

# Währungspolitik

Werner Becker / Barbara Böttcher

Die Geld- und Währungspolitik stand weiterhin im Zeichen einer anhaltend dynamischen Weltkonjunktur, wobei die europäische Wirtschaft bei nachlassendem US-Wachstum kräftig Fahrt aufgenommen hat. Dementsprechend hat die US-Notenbank ihren Zinserhöhungsprozess Mitte 2006 gestoppt und die EZB ihre Geldpolitik weiter gestrafft. Die Inflationsrate im Euroraum lag ungeachtet der kräftigen Konjunkturerholung und höherer Ölpreise im Jahresdurchschnitt weiterhin bei gut 2 Prozent. Der Höhenflug des Euro wird 2007 nicht als großes Risiko für die Konjunktur in Europa betrachtet. Das Verfahren wegen eines übermäßigen Budgetdefizits gegen Deutschland wurde eingestellt. Slowenien hat am 1. Januar 2007 als erstes neues EU-Land den Euro eingeführt. Im Frühjahr 2007 haben Malta und Zypern den Konvergenztest bestanden und werden Anfang 2008 in die EWU aufgenommen.

## **Funke der boomenden Weltwirtschaft springt auf Europa über**

Die Weltwirtschaft hat sich 2006 erneut sehr dynamisch entwickelt. Die globale Wachstumsrate erhöhte sich auf fast 5,5 Prozent, obwohl der Ölpreis im Sommer einen historischen Höchststand erreichte und die Zinsen in den USA und Europa weiter stiegen. Wichtigster Wachstumsmotor war wiederum Asien, China allein verzeichnete einen BIP-Zuwachs von fast 11 Prozent. Die US-Wirtschaft expandierte, ähnlich wie im Vorjahr, mit einer Rate von 3,3 Prozent; sie hat sich allerdings im Jahresverlauf spürbar abgeschwächt. Hingegen hat das Wachstum im Euroraum 2006 – auch dank der boomenden Weltwirtschaft – mit einer Rate von 2,7 Prozent deutlich Fahrt aufgenommen. Dies war der höchste Zuwachs seit 2000. Die Hauptantriebskraft im Euroraum war die Binnennachfrage, wobei die Wachstumsrate der Investitionen mit 4f Prozent mehr als doppelt so hoch ausfiel wie diejenige des privaten Konsums. Asien und Europa blieben auch nach der Jahreswende 2006/2007 auf Wachstumskurs, während die Abkühlung der US-Wirtschaft anhielt.

Deutschland hat 2006 mit einem Wachstum von 2,8 Prozent über Erwarten eindrucksvoll die konjunkturelle Wende geschafft. Getragen wurde die Expansion nicht nur von den Exporten, sondern vor allem auch von den Investitionen. Hierzu hat die gute Ertragslage der Unternehmen maßgeblich beigetragen. Die Unternehmen konnten ihre Wettbewerbsfähigkeit in den vergangenen Jahren vor allem dank massiver Umstrukturierungen und der Lohnzurückhaltung spürbar verbessern. Die konjunkturelle Dynamik spiegelt sich auch in einer deutlichen Belebung des Arbeitsmarktes und einem merklichen Rückgang des gesamtstaatlichen Budgetdefizits. Deutschland hat 2006 nach Jahren erstmals wieder die Funktion eines Konjunkturmotors für Europa übernommen. Der Wachstumsprozess hat sich 2007 trotz der kräftigen Mehrwertsteuererhöhung zu Jahresbeginn fortgesetzt. Die Abschwächung des privaten Konsums wurde durch die Dynamik der Investitionen und der Bauwirtschaft mehr als wettgemacht.

## **Der Euro erlebt neuen Höhenflug**

Der Euro legte im Jahresverlauf 2006 gegenüber den 24 Währungen wichtiger Handelspartner im gewogenen Schnitt gut 4 Prozent zu. Besonders ausgeprägt war die Höherbe-

wertung im Jahresverlauf 2006 in Relation zum US-Dollar (gut 11%), zum japanischen Yen (10%) und zum chinesischen Yuan (8%). Der Euro verzeichnete im Mai 2007 gegenüber der US-Währung mit 1,37 Euro/US-Dollar einen ähnlichen Spitzenwert wie im Januar 2005. Anders als 2005 wird der Höhenflug des Euro gegenüber dem Dollar diesmal aber von Politik und Wirtschaft nicht als großes Problem für die Konjunktur in Europa betrachtet. Das ist auf verschiedene Gründe zurückzuführen. Die Stärke des Euro basiert auf guten Fundamentaldaten wie solidem Wachstum, wettbewerbsfähigen Unternehmen, niedriger Inflationsrate und einer in etwa ausgeglichenen Leistungsbilanz. Den Unternehmen in der Eurozone kommt nun neben der boomenden Weltkonjunktur auch die Belebung der Binnennachfrage zugute. Deutschland, das 2006 zum vierten Mal in Folge Exportweltmeister wurde, profitiert von seinem breiten, weltweit stark gefragten Investitionsgüterassortiment. Zudem vollzog sich die Aufwertung des Euro allmählich, sodass die Unternehmen Zeit hatten, sich anzupassen und Wechselkursicherungsgeschäfte abzuschließen. Gleichwohl gibt es Risiken für die Ausfuhren der EWU-Länder wie den Margendruck bei Exporten in den Dollarraum sowie eine fortschreitende Abkühlung der US-Konjunktur.

### **Internationale Leistungsbilanzungleichgewichte vor Korrektur?**

Das US-Leistungsbilanzdefizit verharrte 2006 bei 6,5 Prozent des BIP. Dem stehen aber weiterhin hohe bzw. wachsende Überschüsse in den Schwellenländern Asiens und in Japan gegenüber. Hingegen weist die Eurozone weiterhin eine nahezu ausgeglichene Leistungsbilanz auf. Ein derartig hohes US-Leistungsbilanzdefizit ist jedoch nicht dauerhaft tragfähig. Es birgt das Risiko eines abrupten weiteren Dollarkursrückgangs und höherer Dollarzinsen. Unsicher ist aber, wann und ob diese Risiken eintreten werden. Drei Entwicklungen haben zur Stabilisierung des hohen US-Leistungsbilanzdefizits beigetragen und könnten auch den weiteren Korrekturprozess erleichtern: die Abkühlung der US-Konjunktur, die deutliche Konjunkturbelebung in Europa sowie eine weitere Abwertung des Dollar. Die US-Geldpolitik hat die außenwirtschaftliche Anpassung unterstützt, indem sie ihren Kurs bis Sommer 2006 verschärfte und den Leitzins auf 5,25 Prozent an hob. Hilfreich war auch der Abbau des gesamtstaatlichen US-Budgetdefizits von 3,7 Prozent des BIP im Jahre 2005 auf 2,25 Prozent in 2006. Die niedrigere Drehzahl der US-Konjunktur dürfte das hohe Handels- und Leistungsbilanzdefizit über Importdämpfung tendenziell reduzieren. Die Belebung in Europa und die Dollarabwertung gegenüber dem Euro tragen dazu bei, die Exportchancen der US-Wirtschaft in Europa zu verbessern.

Für eine nachhaltige Korrektur des hohen US-Leistungsbilanzdefizits ist es unabdingbar, dass auch die asiatischen Länder – insbesondere Japan und China – ihren Beitrag leisten. Dazu würde vor allem gehören, dass Japan und China eine merkliche Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem Dollar zulassen und ihre Wachstumskräfte vom Export in die USA auf die Binnennachfrage umsteuern würden. Bei fortgesetzt zögerlicher Aufwertung in Asien besteht für die EWU-Staaten das Risiko, dass der Euro weiter gegenüber dem Dollar aufwertet und Europa eine noch größere Anpassungslast schultern muss.

Obwohl die G-8 und insbesondere die USA in den vergangenen Jahren die asiatischen Länder wiederholt aufgefordert haben, mehr Wechselkursflexibilität – sprich eine Aufwertung gegenüber dem Dollar – zu erlauben, ist wenig geschehen. Auch beim G-8-Gipfel im Juni 2007 in Heiligendamm spielte das Thema kaum eine Rolle. Die japanische Währung tendiert gegenüber dem US-Dollar schwach.

China hat seit der Aufgabe des langjährigen Festkurses zum Dollar im Juli 2005 lediglich eine Aufwertung von bis zu 6 Prozent zugelassen, obwohl die boomende chinesische

Wirtschaft eine weitere Yuan-Aufwertung gegenüber dem Dollar ohne Wettbewerbsnachteile verkraften könnte. China hat erneut mittels massiver Dollarkäufe einer stärkeren Höherbewertung des Yuan entgegengewirkt. Die Devisenreserven Chinas haben im Herbst 2006 die „Schallmauer“ von 1.000 Milliarden US-Dollar durchbrochen und sind bis Ende März 2007 auf ca. 1.200 Milliarden US-Dollar geklettert. China hat für die Anlage der Devisenreserven eine stärkere Renditeorientierung und Diversifizierung, auch in den Euro, verkündet. Ein Teil der Devisenreserven wird zwecks professioneller Anlage in eine besondere Einheit ausgelagert. China folgt damit dem Vorbild anderer Länder wie z.B. Singapur. Die hierdurch entstehende neue Kategorie institutioneller Anleger wird als „Sovereign Wealth Fund“ bezeichnet.

Der Anteil des Euro an den Devisenreserven der weltweiten Notenbanken betrug Ende 2006 knapp 26 Prozent im Vergleich zu fast 18 Prozent zu Beginn der Währungsunion Anfang 1999. Der Anteil des Dollar ist seit 2001 rückläufig, aber mit fast 65 Prozent weiter dominant. Eine weitere Zunahme des Euro-Anteils an den globalen Devisenreserven – auf 30 – 40 Prozent bis 2010 – erscheint angesichts des wachsenden Anlagebedarfs und der zunehmenden Renditeorientierung vor allem der asiatischen Notenbanken möglich. Ein deutliches Zeichen für den Euro als Reservewährung hat Schweden im April 2006 gesetzt, indem es den Euro-Anteil von 37 Prozent auf 50 Prozent aufstockte und gleichzeitig den Dollaranteil von 37 Prozent auf 20 Prozent verminderte, um wechsellkursbedingte Ertragschwankungen bei den Devisenreserven zu reduzieren.

### **EZB erhöht weiter ihre Leitzinsen**

Die Inflationsrate im Euroraum war 2006 mit 2,2 Prozent im Schnitt so hoch wie im Vorjahr. Sie lag damit zum siebenten Mal in Folge etwas über der von der EZB verwendeten Definition von Preisstabilität, die eine Inflationsrate unter, aber nahe bei 2 Prozent vorsieht. Die Inflationsrate wurde maßgeblich von der Entwicklung des Ölpreises beeinflusst, der im Sommer 2006 mit gut 78 US-Dollar/Barrel einen historischen Höchststand erreichte. Preisrisiken resultierten auch aus der Erhöhung von administrierten Preisen und indirekten Steuern – z.B. der MWSt in Deutschland – sowie aufgrund des kräftigen Wirtschaftswachstums bei hoher Kapazitätsauslastung. Die EZB hat ihre Leitzinsen von März 2006 bis Juni 2007 schrittweise von 2,25 Prozent auf 4 Prozent angehoben, um gemäß ihrer mittelfristigen Strategie Zweitrundeneffekte vor allem bei den Löhnen zu vermeiden. Damit hat die EZB von einer expansiven auf eine in etwa neutrale Geldpolitik umgeschaltet. Der Prozess der Zinserhöhungen wurde von der EZB kommunikativ gut vorbereitet und verlief ohne Störungen an den Finanzmärkten. Die Unabhängigkeit der EZB ist ein wichtiger Baustein ihrer Glaubwürdigkeit. Wiederholte Versuche seitens der Politik, die Unabhängigkeit zu attackieren – wie z.B. die Forderung des Präsidenten der Eurogruppe nach stärkerer Einbindung der EZB in die Koordinierung der EU-Wirtschaftspolitik, sind daher nicht hilfreich. Auch die Notenbanken mehrerer anderer europäischer Länder außerhalb der Eurozone – vor allem in Großbritannien, aber auch in Dänemark, Schweden und der Schweiz – haben die Leitzinsen erhöht, um steigenden Inflationsraten bzw. wachsenden Preisrisiken im Zuge der guten Konjunktur entgegenzuwirken.

### **Deutschland ist Testfall für reformierten Stabilitätspakt**

Der ECOFIN-Rat hat im Juni 2007 formell beschlossen, die Verfahren wegen eines übermäßigen Budgetdefizits gegen Deutschland, Griechenland und Malta einzustellen. Defizitverfahren laufen damit Mitte 2007 nur noch gegen zwei EWU-Länder – Italien und Portu-

gal. Die Suspendierung des Verfahrens gegen Deutschland basiert auf der Tatsache, dass der Haushaltsfehlbetrag 2006 auf 1,7 Prozent des BIP nahezu halbiert wurde und die Europäische Kommission im Einklang mit Marktprognosen einen weiteren deutlichen Abbau – auf 0,6 Prozent in 2007 und 0,3 Prozent in 2008 – vorhergesagt hat. Deutschland, immerhin der Initiator des Paktes, hatte zusammen mit Frankreich von 2002 bis 2005 ein übermäßiges Budgetdefizit von zeitweise deutlich mehr als 3 Prozent des BIP aufgewiesen und eine Reform des Stabilitätspaktes mit dem Ziel der Regelaufweichung betrieben.

Deutschland hat nunmehr die Schlüsselaufgabe, das Vertrauen in den 2005 reformierten Stabilitätspakt herzustellen. Auch nach Suspendierung des Defizitverfahrens besteht noch Konsolidierungsbedarf, da die gesamte Staatsverschuldung Ende 2006 mit fast 68 Prozent des BIP immer noch deutlich über der Maastricht-Schwelle von 60 Prozent liegt und vermehrt fiskalpolitische Vorsorge für die Alterung der Bevölkerung getroffen werden muss. Die Regeln des reformierten Paktes sehen nicht nur größere Bewertungsspielräume bei der Diagnose eines übermäßigen Defizits – z.B. bei schwachem Wirtschaftswachstum – vor, sondern verlangen auch stärkere Konsolidierungsanstrengungen bzw. das Erzielen von Budgetüberschüssen in wirtschaftlich guten Zeiten. Zudem hat Deutschland eine finanzpolitische Vorbildrolle für die neuen EU-Länder, die der EWU in den kommenden Jahren beitreten wollen.

### **Die Euro-Familie wächst wieder**

Litauen und Slowenien haben 2006 die Aufnahme in die EWU beantragt. Die Konvergenzberichte der Europäischen Kommission und der EZB kamen zu dem Schluss, dass Slowenien die Konvergenzvoraussetzungen erfüllt hat. Slowenien wurde daraufhin Anfang Januar 2007 als erstes neues EU-Mitgliedsland in die Währungsunion aufgenommen. Litauens Antrag auf EWU-Teilnahme wurde hingegen abgelehnt, weil das Land das Inflationskriterium knapp verfehlte. Dies führte zu erheblicher Kritik – vor allem aus den neuen EU-Ländern. Aber auch beim Inflationskriterium gilt für die neuen Beitrittskandidaten das Prinzip der Gleichbehandlung. Danach darf die Inflationsrate im Jahr vor dem Konvergenztest den Referenzwert – den Schnitt der drei preisstabilsten EU-Länder plus 1,5 Prozentpunkte – nicht übersteigen und muss nachhaltig niedrig sein. Letzteres war nicht der Fall, was angesichts des kräftigen Anstiegs der Inflationsrate Litauens deutlich wurde.

Malta und Zypern haben im Frühjahr 2007 den Konvergenztest für den Eintritt in die Währungsunion bestanden. Sie werden Anfang 2008 den Euro einführen. Damit wird sich die Zahl der EWU-Mitgliedsländer auf 15 erhöhen. Dann wird erstmals die Mehrheit der EU-Länder der Währungsunion angehören. Der EZB-Rat als oberstes Entscheidungsgremium steht dann an der Schwelle zu Veränderungen im Abstimmungsmodus gemäß dem Rotationsprinzip, das ab einer Mitgliederzahl von 16 EWU-Ländern greift. Die nächsten Beitrittskandidaten für die Währungsunion dürften die drei baltischen Staaten und die Slowakei sein, während eine EWU-Mitgliedschaft von Polen, Ungarn und Tschechien erst im neuen Jahrzehnt zu erwarten ist. Rumänien und Bulgarien rücken als neue EU-Länder in den Allgemeinen Rat der EZB ein.

### **Weiterführende Literatur**

Becker, Werner: Internationale Reservewährung Euro im Aufwind, Beiträge zur europäischen Integration, Deutsche Bank Research, EU-Monitor Nr. 46, Frankfurt/Main 2007.

Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2006.

Gräf, Bernhard: US-Leistungsbilanzdefizit: Keine Panik! Themen international, Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen Nr. 389, Frankfurt/Main 2007.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2006/07, Widerstreitende Interessen – ungenutzte Chancen.