

Währungspolitik

Werner Becker / Barbara Böttcher

Die Geld- und Währungspolitik stand nochmals im Zeichen einer dynamischen Weltkonjunktur, wobei die Schwellenländer Asiens bei nachlassendem Wachstum in den USA und Europa mit unvermindertem Tempo expandierten. Die Wachstums- und Zinsentwicklung in Europa wurde ab Juli 2007 durch den Ausbruch der US-Immobilienkrise und weltweit steigender Inflationsraten geprägt. Eine Folge war die schwindende Funktionsfähigkeit der Geldmärkte aufgrund eines massiven Vertrauensverlustes der Banken untereinander. Dies veranlasste die EZB und andere Notenbanken zu anhaltend massiver Liquiditätszufuhr. Die EZB legte eine einjährige Zinserhöhungspause ein. Hingegen nahm die US-Notenbank die Leitzinsen ab September 2008 kräftig zurück. Der Höhenflug des Euro wird 2007/08 – anders als 2005 – weniger als großes Risiko für die Konjunktur in Europa betrachtet. Malta und Zypern wurden Anfang 2008 in den Euro-Club aufgenommen. Die Slowakei wird 2009 der EWU beitreten.

Nachlassende Dynamik der Weltwirtschaft

Die Weltwirtschaft ist 2007 mit 4,7% (nach 5% in 2006) nochmals kräftig expandiert. Das Wachstum der USA verringerte sich 2007 von knapp 3% auf 2,2%, das der EWU-Länder und Deutschlands lag bei 2,5%. Hingegen setzte sich die Expansion der Schwellenländer Asiens und der neuen EU-Länder unvermindert fort. Die Weltwirtschaft war 2007 jedoch durch zwei unterschiedliche Phasen geprägt. In der ersten Jahreshälfte erlebten die meisten Industrieländer ungeachtet steigender Ölpreise ein stetiges Wachstum, selbst die USA. Allerdings verdüsterten sich die Perspektiven ab Sommer 2007 nach dem Ausbruch der US-Immobilienkrise. Die konjunkturelle Dynamik ging gegen Jahresende in vielen Industrieländern stark zurück und kam in den USA fast zum Erliegen.

Die Krise führte weltweit zu Finanzmarkturbulenzen und einer Neubewertung vieler Finanzmarktrisiken und -papiere. Zweifel an der Qualität und am Rating bei verbrieften Hypothekenanleihen in den USA bewirkten einen massiven Verkaufsdruck mit Preiseinbrüchen und schwindender Marktliquidität. Über Ansteckungseffekte waren rasch viele andere Finanzmärkte einschließlich der Geld- und Aktienmärkte betroffen. Die Marktspannungen erfordern weiterhin entschlossenes Eingreifen der Notenbanken, vor allem der EZB, der Federal Reserve Bank und der Bank of England. Viele, insbesondere große Banken in den USA und Europa haben hohe Verluste und Ertragseinbußen erlitten. Die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Immobilien-Krise konzentrierten sich zunächst auf die USA, wo sich der Abschwung im Wohnungsbau beschleunigte. Das Wachstum in Euroland blieb aber robust und die Kreditvergabe an die Unternehmen lebhaft. Indirekt ist aber auch die reale Weltwirtschaft betroffen, da die US-Wirtschaft immerhin gut ein Fünftel des BIP der Welt erstellt (EWU: 15%). Es ging die Sorge um, dass die US-Immobilienkrise den privaten US-Konsum und damit eine Stütze der Weltwirtschaft schwächen würde.

Dass die wirtschaftliche Entwicklung in den USA und Europa im ersten Halbjahr 2008 besser als erwartet verlief, hat überrascht, da die Immobilienkrise anhielt und der Ölpreis zur Jahresmitte auf einen historischen Höchststand stieg. In den USA konnte eine Rezession mit

Rückgängen des BIP in zwei aufeinander folgenden Quartalen bislang vermieden werden. Die US-Wirtschaft dürfte 2008 um 1,7% zulegen. Auch im Euroraum mehren sich 2008 die Anzeichen für eine konjunkturelle Verlangsamung. Das Industrie- und Verbrauchervertrauen hat sich zur Jahresmitte 2008 deutlich eingetrübt. Die Wachstumsrate dürfte 2008 auf 1½% sinken. Besonders ausgeprägt ist die Wachstumsabschwächung in Italien und Spanien, während sich Deutschland noch gut hält. Das Wachstum in Deutschland dürfte sich im zweiten Halbjahr spürbar verlangsamen. Im Gesamtjahr 2008 wird ein BIP-Zuwachs von 2% erwartet.

EZB muss sich zwei Herausforderungen stellen

Die EZB, die am 1. Juni 2008 ihren zehnten Geburtstag feierte, wurde mit zwei wichtigen Problemen konfrontiert: einem kräftigen Anstieg der Inflationsrate und den Auswirkungen der US-Immobilienkrise. Steigende Öl- und Nahrungsmittelpreise sorgten für ein deutliches Anziehen der Inflationsraten. Während die monatlichen Inflationsraten z.B. im Juni 2008 in der Eurozone auf 4% und in den USA auf 5% kletterten, verzeichneten China eine Inflationsrate von 7% und Indien von 11%. Damit erreichte die laufende Inflationsrate in der EWU den höchsten Stand seit 1999. Die Inflationsrate im Gesamtjahr 2008 dürfte im Schnitt deutlich über der EZB-Definition für Preisstabilität liegen, die eine Inflationsrate unter, aber nahe bei 2% vorsieht. Sie wird auch die Vorjahresinflationsrate von 2,1% merklich übertreffen, die dem langjährigen Schnitt seit 1999 entsprach. Die Inflationsrate in Deutschland war 2007 – u.a. wegen der kräftigen Erhöhung der MWSt. – mit 2,3% erstmals seit 1999 höher als der Schnitt der EWU.

Die EZB hat ihre Leitzinsen bis Juni 2007 schrittweise auf 4% erhöht, um gemäß ihrer mittelfristigen Strategie Zweitrundeneffekte v. a. bei den Löhnen zu vermeiden. Dann verzichtete sie mit Blick auf die US-Immobilienkrise erst einmal auf eine bereits angekündigte Leitzinsanhebung. Der kräftige Anstieg der Inflationsrate seit dem 4. Quartal 2008 hat die EZB im Juli 2008 zu Anlass genommen, den Leitzins mit Vorankündigung auf 4,25% zu erhöhen, um den wachsenden Inflationserwartungen entgegenzuwirken. Grundsätzlich ist es besser, rechtzeitig moderate Zinsschritte vorzunehmen und eine Konjunkturdelle auszulösen als zunächst zuzuwarten, höhere Inflationsraten in Kauf zu nehmen und später mit einer hohen Zinsdosis eine Stabilisierungsrezession mit Beschäftigungseinbußen zu riskieren. Dennoch wurde der erneute Zinsschritt der EZB – u.a. vom französischen Präsidenten Sarkozy – kritisiert. Dessen wiederholte Angriffe auf die Unabhängigkeit der EZB – zum Teil verbunden mit der Forderung nach stärkerer Einbindung in die wirtschaftspolitische Koordinierung der EU – können die Glaubwürdigkeit der EZB schädigen.

Die US-Immobilienkrise hat die EZB ab August 2007 mit der völlig neuen Herausforderung eines „Lender of last liquidity“ konfrontiert. Die EZB musste am Euro-Geldmarkt, ihrem Hauptoperationsfeld und dem Marktplatz für den Liquiditätsausgleich unter Banken, in den Folgemonaten wiederholt hohe Milliardenbeträge an Liquidität bereitstellen, um Marktstörungen zu beheben. Sie agierte hier rasch und professionell. Da ähnliche Probleme an den Geldmärkten in den USA, Großbritannien und anderswo aufgetreten sind, handelte die EZB in enger Kooperation mit der US-Notenbank, der Bank of England und anderen Zentralbanken. Die Bewältigung der Auswirkungen der US-Immobilienkrise hat auch die Frage aufgeworfen, inwieweit ein Zielkonflikt besteht zwischen der Sicherung der Preisstabilität, die höhere Notenbankzinsen notwendig macht, und der Linderung der Immobilienkrise, die die Bereitstellung von Liquidität und möglichst niedrige Zinsen erfordert. Bisher kollidieren Geldmarktoperationen und Zinsentscheidungen der EZB nicht mit dem Ziel der Preisstabilität.

Der Euro erklimmt neuen Höchststand

Der Euro hat im Jahresverlauf 2007 gegenüber den Währungen der 22 wichtigsten Handelspartner im gewogenen Schnitt $6\frac{1}{2}\%$ zugelegt. Besonders ausgeprägt war die Höherbewertung des Euro in Relation zum US-Dollar (fast 12%) und zum Pfund Sterling (gut 9%). Hingegen fiel der Wertzuwachs gegenüber dem japanischen Yen und dem chinesischen Yuan mit jeweils rund 5% vergleichsweise klein aus. Die Aufwärtsbewegung des Euro setzte sich auch im ersten Halbjahr gegenüber diesen Währungen fort. Der Euro durchbrach im April und im Juli 2008 vorübergehend die Marke von 1,60 USD/EUR und erreichte zuletzt einen neuen Höchststand. Die Stärke des Euro basiert auf guten Fundamentaldaten wie (relativ) niedriger Inflationsrate, robustem Wachstum und wettbewerbsfähigen Unternehmen. Das nachlassende US-Wachstum, die US-Immobilienkrise und die kräftigen Zinssenkungen der US-Notenbank hat die Aufwärtsbewegung des Euro gegenüber dem Dollar maßgeblich unterstützt. Die starke Dollarabwertung und die deutliche US-Wachstumsabschwächung haben maßgeblich zum Abbau des US-Leistungsbilanzdefizits von 6% des BIP in 2006 auf $4\frac{1}{2}\%$ in 2008 beigetragen. Das ist erstaunlich, da der Ölpreisanstieg seit 2001 die US-Leistungsbilanz allein mit $2\frac{1}{4}\%$ des BIP belastet. Anders als 2004/2005 wird der Höhenflug des Euro gegenüber dem Dollar aber von Politik und Wirtschaft in Deutschland nicht als sehr großes Problem für die Konjunktur betrachtet.

Reformierter Stabilitätspakt: Test bei schwacher Konjunktur steht noch aus

Der ECOFIN-Rat hat 2007 formell beschlossen, die Verfahren wegen eines übermäßigen Budgetdefizits gegen Deutschland, Italien, Griechenland, Portugal und Malta einzustellen. Auch ohne übermäßiges Budgetdefizitverfahren besteht allerdings in Deutschland und anderswo noch Konsolidierungsbedarf. In Deutschland lag die gesamte Staatsverschuldung Ende 2007 mit rund 65% des BIP immer noch über der Marke von 60% des BIP. Auch sollte vermehrt fiskalpolitische Vorsorge für die Alterung der Bevölkerung getroffen werden. Es sollte jedoch nicht übersehen werden, dass der Löwenanteil der Konsolidierung auf dem kräftigen Konjunkturaufschwung seit 2006 beruht. Der Forderung des reformierten Stabilitätspaktes, in wirtschaftlich guten Zeiten konsequent zu konsolidieren und Überschüsse zu erwirtschaften, um in schwachen Phasen die automatischen finanzpolitischen Stabilisatoren wirken zu lassen, findet noch nicht die notwendige politische Beachtung. Dies gilt v. a. für Frankreich, das seit 2005 Budgetdefizite zwischen gut 2% und knapp 3% des BIP aufweist und damit selbst bei guter Konjunktur nahe der kritischen Schwelle von 3% liegt. Aber auch Deutschland hat 2007 – im zweiten Aufschwungsjahr – lediglich ein gesamtwirtschaftlich ausgeglichenes Budget präsentiert. Der politische Test des Paktes unter den Bedingungen einer schwachen Konjunktur steht daher noch aus.

Die Euro-Familie erhält Zuwachs

Die EWU hat Slowenien im Januar 2007 als erstes neues EU-Mitgliedsland aufgenommen. Malta und Zypern haben Anfang 2008 den Euro eingeführt. Schließlich hat die Slowakei im Frühjahr 2008 den Konvergenztest bestanden und wird im Januar 2009 dem Euroclub beitreten. Die Qualifizierung weiterer Beitrittskandidaten für das Jahr 2010 ist derzeit nicht erkennbar. In den Fällen Slowenien, Malta und Zypern gab der Anstieg der Inflationsrate nach dem Euro-Beitritt Anlass zur Sorge. Die Slowakei hat den Wechselkurs der Krone zum Euro im Mai 2008 nochmals kräftig aufgewertet, um das Risiko höherer Inflationsraten vor der unwiderruflichen Festlegung des Umtauschkurses beim EWU-Beitritt zu begrenzen. Damit wird sich die Zahl der EWU-Mitgliedsländer ab 2009 auf 16 erhöhen,

d.h. 325 Mio. EU-Bürger oder 2 von 3 EU-Bürgern nutzen den Euro als ihre Währung.

Jede weitere Aufnahme eines Landes in die EWU erhöht die Zahl der Mitglieder im EZB-Rat als oberstes Entscheidungsgremium. Dieses Gremium besteht aus den sechs Direktoriumsmitgliedern und einer wachsenden Zahl nationaler Notenbankpräsidenten der EWU-Staaten. Um eine effiziente Entscheidungsfindung bei zunehmender Teilnehmerzahl zu gewährleisten, hat der EU-Rat bereits 2003 auf Empfehlung der EZB ein Rotationsverfahren für Abstimmungen im EZB-Rat beschlossen. Die Einführung des komplizierten Rotationsverfahrens erfolgt in zwei Stufen. Die Zweigruppenvariante kommt ab 16, die Dreigruppenvariante ab 22 Mitgliedsländern zum Tragen. Mit dem Beitritt der Slowakei würde die Zweigruppenvariante ausgelöst, bei der eine Gruppe großer Länder zunächst voll stimmberechtigt bleibt, während bei der zweiten Gruppe die Stimmrechte rotieren. Die EZB kann allerdings mit Zweidrittelmehrheit beschließen, das Rotationsmodell erst ab 18 Ländern wirksam werden zu lassen. Eine Entscheidung ist derzeit offen.

Neuaufgabe der Debatte über die Konvergenzkriterien

Die Ablehnung des EWU-Antrags Litauens, das 2006 das Inflationskriterium knapp verfehlte, hat eine kontroverse Debatte über die Anwendung der Konvergenzkriterien auf die neuen EU-Länder ausgelöst. Bei allen Konvergenzkriterien – niedrige Inflationsraten und Zinsen, stabile Wechselkurse und solide Staatsfinanzen – gilt auch für die neuen Beitrittskandidaten der Grundsatz der Gleichbehandlung. Danach darf z.B. die Inflationsrate im Jahr vor dem Konvergenztest den Referenzwert – den Schnitt der drei preisstabilsten EU-Länder plus 1,5 Prozentpunkte – nicht übersteigen und er muss nachhaltig niedrig sein. Letzteres war bei Litauen nicht der Fall, wie der Inflationsanstieg auf 5,8% in 2007 und auf zweistellige Raten in 2008 belegt. Dennoch sollte die Forderung mehrerer neuer EU-Länder, beim Konvergenztest vom bisherigen Inflationskriterium abzugehen und die EZB-Definition für Preisstabilität („Inflationsrate unter, aber bei 2%“) zu verwenden, berücksichtigt werden. Diese Definition vermeidet den Nachteil, dass diejenigen drei preisstabilsten EU-Länder als Bezugsgröße dienen, die nicht einmal der EWU angehören und deren Inflationsraten heute systematisch niedriger ausfallen als beim Test für den EWU-Start vor 10 Jahren. Da ein Referenzwert von über 3% (knapp 2% plus 1,5 Prozentpunkte) nicht mehr mit Preisstabilität vereinbar wäre, müsste auch die Marge beim Referenzwert deutlich unter 1,5 Prozentpunkten liegen, also z.B. weniger als eins betragen.

Kritik wird auch am Budgetkriterium von 3% des BIP geübt. Dabei wird argumentiert, die neuen EU-Länder würden in ihrem Aufholprozess mehr finanzpolitische Flexibilität brauchen. Ein Aufweichen des Budgetkriteriums würde jedoch den Gleichheitsgrundsatz massiv verletzen, zumal der reformierte Pakt bereits größere Spielräume bei der Diagnose und Therapie von übermäßigen Haushaltsdefiziten vorsieht. Zudem ist zu befürchten, dass eine expansive Budgetpolitik in den dynamischen neuen EU-Ländern eher zu höheren Inflationsraten als zu höheren Wachstumsraten führen würde. Schließlich erfordern die absehbaren demografischen Probleme eine solide Finanzpolitik.

Weiterführende Literatur

- Werner Becker (2008), Der Euro wird zehn, den Kinderschuhen entwachsen, Deutsche Bank Research, EU-Monitor Nr. 46.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2008), 78. Jahresbericht 2007/2008.
- Europäische Zentralbank (2007), Jahresbericht.
- Norbert Walter, Stefan Bergheim (2008), Ziele und Aufgaben der EZB, Preisstabilität vs. Lender of last resort, Deutsche Bank Research, EU-Monitor Nr. 52.