

Währungspolitik

Werner Becker / Barbara Böttcher

Die Geld- und Währungspolitik stand im Zeichen einer anhaltend dynamischen Weltkonjunktur, einer weiteren Straffung der US-Geldpolitik und einer Zinsumkehr der EZB. Das enorme US-Leistungsbilanzdefizit ist nicht dauerhaft tragfähig. Es besteht weiterhin das Risiko eines abrupten Rückgangs des Dollarkurses mit negativen Auswirkungen für die Konjunktur im Euroraum, die sich 2006 gerade erst spürbar erholt hat. Die Inflationsrate lag im Jahresdurchschnitt 2005 bei gut 2%. Die EZB hat ihre Leitzinsen seit Ende 2005 in vier Schritten von 2% angehoben. Deutschland will das Budgetlimit von 3% des BIP erst 2007 einhalten. Frankreich und Deutschland haben 2005/06 den Markt für Staatsanleihen durch neue Instrumente bereichert. Von den zehn neuen EU-Ländern erfüllt nur Slowenien die Konvergenzvoraussetzungen für einen Eurobeitritt zum frühesten Termin 2007.

Funke der boomenden Weltwirtschaft verfehlt Europa

Die Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft setzte sich 2005 mit einer gegenüber dem Vorjahr nur leicht ermäßigten Rate von knapp 5% fort. Sie trotzte den weiter steigenden Ölpreisen und Dollarzinsen. Wachstumsmotoren in 2005 waren erneut Asien – darunter China mit einem BIP-Zuwachs von knapp 10% – und die USA (3,5%). Die japanische Wirtschaft legte mit fast 3% stärker als erwartet zu. Die Wachstumsrate des Euroraums blieb 2005 allerdings mit 1,4% unter dem Vorjahreswert von knapp 2%, obwohl die Exporte von der Dynamik der Weltwirtschaft und einem rückläufigen Eurodollarkurs profitierten. Die Wachstumsprognosen für 2006 liegen mit gut 2% klar über dem Vorjahreswert.

Deutschland drückte 2005 mit einem BIP-Zuwachs von 0,9% erneut den Durchschnitt der Eurozone. Ungeachtet der guten Exportkonjunktur blieb die Binnennachfrage in Deutschland weiter schwach. Ein Lichtblick war aber die leichte Belebung der Ausrüstungsinvestitionen. Der Regierungswechsel und der Start der Großen Koalition im November 2005 wurden als Hoffnungswert angesehen. Im Winterhalbjahr 2005/06 verbesserte sich das Geschäftsklima ausgesprochen deutlich, was auf eine Belebung der Ausrüstungsinvestitionen hindeutet. Die Investitionen dürften 2006 erstmals seit langem wieder nennenswert zum Wachstum beitragen. Positiv ist auch, dass die Baukonjunktur 2006 ihre 10-jährige Durststrecke beenden dürfte. Der private Verbrauch bleibt aber weiterhin vergleichsweise schwach. Er dürfte vor allem von den Vorzieheffekten der kräftigen Mehrwertsteuererhöhung in 2007 profitieren. Die Wachstumsprognose für 2006 liegt mit gut 2% um einen Prozentpunkt über dem Vorjahreswert, während 2007 wegen der Steuererhöhungen ein Rückschlag zu erwarten ist.

Der Höhenflug des Euro bricht jäh ab

Der Euro wertete im Jahresverlauf 2005 gegenüber den 23 Währungen wichtiger Handelspartner im gewogenen Schnitt um ca. 6% ab. Dahinter verbergen sich allerdings unterschiedliche Wechselkursentwicklungen. Der Euro erreichte im Januar 2005 gegenüber dem US-Dollar den historischen Spitzenwert von 1,37 US-Dollar/Euro. Aufgrund des

negativen Ausgangs der Verfassungsreferenda in Frankreich und den Niederlanden Ende Mai/Anfang Juni 2005 stieg die Marktskepsis hinsichtlich der Zukunftsperspektiven Europas und der Euro ermäßigte sich nochmals deutlich auf ca. 1,20 US-Dollar/Euro. Er büßte gegenüber der US-Währung im Jahresverlauf rund 13% ein, wobei der Dollar vom zunehmenden Zinsgefälle und der guten US-Konjunktur profitierte. Erst ab Mitte April 2006 konnte sich der Euro im Schlepptau der wirtschaftlichen Erholung der Eurozone in Richtung 1,30 US-Dollar/Euro befestigen. Während der Eurokurs gegenüber dem Yen 2005 nahezu unverändert blieb, verlor er gegenüber dem Pfund Sterling (3%) und den Währungen einiger neuer EU-Mitgliedsländer.

Die G-7 und insbesondere die USA verliehen wiederholt der Forderung Nachdruck, dass China mehr Wechselkursflexibilität – sprich eine Aufwertung des Yuan – erlauben sollte, um einen Beitrag zum Abbau des hohen bilateralen Leistungsbilanzüberschuss mit den USA zu leisten. China hat im Juli 2005 erstmals eine Aufwertung von gut 2% gegenüber dem langjährigen Festkurs zum Dollar zugelassen. China kann offenbar eine maßvolle Yuan-Aufwertung gegenüber dem Dollar ohne Wettbewerbsnachteile verkraften. Gleichwohl hat China weiterhin mittels kräftiger Dollarkäufe einer stärkeren Höherbewertung des Yuan entgegengewirkt.

Die wachsenden Devisenreserven Chinas übertrafen Ende März 2006 mit 875 Mrd. USD erstmals diejenigen Japans. China hat angekündigt, einen Teil seiner Devisenreserven aus dem Dollar (Anteil an den Notenbankreserven weltweit: 66%) in den Euro (25%) umzuschichten. Ein deutliches Zeichen für den Euro als Reservewährung hat Schweden im April 2006 gesetzt, indem es den Euro-Anteil von 37% auf 50% aufstockte und gleichzeitig den Dollaranteil von 37% auf 20% verminderte, um wechselkursbedingte Ertragschwankungen bei den Devisenreserven zu reduzieren.

Internationale Leistungsbilanzungleichgewichte nehmen weiter zu

Das US-Leistungsbilanzdefizit stieg 2005 auf 6,3% des BIP. Dem stehen hohe bzw. wachsende Überschüsse in den Schwellenländern Asiens und in Japan gegenüber. Hingegen wies die Leistungsbilanz der Eurozone 2005 ein kleines Minus von 0,3% des BIP auf. Im Zuge des anhaltenden Wachstums der USA wird 2006 mit einer Ausweitung des Leistungsbilanzfehlbetrages auf über 7% gerechnet. Derartig hohe US-Leistungsbilanzdefizite sind nicht dauerhaft tragfähig. Sie bergen das Risiko eines abrupten Dollarkursrückgangs. Niedrigere Dollarkurse würden die Konjunktur in Europa belasten und höhere Dollarzinsen das Wachstum in den USA und in der übrigen Welt dämpfen. Unsicher ist aber, wann und ob dieses Risiko eintritt.

Die Wirtschaftspolitik in den USA, in Europa und Asien ist gefordert, zum Abbau des hohen US-Leistungsbilanzdefizits beizutragen. In die richtige Richtung wirkt die US-Geldpolitik, die seit Juni 2004 in vielen kleinen Schritten gestrafft wurde und die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits erleichterte. Diese Politik hat der neue Präsident der US-Notenbank, Ben S. Bernanke, fortgesetzt, der Anfang Februar 2006 Alan Greenspan abgelöst hat. Zudem wäre eine Rückführung des US-Budgetdefizits wünschenswert, das 2005 2,6% des BIP betrug. Aber auch die EWU-Länder müssen ihre Hausaufgaben machen, indem sie durch Strukturreformen für mehr Wachstum sorgen, während die asiatischen Staaten mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen eine stärkere Aufwertung gegenüber dem Dollar zulassen müssen. Bei einer zu zögerlichen Aufwertung Asiens besteht für die EWU-Staaten das Risiko, dass der Euro die Hauptlast der Wechselkursanpassung des Dollar tragen muss.

EZB leitet Zinswende ein

Die Inflationsrate im Euroraum war 2005 mit 2,2% trotz steigender Energiepreise im Schnitt kaum höher als im Vorjahr. Sie lag damit zum sechsten Mal in Folge etwas über der von der EZB verwendeten Definition von Preisstabilität, die eine Inflationsrate unter, aber nahe bei 2% vorsieht. Die Kerninflationsrate (ohne die volatilen Energie- und Nahrungspreise) betrug 2005 nur gut 1%. Dennoch hat die EZB seit Dezember 2005 die Leitzinsen in vier Schritten auf 3% angehoben, um gemäß ihrer mittelfristigen Strategie Zweitrundeneffekte v. a. bei den Löhnen zu vermeiden. Weitere Leitzinsanhebungen werden angesichts der Konjunkturbelebungs- und der preistreibenden MWSt.-Erhöhung in Deutschland im Markt erwartet. Die Zinsen für zehnjährige Bundesanleihen sanken bis Juni 2005 auf den historischen Tiefstand von gut 3%. Sie stiegen im Zuge des Kurswechsels der EZB auf ca. 4% im Juni 2006.

Deutschland ist Prüfstein des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts

Der Europäische Rat hat auf dem Brüsseler Gipfel im März 2005 eine grundlegende Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes beschlossen. Die Reform umfasst zweckmäßige und problematische Elemente. Positiv ist, dass die Schwellen von 3% des BIP für das Budgetdefizit und von 60% für den Schuldenstand unangetastet blieben. Positiv ist auch die Verpflichtung, in wirtschaftlich guten Zeiten die Budgetkonsolidierung zu verstärken, d.h. das Defizit um 0,5 Prozentpunkte pro Jahr abzubauen. Es überwiegen aber die problematischen Elemente. An der Entscheidungsstruktur im Econfin-Rat bei Beurteilung einer unsoliden Budgetposition hat sich nichts verändert, da Budgetsünder weiterhin über Budgetsünder entscheiden. Die Paktreform hat die vertraglich vorgesehenen Ermessungsspielräume des Econfin-Rates zudem erheblich ausgeweitet. So wurde z.B. die Liste der außergewöhnlichen Faktoren, bei denen trotz Überschreitens der 3%-Grenze kein Verfahren wegen eines exzessiven Defizits eingeleitet wird, um den Tatbestand einer längeren Stagnation bzw. eines anhaltend schwachen Wachstums verlängert.

Auch die Liste der „sonstigen einschlägigen Faktoren“ wurde teilweise konkretisiert. Hierzu gehören nicht nur die Beurteilung der mittelfristigen Konjunkturentwicklung, sondern auch bestimmte Ausgabenkategorien wie z.B. die Kosten für die Einigung Europas sowie Maßnahmen zur Förderung von Innovationen, Forschung und Entwicklung. Gleichzeitig wird betont, dass alle Faktoren zu berücksichtigen sind, die „aus der Sicht des betreffenden Mitgliedstaates von Bedeutung sind“. Bei einem übermäßigen Defizit kann der Anpassungspfad auf zwei Jahre verlängert werden.

Problematisch ist, dass die lange Liste der Ermessensspielräume jedem Land eine Rechtfertigung bietet, die Budgetdisziplin als einen Grundpfeiler der Währungsunion zu schwächen. Die bisherigen Erfahrungen sind nicht ermutigend, auch wenn es für eine eingehende Bewertung der Paktreform noch zu früh ist. Das Budgetdefizit aller EWU-Länder ging 2005 lt. Europäischer Kommission im Schnitt lediglich von 2,7% des BIP auf 2,6% zurück. Gegen fünf von zwölf EWU-Staaten – Deutschland, Frankreich, Italien, Portugal und Griechenland – läuft ein Verfahren wegen übermäßigem Defizit. Während Deutschland seinen Fehlbetrag in 2005 nur auf 3,3% reduzierte und damit das Limit erneut überschritt, hat Frankreich sein Defizit auf 3% gedrückt.

Deutschland kommt eine Schlüsselrolle bei der Aufgabe zu, das Vertrauen in den reformierten Pakt zu stärken. Eine gewisse vertrauensbildende Maßnahme besteht darin, dass die Bundesregierung im März 2006 den Beschluss des Econfin-Rates akzeptiert hat, das Verfahren wegen des übermäßigen Budgetdefizits zu verschärfen und sich einer verstärk-

ten Berichtspflicht gegenüber der Europäischen Kommission zu unterwerfen. Deutschland ist damit nur noch einen Prozessschritt von Sanktionen entfernt, die fällig werden, falls Deutschland 2007 erneut das Defizitlimit von 3% verletzen würde. Letztes gilt im Jahr der kräftigen MWSt.-Erhöhung als wenig wahrscheinlich.

Neue Instrumente der Budgetfinanzierung

Frankreich und Deutschland haben den Markt für Staatsanleihen durch neue Instrumente bereichert. Die französische Regierung hat im Februar 2005 eine Anleihe mit fünfzigjähriger Laufzeit emittiert. Frankreich hat damit als erstes Industrieland seit 45 Jahren eine derart langfristige Anleihe platziert. Vor allem Lebensversicherungen und Pensionsfonds gehörten zu den Käufern, um ihre langfristigen Verbindlichkeiten mit erstklassischen langfristigen Anlagen abzudecken. Aus diesem Grund erwägt auch Deutschland, Anleihen mit 50-jähriger Laufzeit zu begeben. Die Bundesregierung hat ihre erste Fremdwährungsanleihe in Dollar im Mai 2005 emittiert. Die Vorteile bestehen darin, dass durch ergänzende Geschäfte mit derivativen Instrumenten das Währungsrisiko abgedeckt und relativ günstige Finanzierungsbedingungen erreicht werden konnten. Zudem hat die Bundesregierung im März 2006 die erste inflationsindexierte Anleihe begeben, deren Zinszahlungen an die Inflationsrate der Eurozone gekoppelt sind. Deutschland hat damit als wichtigster Emittent der Eurozone seine Produktpalette um eine Anleiheform ergänzt, die u. a. in Frankreich und den USA seit langem etabliert ist.

Neue EU-Länder mit unterschiedlichem Tempo auf dem Weg zum Euro

Die zehn neuen EU-Länder sind vertraglich verpflichtet, den Euro einzuführen, sobald sie die Konvergenzkriterien erfüllen. Der früheste Eintrittstermin für die Währungsunion wird durch das Wechselkurskriterium bestimmt, das eine mindestens zweijährige spannungsfreie Teilnahme am Europäischen Wechselkursmechanismus (WKM II) vorsieht. Drei neue EU-Ländern sind im Juni 2004 und weitere vier im Jahresverlauf 2005 dem WKM II beigetreten. Nur Polen, Ungarn und Tschechien fehlen noch im Wartezimmer zum Euro.

Estland, Litauen und Slowenien haben als erste neue EU-Mitgliedstaaten den politischen Willen bekundet, den Euro bereits Anfang 2007 einzuführen. Dieser Schritt wird aber nur von Slowenien vollzogen, das als einziges Land die Konvergenzkriterien erfüllt. Die drei baltischen Staaten können 2008 der EWU beitreten, sobald sie ihre Inflationsprobleme gelöst haben, begleitet von Malta und Zypern. Die Slowakei wird 2009 in der EWU erwartet, während die drei großen Länder auf Grund von Budgetproblemen einen EWU-Beitritt frühestens für 2010 ins Auge fassen.

Weiterführende Literatur

Werner Becker: Reform des Stabilitätspaktes – Lizenz zur Verschuldung, Beiträge zur europäischen Integration, Deutsche Bank Research, EU-Monitor Nr. 23, Frankfurt/Main 2005.

Werner Becker/Marion Mühlberger: Estland, Litauen, Slowenien: Der Euro-Beitritt rückt näher, Zu den mittel- und langfristigen Konvergenzperspektiven, Deutsche Bank Research, EU-Monitor Nr. 33, Frankfurt/Main 2006.

Europäische Zentralbank, Jahresbericht 2005.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2005/06, Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen.