

Währungspolitik

ULRICH SCHRÖDER

Das Jahr nach der Vollendung der Europäischen Währungsunion (EWU) durch die Bargeldeinführung war für die europäische Währungspolitik schwierig. Es war gekennzeichnet von anhaltender Wachstumsschwäche, einer starken Aufwertung des Euro, steigenden Haushaltsdefiziten sowie den Spannungen über die Anwendung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Die Frage des Beitritts Großbritanniens, Dänemarks und Schwedens zur Währungsunion blieb auf der Tagesordnung. Zudem gewann das Thema „Osterweiterung des Eurogebietes“ mit dem Ende 2002 in Kopenhagen beschlossenen Beitritt von acht mittel- und osteuropäischen Staaten sowie Malta und Zypern zur EU zusätzliche Relevanz.

Die Wachstumsschwäche im Euroraum dauert an

Das Wirtschaftswachstum im Euroraum blieb 2002 erneut hinter den Erwartungen zurück und für das Jahr 2003 zeichnete sich keine Besserung ab. Das reale Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) des Eurogebiets verringerte sich 2002 auf nur noch 0,8% nach 1,4% im Vorjahr. Im Winterhalbjahr 2002/2003 stagnierte die Wirtschaft sogar. Die Experten der Europäischen Zentralbank (EZB) erwarteten im Juni 2003 nur noch ein BIP-Wachstum von 0,7% (Mittelwert) im Jahr 2003, nachdem sie im Dezember 2002 noch auf 1,6% gehofft hatten.

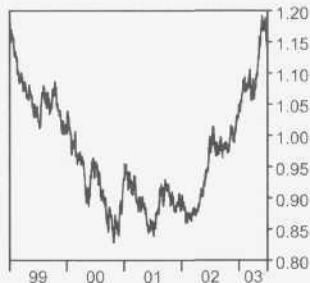
Die Inflationsrate ermäßigte sich im Jahr 2002 auf 2,2% nach noch 2,4% im Vorjahr. Damit lag sie weiterhin leicht über dem Wert von 2%, den die EZB als mit Preisstabilität vereinbar ansieht. Die EZB musste, reichlich verspätet, eingestehen, dass ein gewisser Teil der Preiserhöhungen im Jahr 2002 auf die Euro-Bargeldeinführung zurückzuführen war. Allerdings seien die Auswirkungen tatsächlich viel kleiner gewesen, als sie von vielen wahrgenommen worden waren.¹

Gemischte Gefühle über die kräftige Euro-Aufwertung

Der Euro setzte 2002/2003 seine bereits Anfang 2002 eingeleitete Aufwertungs-tendenz gegenüber allen maßgeblichen Weltwährungen fort. Im Mai 2003 erreichte er gegenüber dem US-Dollar mit 1,17 US-Dollar pro Euro wieder den Kurs vom Beginn der Währungsunion im Januar 1999. Der Euro wertete auch gegenüber anderen Währungen auf, allerdings weniger als gegenüber dem US-Dollar. Im Mai 2003 hatte sich der Euro gegenüber dem Jahresdurchschnitt 2002 gegen US-Dollar um 22%, gegen Yen um 17%, gegen Pfund Sterling um 9%, aber gegen Schweizer Franken nur um 5% befestigt.

Der Grund für die markante Schwächung des US-Dollar war nicht eine neue wirtschaftliche Stärke Europas, sondern primär die abnehmende Attraktivität der USA für private Kapitalanlagen bei einem hohen und weiter steigenden Leistungsbilanzdefizit. Zwar wiesen die USA 2002 wieder die höchste Wachstumsrate der Industrieländer auf, jedoch gingen die Direktinvestitionen und die Aktienkäufe des Auslands im Vergleich zu 2000/2001 kräftig zurück. Dabei spielte auch eine Serie von Bilanzunregelmäßigkeiten bei US-Unternehmen eine Rolle. Zudem rückten die Zinsdifferenzen als Bestimmungsfaktor für private Kapitalanlagen wieder in den

Wechselkurs US-Dollar / Euro



Vordergrund; dies begünstigte den Euro, der 2002/2003 die höchsten Zinssätze im Dreieck USA – Japan – Euroraum aufwies. Der Dollar wurde 2002 freilich durch sehr hohe Dollar-käufe ausländischer, primär asiatischer Zentralbanken gestützt,² die eine Aufwertung bzw. eine stärkere Aufwertung ihrer Währungen vermeiden wollten. Die EZB unternahm keine Interventionen zur Stützung des Dollarkurses. Insofern lastete die Bürde der Wechselkursanpassung des US-Dollar überproportional auf dem

Euro. Für die Unternehmen im Euroraum, die in den Vorjahren im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit und die Ertragslage erheblich von der Euroschwäche profitiert hatten, wehte infolge der Euro-Aufwertung ein rauerer Wind. Die Ausfuhren des Euroraums stagnierten im Verlauf von 2002 und waren Anfang 2003 sogar rückläufig; viele Unternehmen klagten über schrumpfende Gewinne im USA-Geschäft. Bundeskanzler Schröder mahnte die EZB, sie solle dafür sorgen, dass der Euro nicht zu stark werde, stieß damit jedoch auf scharfe Kritik aus der Bundesbank.

Auseinandersetzungen um den Stabilitäts- und Wachstumspakt

In diesem von einem sehr schwachen Wirtschaftswachstum geprägten Umfeld entwickelten sich die öffentlichen Finanzen der Länder des Eurogebiets enttäuschend. Das Haushaltsdefizit des Euroraums insgesamt nahm von 1,6% des BIP im Jahr 2001 auf 2,2% zu. Die meisten Länder verfehlten die Haushaltsziele ihres Stabilitätsprogramms. Auf Vorschlag der Europäischen Kommission leitete der Ecofin (Rat der Wirtschafts- und Finanzminister) erstmals das Verfahren wegen eines übermäßigen Haushaltsdefizits ein, und zwar im Oktober 2002 gegenüber Portugal, im Januar 2003 gegenüber Deutschland und im Juni 2003 gegenüber Frankreich. Während Portugal sein Defizit für 2002 zurückführen konnte, droht in Deutschland und Frankreich 2003 eine erneute Zielverfehlung.

Trotzdem entschloss sich die Bundesregierung Mitte des Jahres, die für 2005 bereits beschlossenen Steuersenkungen auf 2004 vorzuziehen. Die damit verbundenen Steuerausfälle von rund 16 Mrd. Euro sollen überwiegend durch neue Kredite finanziert werden. Damit riskiert Deutschland 2004 im dritten Jahr in Folge eine Verletzung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Diese Politik ist schwer mit

den wiederholten Beteuerungen der Bundesregierung in Einklang zu bringen, wonach man am Stabilitätspakt festhalten und ihn beachten wolle.

Während Deutschland für 2003 immerhin einige, wenn auch unzureichende Maßnahmen zur Korrektur der Budgetdefizite einleitete, zeigte die französische Regierung wenig Bereitschaft dazu. Der Ecofin kam Frankreich bei der Einleitung des Defizitverfahrens freilich entgegen, als er für 2003 keine konkreten Vorgaben machte und erst für 2004 einen Abbau des strukturellen Defizits um 0,5% verlangte. Die Niederlande stimmten im Ecofin gegen diesen Beschluss und gaben zu Protokoll, dass – gemessen an den Anstrengungen Portugals und Deutschlands – die Empfehlungen an Frankreich zu schwach seien.

Angesichts der Überschreitungen der Zielgrenze des Stabilitätspaktes durch die zwei größten Länder und angesichts der kritischen Konjunkturlage im Eurogebiet setzte im zweiten Halbjahr 2002 eine Grundsatzdiskussion über Sinn und Nutzen des Paktes ein. Die Sorge war, dass die strikte Beachtung der Defizitobergrenze eine „aktive Finanzpolitik“ verhindere.³ Daher wurde vielfach für eine Handhabung, welche die Ziele von Wachstum und Beschäftigung in gleicher Weise fördert, plädiert. Philippe Maystadt, der Präsident der Europäischen Investitionsbank (EIB), schlug z.B. vor, die staatlichen Investitionen bei der Berechnung des Defizits auszuklammern. Frankreichs Präsident Chirac forderte sogar, den Pakt vorübergehend auszusetzen. Die EZB betonte hingegen, dass der SWP keineswegs ein starres Korsett sei, das die Länder zu einer prozyklischen Politik zwingt. Vielmehr biete er ausreichend Flexibilität, wenn die Haushalte unter günstigen konjunkturellen Bedingungen einen Überschuss aufwiesen. Dann könnten die Länder ihre Defizite bei rezessiven Entwicklungen ausweiten, ohne den Stabilitätspakt zu verletzen.

Im Oktober einigte sich die Eurogruppe auf Anregung der EU-Kommission und mit Unterstützung des EZB-Rats darauf, dass jene Länder, die das mittelfristige Ziel eines ausgeglichenen Haushalts noch nicht erreicht hatten, sich verpflichten sollten, ihre strukturellen Defizite jährlich um mindestens einen halben Prozentpunkt in Relation zum BIP zu vermindern. Auch die Kommission regte in ihrem offiziellen, Ende November vorgelegten Vorschlag zur Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes an, das strukturelle Defizit als Budgetziel ins Zentrum zu rücken. Das gäbe der Kommission bzw. dem Ecofin auch in einer Phase der Hochkonjunktur eine Handhabe gegen Länder, welche die mittelfristigen Haushaltsperspektiven nicht realistisch einschätzten. Zudem sollten Länder mit hohen Verschuldungsquoten stärker überwacht und zu einer hinreichend schnellen Reduktion der Schulden auf weniger als 60% des BIP verpflichtet werden. Ferner empfahl die Kommission, in bestimmten Fällen, z.B. bei umfassenden Strukturreformen wie einer großen Steuersenkung, auch diskretionäre Abweichungen vom Ziel des Haushaltsausgleichs zuzulassen.⁴ Der Ecofin griff die Kommissionsvorschläge jedoch nicht auf, sondern beschloss im Februar 2003 einen Schlussstrich unter die Debatte um den Stabilitätspakt zu ziehen.

Festhalten lässt sich nach dem Stand der Debatte, dass die EWU-Mitglieder zwar generell – und vor allem die kleineren Länder – am Stabilitätspakt festhalten wollen, die Bereitschaft, dazu auch die nötigen Maßnahmen zu ergreifen, bei den grö-

DIE POLITIKBEREICHE DER EUROPÄISCHEN UNION

Beren Ländern jedoch kaum vorhanden ist. Eine Schwäche des Stabilitätspaktes liegt darin, dass die Sanktionen nicht automatisch erfolgen – wie von Deutschland 1996/97 gefordert –, sondern im Ecofin „Sünder über Sünder“ zu Gericht sitzen.

Die EZB-Geldpolitik in einer Bewährungsprobe

Die EZB senkte ihren Leitzins zwischen Dezember 2002 und Juni 2003 in drei Schritten von 3,25% auf 2%, den für viele Länder des Euroraums niedrigsten Notenbankzins ihrer Geschichte. Die EZB rechtfertigte die Senkung mit erheblich verbesserten Aussichten für die Preisstabilität. Im Mai war die Inflationsrate mit 1,9% erstmals seit drei Jahren wieder unter die 2%-Marke gesunken. Gleichzeitig sollte die Zinssenkung auch Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum Rechnung tragen.⁵ Bedenken im Hinblick auf das starke Geldmengenwachstum wies die EZB mit Hinweis auf das niedrige Wachstum der Kredite an den privaten Sektor und Portfolioumschichtungen zugunsten liquider Anlagen zurück.

Im Frühjahr 2003 kam es zu einer heftigen Debatte über ein Deflationsrisiko nach dem Beispiel Japans.⁶ Der EZB-Rat räumte ein, dass eine ausgeprägte Deflation für die Konjunktur ein beträchtliches Risiko darstellt, bestritt jedoch, dass es ein reales Deflationsrisiko im Euroraum gäbe, da die Preissteigerungsraten hartnäckig bei der Marke 2% verharren. Dass die Inflationsrate in einigen Regionen bzw. Ländern des Euroraums näher an der Nulllinie läge (z.B. in Deutschland) sei hier nicht relevant.

Im Mai legte die EZB das Ergebnis der Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie vor. Wichtig war vor allem eine modifizierte Definition der Preisstabilität.⁷ Als mittelfristiges Ziel gilt nunmehr eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2%, anstatt 0-2%. Damit wollte die EZB für eine ausreichende Sicherheitsmarge zum Schutz gegen Deflationsrisiken sorgen. Zugleich bestätigte sie ihren „Zweisäulenansatz“, bestehend aus der breiten ökonomischen Analyse und der monetären Analyse. Erstere solle die kurz- und mittelfristigen Preisperspektiven beurteilen, die zweite diene der Überprüfung der mittel- bis langfristigen Inflationstrends.

Präsident Duisenberg wollte ursprünglich am 9. Juli 2003 mit Vollendung des 68. Lebensjahres aus seinem Amt ausscheiden. Jedoch konnte der Nachfolgekandidat, der angesehene französische Notenbankgouverneur Trichet, für den Juli-Termin nicht nominiert werden. Trichet hatte sich in einem Gerichtsverfahren wegen Bilanzfälschungen des Crédit Lyonnais zu verantworten. Daraufhin erklärte Duisenberg sich bereit, über den 9. Juli hinaus im Amt zu bleiben. Nachdem Trichet im Juni freigesprochen wurde, war der Weg für das Nominierungsverfahren frei. Trichet dürfte das Präsidentenamt am 1. November 2003 übernehmen.

Die EWU vor einer Erweiterung – nach Osten

Auch gut vier Jahre nach dem Beginn der dritten Stufe der Währungsunion haben mit Großbritannien, Dänemark und Schweden drei wichtige EU-Mitgliedstaaten noch nicht den Euro übernommen. Die schwedische Regierung kündigte jedoch im

Dezember 2002 eine Volksabstimmung über die Einführung des Euro für den 14. September 2003 an. Als Datum für den Beitritt zum Eurogebiet wird das Jahr 2006 angestrebt. Mitte 2003 deuteten Meinungsumfragen auf eine Mehrheit gegen den Euro hin. Der dänische Nachbar verfolgte die schwedische Euro-Diskussion mit großer Zurückhaltung, stellte jedoch für den Fall einer Zustimmung in Schweden ein erneutes Referendum für 2005 oder 2006 in Aussicht.

In Großbritannien hatte die Regierung Blair 1997 fünf ökonomische Kriterien für eine Mitgliedschaft des Landes in der EWU aufgestellt. Bei der im Juni 2003 fälligen Prüfung erklärte Schatzkanzler Brown, dass Großbritannien für einen Beitritt zum Eurogebiet noch nicht bereit sei. Zwar habe es große Fortschritte gegeben, jedoch sei lediglich eine der fünf Bedingungen, nämlich ein positiver Einfluss auf den Finanzsektor, voll erfüllt. Vor allem bei den zwei wichtigsten Kriterien – die Flexibilität der Wirtschaft und die Konvergenz mit dem Eurogebiet – bestehe noch Anpassungsbedarf. Brown unterstrich die Vorteile der Währungsunion und erklärte den Beitritt zum offiziellen Ziel der Regierung, nannte aber keine konkreten Daten für eine Volksabstimmung über den Euro. Für Juni 2004 stellte er zwar eine erneute Überprüfung der fünf Tests in Aussicht. Angesichts des anhaltenden Widerstands in der britischen Öffentlichkeit, einschließlich der Massenmedien, der eine Volksabstimmung als riskantes Unterfangen erscheinen lässt, dürfte ein Beitritt aber in weite Ferne gerückt sein.

Vieles spricht daher dafür, dass die nächsten Mitglieder im Euroraum unter den Ländern zu suchen sind, die am 1. Mai 2004 der EU beitreten werden. Diese Länder sind verpflichtet, der EWU beizutreten, sobald sie die Konvergenzkriterien erfüllen. Es wird erwartet, dass sie sich – nicht notwendigerweise sofort – am Wechselkursmechanismus (WKM II) mit dem Euro beteiligen. Die Länder, die so schnell wie möglich der EWU beitreten wollen, müssen sich mit dem EU-Beitritt sofort auch dem WKM II anschließen, um die in den Konvergenzkriterien festgeschriebenen zweijährige spannungsfreie Mitgliedschaft so früh wie möglich nachweisen zu können. Der Konvergenztest könnte dann Mitte 2006 stattfinden und der Beitritt zur EWU schon Anfang 2007 erfolgen.

An der Frage, ob ein frühzeitiger Beitritt zur EWU wünschenswert ist, scheiden sich die Geister. Zwar scheuen sich Kommission und EZB, ausdrücklich vor einem schnellen Beitritt zu warnen. Hinweise auf große Unterschiede im Lebensstandard, inflationäre Risiken und hohe Budgetdefizite sind jedoch nicht zu übersehen.⁸ Kommissar Solbes sorgte im Mai auf Seiten der Beitrittsländer für Verstimmung, als er für die Erfüllung des Wechselkurskriteriums einen stabilen Verlauf der Wechselkurse innerhalb der bis 1993 geltenden Bandbreite des alten Europäischen Währungssystems von $\pm 2,25\%$ anstatt der heute gültigen von $\pm 15\%$ forderte. In ihren wirtschaftspolitischen Vorbeitrittsprogrammen sprachen sich die Beitrittsländer Ende 2002 durchweg für eine möglichst schnelle EWU-Mitgliedschaft aus. Die größeren Länder – Polen, Tschechien, Ungarn – hielten jedoch angesichts hoher Budgetdefizite nicht daran fest. Offensichtlich wollten sie sich den Kraftakt, die Fehlbeträge bis zum frühestmöglichen Testjahr 2005 nachhaltig auf Werte von

unter 3% zu reduzieren, nicht zumuten. Als angestrebtes Datum für die Euro-Übernahme nannten sie das Jahr 2008 oder später.

Die Erweiterung macht auch im EZB-Rat neue Entscheidungsverfahren notwendig. Der EU-Gipfel von Nizza hatte die EZB beauftragt, dazu eine Lösung zu finden. Nach langen Beratungen legte der EZB-Rat im Februar seinen Vorschlag vor.⁹ Danach nehmen weiterhin alle nationalen Zentralbankchefs an den Sitzungen des EZB-Rats teil. Für Abstimmungen gilt ein kompliziertes Rotationsmodell. Es soll sicherstellen, dass das Direktorium und die Vertreter der großen Ländern im Rat nicht von der großen Zahl von kleineren Ländern überstimmt werden. Wegen der mangelnden Transparenz stieß der Vorschlag auf viel Kritik. Auch EZB-Präsident Duisenberg gab zu, dass niemand so recht glücklich über den Kompromiss sei. Jedoch habe man keinen überzeugenderen Vorschlag gefunden, dem alle Länder zustimmen könnten. Für weitergehende Lösungen, z.B. die Delegation geldpolitischer Entscheidungen an das Direktorium, wäre eine Änderung des EG-Vertrages notwendig geworden. Das Europäische Parlament hatte für die Beratungen im Europäischen Konvent eine solche weitreichende Reform vorgeschlagen. Der Konvent griff diesen Vorschlag aber nicht auf. Der Europäische Rat verabschiedete den EZB-Vorschlag im März einstimmig, nachdem die Niederlande und Finnland ihre Bedenken zurückgezogen hatten.

Der Europäische Konvent schlug in seinem Verfassungsentwurf eine Aufwertung der bisher nur informellen Eurogruppe vor.¹⁰ Sie solle für alle Fragen zur Defizitprozedur nach dem Stabilitätspakt zuständig sein und einen Präsidenten für zweieinhalb Jahre wählen. Die Aufwertung der Gruppe ist sinnvoll angesichts der Tatsache, dass nach der EU-Erweiterung vorübergehend mehr als die Hälfte der Mitgliedstaaten nicht zu den Euroländern gehören. Um die Stellung des Euro im internationalen Währungssystem zu stärken, soll die Eurogruppe einen gemeinsamen Standpunkt für die Vertretung des Euro in Fragen der internationalen Währungspolitik ausarbeiten und vertreten. Ansonsten sah der Konvent jedoch keinen Bedarf für Änderungen in der „economic governance“ des Euroraums.

Anmerkungen

- 1 Europäische Zentralbank, Jahresbericht 2002, Frankfurt am Main 2003, S.3.
- 2 Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 73. Jahresbericht, S. 96.
- 3 Kommissionspräsident Prodi bezeichnete den Stabilitätspakt als „dumm“, weil er zu rigide Anforderungen stelle. Damit befand er sich im klaren Widerspruch zur Position des zuständigen EU-Währungskommissars Solbes.
- 4 Dies veranlasste die Bundesbank zu heftiger Kritik. Vgl. Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2002, S. 96.
- 5 Vgl. EZB, Monatsbericht Juni 2003, S. 5.
- 6 Vgl. dazu Bergheim, Stefan und Stefan Schneider, Deflation: geringe Wahrscheinlichkeit hohe Kosten, in Aktuelle Themen Nr. 276, Hrsg. Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main 2003.
- 7 Vgl. EZB, Monatsbericht Juni 2003, S. 87 ff.
- 8 Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) gibt zu bedenken, dass „die Erfahrungen von Ländern wie Italien und Spanien zu Beginn der neunziger Jahre zeigen, dass die Konvergenz möglicherweise genau dann am schwersten zu erreichen ist, wenn sie in Reichweite scheint“. Vgl. BIZ, 73. Jahresbericht, Basel 2003, S. 65.
- 9 Vgl. EZB, Monatsbericht Mai 2003, S. 79ff.
- 10 Vgl. den Beitrag „Eurogruppe und Wirtschafts- und Finanzausschuss“ in diesem Band.