

# Währungspolitik

Barbara Böttcher

Die Geld- und Währungspolitik in Europa wurde 2003/04 von einer kräftigen Belebung der Weltwirtschaft und einem starken Euro geprägt, während die europäische Konjunktur-entwicklung verhalten war. Die Inflationsrate im Euroland bewegte sich weiterhin um 2%. Die EZB beließ – nach zwei Senkungsschritten im 1. Halbjahr 2003 – ihre Leitzinsen auf dem historisch niedrigen Niveau von 2%. Die Budgetdefizite mehrerer EWU-Länder stiegen weiter an. Beim Stabilitäts- und Wachstumspakt kam es im November 2003 zum Eklat, als der ECOFIN-Rat das Verfahren gegen Deutschland und Frankreich wegen überhöhter Budgetdefizite aussetzte. Die Frage eines EWU-Beitritts Großbritanniens und Schwedens wurde abschlägig entschieden. Nach der im Mai 2004 erfolgten EU-Erweiterung rücken die neuen Mitglieder und ihre Beitrittsperspektiven zum Wechselkursmechanismus (WKM) II und zur EWU in den Mittelpunkt. Die EU-Verfassung, die der Europäische Rat im Juni 2004 verabschiedete, betrifft die Währungspolitik nur in einigen Teilbereichen.

## **Euroland: Nachzügler im Wirtschaftsaufschwung**

Die Geld- und Währungspolitik in der EU stand 2003/04 im Zeichen einer kräftig wachsenden Weltwirtschaft mit zunehmenden internationalen Ungleichgewichten sowie eines nochmals deutlichen Anstiegs des Eurowechselkurses und des Ölpreises. Die US-Wirtschaft war erneut globaler Wachstumsmotor. Auch in Japan und vielen asiatischen Schwellenländern setzten sich starke Auftriebskräfte durch. Die Erholung in Euroland fiel hingegen trotz dynamischer Exportentwicklung verhalten aus: Der reale Zuwachs des BIP lag 2003 bei 0,5% nach knapp 1% im Vorjahr. Das Wachstumstempo dürfte sich 2004 allerdings auf etwa 2% beschleunigen. Eine ähnliche Zuwachsrate wird für den bisherigen Nachzügler Deutschland erwartet. Die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland litt darunter, dass der außenwirtschaftliche Impuls nicht die Binnenwirtschaft erreichte. Positiv für die Exporte Deutschlands war aber, dass die belebenden Effekte der Weltkonjunktur die dämpfenden Wirkungen höherer Eurowechselkurse und Ölpreise überkompensiert haben.

## **Der Höhenflug des Euro bricht ab**

Der Eurowechselkurs zum US-Dollar stieg 2003 weiter und erreichte Mitte Februar 2004 mit knapp 1,30 USD/EUR einen Höhepunkt. Er lag zu dieser Zeit nominal etwa 23% über dem Wert von Ende 2002, während der handelsgewichtete Wechselkurs des Euro gegenüber 13 Währungen (enge Abgrenzung der EZB) um etwa 13% zunahm. Die starke Euroaufwertung gegenüber dem Dollar hängt vor allem mit dem wachsenden US-Leistungsbilanzdefizit zusammen. Die G-7 haben das Wechselkurssthe-ma auf der IWF-Jahrestagung im September 2003 in Dubai aufgegriffen und mehr Flexibilität gegenüber dem Dollar gefordert. Konkret ging es vor allem um eine Höherbewertung der japanischen und chinesischen Währung.

In der EU herrscht die Sorge, dass eine zu starke Aufwertung des Euro die ohnehin langsame wirtschaftliche Erholung gefährden könnte. Gleichzeitig wird auf das Risiko verwiesen, dass die Hauptlast der Wechselkursanpassung auf Europa fallen würde, wenn sich insbesondere Japan und China weigern, ihre Währungen aufzuwerten, um so ihren Teil an der Lastenverteilung bei der Rückführung des US-Leistungsbilanzdefizits zu tragen. Dies wäre jedoch sachgerecht, da gerade Japan und China sehr hohe bilaterale Leistungsbilanzüberschüsse gegenüber den USA aufweisen. Die Notenbanken in Asien finanzierten 2003 einen Großteil des US-Leistungsbilanzdefizits in Höhe von fast 5% des BIP (oder rd. 550 Mrd. USD), indem sie massiv an den Devisenmärkten intervenierten und die Dollarbeträge in US-Staatstiteln anlegten. Allein die japanische Notenbank übernahm einen Finanzierungsanteil von etwa 37%. Ab Mitte Februar 2004 gelang dann jedoch eine überwiegend marktmäßige Leistungsbilanzfinanzierung zu steigenden Dollarkursen gegenüber dem Euro und auch dem Yen (bei unveränderten Kursen im Vergleich zur chinesischen Währung), während die Interventionen Japans und Chinas zurückgingen. Dies ist damit zu erklären, dass private Kapitalzuflüsse in die USA zugenommen haben, da Dollaranlagen aufgrund der anhaltend starken Wachstumsdynamik für private Investoren wieder an Attraktivität gewonnen haben. Der Euro notierte aber weiterhin über dem Startkurs der EWU von 1,18 USD/EUR im Januar 1999.

### **EZB-Politik: expansiv und mit modifizierter Strategie**

Die EZB senkte im ersten Halbjahr 2003 ihre Leitzinsen auf das historisch niedrige Niveau von 2%. Sie trug damit den nachlassenden Inflationsrisiken sowie dem schwachen Wachstum Rechnung. Den Forderungen, den Spielraum des starken Euro-Wechselkurses für weitere Senkungen zu nutzen, lehnte die EZB mit Verweis auf den langsamen Rückgang der Inflationsrate auf 2,1% im Jahresdurchschnitt 2003 ab. Nach dem vor allem ölpreisbedingten Anstieg der Inflationsrate auf 2,5% bis zur Jahresmitte 2004 hat die EZB den Märkten klar kommuniziert, dass sie die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität stärker ins Visier nimmt<sup>1</sup> und Zinssenkungen vorerst kein Option sind.

Die EZB hat ihre geldpolitische Strategie überprüft und diese im Mai 2003 weitgehend bestätigt.<sup>2</sup> Allerdings hat sie die Definition der Preisstabilität angepasst. Danach strebt die EZB als mittelfristiges Ziel eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2% an, anstelle einer Bandbreite von 0 bis 2%. Hiermit trägt sie statistischen Ungenauigkeiten der Inflationsmessung Rechnung. Gleichzeitig baut sie einen Puffer für deflationäre Risiken ein, die bis ins erste Halbjahr 2003 die Konjunkturdiskussion in den USA, Europa und Japan stark beeinflussten. Im Falle einer Deflation hat die Notenbank das gravierende Problem, dass sie ihre Nominalzinsen nicht unter Null festsetzen kann. Das Beispiel Japan belegt dies eindrucksvoll. Allerdings bestritt die EZB, dass es im Euroraum ein reales Deflationsproblem gegeben habe, da die Inflationsraten in den letzten Jahren hartnäckig bei 2% verharrten.

Beim Zweisäulenkonzept wurde die Reihenfolge vertauscht: Auf die Analyse der wirtschaftlichen Indikatoren, die die kurz- bis mittelfristigen Preisrisiken ermittelt, folgt nunmehr die monetäre Analyse, die auf die mittel- und langfristigen Inflationstrends fokussiert. Ziel ist es, die Kommunikation – z.B. bei der Präsentation von geldpolitischen

---

<sup>1</sup> EZB: Monatsbericht Juli 2004, S. 5 f.

<sup>2</sup> EZB: Jahresbericht 2003, S. 16 ff.

Entscheidungen durch den EZB-Präsidenten – zu verbessern. Außerdem veröffentlicht die EZB seit Mitte 2004 die Inflations- und Wachstumsprognosen ihres Stabes Quartalsweise statt halbjährig. Damit hat die EZB ihre Informationspolitik für die Märkte weiter verbessert.

Der Wechsel im Amt des EZB-Präsidenten von Willem F. Duisenberg zu Jean-Claude Trichet, dem ehemaligen Gouverneur der Banque de France, wurde Anfang November 2003 reibungslos vollzogen.

### **Stabilitätspakt in neuer Runde**

Das Haushaltsdefizit der EWU-Staaten stieg 2003 infolge anhaltend schwachen Wachstums auf durchschnittlich 2,7% des BIP und dürfte 2004 knapp 3% erreichen. Die Hälfte der EWU-Länder verletzte 2003 die Defizitschwelle des Paktes von 3% des BIP oder bewegte sich in der Gefahrenzone. Gegen die Hauptstünder Deutschland (3,9%) und Frankreich (Defizit 2003: 4,1%) wurde im Januar bzw. im Juni 2003 ein Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits eingeleitet.

Im Streit um die Anwendung des Paktes kam es im November 2003 zum Eklat zwischen dem ECOFIN-Rat und der Europäischen Kommission. Der ECOFIN-Rat entschied das Defizitverfahren gegen Deutschland und Frankreich auszusetzen, obwohl beide Länder das Budgetlimit zum zweiten Mal hintereinander verletzt hatten und dies auch für 2004 absehbar war. Statt der Konsolidierungsempfehlung der Kommission zu folgen – Reduktion des strukturellen Defizits in 2004 in Deutschland um 0,8 Prozentpunkte und in Frankreich um einen Prozentpunkt –, sagte Deutschland gegenüber dem ECOFIN-Rat lediglich eine Senkung um 0,6 Prozentpunkte zu (Frankreich: 0,8%). Beide Länder verpflichteten sich (freiwillig und außerhalb des formalen Defizitverfahrens), den Haushaltsfehlbetrag 2005 unter die 3%-Schwelle zu drücken. Ungeachtet des relativ geringen Unterschieds zur Kommissionsempfehlung war die Ratsentscheidung ein schwerer Schlag gegen den Pakt. Es entstand der fatale Eindruck, dieser sei beliebig interpretierbar. Die Ratio des Paktes, die Budgetdisziplin in der EWU sicherzustellen, ist aber weiterhin gültig, da verhindert werden soll, dass eine Überforderung der EZB durch eine zu laxen Fiskalpolitik zu einem wachstumsschädlichen Zinsdruck führt.<sup>3</sup>

Die Kommission als „Hüterin“ der EU-Verträge hat daher im Januar 2004 Klage beim Europäischen Gerichtshof eingereicht, der am 13.7. 2004 sein Urteil verkündete. Danach ist der Novemberbeschluss des Rates mit dem EU-Recht nicht vereinbar, d.h. die Kommission hat in diesem Anklagepunkt Recht bekommen. Hingegen hat der Gerichtshof dem ECOFIN-Rat ausdrücklich zugestanden, bei Konsolidierungsbeschlüssen von den Empfehlungen der Kommission abzuweichen.

Positiv ist, dass das Urteil die Einhaltung der Spielregeln des Paktes bekräftigt, mehr Rechtssicherheit und auch mehr Klarheit schafft, was die Aufgaben von Kommission und ECOFIN-Rat bei der Anwendung des Paktes angeht. Die konkreten Implikationen des Urteils sind allerdings zunächst sorgfältig zu prüfen. Nun kommt es darauf an, das Vertrauen in die Finanzpolitik wiederherzustellen. Dazu gehört, dass Frankreich und Deutschland zumindest ihre Konsolidierungszusagen vom November 2003 einhalten.

<sup>3</sup> EZB: Der Einfluss der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Preise, Monatsbericht April 2004, S. 49 ff.

Das Urteil dürfte die Reformdebatte zum Stabilitätspakt beleben. Die Kommission will im Herbst 2004 neue Reformvorschläge vorlegen. Die bisher präsentierten Ideen reichen von der Suspendierung der 3%-Defizitmarke<sup>4</sup> bis zur Einberufung eines externen Sachverständigenrates zur Beurteilung der Nachhaltigkeit der Finanzpolitik,<sup>5</sup> der allerdings lediglich an die Stelle der Überwachungsrolle der Kommission treten soll. Ersteres ist problematisch, da damit der Pakt auch formal aufgeweicht würde, was eine einstimmige, zu ratifizierende Änderung des EU-Vertrages erfordert. Auch sind Vorschläge, bestimmte Ausgabenkategorien (z.B. Verteidigung, Forschung, Infrastruktur) aus der Defizitberechnung herauszunehmen,<sup>6</sup> mit dem Nachteil verknüpft, dass damit der Definitionswillkür Tür und Tor geöffnet werden würde. Diskussionswert ist hingegen die Idee der Kommission, die Abgrenzung der außergewöhnlichen Ereignisse, die eine Überschreitung der 3%-Marke erlauben, auf eine lange anhaltende Stagnation auszuweiten. Hier wird bisher lediglich eine Rezession mit einer negativen Wachstumsrate von 0,75% oder niedriger anerkannt.

### **Großbritannien und Schweden: Nein zum Euro**

Die Frage eines EWU-Beitritts ist in Großbritannien und Schweden politisch negativ entschieden worden. Großbritannien hat im Juni 2003 das Ergebnis der fünf selbst auferlegten ökonomischen Test bekannt gegeben,<sup>7</sup> die neben den Maastrichter Konvergenzkriterien und einem positiven Referendum Voraussetzung für einen britischen EWU-Beitritt sind. Trotz großer Fortschritte war lediglich eine Bedingung, die positive Ausstrahlung einer Euroeinführung für den Finanzsektor, erfüllt. Als unzureichend wurden vor allem die Konvergenz der britischen Wirtschaft mit dem Eurogebiet und die Flexibilität der Wirtschaft angesehen. Obwohl Schatzkanzler Brown die Vorteile der EWU betonte und die Übernahme des Euros offizielles politisches Ziel bleibt, hat er kein Datum für ein Referendum über einen britischen EWU-Beitritt genannt.

In Schweden brachte das Referendum zum Euro im September 2003 ein klares Nein zu Euro. Politische Argumente wie die Sorge vor einer Fremdbestimmung durch „Brüssel“ sowie einer Einschränkung der nationalen wirtschaft-, finanz- und währungspolitischen Souveränität bestimmten die Debatte vor dem Volksentscheid. Auch die Tatsache, dass die schwedische Wirtschaft in den Jahren zuvor schneller gewachsen ist als Euroland, hat die Eurostimmung belastet. Nach dem schwedischen Nein sanken auch die Chancen für ein neues Referendum in Dänemark auf Null, obwohl Umfragen zufolge nach der erfolgreichen Einführung des Eurobargeldes Anfang 2002 eine Mehrheit möglich schien.

### **EU-Erweiterung wirft monetäre Schatten voraus**

Die EU-Erweiterung im Mai 2004 hat eine lebhafte Diskussion darüber entfacht, wann die zehn neuen EU-Länder dem Wechselkursmechanismus (WKM) II und der EWU beitreten

---

4 Memorandum von rund 250 Wirtschaftswissenschaftlern, darunter Prof. Dr. Rudolf Hickel (Bremen) und Prof. Dr. Kurt Rotschild (Wien).

5 Antonio Fatas / von Hagen, Jürgen u.a. :Stability and Growth in Europe: Towards a Better Pact, Monitoring European Integration No. 13, 2003.

6 Giorgio La Malfa / Walter, Norbert: Reforming the Maastricht rules for a new economic environment, Deutsche Bank Research, EMU Watch No. 96 January 24, 2003.

7 HM Treasury, UK Membership of the single currency: An assessment of the five economic tests (Cm 5776), June 9 2003.

werden.<sup>8</sup> Die neuen EU-Länder sind vertraglich verpflichtet, den Euro einzuführen – sobald sie die Konvergenzkriterien erfüllen. Der früheste Eintrittstermin für die EWU wird durch das Wechselkurskriterium bestimmt, das eine mindestens zweijährige spannungsfreie Teilnahme am WKM II vorsieht. Zu den ersten EWU-Kandidaten aus dem Kreis der neuen Mitglieder gehören Estland, Litauen und Slowenien, die ihre Währung Ende Juni 2004 in den WKM II integriert haben. Frühestens Ende Juni 2006 kann nun ein erfolgreicher Konvergenztest auf der Datenbasis 2005 durchgeführt werden und der EWU-Eintritt 2007 erfolgen. Während diese drei Länder eine möglichst rasche Euroeinführung anstreben, setzen die meisten anderen Neumitglieder, insbesondere Polen, Tschechien und Ungarn, auf einen späteren Beitritt in den Jahren 2009/10. Die Haupthürde besteht in den hohen Budgetdefiziten. Eine Konsolidierung unter die 3%-Defizitschwelle dürfte hier angesichts wichtiger Wahlen bis zum Jahr 2006 unwahrscheinlich sein.

Die EU-Erweiterung hat auch Auswirkungen für die EZB. Mit dem EU-Beitritt im Mai 2004 wurden die Notenbanken der zehn neuen Staaten in das Europäische System der Zentralbanken und in den Erweiterten Rat integriert. Im WKM II hat die EZB Verpflichtungen zur Stabilisierung der Eurowechselkurse<sup>9</sup> der erwähnten drei neuen Länder übernommen. Die Geldpolitik der EZB dürfte im Falle eines EWU-Beitritts der neuen EU-Staaten, ungeachtet der strukturell höheren Inflationsraten, kaum beeinträchtigt werden, da ihr wirtschaftliches Gewicht mit einem Anteil von 6% am BIP von Euroland relativ gering ist.

Einfluss hat die Aufnahme neuer Mitglieder in die EWU allerdings auf die Entscheidungen des EZB-Rates, der derzeit 18 Personen umfasst. Er würde auf 33 Mitglieder anwachsen, wenn alle derzeitigen 25 EU-Länder (sowie Rumänien und Bulgarien, die 2007 in die EU aufgenommen werden sollen) den Euro einführen würden. Ein so großes Gremium wäre kaum noch entscheidungsfähig. Der Notwendigkeit, das Abstimmungsverfahren im EZB-Rat zu straffen, hat der Europäische Rat Rechnung getragen, indem er im März 2003 das Rotationsmodell<sup>10</sup> der EZB gebilligt hat. Während das Direktorium voll stimmberechtigt bleibt, rotieren die Stimmrechte der nationalen Notenbankpräsidenten im Zeitablauf, sobald die Währungsunion mehr als 15 bzw. 21 Länder umfasst. Das Stimmengewicht eines Landes bemisst sich nach der Wirtschaftskraft und dem Volumen des Finanzmarktes.

Positiv ist, dass alle nationalen Notenbankpräsidenten an allen Ratssitzungen teilnehmen können, was für die Kommunikation der Geldpolitik der EZB in die jeweilige nationale Öffentlichkeit der EWU-Länder wichtig ist. Das Rotationsmodell ist allerdings sehr komplex. Auch ist es problematisch, dass die nationalen Notenbankpräsidenten der großen Länder wie Deutschland oder Frankreich zeitweise nicht mitentscheiden dürfen. Es ist daher fraglich, ob das Rotationsmodell zu mehr Transparenz der geldpolitischen Entscheidungsfindung beitragen und sich in der Praxis bewähren wird.

8 Gertrude Tumpel-Gugerell, Mitglied des Direktoriums der EZB, Wirtschaftliche Auswirkungen der EU-Erweiterung, Rede zum Österreichischen Sparkassentag 2004, Prag, 17. Mai 2004.

9 ECB: The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the Euro: an analytical review, Occasional Paper Series, No. 10, February 2004, page 6 ff.

10 ECB: Recommendation for a Council Decision on an amendment to Article 10.2 of the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, 3/02/2003, page 2 ff.; Werner Becker: Der institutionelle Rahmen für einen EWU-Beitritt, Deutsche Bank Research, EU-Monitor Nr. 12, 19. März 2004, S. 7 f.

### **EU-Verfassung: wenig Neues für die Währungspolitik**

Die EU-Verfassung, die der Europäische Rat im Juni 2004 verabschiedete, betrifft die Währungspolitik nur in einigen Teilbereichen. Rechtswirksam wird die neue Verfassung ohnehin erst, wenn die Ratifizierung mit dem Ziel des Inkrafttretens in 2007 erfolgt ist. Zentral ist, dass sich das währungspolitische Fundament des Maastricht-Vertrages, von wenigen Modifikationen abgesehen, in der neuen EU-Verfassung wieder findet. Die Preisstabilität ist auf Initiative der irischen Präsidentschaft auch in den Zielkatalog der EU aufgenommen worden.

Für die EWU ist bedeutsam, dass die Euro-Gruppe, also die 12 Finanzminister der EWU-Länder, mehr Entscheidungsspielraum erhält, zumal sie im ECOFIN-Rat nach der EU-Erweiterung auf 25 Mitglieder zahlenmäßig in der Minderheit ist. Die Euro-Gruppe kann aus ihrem Kreis einen Präsidenten für eine Periode von zweieinhalb Jahren wählen, der als „Mr. Euro“ die EWU besser wahrnehmbar und mit mehr Kontinuität vertreten kann.

Der Verfassung wurde eine Erklärung des Rates zum Stabilitäts- und Wachstumspakt beigefügt, in der dafür plädiert wird, in Phasen guter Konjunktur Budgetüberschüsse zu erzielen, um den Spielraum für die automatischen finanzpolitischen Stabilisatoren bei schwacher Konjunktur zu erhöhen. Die Erklärung enthält aber auch die Forderung nach mehr Wachstumsorientierung durch höhere Budgetdefizite in Zeiten anhaltender Wachstumsschwäche. Hingegen wurden Vorschläge, die Überwachungsrolle der Kommission im Boom zu stärken (z.B. durch den eigenständigen Versand von „Blauen Briefen“ an Budgetsünder) leider weder in der Erklärung noch im Verfassungstext aufgegriffen. Die rechtlich ohnehin unverbindliche Erklärung lässt daher nicht auf eine bessere Einhaltung der Defizitregeln hoffen.

### **Weiterführende Literatur**

Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2003.

Antonio Fatas / von Hagen, Jürgen u.a.: Stability and Growth in Europe: Towards a Better Pact, Monitoring European Integration No. 13, 2003.

Giorgio La Malfa / Walter, Norbert: Reforming the Maastricht rules for a new economic environment, Deutsche Bank Research, EMU Watch No. 96 January 24, 2003.