

Deutschlands Wirtschaft, seine Schulden und die Unzulänglichkeiten der einheitlichen Geldpolitik im Eurosystem*

*Dieter Spethmann** und Otto Steiger****

Dezember 2004

Abstract

Germany's economy, its debts, and the shortcomings of the Eurosystem's common monetary policy

In 2004, Germany became Europe's 'king of debt' in absolute figures, thereby leaving behind even Italy, for decades the bearer of this awkward title. However, Germany's rising public debt is not due to loose fiscal policy but the result of the common monetary policy in European Monetary Union (EMU). While Germany has the lowest rate of inflation in EMU, it has to pay the same nominal rate of interest as its competitors, that is, it has to shoulder the by far highest real rate of interest. This in turn has led to economic stagnation, with decreasing tax revenues and, in spite of huge efforts to reduce public expenditures, rising debts. As Germany is still the biggest economy in Europe, its stagnation has decisively contributed to EMU's slow economic growth. According to the authors, the not so pleasant state of Euroland is due to the fact that EMU is not an 'optimal currency area' (Robert Mundell). EMU does not fulfil one of the most important criteria for optimality: the absence of tremendous differences between its member countries' real rates of interest.

In the paper, several measures of how to overcome the German problem are discussed, especially how to reconstruct the Eurosystem, the decentralised central banking system of EMU, to allow for a differentiated monetary policy, with high (low) nominal rates of interest for high (low) inflation countries. Drawing on a proposal by Erik Lindahl in 1930, this would mean to re-establish the European Central Bank (ECB) as the central monetary authority in the Eurosystem, with the monopoly to issue money. In spite of its name, the ECB is not a bank of issue, not to speak of being a lender of last resort, but only a co-ordinating agent between the Council of Governors of the Eurosystem, the decisive institution for monetary policy in EMU, and the twelve national central banks who alone issue the Euro. An alternative proposal discussed is to assign to the strongest central bank in the Eurosystem, the Bundesbank, the role of the Federal Reserve Bank of New York in the Federal Reserve System, thereby transforming the Eurosystem into a European Reserve System of Federal States. However, the strengthening of the ECB, or the Bundesbank, needs the support of a central fiscal authority in EMU, a role which today's EG Commission in Brussels cannot shoulder: it disposes only of a tiny amount of EMU's aggregate tax revenues. The authors are aware of the political difficulties to re-organise the Eurosystem. However, if politicians shy away from such a reform, the only option for solving Germany's stagnation should be to leave EMU.

JEL classification: E58, F42

* Erscheint in: Detlev Ehrig und Uwe Staroske (Hg.), *Dimensionen angewandter Wirtschaftsforschung: Methoden, Regionen, Sektoren – Festschrift für Heinz Schaefer zum 65. Geburtstag*, Hamburg: Verlag Dr. Kovač, 2005, S. 255-285. © Verlag Dr. Kovač, Hamburg.

** Prof. Dr. jur., Dr.-Ing. E. h., Unternehmer und u.a. langjähriger Vorsitzender des Vostands der Thyssen AG. Kaiser-Friedrich-Ring 72, 40547 Düsseldorf. E-Post: DieterSpethmann@aol.com.

*** Professor Emeritus für Allgemeine ökonomische Theorie, insbesondere Geldtheorie und Makroökonomik. Universität Bremen, FB 7 Ökonomik / IKSF, Wilhelm-Herbst-Str. 5, 28359 Bremen. E-Post: osteiger@uni-bremen.de.

Deutschlands Wirtschaft, seine Schulden und die Unzulänglichkeiten der einheitlichen Geldpolitik im Eurosystem*

Dieter Spethmann und Otto Steiger

„Der Euro hat Deutschland des Vorteiles der niedrigeren Zinsen beraubt“

(Hans-Werner Sinn, Präsident des Münchner Ifo-Instituts für Konjunkturforschung, in einem Artikel in der Neuen Zürcher Zeitung vom 26. Juni 2004)

Deutschland werde in 2004 Europas „Schuldenkönig.“ So ließ die *Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)* ihren römischen Korrespondenten am 12. Dezember 2003 schreiben. Aufhänger: Im Jahr 2004 werde Deutschland, absolut gerechnet, mit über 1.400 Milliarden Euro erstmals

* Erweiterte und aktualisierte Fassung – Stand: 30. September 2004 – unseres Artikels „Europas ‚Schuldenkönig‘ und sein Realzins“, in: *Wirtschaftsdienst: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, Bd. 84, H. 6, Juni 2004, S. 363-371. Der Beitrag ist eine Weiterentwicklung bestimmter Überlegungen in folgenden beiden Aufsätzen: (i) D. Spethmann, „Geld – Gemeinschaft – Schicksal: Eine etwas andere Sicht des Euro“, in: W. Hankel, K. A. Schachtschneider und J. Starbatty (Hg.), *Der Ökonom als Politiker – Europa, Geld und die soziale Frage: Festschrift für Wilhelm Nölling*, Stuttgart 2003, S. 505-534; (ii) G. Heinsohn und O. Steiger, „The European Central Bank and the Eurosystem: An Analysis of the Missing Central Monetary Institution in European Monetary Union“, in: D. Ehrig und O. Steiger (Hg.), *The Euro, the Eurosystem, and European Economic and Monetary Union*, Hamburg 2005 (im Erscheinen).

Mit diesem Aufsatz hofft Autor Steiger den Kollegen Heinz Schaefer endlich davon zu überzeugen, daß die EZB keine Zentralbank ist und das Eurosystem entsprechend geändert werden muß. Autor Spethmann versteht ihn als Einladung an den Düsseldorfer Heinz Schaefer, mit ihm in seiner Heimatstadt einmal über die Gefährdung der deutschen Wirtschaft durch die EWU zu diskutieren.

mehr Staatsschulden als Italien haben. Natürlich erfüllt auch uns die deutsche Schuldenwirtschaft mit Missbehagen. Aber „Deutschland wird Europas Schuldenkönig“ erscheint uns als Aussage von hoher Mißverständlichkeit. Deshalb diese Entgegnung.

Das klassische Weichwährungsland und seine Realzinsen

Bis zu seinem Eintritt in den Euro am 1. Januar 1999 war Italien mit seiner Währung Lira nach europäischem Standard ein klassisches Weichwährungsland. In 1992, dem Jahr der Unterzeichnung des Maastricht-Vertrages, musste es 12,2 % seines Bruttoinlandsprodukts (BIP) an Zinszahlungen für seine Staatsschuld aufwenden, die sich damals auf 116,1 % des BIP – 1994 sogar 123,8 % – belief.

Deutschland hingegen kam damals, obwohl längst mit der außerordentlichen Last seiner Wiedervereinigung bepackt, mit einem Bruchteil solcher Zinszahlungen aus: Nur 2,5 % seines BIP brauchte es damals zur Verzinsung seiner Staatsschuld aufzuwenden, die sich auf nur 41,8 % des deutschen BIP belief. Das war, wie gesagt, vor rd. zehn Jahren: Die DM-Zinsen betragen, gemessen am BIP, ein Fünftel der Lira-Zinsen. Was geschah seither?

Die Metamorphose des Lira-Schuldners

Seither ist ein Wunder über Italien gekommen, monetär und fiskalisch. Nachdem Italien Mitglied des Euro geworden war, musste es im Jahre 2002 nur noch weniger als die Hälfte von früher, nämlich 5,8 % seines BIP, an Zinsen zur Bedienung der Staatsschuld aufwenden. Obwohl die Staatsschuld absolut von 848 Mrd. € ultimo 1992 auf 1.343 Mrd. € ultimo 2002 gestiegen war, konnte sie nur auf 106,3 % des BIP verringert werden.¹

Die Tatsache, dass der deutsche Staatsschuldenstand in derselben Zeit auf 61,3 % des BIP stieg, mit einem Anstieg des Zinsaufwandes auf 2,9 % desselben, erklärt sich unschwer aus den genannten Dauerlasten der Wiedervereinigung von insgesamt 1.250 Mrd. € bis Ende 2003, davon noch 116 Mrd. € in 2003 – eine Last, wie sie von allen Staaten der Euro-Zone nur Deutschland zu tragen hat.

¹ Alle hier vorgenommenen Zahlen aus: *Deutschland im globalen Wettbewerb 2003: Internationale Wirtschaftszahlen*, Köln 2003.

Die dramatische Zinssenkung in Italien, historisch ohne Präzedenz, war maßgeblich auf einen einzigen Umstand zurückzuführen, nämlich die Umstellung aller Lira-Schulden auf Euro per 1. Januar 1999. Will sagen: Die Gläubigerbanken des italienischen Staates konnten bei ihrer Zinsbestimmung für 1999 und danach einen Schwenk vollziehen, der es ihnen erlaubte, dem Staat Italien ab dann nicht nur für den Faktor Inflation, sondern auch für den Faktor Bonität in etwa dieselben Werte zu geben wie deutsche Geschäftsbanken dem Staat Deutschland. So weist der J. P. Morgan-Index für Staatsanleihen im Herbst 2003 für Deutschland eine Rendite von 4,14 % aus, für Italien eine solche von 4,42 % – nachzulesen in der *FAZ* vom 27. Oktober 2003.

Wir halten diesen Schwenk der Banken in beiden Komponenten für nicht nachvollziehbar. Hinsichtlich der Bonität scheint uns vernachlässigt zu sein, dass es im EU-Recht keine fiskalische Haftung der Mitgliedsstaaten füreinander gibt (*no-bailout-clause*). Hinsichtlich der Inflation folgen unsere Überlegungen später.

Absolut gesehen aber machte die italienische Zinseinsparung von 6,4 % des BIP, bezogen auf das italienische BIP von 1.222 Mrd. € (2001), einen Betrag von 78 Mrd. € aus – in nur einem Jahr, wie gesagt.

Wie haben die Italiener diesen Betrag verwendet? Zur Schuldenreduktion? Nicht doch! Ende 2002 erhöhten sich die italienischen Staatsschulden weiter, wie gesagt, auf 1.343 Mrd. € – ein Anstieg von knapp 500 Mrd. € seit 1992. Die Italiener müssen einen nationalen Nutzen darin sehen, die ihnen von der Hartwährung Euro verschafften Einsparungsbeträge nicht zur Schuldenreduktion zu verwenden, sondern für andere Zwecke, und die Schulden stattdessen weiter steigen zu lassen: ein italienischer Beitrag zum Euro, der eine öffentliche Diskussion verdient.

Dass die Pro-Kopf-Verschuldung sich in Italien auf rund 24.800 € stellt gegenüber nur etwa 17.400 € für jeden Deutschen, stört in Italien nicht. Wer die Praktiken der öffentlichen Finanzen näher studieren möchte, kann die *FAZ* vom 5. Januar 2004 als Einstieg nehmen.

„Italien frisiert die Schuldenstatistik / Neues Institut zum Parken von Staatsanteilen / Defizit kleiner als erwartet.“

So ist dort zu lesen. Und 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“.

Bei dieser Institution, der Cassa Depositi e Prestiti SpA (CDP), hat der italienische Schatzminister Aktien von Staatsunternehmen im Wert von 11 Mrd. € geparkt – vor allem vom Stromerzeuger ENEL, vom Ölförderer ENI und von der Post. Zudem konnte er noch einmal eine Mrd. € verbuchen, indem er seinen Anteil von 30 % an der CDP an die öffentlich-rechtlichen Sparkassenstiftungen verkaufte. Mit diesen Manövern ist es dem Schatzminister gelungen, die Relation von Staatsschulden und BIP im Jahr 2003 mit gut 105 % gegenüber 1997 spürbar zu verbessern, als die Schuldenquote mit 120,2 % noch doppelt so hoch lag wie im Vertrag von Maastricht vorgesehen.

Die CDP ist bisher die Finanzkasse des Staates selbst gewesen. Der Anfang Juli zurückgetretene italienische Schatzminister

„[Giulio] 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“ (FAZ vom 5. Januar 2004).

Die Verringerung der Staatsschulden geschieht dann dadurch, dass die jetzt selbständige CDP Ausgaben tätigen kann, die der italienische Staat früher nur über Kredite finanzieren konnte.

Die Parallelfälle zu Italien

Sechs andere Mitgliedsstaaten des Euro, die 1992 strukturell in derselben Situation waren wie Italien – Belgien, Finnland, Griechenland, Irland, Portugal und Spanien –, sparten in 2002, gemessen an 1992, nochmals rd. 38 Mrd. € an Zinsen auf ihre Staatsschulden ein. Die Gesamtersparnis von rd. 116 Mrd. € an staatlichen Zinsen in 2002 dieser sieben Länder belief sich damit auf mehr als das offizielle EU-Budget von rd. 100 Mrd. €. Das führt zu drei Fragen:

1. Wie haben Italien und die anderen Staaten die eingesparten Beträge verwendet?
2. Warum ist dieses Phänomen nicht längst Gegenstand der öffentlichen Diskussion? Schließlich handelt es sich für die begünstigten Länder um ein von außen gekommenes Geschenk, für das sie keine Gegenleistung erbracht haben.
3. Wie kommt es überhaupt zu diesem Phänomen?

Zinsbestimmung ohne Rücksicht auf nationale Inflation

Die Zinsbestimmung ist das Herz aller Tätigkeit einer Bank. Sie definiert die von der Bank bestimmten Nominalzinsen. Sie erfolgt mindestens einmal im Jahr 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. Denn die Bank möchte weder von den Schuldnern noch von der eingesetzten Währung enttäuscht werden. Dass die Schuldner ihrer Bank immer hinreichende Sicherheiten bieten müssen, mit denen die Bank ihrerseits zwecks Refinanzierung zur Zentralbank gehen kann, gilt in Deutschland des Jahres 2004 als selbstverständlich, wird indes in der Euro-Zone nicht überall gleich streng eingehalten, wie die Verwendung von Krediten an staatliche Institutionen als Sicherheit für Notenbankkredite, die von der Bundesbank kategorisch ausgeschlossen, von anderen *EWU*-Notenbanken aber durchaus akzeptiert werden.

Zur Bonität: Ein Staat, dessen Finanzverschuldung bei mehr als 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 im Juli 2004 immer noch AAA, dasjenige Italiens hingegen nur AA. Also sind 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 % (alle Zahlen nach *La Repubblica* vom 28. Februar 2004). Luigi Biggeri, Chef des italienischen Statistischen Amtes, wurde Ende Oktober letzten Jahres in der *Neuen Zürcher Zeitung (NZZ)* mit einer „gefühlten Inflation“ von bis zu 6 % zitiert. Eine Untersuchung des italienischen Verbraucherverbandes über den Preisanstieg von Weihnachtsgeschenken – vom einfachen Christbaumschmuck bis zum hochwertigen Notebook – ergab sogar eine Inflationsrate von durchschnittlich 8 % (*La Repubblica* vom 4. Dezember 2003). Inzwischen hat, wie die *Süddeutsche Zeitung*

vom 16. Januar diesen Jahres berichtet, ein landesweiter Kaufstreik wegen des „Teuro“ stattgefunden. Hieraus ergibt sich eine bizarre Situation. Nimmt man an, dass der von J. P. Morgan genannten Umlaufrendite der italienischen 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. Um es auf einen Begriff zu bringen: *inflation accounting*. Italien zahlte seine Zinsen aus dem Budget, hätte aber bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise eine Verminderung des realen Kapitalwertes seiner Staatsschuld in gleichem Umfang zu berücksichtigen. Andererseits hatte Italien als Folge der Inflation höhere nominale Staatseinnahmen. Das hat dazu beigetragen, die 3 %-Grenze des Stabilitätspaktes für den Verschuldungszuwachs zu vermeiden.

Bliebe die Frage, wie Italien seine Inflation finanziert. Hierzu erinnern wir an einen Aufsatz von B. Dorendorf in der *FAZ* vom 6. Juni 2003, der sich mit dem großen Potential der Verbriefung zukünftiger Steuerforderungen im öffentlichen Sektor befasst:

„Einige wenige europäische Staaten, allen voran Italien, haben sich das Instrument der Forderungsverbriefung allerdings offensiv zunutze gemacht, um Liquidität zu generieren und die Verschuldungsquote auf die Vorgaben des Vertrages von Maastricht zu senken.“

Italien würde also Liquidität generieren, ohne seine ausgewiesenen Staatsschulden zu erhöhen. Allerdings dürfte dieser Liquiditätszufluss zukünftige Staatseinnahmen mindern – und zwar dadurch, dass die im Vergleich zu Deutschland höhere Inflation niedriger als vor Beginn der *EWU* ist. Und das findet nirgendwo einen Ausweis.

Was sind die Folgen des Euro für Deutschland?

Eine weitere Folge der unterschiedlich hohen Realzinsen in Euroland ist für Deutschland zu diskutieren. Der Euro hat mit seiner Einführung schlagartig erhebliche Wettbewerbsverzerrungen in Euroland bewirkt. Die Financiers der früheren Weichwährungsländer können, wie erwähnt, ihren staatlichen Schuldner, da diese jetzt Hartwährung schulden, seit 1. Januar 1999 nur noch Zinsen in der Nähe der deutschen berechnen: Anfang 2004 waren das 4,11 % p.a. für einen zehnjährigen Regierungsbonds (*The Economist* vom 24. Januar 2004).

So sparten Italien und sechs andere Staaten des Euroraums, wie dargestellt, in 2002 Zinsen auf Staatsschulden von insgesamt 116 Mrd. € ein. Die begünstigten Länder setzen diese außerordentliche Verminderung ihrer Kapitalkosten im Wettbewerb ein, auch gegen Deutschland. Das liegt in der Natur der Sache. Aber daraus folgt unweigerlich: Deutschland muss sich einem zusätzlichen Wettbewerb stellen, auch in Form von Subventionen, den es durch sein eigenes Verhalten erst möglich gemacht hat – eine tägliche Belastung für Deutschland.

Hinzu kommt, dass viele dieser Länder inzwischen gelernt haben, ihre Vorteile durch Erhöhung der nationalen Inflation zu mehren. Wer eine höhere nationale Inflation hat, senkt damit seinen Realzins. Italien z.B. tendiert, wie oben gezeigt, wieder zu einer Inflation von 3 % oder mehr. Jedenfalls würden schon rd. 4 % Inflation genügen, den italienischen Realzins im langfristigen Bereich auf Null zu bringen. Bei aller Neigung zur Toleranz gegenüber italienischen Belangen – wir sehen nirgendwo einen Maßstab, nicht in der Ökonomie, nicht in der Philosophie, nicht in der Moral, der solches legitimieren könnte.

Deutschland aber lebt mit einer Inflation von nur rd. 1 %, muss also einen Realzins von rd. 3 % (bezogen auf die Verzinsung der langfristigen staatlichen Bonds) schultern – den höchsten in Euroland. Also wandern Arbeitsplätze von Deutschland in die Länder mit den niedrigeren Realzinsen, denn das verbilligt die Investitionen – die zweite Belastung für Deutschland.

Im Bereich der kurzfristigen Zinsen findet diese Verzerrung eine weitere Steigerung. Der Gouverneursrat des Eurosystems hat sich bisher nicht entschlossen, unter eine Bankrate (Reposatz) 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 % (oder noch höher, wenn man die *NZZ* oder *La Repubblica* zugrundelegt). Andere, deren Inflation auf jeden Fall gegen 4 % tendieren (Portugal, Irland und Griechenland), liegen noch günstiger – eine ökonomische Absurdität – die dritte Belastung für Deutschland.

Kann Deutschland diese Wettbewerbsnachteile ganz oder teilweise kompensieren, indem es von sich aus höher inflationiert? Das sehen wir nicht. Ginge Deutschland nennenswert über seine gegenwärtige Inflationsrate von 1 % hinaus, müsste die *EZB* ihr Inflationsmaximum, das bisher bei „unter 2 %“ *p.a.* liegt, 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 % (Refinanzierung der Banken)

bzw. im langfristigen von +3 % (staatliche Bonds) auch in absehbarer Zukunft nicht unterschreiten wird. Weitere Dauerbelastungen sind vorhersehbar.

Fazit: Deutschland ist durch den Euro in eine Situation geraten, in der es sowohl im kurzfristigen als auch im langfristigen Bereich die höchsten Realzinsen zahlt – und zwar auf Dauer. Wir halten das für unerträglich.

Ein weiterer Wettbewerbsnachteil liegt, wie schon angedeutet, in der Rückwirkung der nationalen Inflationsrate auf die Staatseinnahmen. Wer höher inflationiert, hat höhere Staatseinnahmen. Deutschland hatte in den Jahren bis 1998 eine durchschnittliche Wachstumsrate von +2,5 % real und eine Inflationsrate von +2,7 %. Die Staatseinnahmen richteten sich also nach einem nominalen Anstieg des BIP von 5,2 %. Daran ist unser Staatswesen gewöhnt – sozusagen systemimmanent. Heute sind es aber nur noch 1 %, die Summe aus Nullwachstum und 1 % Inflation. Daraus ergibt sich ein unheilvoller Zwang zu „realer Abwertung“ im Inneren im Sinne einer Senkung des Reallohns: entweder durch Anpassung der deutschen nominalen Inflation zumindest an den Durchschnitt der Inflationsrate in Euroland oder durch Senkung des deutschen Nominallohns. Abgesehen davon, dass eine solche Politik höchstwahrscheinlich deflationäre Gefahren bedeuten würde, haben aber weder Deutschland, wie die gegenwärtige Diskussion um verlängerte Arbeitszeiten bei gleichem Nominallohn zeigt, noch andere Mitglieder der *EWU* dazu die Kraft. Sehen wir den Stabilitätspakt doch einmal aus dieser Sicht.

Der österreichische Ökonom Karl Socher findet (*NZZ* vom 8. September 2003), dass die Einführung des Euro zur langen Dauer der gegenwärtigen Stagnation in Euroland beigetragen hat. 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 auch einheitliche Realzinsen gehören. In Zukunft könnten zudem in der *EWU* die Konjunkturausschläge stärker werden, denn die Gleichschaltung der Geldpolitik werde keinesfalls zu einer Synchronisierung der nationalen Konjunkturen beitragen. Der Zürcher Finanzwissenschaftler Peter Bohley meint sogar (*NZZ* vom 21. Oktober 2003), dass der Mangel an Investitionen in Deutschland katastrophale Auswirkungen für den Arbeitsmarkt und das wirtschaftliche Wachstum in der Schweiz habe. Länder mit hohem Entwicklungsstand und traditionell eher niedriger Teuerungsrate könnten die in Deutschland eingetretenen Folgen nicht ausschalten; der Euro mache solche Nationen eher zu den wirtschaftlichen Verlierern des Euro-Pro-

jektes. Das gelte für die Schweiz, obwohl sie der Eurozone nicht angehört, also noch eine eigene Geldpolitik treiben kann.

Wettbewerbsnachteile durch zu hohen Eurokurs

Darüber hinaus ist noch der Wettbewerbsnachteil im Außenkurs des Euro zu berücksichtigen. Auch er hat mit der Zinsstruktur von Euroland zu tun. Denn da die Festgeldzinsen in Euro höher sind als in Dollar, fließen tagtäglich Dollar in den Euroraum, was den Kurs des Euro steigert. Kein Mitglied der *EWU* aber ist in solchem Umfang auf den Export in Drittländer angewiesen wie Deutschland. Der bisher abgerechnete Außenhandelsüberschuss für 2003 beläuft sich hier auf 143 Mrd. US-\$, für Italien auf nur drei. Also trifft uns ein hoher Außenkurs des Euro stärker als andere *EWU*-Mitglieder. Natürlich ist der gegenwärtige Euro-Außenkurs im Wesentlichen ein Spiegelbild der allgemeinen Abwertung des Dollar. Der deutsche Export wird durch Mindererlöse immer mehr belastet. Dass jüngste Zahlen Deutschland als Weltexporteur Nr. 1 ausweisen, besagt nichts. Es geht um die neuen Arbeitsplätze in Deutschland, die der Export bringen müsste. Sie können wir nicht finden.²

Schaut man sich aber die Verhaltensweise der Schweizer Nationalbank (*SNB*) an, so findet man, dass diese ihre Bankrate frühzeitig bis gegen Null gesenkt hat, um nicht durch einen Zinsbonus gegenüber dem Dollar Festgelder in die Schweiz zu locken. Solches hat der Gouverneursrat des Eurosystems unterlassen. Also gibt es seit Anfang 2002 einen Zinsbonus von >1 % auf Euro-Festgelder im Vergleich zu \$-Festgeldern – der Euro steigt gegen den Dollar. Mitte Dezember 2003 verzichtet die *SNB* ausdrücklich auf eine geldpolitische Straffung. Das Zielband für den Dreimonate-Libor wurde bis Mitte Juni 2004 bei 0 % bis 0,75 % und der Zielwert für die Refinanzierungsrate um 0,25 % gehalten. Erst dann stieg das Zielband auf 0,25 bis 1 % und der Zielwert auf 0,50 % – vergleichsweise aber immer noch sehr niedrige Werte. Für das Festhalten an der unverändert expansiven Geldpolitik werden von der *SNB* drei Gründe ins Feld geführt: Erstens würde selbst bei einem prognostizierten Wachstum von 1,8 % für 2004 – nach minus 0,3 % für 2003 – die Produktionslücke (*output gap*) noch nicht geschlossen, zweitens sei

² Die Erklärung dafür ist in dem immer geringeren Anteil der inländischen Wertschöpfung an den Exporten zu sehen, der sich einer Quote von 50 % nähert. Darauf hat zuletzt vor allem Hans-Werner Sinn aufmerksam gemacht hat; vgl. seinen Artikel „Auf dem Weg in die Basar-Ökonomie“, in *Financial Times Deutschland* vom 21. April 2004.

das Inflationspotenzial gering – Prognose für 2004: 0,6 % –, ein Bremsmanöver folglich noch nicht nötig, und drittens sei der Aufschwung noch nicht gesichert.

Auch die japanische Zentralbank hält an ihrer expansiven Geldpolitik fest, obwohl das BIP Japans im ersten Quartal 2004 um 6,4 % gestiegen ist. Man hat aus der Erfahrung mit einer ähnlichen Konstellation Anfang 2000 gelernt, als bei gleich hoher Wachstumsrate der Refinanzierungssatz um 40 Basispunkte erhöht wurde und man sich postwendend Deflation und Stagnation einhandelte. An dem welthistorisch niedrigsten Satz von 0,1 % soll daher – nicht zuletzt angesichts der nach wie vor bestehenden Deflationsrate von 0,1 % – festgehalten werden.

Eine expansive Geldpolitik verfolgt zudem der amerikanische Zentralbankrat auch nach der Erhöhung des Refinanzierungssatzes von 1,0 auf 1,25 % am 30. Juni 2004. In den USA liegt die Wachstumsrate für das erste Quartal 2004 bei 5 % und die Inflationsrate bei über 3 %, der Realzins also bei minus (!) 1,75 %. Vergleichsdaten für Mai 2004 in Euroland: Wachstumsrate 2,4 %, Inflationsrate 2,5 % und Refinanzierungssatz 2 %, also kurzfristige Realzinsen von 0,5 % (für Deutschland, wie erwähnt, knapp das Doppelte). Ein Lob für die Zentralbanker in der Schweiz, in Japan und in den USA, ein Tadel für den Gouverneursrat des Eurosystems.

So kann es nicht weitergehen, denken wir. Es ist ein Widersinn, wenn in einer Währungsunion dasjenige Mitglied, das die (relative, aber für die allgemeine Wirtschaftsentwicklung immer noch hinreichende) Stabilität erfunden und in die Union eingebracht hat, Tag für Tag bestraft wird und am Ende auch noch dafür Strafe zahlen soll, dass es infolge mangelnden nominalen Wachstums für seine Staatsfinanzierung vermehrt in Schulden ausweichen muss. Jedes Mitglied einer solchen Union muss vielmehr denjenigen Langfristzins zahlen, der seiner Inflationsrate entspricht. Das sehen wir als das eigentliche Problem. Ein indexgesicherter Bonds könnte eine Lösung sein, die wir weiter unten diskutieren. Aber der zu sichernde Realzins müsste von jedem Mitgliedsstaat gegen die nationale Inflationsrate gesichert werden, nicht gegen die durchschnittliche Inflationsrate von Euroland, wie Italien es seit einigen Jahren macht. So käme Italien in 2004 zu einem Nominalzins von 6 % oder mehr auf seine staatlichen Bonds – ein beträchtlicher Unterschied zu den tatsächlichen gut 4 %.

Zehn Jahre Laufzeit gibt der Finanzmarkt immer noch unbedenklich den italienischen (und anderen) Regierungsbonds. Aber zwei Jahre sollen selbst nach der vorgeschlagenen neuen *EU*-Verfassung die Austritts-

frist für Jedermann aus der Veranstaltung *EU* sein. Wie kann der Finanzmarkt das eine mit dem anderen vereinbaren? Ludwig Börne meinte: „Einen Wahn zu verlieren macht weiser, als eine Wahrheit zu finden.“

Die Berliner Koalitionäre verweigern sich hartnäckig der Einsicht, dass jedwede Problemlösung im Inland ein drastisch höheres Sozialprodukt voraussetzt, was nach unserer Ansicht wiederum eine Abwertung des Euro um rd. 30 % erfordert. Die Oppositionellen ihrerseits verweigern sich hartnäckig der Einsicht, dass sie die mit der Festlegung des zu hohen Kurses von einem Euro zu 1,9558 Deutsche Mark Anfang Mai 1998 in Brüssel die Urheber dieses Währungsproblems sind. Irgend ein Bewusstsein über dieses Problem ist bis heute nicht zu vermelden. So hat der CDU-Wirtschaftsrat auf seiner Jahrestagung am 1. Juli 2004 in Berlin seine Vorschläge für ein CDU-Regierungsprogramm diskutiert. Alles mögliche wurde da erörtert, insbesondere eine Steuer- und eine Gesundheitsreform, doch ohne jeden Bezug zum Euro und den für Deutschland zu hohen Realzinsen.

Übrigens nicht zum ersten Mal in der deutschen Währungsgeschichte hat die heutige Opposition versagt, als sie noch die Regierung stellte. Wir erinnern an die deutsch-deutsche Währungsunion von 1990, die der damalige Bundeskanzler Helmut Kohl aus rein wahltaktischen Gründen vor den ersten freien Volkskammer-Wahlen im März 1990 mit einem Umtauschverhältnis von 1:1 zur DDR-Mark auf den Weg brachte. Ein Verhältnis von 1:0,20 DM für die Ostmark, die ja nicht einmal eine genuine Währung war, wäre, wie damals in den Berliner Wechselstuben, angemessen gewesen. Das hatte schon der damalige Präsident der Bundesbank, Karl-Otto Pöhl, moniert und daraufhin seinen Rücktritt erklärt.

Die dramatischen Folgen des zu hohen Einstiegskurses für die Ostmark lassen sich heute in Ostdeutschland besichtigen. Trotz geringerer Löhne als in Westdeutschland und des Transfers von, wie erwähnt, 1.250 Mrd. € haben viele Regionen keine Chancen mehr zu überleben.

„Da wird es um das Jahr 2010 richtig knallen. Dann gehen dort die Lichter aus“,

so der Prognos-Chef Matthias Bucksteg. Der Wirtschaftsweise Peter Bofinger stimmt ihm in dieser Einschätzung zu:

„Was den Osten betrifft, bin ich offen gesagt mit meinem Latein ziemlich am Ende. Die Löhne sind schon relativ niedrig, Flächentarifverträge spielen so gut wie keine Rolle mehr, es gibt immer noch eine staatliche Förderung

von Investitionen und hohe Transferleistungen von West nach Ost – mir fällt wenig ein, was die Wirtschaftspolitik noch tun könnte“ (beide Zitate in Interviews mit dem *Handelsblatt* vom 15. Juni 2004).

Darauf, dass diese niederschmetternden Resultate das Ergebnis einer verfehlten, nur schwer korrigierbaren Währungspolitik sind, kommen beide Experten aber nicht.

Zur Klarheit der augenblicklichen Lage: Die seit März 2004 feststellbare konjunkturelle Belebung löst das Problem nicht. Nicht nur in Deutschland, sondern auch in Frankreich und Italien habe sich – so heißt es seit Anfang Dezember 2003 in den Medien – die Industrieproduktion bereits im Oktober 2003 deutlich besser entwickelt als erwartet, ein Indiz dafür – so wird gehofft –, dass sich die Konjunkturerholung im gesamten Euro-Raum beschleunigt fortsetzen sollte (siehe insbesondere *FAZ* vom 6. Dezember 2003).

Diese Prognose schien sich bis vor kurzem zu bewahrheiten. Die führenden deutschen Wirtschaftsinstitute haben für Deutschland sowohl für 2004 als auch 2005 eine Wachstumsrate von 1,8 % prognostiziert (nach minus 0,1 % in 2003). Allerdings sind die Bruttoanlageinvestitionen im 1. Quartal 2004 um 1,8 % (Euroland: minus 0,1 %) gefallen und der Auftragseingang des Baugewerbes im Mai gegenüber dem Vormonat gar um 11,3 % (*FAZ* vom 7. bzw. 21. Juli 2004). Auch hat sich das Geschäftsklima für die deutsche Wirtschaft nach dem „Ifo-Geschäftsklima-Index“ im Juni 2004 eingetrübt. Der Index fiel von 96 Punkten im Mai auf 94,6 Punkte im Juni (2000 = 100). Ifo-Präsident Hans-Werner Sinn erklärt dazu, „dass die konjunkturelle Aufwärtsbewegung immer noch nicht gefestigt sei“ (*FAZ* vom 26. Juni 2004). Selbst die gegenwärtig noch stürmische Aufwärtsentwicklung der deutschen Exportindustrie werde schon bald eine Abschwächung erfahren, da der weltweite Aufschwung ein „wackeliger“ sei, wie Stephen King, Chef-Volkswirt von *HSBC* in London, im *Handelsblatt* vom 1. Juli 2004 schreibt:

„Die weltweite Wirtschaftserholung ist eine sichere Sache. Das behaupten zumindest die meisten der für die Geldpolitik Verantwortlichen. Schließlich tendieren die Zinsen nach oben – ein unfehlbares Zeichen dafür, dass die Zentralbanken glauben, die schlimmsten Risiken der Deflation seien überwunden. Aber wie stichhaltig ist diese Schlussfolgerung? Das Hauptproblem liegt in den Grundlagen der jüngsten Erholung. Die derzeitige globale Wirtschaftsverbesserung scheint auf Verschuldung zu basieren – meines Erachtens nicht gerade das beste Fundament für eine gesunde wirtschaftliche Expansion.“

Insbesondere für den Immobiliensektor in den USA und Großbritannien gilt:

„Die Verbraucher sind anfällig geworden für das Zusammenspiel von steigenden Zinsen und dadurch letztendlich sinkenden Preisen für ihre Vermögenswerte.“

Immerhin bleibt es den wahren „Schuldenkönigen“ in der EWU, den Italienern, weiterhin unbenommen, ihren Euro als den größten Segen zu empfinden, der seit Petrus über sie gekommen ist, während es der Mehrheit der Briten genauso unbenommen bleibt, den Euro als den größten Schwindel zu fürchten, der seit Karl Marx über sie kommen würde.

Das politische Währungs-, „Geschenk“

Entsprechend dem von David Ricardo (1772-1823) aufgestellten Gesetz des komparativen Vorteils geht es einem Land wirtschaftlich immer dann besser, wenn es sich auf den Bereich spezialisiert, in dem es im Vergleich mit einem anderen 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-Währungen seiner Zeit, die Festkurse implizierten, ließ die heutigen Probleme kaum zu. Aber in Fortentwicklung von Ricardo kann für die Zeichengeld-Währungen von heute nichts anderes gelten.

Das „Wirtschaftsgut“, das die Deutschen zwischen 1949 und 1998 am besten „produzieren“ konnten, war ihre Währung: Ein jahresdurchschnittliches Wachstum von real 2,5 % bei jahresdurchschnittlicher Inflation von 2,7 % ergab gegenüber 1949 einen doppelt so hohen Marktwert der D-Mark in US-Dollar Ende 1998, als der Euro eingeführt wurde. Alle anderen Volkswirtschaften der Staaten, die heute Mitglied der EWU sind, erzielten schlechtere Ergebnisse. Im Euro „spezialisiert“ sich nun Deutschland weiter, wie in der Zeit der D-Mark, auf Stabilität: Es hat am Ende des fünften Euro-Jahres mit gut 1 % p.a. die niedrigste Inflation aller Euro-Länder, folglich mit ca. 3 % p.a. den höchsten langfristigen Realzins. Alle die Staaten mit einem niedrigeren Realzins als Deutschland kommen in der Welt von Ricardo nicht vor. Der Kostenfaktor „Zins“ als „Geschenk“ eines Wettbewerbers existiert in seiner güterwirtschaftlichen Welt des Freihandels 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. So hat inzwischen auch Hans-Werner Sinn in einem Artikel in der *NZZ* vom 26. Juni 2004 eine Aussage vertreten, die als Motto unserem Beitrag vorangestellt haben: „Der Euro hat Deutschland des Vorteils der niedrigeren Zinsen beraubt.“ Ebenso hat Peter Bohley in einem gerade erschienen Aufsatz, der den bezeichneten Titel „Euro: eine Bremse für das deutsche und europäische Wirtschaftswachstum?“ trägt, festgestellt:

„Bisher kam der Vorteil niedriger Zinsen vor allem Investitionen in Deutschland zugute. Nach der Einführung der gemeinsamen Währung hat Deutschland diesen *Standortvorteil* verloren.“³

Die Folge davon sei, dass Deutschland „als Land mit der strukturell bedingt niedrigsten Inflationsrate“ gegenwärtig den „*höchste[n] Realzins*“ schultere – „ein Realzins, der zur Zeit höher ist als er es vermutlich wäre, wenn Deutschland noch eine eigene Geldpolitik betreiben könnte.“ Wenn wir mit amerikanischen Kollegen und Studenten ein Seminar zu diesem Thema veranstalten, beschränken die Teilnehmer sich auf ein höfliches Lächeln. Soweit hat Deutschland es gebracht.

Da alles dieses im Konzept der politischen Währung „Euro“ liegt, unterstellen wir, dass es Deutschlands Funktion in diesem System ist, die niedrigste Inflation zu „produzieren“. So gesehen ist die durchschnittliche Wachstumsrate von 1,2 % p.a., die Deutschland seit 1999 aufweist, nicht nur Bestandteil, sondern auch Folge der niedrigen Inflationsrate von ebenfalls gut 1 %.

Die Bagatellisierung der unterschiedlichen Inflationsraten

Das Fazit unserer Betrachtung 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 €, in Portugal nur 7, und dazwischen liegen Spanien mit 15, Irland und Italien mit 17, Frankreich und

³ Siehe P. Bohley, „Euro: eine Bremse für das deutsche und europäische Wirtschaftswachstum“, in: *Wirtschaftsdienst: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, Bd. 84, H. 9, September 2004, S. 568-575 / 571; unsere Hervorhebung.

Großbritannien mit 19, Österreich und Schweden mit 21 und Dänemark mit 24 €. Also wandern – ungeachtet der höheren Inflation – die industriellen Investitionen aus dem In- *und* Ausland weg von Deutschland und hin zu den Ländern mit niedrigeren Realzinsen und niedrigeren Arbeitskosten – ein Problem, das sich durch die jüngste *EU*-Erweiterung um die Billiglohnländer Osteuropas noch einmal verschärft. Insgesamt lässt sich mit Peter Bohley in seinem jüngsten Aufsatz aus diesen Überlegungen folgern, dass für Deutschland durch die Währungsunion mehr Wachstumsverluste als Wachstumsgewinne entstanden sind.

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 am 3. Dezember 2003 in einem Interview mit der *FAZ* bekräftigt: Auf die Frage, ob die *EZB* besorgt darüber sei, daß die Inflationsraten zwischen den einzelnen Euro-Staaten stark divergieren, so zum Beispiel die Inflationsrate in Irland derzeit über 4 Prozent liege, antwortete Padoa-Schioppa wie folgt:

„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.“

Gegenüber dieser Auffassung haben wir erhebliche Vorbehalte.⁴

⁴ Die *EZB* zeigt zudem mangelnde Transparenz in der Bestimmung ihres Inflationsziels. Zur Bestimmung der Inflationsrisiken bestimmte der Rat der Gouverneure des Eurosystems Ende 1998 einen jährlich zu überprüfenden Referenzwert für das Wachstum der Geldmenge *M3* von 4,5 %, der sich wie folgt zusammensetzt: Inflationsrate von 1,5 %, Wachstumsrate des BIP von 2,25 %, Verringerung der Umlaufgeschwindigkeit von *M3* von 0,75 %: „4,5 = 1,5+2,25+0,75“ (Marietta Kurm-Engels im *Handelsblatt* vom 15. Juni 2004). Im Mai 2003 bestimmte der Rat, dass die jährliche Überprüfung entfällt, weil sich der Referenzwert in der Vergangenheit als zu niedrig erwiesen hat. Offen aber bleibt, welchen Maßstab die *EZB* nun für Inflationsgefahren heranzieht. Darauf angesprochen gab der neue *EZB*-Präsident, Jean-Claude Trichet eine sybillinische Antwort. Der Referenzwert von 4,5 % gelte nach wie vor, aber jetzt nur noch mittel- und langfristig. Die *EZB* habe „ ,zudem Preisstabilität nicht mit einem exakten Wert definiert‘. Mit welchem Wert sie arbeitet, will sie also partout nicht rausrücken“ (Kurm-Engels, *ebenda*). Auch Otmar Issing, Chef-Volkswirt der *EZB*, gibt hier nur eine sybillinische Antwort, wie Benedikt Fehr in der *FAZ* vom 21. Jul 2004 anmerkt: „Mit Blick auf die Schwankungen an den Finanzmärkten rät er, die Entwicklung der Geldmenge *M 3* unter strenger Beobachtung zu

Die Bundesrepublik Deutschland kennt seit 1949 den horizontalen Finanzausgleich, der allzu krassen Divergenzen bei den regionalen Lebensverhältnissen verhindert. Die bis heute endlosen innerdeutschen Zahlungen von West nach Ost sind so zu erklären. Ein ähnliches Ziel verfolgt die Politik der USA. Sie bedient sich allerdings anderer Mittel und kann als zwar föderaler, aber einheitlicher Staat mit einer starken, finanziell gut ausgerüsteten politischen Zentrale diese auch wirkungsvoller durchsetzen.

An erster Stelle vertraut sie auf die Mobilität ihrer Bürger, die zu mehr Eigenverantwortung neigen als die Euro-Bürger. Der US-Bürger zieht im Durchschnitt alle sechs Jahre um, der Deutsche nur alle 20. Er findet sich in jeder Region der USA zurecht, vor allem sprachlich und in puncto soziale Sicherungssysteme. Das ist im Europa der 12, 15 oder seit 1. Mai 2004 insgesamt 25 aufgrund unterschiedlicher kultureller Traditionen nicht zu erreichen. Darüber hinaus hilft Washington seinen Bürgern mit variablen Steuersystemen, vor allem bei Einkommen- und Erbschaftsteuern, um regionale Initiativen politisch zu ermuntern. Auch das scheidet in Europa aus, weil wir den Wettbewerb der Steuersysteme als ökonomischen Antrieb brauchen. Kurzum: die USA sind ein optimaler Währungsraum, Euroland aber, was Padoa-Schioppa übersieht, nicht.

Das zeigen auch die jüngsten Zahlen von *Eurostat*. Die Durchschnittsinflation in Deutschland lag 1996-2002 bei nur 1,2 % *p.a.* (in 2003 gar nur bei 1,1 %). In Frankreich lag sie bei 1,5 % *p.a.* – für die genannten 7 Jahre bedeutet dies kumuliert 2,1 % mehr als in Deutschland. In Italien lag sie bei 2,44 % und kumuliert 8,9 % , in den Niederlanden bei 2,63 % und kumuliert 10 %, in Portugal bei 2,9 % und kumuliert 12 % sowie in Griechenland bei 4,34 % und kumuliert 22 % mehr als in Deutschland.

Ganz in diesem Sinne stellt Peter Bohley in seinem erwähnten Aufsatz fest, dass seit Beginn der *EWU* die nationalen Inflationsraten, die bis zum 31. Dezember 1998 konvergierten, wieder auseinanderdriften:

„Während seither die Preise in Deutschland nur um ca. 6 Prozent stiegen, kletterten sie in Österreich und Frankreich um rund 8 Prozent, in Spanien und den Niederlanden um rd. 15 Prozent, in Portugal um 16 Prozent und in Irland um über 20 Prozent.“⁵

halten – freilich ohne daraus simple, mechanistische Handlungsanweisungen abzuleiten.“

⁵ Siehe P. Bohley, a.a.O., S. 571.

Ein „automatischer Inflationsausgleich“ innerhalb der Euro-Zone hat also bisher nicht stattgefunden, eher ist das Gegenteil zu beobachten. Deshalb halten wir die Auffassungen der EZB-Direktoren Duisenberg und Padoa-Schioppa für eine schlichte Realitätsverweigerung. Denn nur über den Weg der nationalen Inflationen kommt man zur Spreizung des Realzinses, und nur dieser sagt etwas aus über zukünftige Investitionen.

Abzuwarten bleibt, wie die genannten Euro-Staaten auf die sich kumulierenden Inflationen reagieren. Die Niederländer haben bereits die Notbremse gezogen und für 2004 und 2005 Nullrunden für Löhne und Gehälter vereinbart. Werden die Italiener ihnen darin folgen? Und wie sollte der Inflationsausgleich durchgesetzt werden?

Ehe derartige Fragen beantwortet werden können, empfiehlt es sich, das Herzstück der EWU, das Eurosystem, einmal näher anzuschauen – der Verbund aus 12 nationalen Zentralbanken und der EZB, in dem die einheitliche Geldpolitik für Euroland durchgeführt wird. Im Vorlauf zu dieser Analyse 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.

*Bedingungen für das Zentralbanksystems einer Währungsunion:
Erik Lindahl*

In seinem Buch über Geldtheorie und Geldpolitik von 1930, *Penningpolitikens medel* (Die Mittel der Geldpolitik)⁶, hatte Erik Lindahl, Begründer der berühmten Stockholmer Schule des makroökonomischen Zusammenhangs von Sparen und Investition, 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 (LMU, 1865-1927) und der Skandinavischen Münzunion (SMU, 1873-1924).

⁶ Siehe 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.

Die Grundlage beider Währungsunionen bildete der klassische Goldstandard (1870-1914). Ihr Zusammenbruch und schließlich Auflösung war eng mit der Finanzkrise aufgrund der Aufgabe dieses Standards zu Beginn des ersten Weltkriegs verbunden. Wie Knut Wicksell (1851-1925), Schwedens bekanntester Nationalökonom, bereits 1917 erkannte, war aber die *SMU* 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 verfügt hatte, mit der die Finanzkrise als Folge der Aufgabe des Standards hätte verhindert werden können.⁷ Ein ähnlicher Konstruktionsfehler wurde später auch für die Auflösung der *LMU* konstatiert⁸. 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 übernationalen „Hauptzentralbank“ und den nationalen Zentralbanken (NZBs) der Mitgliedsländer der Union bestehen sollte. In diesem Verbund sollten die NZBs das Recht haben, „nationale“ Banknoten für Zahlungen im Inland zu emittieren, und die Hauptzentralbank „internationale“ für Zahlungen zwischen den Mitgliedsländern.

Warum zwei verschiedene Arten von Banknoten und nicht eine einheitliche? Lindahls Antwort auf diese Frage bestand aus zwei Gründen: Erstens wollte er eine gemeinsame Geldpolitik in der Währungsunion dadurch verankern, dass die Hauptzentralbank die Refinanzierung der NZBs genauso bestimmen kann wie letztere die ihrer einheimischen Geschäftsbanken. Dieses Ziel werde dadurch gesichert, dass die NZBs 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.

⁷ Siehe. K. Wicksell, „The Scandinavian Monetary System after the [First World] War“; Übersetzung aus dem Schwedischen in: B. Sandelin (Hg.), *Knut Wicksell: Selected Essays*, Bd. II, London und New York 1996, S. 71-80 / 78.

⁸ Siehe zuletzt Cristina Nardi Spiller, „The Experience of the Latin Monetary Union: A Historical and Operative Background to the European Monetary Union“, in: C. Nardi Spiller und G. Savio (Hg.), *Dalla Comunità Europea verso L'Unione Europea: Problemi e prospettive per il futuro*, Padua 2003, S. 41-54 / 50.

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

*Das Problem der Existenz unabhängiger Nationen
in einer Währungsunion*

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 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, 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 am 13. Januar diesen Jahres vor dem Europäischen Gerichtshof ihren vorläufigen Höhepunkt gefunden hat – er wurde am 13. Juli 2004 überwiegend zugunsten der Kommission entschieden – zeigt, dass Lindahl mit seinen Befürchtungen mehr als Recht hatte.

In einem Währungsraum werden Divergenzen in Konjunktur und Inflation einzelner Teilräume bei einheitlicher Geldpolitik, wie wir gezeigt haben und worin uns Lindahl bestätigt hat, 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 (siehe ausführlicher weiter unten) – liefern ein gutes Beispiel für die Überwindung der Divergenzen durch den gemeinsamen Finanzminister. In einer Union unabhängiger Staaten wie der *EWU*, in denen diese Institution fehlt, könnten sie zwar durch eine differenzierte Kreditpolitik à la Lindahl überwunden werden, würden 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 darstellt als eine differenzierende Geldpolitik. Denn der Pakt bestraft bei Überschreiten der Budgetdefizitgrenze von 3 %, wie gezeigt, ausgerechnet die Mitglieder, die wie Deutschland mit der niedrigsten Inflationsrate am ehesten zur Stabilität beitragen, und bevorzugt jene, die sie am ehesten gefährden. Daher liebäugelt Bundesfinanzminister Hans Eichel inzwischen „mit der Idee, die unterschiedlichen Inflationsraten in den *EU*-Staaten in die Bewertung der Staatsfinanzen einzubeziehen“, so Jochen Hoenic im *Handelsblatt* vom 7. Juli 2004.

*Ein Zentralbankmodell für die Europäische Währungsunion:
Carlo Ciampi*

Ein ganz ähnliches Modell wie das von Lindahl für das Zentralbanksystem einer Währungsunion unabhängiger Staaten wurde 1989 in einem Gutachten von Carlo Ciampi entwickelt. Es wurde zu dem Bericht vorgelegt, der unter Federführung des damaligen Präsidenten der *EG*-Kom-

mission, Jacques Delors, den Vertrag von Maastricht vorbereiten sollte – dem sogenannten Delors-Report von 1989.⁹

In seinem Modell konnte Ciampi nicht nur auf die Erfahrungen der beiden Währungsunionen *SMU* und *LMU* 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 12 unabhängigen regionalen Zentralbanken, sogenannten *Reserve Banks*, die zunächst ohne eine zentrale monetäre Institution miteinander verbunden waren. Der aus sieben *Governors* 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 (LOLR, Kreditgeber letzter Hand)* hätte retten können. Daher wurde die *Fed* 1935 in einem System neu organisiert, das bis heute fortexistiert. Die stärkste der 12 *Reserve Banks*, die 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 *LOLR*. Ihr Präsident wurde ständiges Mitglied im 12-köpfigen *FOMC*, in dem die sieben *Governors* die Mehrheit und die übrigen elf *Reserve-Bank-Präsidenten* nur vier Vertreter auf rotierender Basis erhielten. 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 (*LZBs*) sogar noch deutlicher dominierten als die *Federal Reserve Bank of New York* die übrigen regionalen Zentralbanken, da die *LZBs* – anders als die *Federal Reserve Banks* – kein Recht auf Notenemission hatten.

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

⁹ Siehe 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 1989, S. 225-232.

wie die der Geschäftsbanken durch die NZBs. Im Unterschied zu Lindahls Vorschlag sollte die *EZB* aber das Monopol auf die Emission der gemeinsamen Währung, damals noch *ECU* genannt, 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 NZBs über niedrigere Zinsen mehr und anderen durch 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 differenzierenden Kreditpolitik im Eurosystem nicht einmal ansatzweise gesehen wird. Dies ist umso erstaunlicher, als selbst von ausgewiesenen Euro-Experten, ganz im Sinne Ciampis, der *EZB* die Rolle der zentralen monetären Institution des Eurosystems zugeschrieben und entsprechend die der NZBs auf Befehlsempfänger der *EZB* reduziert wird. Schließlich steht doch auf den Euro-Banknoten allein die *EZB* als angebliche Emissionsbank!¹⁰

¹⁰ 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. Alle Noten wurden stattdessen mit den Kürzeln für die *EZB* in den verschiedenen Landessprachen, *BCE ECB EZB EKT EKP*, versehen. Nicht einmal zu dem Aufdruck „Eurosystem“ konnte man sich durchringen. Analog zu dem Aufdruck „Federal Reserve System“ auf den Dollarnoten (seit 1996 – vorher, und bis heute noch auf der Eindollarnote, allein der Aufdruck der jeweiligen *Reserve Bank*, die aber weiterhin über eine Kombination von Buchstaben und Ziffern leicht zu identifizieren sind: von **A und 1** für die östlichst gelegene *Federal Reserve Bank of Boston* bis **L und 12** für die westlichste *Federal Reserve Bank of San Francisco*) hätte man damit der tatsächlichen Emissionspraxis Rechnung getragen. Warum aber die *EZB*-Kürzel, die den Eindruck erwecken sollen, die *EZB* würde die Euronoten emittieren? 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 – die Öffentlichkeit wurde bewußt im Unklaren gelassen –, wie der Code entwickelt worden ist:

Man hat zunächst die zwölf Mitgliedstaaten der *EWU* alphabetisch nach ihren Namen in der dominierenden Landessprache geordnet und dann die Noten der einzelnen NZBs 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

Und in ihrer Bilanz für 2002 weist die *EZB*, anders als noch für die ersten Jahren ihrer Existenz – 1999-2001 – tatsächlich die Position *Banknotenumlauf* aus, wie die beiden Tabellen auf dieser und der folgenden Seite zeigen.

Tabelle 1: Bilanz der EZB zum 31. Dezember 2001 (in Mill. €)

Aktiva		Passiva	
1. Gold und Goldforderungen	7766	1. Verbindlichkeiten in Euro	1293
2. Forderungen in Fremdwährung	44871	2. Verbindlichkeiten in Fremdwährung	5858
3. Forderungen in Euro	391	3. Intra-Euro-System-Verbindlichkeiten aus Übertragung von Währungsreserven	40497
4. Intra-Euro-System-Forderungen	9697	4. Sonstige Passiva	1853
5. Sonstige Aktiva	5335	5. Rückstellungen	2803
		6. Ausgleichsposten aus Neubewertung	9429
		7. Kapital und Rücklagen	4506
		8. Bilanzgewinn	1822
Aktiva insgesamt	68061	Passiva insgesamt	68061

verwechselt werden können, weggelassen. Die Notenbank Belgiens als alphabetisch erstem Land – *België/Belgique* – erhielt somit den letzten Buchstaben des Alphabets, **Z**, und Finnland – *Suom/Finlandi* – 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** = Ellas, **X** = Deutschland, **V** = España, **U** = France, **T** = Irland/Eire, **S** = Italia, **R** = Luxembourg/Luxemburg, **P** = Nederland, **N** = Österreich, **M** = Portugal und **L** = Suomi/Finland.

Ein Buchstabe für die *EZB* ist bisher nicht bekannt geworden. Aber so hat denn diese „Zentralbank“ ja bis auf den heutigen Tag auch noch keine einzige Euronote emittiert.

Tabelle 2: Bilanz der EZB zum 31. Dezember 2002 (in Mill. €)

Aktiva		Passiva	
1. Gold und Goldforderungen	8058	1. Banknotenumlauf	28681
2. Forderungen in Fremdwährung	40364	2. Verbindlichkeiten in Euro	1314
3. Forderungen in Euro	183	3. Verbindlichkeiten in Fremdwährung	5192
4. Intra-Euro-System-Forderungen		4. Intra-Euro-System-Verbindlichkeiten aus Übertragung von Währungsreserven	40497
a. Forderungen aus der Verteilung des Banknotenumlaufs	28681	5. Sonstige Passiva	1493
b. Sonstige Intra-Euro-System-Forderungen	5468		
5. Sonstige Aktiva	7512	6. Rückstellungen	2645
		7. Ausgleichsposten aus Neubewertung	4405
		8. Kapital und Rücklagen	4870
		9. Bilanzgewinn	1220
Aktiva insgesamt	90268	Passiva insgesamt	90268

Quelle für beide Tabellen: Europäische Zentralbank, *Jahresbericht 2002*, Frankfurt am Main: EZB, 2003, S. 212 f.; unsere Hervorhebungen. (Differenzen in den Summen durch Rundungen).

Mit der ihr auf der Aktivseite entsprechenden Position *Forderungen aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs* in der EZB-Bilanz für 2002 (siehe Tabelle 2) wird dabei nur notdürftig kaschiert, daß nicht die EZB, sondern die NZBs die bei ihr verbuchten Euronoten emittiert haben.¹¹

Soviel zur mangelnden, falsche Einsichten fördernden Transparenz der EZB. Eine genauere Analyse der Stellung dieser Institution im Eurosystem muss daher folgen.

¹¹ Siehe dazu ausführlicher Gunnar Heinsohn und Otto Steiger, „Des Eurokaisers neue Kleider: Ein Märchen über das Notenbankkostüm der Europäischen Zentralbank“, in: W. Hankel, K. A. Schachtschneider und J. Starbatty (Hg.), *Der Ökonom als Politiker – Europa, Geld und die soziale Frage: Festschrift für Wilhelm Nölling*, Stuttgart 2003, S. 415-427, insbesondere S. 418-424.

Wäre eine Änderung des Eurosystems eine Lösung?

Nun ist aber die Rolle der *EZB* im Eurosystem eine ganz andere. Bereits 1992, also im Jahr des Vertrags von Maastricht, hatten zwei Mitarbeiter des Internationale Währungsfonds festgestellt, dass die *EZB* bestenfalls als eine „schmale“ Zentralbank bezeichnet werden kann, der es vor allem an der Fähigkeit mangelt, dafür zu sorgen, was als Ratio einer jeden Zentralbank gilt: als *LOLR* die finanzielle Stabilität zu garantieren.¹² Darüber hinaus fehlt der *EZB* das, was eine Zentralbank von einer Geschäftsbank unterscheidet: die Fähigkeit, regelmäßig Geld zu schaffen. Im Eurosystem wird die Hauptrefinanzierung der Geschäftsbanken in sogenannten Wertpapierpensionsgeschäften von einwöchiger Dauer ganz exklusiv von den NZBs besorgt.

Die *EZB* darf lediglich in Ausnahmefällen, aber nur nach einer Entscheidung im Gouverneursrat des Eurosystems, Banknoten in die Welt setzen. Bisher hat die *EZB* denn auch keine einzige Note emittiert. Die Peinlichkeit, als einzige Notenbank der Welt ohne Banknoten in ihrer Bilanz dazustehen, hat man dadurch vermieden, dass seit Einführung der Euronoten am 1. Januar 2002 acht Prozent des Wertes aller von den NZBs emittierten Noten bei der *EZB* verbucht werden – also die Summe von 28,68 Mrd. € in der Bilanz zum 31. Dezember 2002 (siehe oben, *Tabelle 2*). Das aber macht die *EZB* nicht zu einer Notenbank und schon gar nicht, wie ihr Name suggeriert, zur Zentralbank der NZBs im Eurosystem.

Wie wird nun die einheitliche Geldpolitik im Eurosystem durchgeführt? Die hierfür entscheidende Institution ist nicht die *EZB*, sondern der Gouverneursrat des Eurosystems, missverständlich als „*EZB*-Rat“ bezeichnet. In ihm sind die sechs *EZB*-Direktoren gegenüber den zwölf NZB-Präsidenten in der Minderheit. Der zweimal monatlich tagende Rat bestimmt in seiner jeweils ersten Sitzung die einheitliche Geldpolitik durch Festlegung eines Mindestzinssatzes und der Bestimmung der zu diesem Satz zuzuteilenden Zentralbankgeldmenge. Dies geschieht bei den Wertpapierpensionsgeschäften im Zusammenspiel mit den Geboten

¹² Siehe D. Folkerts-Landau und P. M. Garber, „The ECB: A Bank or a Policy Rule?“, in: M. B. Canzoneri, V. Grilli und M. Masson (Hg.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge 1992, S. 86-110 / 101. Ausführlicher zu dieser Arbeit siehe O. Steiger, „Which Lender of Last Resort for the Eurosystem?“, in: V. Chick (Hg.), *The Challenge of Endogenous Money: Theory and Policy*, London und New York 2005 (im Erscheinen).

der Geschäftsbanken in einem Tendersverfahren.¹³ Wie dann die Geldmenge auf die zwölf NZBs verteilt wird, war lange unklar. Erst im Dezember 2001 beschloss der Gouverneursrat, dass die Eurogeldmenge auf die NZBs entsprechend ihrem Anteil am Kapital der EZB – letztere ist eine Tochter der NZBs – 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 Niedriglohnländers wie die Bundesrepublik erhielte eine im Vergleich zu ihrem Kapitalanteil höhere Eurogeldmenge und ein Hochinflationland wie Italien – Kapitalanteil an der EZB gut 18 % – eine entsprechend geringere. Im ersten Fall würden die deutschen Geschäftsbanken Zinsen unter und die italienischen über dem durchschnittlichen Marginalzinssatz (siehe oben, Fußnote 11) des Eurosystems zahlen.

¹³ Die zuzuteilende Geldmenge wird über die NZBs in einem variablen Zinsender mit *multiplen* Zinssätzen nach dem sogenannten amerikanischen Zuteilungsverfahren versteigert. Dabei werden zunächst die Gebote der Geschäftsbanken für Zentralbankgeld in absteigender Reihenfolge ihrer – über dem Mindestzinssatz liegenden – Zinsgebote zusammengestellt. Die Gebote mit den höchsten Zinssätzen werden dann vorrangig zugeteilt und nachfolgende Gebote mit niedrigeren Zinssätzen solange akzeptiert, bis der für die Zuteilung vorgesehene Gesamtbetrag erreicht ist. Der niedrigste Zinssatz, zu dem Gebote akzeptiert werden, ist der sogenannte *Marginalzinssatz*, d. h. derjenige, bei dem der Gesamtbetrag der Gebote den verbleibenden Zuteilungsbetrag übersteigt. Letzterer wird anteilig auf die Gebote zum marginalen Zinssatz zugeteilt – und zwar entsprechend der Relation zwischen verbleibendem Zuteilungsbetrag und Gesamtbetrag der Gebote. Anders als beim holländischen Zuteilungsverfahren, bei dem ein *einheitlicher* Zinssatz in Höhe des Marginalzinssatzes für sämtliche Gebote der Geschäftsbanken gilt, können beim amerikanischen Zuteilungsverfahren die Banken den Marginalzinssatz nur für den Teil ihrer Gebote in Anspruch nehmen, der nicht durch die Gebote über dem Marginalzinssatz bereits zugeteilt worden ist. Für letztere bleiben sie also an die dabei gebotenen höheren Zinsen gebunden; siehe Europäische Zentralbank, *Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems*, Frankfurt am Main, Februar 2004, S. 29-37 und 69.

Für eine ausführliche Diskussion des Tendersverfahrens und seine Bestimmung der Zentralbankgeldmenge des Eurosystems siehe O. Steiger, „The Endogeneity of Money and the Eurosystem: A Contribution to the Theory of Central Banking“, in: M. Setterfield (Hg.), *Complexity, Endogenous Money and Exogenous Interest Rates: A Festschrift in Honour of Basil Moore*, Cheltenham, UK und Northampton, Mass. 2005 (im Erscheinen).

Die Frage der Durchsetzbarkeit einer Reform des Eurosystems

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 treffen, wie sie Lindahl befürchtet hat. Eine EZB als Zentralbank der NZBs à la Ciampi könnte allerdings souveräner agieren. Da dies aber einen totalen Verlust der Autonomie der NZBs bedeuten würde, wäre sein Modell politisch – Stichwort: Frankreich – kaum durchsetzbar.

Gunnar Heinsohn und Otto Steiger haben daher im Jahre 2000 vorgeschlagen, das Eurosystem im Sinne der *Fed* zu ändern.¹⁴ 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 französischer 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*. In Euroland, in dem der Kapitalmarkt zwar ebenso groß, aber keinesfalls so tief wie in den USA ist, und in dem kein mächtiger Finanzminister in Brüssel existiert, wäre eine solche Politik hingegen sehr willkommen.

Mit einem derartigen *Federal Reserve System of Europe* könnte gleichzeitig das Problem des fehlenden LOLR im Eurosystem elegant gelöst werden, der dann der Bundesbank, ganz 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 LOLR-Operationen, die sogenannte Likobank („Liquiditätskonsortialbank“), 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. € erhöht werden. Der Plan schei-

¹⁴ Siehe G. Heinsohn und O. Steiger, „Die Konstruktionsfehler des Eurosystems“, in: D. Ehrig, R. K. Himmelreicher und H. Schaefer (Hg.), *Finanzmarktarchitektur, ökonomische Dynamik und regionale Strukturforchung: Festschrift für Gerhard Leithäuser und Thomas von der Vring*, Bremen 2000, S. 83-110.

terte 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 in Euro-land an der Finanzierung einer Euro-Likobank zu beteiligen?

Allerdings wäre auch diese Lösung nicht optimal, genau wie Lindahl es befürchtet hat. 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 *LOLR*-Operationen besonders groß ist. Eine Zentralbank kann Geld nicht einfach „aus dem Nichts“ schaffen, sondern riskiert bei der Geldschöpfung immer ihr Eigenkapital (Eigenkapital im weitesten Sinne, also einschließlich Rücklagen, Rückstellungen und Gewinne – alles das, was den Überschuß der Aktiva über die eigentlichen Passiva, das heißt den sogenannten *net worth* ausmacht). 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 einmal 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 keine Reform des Eurosystems stattfindet? Über die
Möglichkeit eines Austritts Deutschlands aus der
Europäischen Währungsunion*

Eine Alternative zur Reform des Eurosystems wäre die Umstellung der langfristigen Staatsneuverschuldung eines jeden Mitgliedsstaates 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 2.000 Mrd. oder mehr, und dass nicht einzusehen sei, warum frühere Weichwährungsstaaten der Euro-Zone schlechter behandelt werden sollten als Drittländer. Peter Kuster hat dieses Problem, in einem Artikel über „Inflationsgeschützte Anleihen“ in *Finanz und Wirtschaft* (Zürich) vom 10. Juli 2004, wie folgt auf den Punkt gebracht:

„Ein deutsches Problem ist die Konkurrenz Frankreichs. Dort liegt die Inflation höher als in Deutschland, während das Risiko fast gleich und die Währung identisch ist. Wer würde in die deutsche Anleihe investieren, wenn die französische mehr Wert gewänne?“

Kusters Plädoyer für inflationsgesicherte Wertpapiere steht allerdings entgegen, dass bei einer Flucht einheimischer und ausländischer Anleger aus dem Euro in den Dollar, wie im Herbst 1999 geschehen, der Euro dramatisch abgewertet werden würde. Das kann schon im Falle einer größeren Erhöhung der *Fed*-Zinsen passieren. Sie liegen auch nach der jüngsten Erhöhung am 30. Juni 2004 von 1 auf 1,25 % weit unter den Eurozinsen von gegenwärtig noch 2 % und stützen dadurch den derzeit hohen Eurokurs von über 1,20 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 NZBs als ja nur einheimische *LOLR* 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 eine Währung, hinter der weder ein zentraler, mit ausreichendem Eigenkapital ausgestatteter *LOLR* 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. 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 die – bei einem Austritt beispielweise Deutschlands –

notwendige Wiedereinführung der D-Mark „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.“

In seinem jüngsten Aufsatz stimmt Peter Bohley der Überlegung von Fels über einen möglichen Austritt von Deutschland aus der *EWU* zu und begründet sie wie folgt:

„Ich [halte] die von der Regierung Kohl mitgetragene Entscheidung der DM-Abschaffung für eine Fehlentscheidung, für die sich auch nachträglich nicht die Voraussetzungen schaffen lassen. Ich stehe nicht an, die Einführung des Euro als eine der größten Torheiten bzw. schlimmsten Fehlentscheidungen in Deutschland nach 1945, wenn nicht seit den Zeiten von Bismarck zu bezeichnen.“

Welche Folgerungen zieht Bohley aus seinem Befund, dass die Entscheidung für die *EWU* für Deutschland einen „grundlegenden Fehler“ bedeutet hat? Der Zürcher Finanzwissenschaftler plädiert nicht für die Abschaffung des Binnenmarkts und einen Austritt aus der *EU*, meint aber, dass „das Geld wieder in die Obhut der einzelnen Staaten gegeben werden“ sollte:

„Mit der Auflösung der Währungsunion können die Wechselkurse wieder ihre Funktion als Ausgleichsmechanismen übernehmen, und die Geldpolitik könnte wieder auf die spezifischen Bedürfnisse der jeweiligen Volkswirtschaften ausgerichtet werden. Einen Stabilitätspakt bräuchte man nicht mehr.“

Steht dem aber nicht entgegen, dass die deutschen Befürworter der *EWU*, große Mühe haben werden, „eine Kehrtwende vorzunehmen“, wie Bohley fragt? In der Tat! Doch

„selbst die Unternehmer, die bisher ja in erster Linie von den Segnungen des gemeinsamen Binnenmarktes profitiert haben, werden vielleicht erkennen, daß ohne eine Währungsunion ein höheres Wachstum *in der EU* erreicht werden kann und ihnen dies zum Vorteil gereicht.“¹⁵

¹⁵ Siehe P. Bohley, a.a.O., S. 575 f.; unsere Hervorhebung.

Wir unterstreichen „*in der EU*“, denn die Wachstumsschwäche Deutschlands ist als Folge des Euro auch eine Wachstumsschwäche Europas.

Aber würde angesichts seines großen Gewichts die *EWU* bei einem Austritt Deutschlands nicht gleich zusammenbrechen? Durchaus möglich! Aber über diese Aussicht können doch nur Politiker jammern, die, wie weiland Helmut Kohl, immer noch an die Chimäre einer europäischen *Nation* – ein Widerspruch an sich – glauben. Dabei lassen sich doch nationale Borniertheiten allein durch Stärkung der Institution des Eigentums, die erst Wirtschaft, Recht und Freiheit hervorbringt, überwinden.¹⁶ Die Schweiz als *Confoederatio Helvetica* dreier Nationen mag hier ein gutes Vorbild sein. Sie hat nicht nur die freiheitlichste und prosperierendste Eigentumsgesellschaft Europas hervorgebracht, sondern sich auch mit dem starken Schweizer Franken innerhalb der *EWU* ohne jede nationalen Untertöne bestens behauptet und durch bilateraler Verträge mit Brüssel einen Status in der *EU* erreicht, der *de facto* dem eines Mitgliedslandes entspricht.

Gefordert ist also die hohe Kunst der Diplomatie in Europa – allerdings einer Diplomatie die, anders als im Fall der *EWU*, vor fundamentalen ökonomischen Gesetzmäßigkeiten nicht länger die Augen verschließt.

¹⁶ Siehe hierzu O. Steiger, „Eigentum und Recht und Freiheit: Eine Triade und 66 Thesen“, in: K. Galler, W. Krieg und P. Stadelmann (Hg.), *Richtiges und gutes Management: vom System zur Praxis – Festschrift für Fredmund Malik*, Bern 2004, S. 155-180.