thema erstellt. Dabei haben wir als Modell eine Staatsanleihe zugrundegelegt, wie sie z.B. kürzlich von Italien begeben wurde: Volumen 4 Mrd Euro - Laufzeit 30 Jahre - Basiszins 2,35% pa - Indexierung durch jährlichen Zuschlag eines Betrages zum Kapitalbetrag auf Basis der Inflationsrate der Euro-Zone - Beibehaltung des Basiszinses für die gesamte Laufzeit.

Meine Kollegen und ich haben uns mit der Frage befasst, welche Vorteile Italien durch eine solche inflationsindexierte Anleihe, bei der der europäische Inflationsindex hinter der nationalen Inflation Italiens zurückbleibt, erlangt bzw. welche Einbußen Deutschland als Land mit niedrigerer Inflation entstehen würden, falls es eine vergleichbare Anleihe auflegte. Ergebnis:

Bei der Nennwertentwicklung der Anleihe bis zum Jahr 2034 ergibt sich rechnerisch eine nominale Ersparnis für Italien von 1860 Mio. EUR bzw. eine nominale Mehrbelastung von 1481 Mio. EUR für Deutschland.

Hinzu kommen die Differenzen aus den jährlichen Kuponzahlungen: Rechnerisch eine nominale Ersparnis für Italien von nochmals 507 Mio EUR bzw. eine nominale Mehrbelastung von nochmals 435 Mio. EUR für Deutschland.

Addiert man die beiden Effekte, ergeben sich nominal 2367 Mio EUR Ersparnis für Italien bzw 1916 Mio EUR Mehrbelastung für Deutschland. Wichtig ist das Wort "nominal". Es handelt sich natürlich um keine Barwertbetrachtung. Zinst man den Endnennwert und die jeweiligen Kuponzahlungen z.B. mit der EU-Inflation (1,9% pa) auf den Startzeitpunkt ab, so ergeben sich immerhin noch Differenzen von 1397 Mio. EUR (Ersparnis Italien) bzw 1135 Mio EUR (Mehrbelastung Deutschland).

---

<sup>1</sup> Es handelt sich um ein Team der Industriekreditbank unter Führung von Dr. Joerg Chittka, dem ich auch hiermit meinen Dank ausspreche

Dieses Beispiel genügt, so meine ich, um den Irrsinn klarzumachen, den Deutschland mit der Herausgabe deutscher Indexanleihen praktizieren würde. Oder ist Deutschland als Folge seiner immer weiter wachsenden Schulden schon so schwach, dass der Markt uns zur Indexierung zwingen kann?

Zu unrecht wird in Deutschland auch immer noch tabuisiert, dass Deutschland mit der Euro-Einführung seinen in Jahrzehnten gewachsenen Zinsvorteil hergegeben hat. Die Einbringung der großen DM-Stabilitätsmasse in den Euro führte nämlich dazu, dass andere Euro-Mitgliedsländer mit der Umstellung ihrer relativ weicheren Staatsschulden auf Euro ab dem 1.1.1999 nur noch die deutschen Niedrigzinsen zu zahlen haben. Der hiermit von diesen Ländern eingesparte Zinsbetrag beträgt in der Summe Jahr für Jahr mehr als das offizielle EU-Budget: >100 Mrd EUR. Italien zB spart seit 1999 Jahr für Jahr mehr als 6% seines Sozialproduktes (BIP) an Zinsen auf seine Staatsschuld ein - das ist mehr als das Leistungsbilanzdefizit der USA, aber niemand spricht darüber. Diese durch den Euro herbeigeführte Änderung der Zinsstruktur um 180 Grad verdient zum negativen Modell erhoben zu werden.

Welche Farce bedeutet demgegenüber der Artikel III-75 der vorgeschlagenen EU-Verfassung (ex-Artikel 103 EGV), einem theoretischen Modell, das da sagt: „ (1) Die Union haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlichrechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens. Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedstaats und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens.“

Nein, es gibt nur eine Zinsgerechtigkeit, nämlich den Realzins, wie er bis zur Einführung des Euro selbstverständlich war. Realzins ist die Umlaufrendite zehnjähriger Regierungsbonds minus laufende Inflation. Solange Deutschland bei einem Realzins von 3% liegt, andere Teilnehmer der Euro-Zone aber bei null oder darunter, kann es keine Zinsgerechtigkeit im Euro geben. Wir haben eben heutzutage eine „Politische Währung“ - ein Faktum ausserhalb jeden Modells und für uns Deutsche sehr teuer.

Oder ein anderer Modellverstoss. WELT am SONNTAG berichtet am 21. November 2004, Finanzminister Eichel wolle das Marshall-Plan-Vermögen auflösen: „Das Finanzministerium plant, das ERP-Sondervermögen, besser bekannt als Marshall-Plan-Mittel, komplett aufzulösen und in den Bundeshaushalt zu überführen. Finanzminister Hans Eichel (SPD) könnte dadurch im nächsten Jahr rund zehn Milliarden Euro an zusätzlichen Einnahmen verbuchen.“ Aus diesem von den USA 1949 gestifteten Sondervermögen wird seither der deutsche Mittelstand finanziert, das Rückgrat der deutschen Wirtschaft. Seine Auflösung wäre also der Verzehr von Saatgut - die ultimative Maßnahme vor der Pleite, wie unsere Väter, Großväter und Urgroßväter wussten, die es wiederum von ihren Vorfahren gelernt hatten.

Die englische Sprache kennt das Sprichwort „He is Penny-wise but Pound-foolish.“ Man sollte in Berlin darüber nachdenken, was das wohl bedeutet.

Diese Betrachtung zum Thema Realzins möchte ich erweitern um drei andere Schwachstellen des Euro-Systems: Es hat keine monetäre Zentrale, kein gemeinsames Verständnis von Banksicherheiten, und es besitzt keinen Kreditgeber der letzten Stunde, also keinen „Lender of Last Resort“ – alles Charakteristika, die zum Modell einer gesunden Zeichenwährung Marke DM gehören.

Am 10. November dieses Jahres brauchte man nur noch 77 Eurocents aufzuwenden, um einen Dollar zu kaufen. Anders gewendet: Der Euro kaufte erstmals mehr als 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? Ich habe Zweifel.

Sie gründen sich auf die Konstruktion des Eurosystems. Dieser Begriff 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. Ich halte dieses System für gefährdet.

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 Achillesfersen des Eurosystems nicht ohne Belang. Bevor wir auf die wunden Punkte näher eingehen, soll die Notwendigkeit einer starken monetären Zentrale in einer Währungsunion näher beleuchtet werden.

Erstens: Warum eine Währungsunion eine gemeinsame „wirkliche Zentralbank“ braucht.

Warum können Währungsunionen scheitern? Diese Frage hat zuerst der schwedische Nationalökonom Erik Lindahl (1891-1960) gestellt.<sup>2</sup> In einer berühmt gewordenen 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), sodaß 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 Herr 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. Diese könnten allerdings niemals so gelungen gestaltet werden 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.

---

<sup>2</sup> In der Behandlung dieser Zentralbankthematik verdanke ich dem Diskurs mit meinem Kollegen Dr. Otto Steiger, Professor Emeritus der Universität Bremen, sehr viel, wofür ich ebenfalls danke

Ein ganz ähnliches 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 das Schicksal 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 aber, 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, führte von jetzt an die geldpolitischen Beschlüsse des Zentralbankrats der Fed aus und übernahm die Rolle des „Lender of Last Resort“. Ihr Präsident wurde ständiges Mitglied im Rat, in dem die sieben Gouverneure der Washingtoner Zentrale die Mehrheit und die Präsidenten der übrigen elf Reserve Banks 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, konnte 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 wie bei Lindahl eine starke monetäre Institution an der Spitze, die „Zentralbank der nationalen Zentralbanken“, später EZB genannt. Mit ihr sollte die Refinanzierung der Nationalen Zentralbanken ebenfalls so kontrolliert werden können wie diese die ihrer einheimischen Geschäftsbanken kontrollieren konnten. 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 Natio-

nalen Zentralbanken somit ihren Charakter als Notenbanken verloren hätten. Im Eurosystem verhält es sich aber umgekehrt. Notenbanken im Eurosystem sind allein die zwölf Nationalen Zentralbanken und nicht die EZB. Damit aber entfällt die Möglichkeit einer differenzierenden Geldpolitik. Weder hat die EWU 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 nichts als als 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. Man hat zunächst die zwölf Mitgliedstaaten der EWU alphabetisch nach ihren Namen in der dominierenden Landessprache geordnet und die Noten der einzelnen NZBs dann mit dem umgekehrten Alphabet gepaart. Dabei wurden Buchstaben wie **Q** und **W**, die nicht in allen Sprachen vorkommen, sowie **B**, **I** und **O**, die mit Zahlen verwechselt werden können, weggelassen. Die Notenbank Belgiens als alphabetisch erstem Land – *België/Belgique* – erhielt somit den letzten Buchstaben des Alphabets, **Z**, und Finnland – *SuomiFinlandi* – als alphabetisch zwölftem den zwölftletzten, also **L**. Eine Ausnahme bildet Griechenland – *Ellas* –, dessen Notenbank als alphabetisch drittem Land der zweitletzte Buchstabe, **Y**, zugeteilt wurde. Der war ursprünglich für das alphabetisch zweitletzte Land, Dänemark – *Danmark* –, vorgesehen, das aber in absehbarer Zeit nicht an der EWU teilnehmen wird (genauso wenig wie Schweden – *Sverige* – und Großbritannien – *United Kingdom* –, für deren Notenbanken die Buchstaben **K** bzw. **J** reserviert waren). Im einzelnen lassen sich die Euronoten der 12 Mitgliedsländer der EWU anhand folgender Buchstaben vor den

Seriennummern identifizieren: **Z** = Belgien, **Y** = Griechenland, **X** = Deutschland, **V** = España, **U** = France, **T** = Irland/Eire, **S** = Italia, **R** = Luxembourg/Luxemburg, **P** = Niederland, **N** = Österreich, **M** = Portugal und **L** = Suomi/Finland. Ein Buchstabe für die EZB ist bisher nicht bekannt geworden. So hat diese „Zentralbank“ bis auf den heutigen Tag keine einzige Euronote emittiert.

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 Direktoren 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.

Die unterschiedlich hohen Realzinsen als Wachstumsbremse hatte ich schon behandelt. 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 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 ihren Kapitalanteil an der EZB bestimmt ist. Daraus folgt, daß eine differenzierte Geldpolitik à la Lindahl, die auf national unterschiedliche Inflations- und Wachstumsraten Rücksicht nimmt, ausgeschlossen bleibt.

Die Unterschiede in den Inflationsraten und damit in den Realzinsen sind in Euroland 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% gestiegen, 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 % geklettert sind. 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. Das, was Deutschland nicht bekommt, ist auch für Euroland insgesamt nicht vorteilhaft. 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. Der Welthandel aber wächst um 7% pa, das Welt-Sozialprodukt um 5% pa.

Weiter komme ich zu der Gefahr der nicht marktfähigen Sicherheiten der öffentlichen Hand. 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. Dadurch wird das Verbot der Notenbankfinanzierung aus dem Maas-

tricht-Vertrag elegant relativiert: Öffentliche Einrichtungen haben bevorrechtigten Zugang zu Geschäftsbanken.

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 allein 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.

Schliesslich komme ich zur letzten Achillesferse des Eurosystems: Der fehlende zentrale „Lender of Last Resort,“ also eines zentralen Bereitstellers und Koordinators sofort benötigter Liquidität im Falle einer Finanzkrise. Diese Notwendigkeit hat seit Ende des 19. Jahrhunderts dazu geführt, 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 – sie 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. Das Vorhaben 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.

Damit stellt sich abschliessend die Frage, ob sich das Eurosystem reformieren lässt. Alle von mir genannten Achillesfersen des Eurosystems ließen sich sehr einfach beseitigen, wenn man bereit wäre, aus der EZB eine „wirkliche Zentralbank“ zu machen, die das Monopol der Notenausgabe erhielte. Dann könnte die EZB 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.

So politisch klug solche 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 müßte zusätzlich 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 technischen und praktischen Hürden“ für beispielsweise die Wiedereinführung der D-Mark bei einem Austritt Deutschlands „jedenfalls relativ niedrig“ sind.

Ich sollte noch etwas zum Thema „Leitwährung“ oder „Internationale Reservewährung“ sagen. Die beiden Begriffe sind identisch. Als solche gilt eine Währung, für die ich mir alles oder jedenfalls möglichst viel kaufen kann und die

relativ wertbeständig ist. So kauften sich die Kuwaitis, als sie 1990 von Saddam Hussein überfallen worden waren, ihre Befreiung bei den USA, indem sie Dollar für deren Krieg gegen den Irak zahlten.

Der US-Dollar ist seit Ende des Zweiten Weltkrieges, übrigens in voller Übereinstimmung mit der militärischen Macht der USA, die Leitwährung der Welt. Die Preise für alle Rohstoffe wie Erze, Öl, Erdgas und Gold werden vom Produzenten in Dollar angegeben. Dieser hat das mit einer langfristig milden Inflation vergolten. Folgende Länder bzw Zonen inflationierten seit 1961 in Jahrzehnten wie folgt, wobei die letzte Kolonne für die Jahre 2001 – 2004 steht:

Deutschland mit	2,7 -	5,1 -	2,5 -	2,3 -	1,5
Die USA mit	2,4 -	7,0 -	4,5 -	2,3 -	1,6
Frankreich mit	4,2 -	9,7 -	6,4 -	1,7 -	1,8
Die EU15 mit	3,8 -	10,0 -	6,2 -	3,0 -	2,0
Die Eurozone mit	3,7 -	9,4 -	6,2 -	2,9 -	2,2
Spanien mit	5,8 -	15,0 -	9,2 -	4,2 -	3,3
Italien mit	3,8 -	14,6 -	10,0 -	4,3 -	3,7

Diese Zahlenreihen entnehme ich einer Arbeit der Handelskammer Bozen über Langfristinflationen. Sie zeigen, dass Menschen ihr Kollektivverhalten nicht deshalb ändern, weil sie an einem noch so schönen Neujahrstag von ihrer Staatsgewalt ein andersartig bedrucktes Stück Papier in die Hand bekommen mit der Weisung, es ab sofort als gesetzliches Zahlungsmittel zu benutzen. Vergessen wir nicht, dass schon Steine, Muscheln oder Knochen als Tauschmittel fungierten - die Kernfrage ist immer die des Vertrauens der Benutzer in die Funktionsfähigkeit und Wertbeständigkeit des Tauschmittels.

Die Leitwährung verführt auf der anderen Seite ihren Produzenten, hier also die USA, leicht zur finanzwirtschaftlichen Unsolidität. Denn wenn ich im Ausland etwas kaufe, so bezahle ich durch Ausstellung eines Schecks, der niemals zur Einlösung vorgelegt wird - solange jedenfalls nicht, wie die Welt Vertrauen in meine Währung hat. So sind die USA zum größten Brutto-Schuldner der Welt geworden: Man schätzt 11 Billionen Dollar, und zum größten Nettoschuldner: Man schätzt 3,3 Billionen Dollar nach Abzug aller amerikanischen Aktiva ausserhalb der USA. Beginnt aber das Vertrauen zu schwinden, weil das Ausland zunehmend Zweifel an der Einlösung meiner Schecks hat, so kommen sie alle auf einmal: Die Gläubiger verlangen für ihre Schecks etwas anderes, solideres. Das widerfährt seit einiger Zeit dem Dollar.

Wer als Ausländer Dollar auf dem Konto hat und will sich einen realen Wert dafür kaufen, tut also gut daran, sich einen Wertgegenstand in den USA selbst zu suchen. Denn noch ist die Inflation dort niedrig.

Hat er aber nicht Dollar auf dem Konto, sondern (wegen der Verzinslichkeit) Dollar-Regierungsbonds, so muss er diese erst zum Verkauf „gegen Kasse“ anbieten. Das drückt an der New Yorker Börse den Kurs für diese Bonds. Da sie festverzinslich sind, steigt die sogenannte Umlaufrendite. Das hat für jeden zukünftigen Emittenten, ob öffentlich oder privat, die Folge, dass er höhere Zinsen anbieten muss. Die Geldversorgung des öffentlichen und des privaten Sektors der US-Wirtschaft verteuert sich also - unter Umständen bis hin zur Rezession. Da für die zurückgenommenen Bonds vielleicht Banknoten herausgegeben werden müssen, erhöht sich unter Umständen ausserdem das Geldvolumen in den USA - bis hin zur Inflation. Die Kombination von beidem kann Stagflation ergeben.

Wer als Ausländer ganz aus dem Dollar und aus den USA raus will, wird seine Dollars an der Devisenbörse anbieten und eine andere Währung dafür kaufen. Das geschieht seit einiger Zeit mit dem Dollar: Er wird vermehrt angeboten. Ausländische Zentralbanken könnten ihre Dollar-Reserven vermindern. So haben sich die Zentralbanken von Russland und Indonesien geäußert. Denn der Dollar hat im Aussenverhältnis seine Wertbeständigkeit arg gemindert, so gegenüber DM/Euro und Yen seit 1960 um mehr als 60%. Die Eurozone ist ein Nettogläubiger im Weltfinanzsystem. Der grösste Nettoschuldner aber, die USA, mag in der Versuchung sein, seine Auslandsschulden durch Abwertung zu vermindern - kaum ein Kriterium für eine Reservewährung.

Damit ergibt sich die Frage, ob der Dollar seinen Status als Reservewährung ganz oder teilweise verlieren könnte. Die Entscheidung dürfte in Peking fallen. China hat seine Währung, den Yüan, an den Dollar gekoppelt, um die Exporte Chinas in den Dollarraum zu erleichtern, und viele andere asiatischen Länder gehen ihrerseits mit dem chinesischen Yüan.

Uns Eurobürgern widerfährt bei diesen Operationen, dass zunehmend Euros gegen Dollar gekauft werden. Also steigt der Kurs des Euro gegen Dollar. Das verbilligt die Importe, verteuert aber die Exporte: Es schwächt die Wettbewerbsfähigkeit der in Euroland belegenen Exportindustrien. Bis 1969 bekam der deutsche Exporteur für jeden im Export hereingeholten Dollar am Bankschalter DM 4 ausbezahlt. Bis 1990 waren es immer noch DM 2,11. Bei einem Eurokurs von 1,3450, wie er am Wochenende erreicht wurde, sind es nur noch DM 1,45. Nach meiner Einschätzung kommen viele deutsche Exportbetriebe mit derart verminderten Erlösen nicht mehr zurecht.

Hieraus folgt, dass sich den Anschein einer Leitwährung nur derjenige geben sollte, der zu großen Steigerungen seiner Produktivität imstande ist. Das aber ist Euroland nicht. Seine Produktivität liegt weit unterhalb derjenigen der USA: Die

Amis sind fleissiger, arbeiten mehr als die Eurobürger. Wohl aber heizt das Eurosystem mit solchen Käufen die eigene Inflation an, denn für die hereingekommenen Dollars werden Euro emittiert. Der inländische Geldmenge erhöht sich. All dieses sind Gesetze des Kapitalismus. Sie können nicht eingeschränkt werden, ohne dass unsere persönliche Freiheit eingeschränkt wird.

Die USA wären gut beraten, weniger Schulden zu machen. Sollten die beiden entscheidenden Defizite, das der Leistungsbilanz (>5% des BIP) und das der Fiskalität (>3% des BIP) andauern, möchte der Status des Dollar als Reservewährung gefährdet sein. Gleichwohl: Die aufgelaufene öffentliche Schuld der USA liegt mit 63% eines BIP noch niedriger als die deutsche.

Meine Zuhörer mögen aus alldem entnehmen, dass die Märkte allen ökonomischen Modellen enteilt sind. Wir müssen mit der Ungewissheit leben, mit politischen Modellen überhäuft zu werden. So ist der Euro eine rein politische Währung, in deren Konzept der Begriff des optimalen Währungsraumes nicht mehr vorkommt. So berichten die Zeitungen dieser Tage, möglicherweise habe sich auch Italien seinen Beitritt zum Euro durch Täuschung erschlichen, wie dies für Griechenland seit Monaten offensichtlich ist. Keines dieser Länder aber wird vom Euro ausgeschlossen werden – so meine Voraussage. Jedes ist mit mehr als 100% seines BIP verschuldet, und ob hieraus 6% des BIP an Zinsen mehr oder weniger gezahlt werden müssen, erscheint in beiden Fällen existentiell. Nein, wir haben in der Euro-Zone in Tat und Wahrheit einen verschwiegenen Lastenausgleich, der nirgendwo gebucht oder auch nur mündlich erwähnt wird.

Die Möglichkeit, dass die Türkei der EU beitreten wird, ruft in Erinnerung, dass die türkische Währung seit Jahrzehnten eine Tradition zweistelliger Inflationsraten hat. Das dürfte Anlaß werden, Anlagen aus dem Euro abzuziehen und in andere Währungen zu transferieren.

Menschliches Denken kann die Vielfalt menschlichen Handelns nur begrenzt systematisieren. In die Zukunft sehen können wir auch heute nicht. Der schnelle Rechner erlaubt uns allenfalls die Einengung von Wahrscheinlichkeiten.

Flexible Wechselkurse reiben sich mit geringerer Flexibilität innerstaatlicher Systeme. Der Saldenausgleich erfolgt durch Mehrung der Staatsverschuldung.

Der Euro wird aus demselben Grund scheitern wie die DDR: Mangelnde ökonomische Konvergenz kann durch politische Intervention weder erzwungen noch ersetzt werden.

Vielen Dank.