

Währungspolitik

Werner Becker / Barbara Böttcher

Die Währungspolitik wurde von einer spürbar nachlassenden Weltwirtschaftkonjunktur sowie einer sich verschärfenden Schulden- und Bankenkrise im Euroraum geprägt. Letztere erlebte im 3. Quartal 2011 und im 2. Quartal 2012 neue Höhepunkte. Eine nachhaltige Lösung der Vertrauensprobleme ist bisher nicht gelungen, obwohl die meisten Europroblemländer bemerkenswerte Fortschritte in den Bereichen Budgetkonsolidierung und Strukturreformen zu verzeichnen haben. Angesichts der ungelösten Probleme im Bankenbereich droht vielmehr ein sich gegenseitig verstärkender Teufelskreis aus Schulden-, Banken- und Konjunkturkrise. Auf den zahlreichen Gipfeltreffen wurde eine Reihe umfassender Reformen der EWU-Architektur vereinbart, um die wirtschaftspolitische Steuerung, die Budgetdisziplin, die Wettbewerbsfähigkeit und das Wachstum zu stärken sowie das Bankensystem zu stabilisieren. Ein permanenter Rettungsschirm (Europäischer Stabilitätsmechanismus, ESM) wurde eingerichtet. Die EZB hat ihren expansiven Kurs nochmals kräftig verstärkt. Der notwendige Ausstieg der EZB aus dem Krisenmanagement ist aber noch nicht absehbar.

Durchgreifende Lösung der Krise nicht in Sicht

Verstärkte Konsolidierungsanstrengungen, erhöhte Unsicherheiten aufgrund der Schulden- und Bankenkrise, aber auch die nachlassende Weltkonjunktur haben die ohnehin verhaltene wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum weiter eingetrübt. Mehrere Euroländer gerieten in die Rezession. Auch in Deutschland, das 2011 mit 3% noch stark gewachsen war, verlangsamte sich die Dynamik beträchtlich. Damit wuchs international die Sorge, die Krise der Eurozone könnte die Weltwirtschaft zusätzlich belasten.

Ungeachtet der zahlreichen Gipfelentscheidungen zur Rettung und Reform der Währungsunion gelang es bisher nicht, den Teufelskreis aus Schulden-, Banken- und Konjunkturkrise zu durchbrechen. Gleichzeitig wird jedoch das Überschreiten „roter Linien“ zum Teil heftig kritisiert, da sich die Regierungen im Zuge ihres Krisenmanagements immer weiter von den Maastricht-Fundamenten der Währungsunion entfernt haben. Einschlägige Beispiele sind eine langfristige Haftung für die Schulden anderer Mitgliedstaaten im Rahmen sehr großer Rettungsschirme und -programme und die indirekte Budgetfinanzierung durch die EZB mit dem Ankauf von Staatsanleihen.

Was ist notwendig, um die Herausforderungen der EWU zu meistern?

Die Regierungen und die EZB haben mit ihrem bisherigen Krisenmanagement zwar Handlungsfähigkeit bewiesen. Die Schulden- und Bankenkrise hat aber Schwächen in der Architektur der Währungsunion schonungslos aufgedeckt. Kernprobleme des Vertrauensverlustes sind die übermäßigen Budgetdefizite, bei deren Entstehen und Abbau der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) versagt hat, und die Wettbewerbseinbußen, die im Wege der wirtschaftspolitischen Überwachung nicht verhindert bzw. behoben werden konnten. Zudem fehlten ein Beistands- und Anpassungsmechanismus für Euroländer mit

stark angespannter Staatsschuldenlage sowie Vorkehrungen zur Lösung von Bankenproblemen.

Die Schulden- und Bankenkrise erlebte im 3. Quartal 2011 und im 2. Quartal 2012 neue Höhepunkte. Auslöser waren der spürbare Anstieg der Staatsanleihezinsen von Spanien und Italien. Dazu kam die lange virulente Bankenkrise in Spanien. Während der Anpassungsprozess der Programmländer Irland und Portugal auf gutem langfristigen Kurs ist, wurde für Griechenland 2011 ein zweites Rettungspakt erforderlich, das im 1. Quartal 2012 durch einen freiwilligen Schuldenschnitt der privaten Gläubiger ergänzt wurde.

Die Stabilisierung der EWU liegt nicht nur im Interesse Europas, sondern auch im wohlverstandenen Eigeninteresse Deutschlands. Die Eindämmung der Krise wird mit erheblichen Kosten und Unsicherheiten verbunden sein und erhebliche Zeit erfordern. Eine nachhaltige Therapie muss an den Schwachstellen der EWU ansetzen: unsolide Staatsfinanzen, erodierte Wettbewerbsfähigkeit einzelner Euroländer, der Rolle der Finanzmärkte und der EZB.

Mehrere Reformbeschlüsse zum Regelwerk der EWU

Angesichts der zahlreichen Gipfelbeschlüsse in jüngster Zeit ist es zweckmäßig, den Fokus auf diejenigen Reformprojekte zu richten, die einen nachhaltigen Beitrag zur Eindämmung der Schulden- und Bankenkrise und zur Neuordnung des EWU-Regelwerkes erwarten lassen. Auf den Weg gebracht wurden vor allem eine Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP) und ein Fiskalpakt, der Euro-Plus-Pakt zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit, ein Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte, ein dauerhafter Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM) sowie erste Elemente einer europäischen Bankenunion zur Stabilisierung der angeschlagenen Bankensysteme.

Erstens: Die Reform des SWP sieht vor, Fehlentwicklungen beim Budget bereits frühzeitig entgegenzuwirken und zu ahnden, indem zum Beispiel der präventive Arm des Paktes durch größere Sanierungsanforderungen bei guter Konjunktur gestärkt wird. Länder mit hohem Staatsschuldenstand sind gehalten, jährlich ein Zwanzigstel der Schulden, die über die Marke von 60% des BIP hinausgehen, zu tilgen. Sanktionen bei exzessiven Budgetdefiziten können nur noch durch eine qualifizierte Mehrheit der Eurostaaten verhindert werden. Dies schränkt zwar die Budgethoheit für Sünder ein, stärkt aber den Anreiz zu mehr Budgetdisziplin.

Die Gipfelbeschlüsse vom Dezember 2011 zum Fiskalpakt¹ stellen eine starke politische Willenserklärung für mehr Budgetdisziplin dar. Die fiskalpolitische Koordinierung und die Sanktionsregeln für Budgetsünder werden präzisiert und verschärft. Die Mitgliedstaaten verpflichten sich zum Beispiel, eine nationale Schuldenbremse zu verankern sowie die Staatshaushalte auszugleichen oder einen Überschuss zu erzielen. Strukturelle Defizite dürfen 0,5% des BIP nicht übersteigen.

Um das Vertrauen der Finanzmärkte wiederherzustellen, ist in allen Europroblemländern ein glaubwürdiger Konsolidierungspfad notwendig. Offizielles Gipfelziel ist es, die übermäßigen Budgetdefizite bis 2013 unter 3% des BIP zu drücken. Ob das Ziel realis-

1 Der Fiskalpakt beruht auf einer EWU-zwischenstaatlichen Abmachung außerhalb des Unionsrechts, die im März 2012 auch acht der zehn nicht zur gehörenden EU-Staaten unterschrieben haben und die am 1.1.2013 in Kraft treten soll. Nur Großbritannien und Tschechien lehnen eine Teilnahme ab. Die angelegte Stärkung der Fiskalregeln bedeutet aber noch nicht die Einführung einer Fiskalunion mit zentralen Fiskalkompetenzen.

tisch ist und zur Wiedergewinnung des Vertrauens ausreicht, ist offen. Entscheidend bleibt freilich der politische Wille, dem reformierten SWP „Biss“ zu verleihen.

Das zweite Reformprojekt, der Euro-Plus-Pakt dient dem Ziel, in den Euroländern internationale Wettbewerbsfähigkeit, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sowie die Finanzstabilität zu stärken. Er verpflichtet die Euroländer, ausgehend von bestimmten Indikatoren wie den Lohnstückkosten, jedes Jahr ein Paket konkreter Maßnahmen zur Stärkung der Wirtschaftsstruktur anzukündigen, die binnen Jahresfrist umgesetzt werden müssen. Primär geht es um Strukturreformen in den Sozialsystemen und am Arbeitsmarkt. Ob die wirtschaftspolitische Koordinierung durch den Euro-Plus-Pakt die erwartete neue Qualität erhält, bleibt abzuwarten, da keine Sanktionen vorgesehen sind.

Drittens wurde ein neues Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte beschlossen. Danach soll die Kommission anhand ökonomischer Indikatoren („Scoreboard“) makroökonomische Ungleichgewichte – zum Beispiel übermäßige Leistungsbilanzdefizite – diagnostizieren und Korrektorempfehlungen geben. Bei schwerwiegenden Ungleichgewichten und mangelnder Korrekturbereitschaft kann es Sanktionen geben. Der Schwellenwert für problematische Leistungsbilanzdefizite ist 4% des BIP, bei Überschüssen wird von 6% ausgegangen. Da überhöhte Leistungsbilanzdefizite Teil des Schuldenproblems sind, ist dieser Ansatz sachgerecht. Auf die Ahndung von Überschüssen wurde verzichtet, da hiervon keine Gefahren für die EWU ausgehen.

Viertens wird ein dauerhafter Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM)² etabliert, wobei der befristete Rettungsschirm EFSF noch für eine ungewisse Übergangszeit parallel fortbestehen wird. Das ursprünglich vorgesehene Inkrafttreten des ESM per 1. Juli 2012 konnte nicht gehalten werden, da das Bundesverfassungsgericht erst am 12. September grundsätzlich grünes Licht für die endgültige Ratifizierung des ESM durch Deutschland gegeben hat. Um den ESM rechtlich abzusichern, wird der bestehende EU-Vertrag in einem vereinfachten Ratifizierungsverfahren um zwei Sätze ergänzt.³ Der ESM wird über 700 Milliarden Euro Kapital verfügen, und zwar basierend auf Garantien (620 Mrd. Euro) und Kapitaleinzahlungen (80 Mrd. Euro) der Euroländer.

Der ESM soll nur bei Finanzkrisen aktiv werden dürfen. Mit Krediten des ESM sollen angeschlagene Europroblemländer auch künftig Zeit für die Streckung der notwendigen Budgetsanierung „kaufen“ können. Die Gewissheit eines Budgetsünders, in jedem Fall gestützt zu werden, beinhaltet allerdings ein Moral-Hazard-Problem. Kredite des ESM sind daher an strenge Auflagen geknüpft. Dies ist essentiell, um Fehlanreize zu vermeiden.

Fünftens hat der Gipfel im Juni 2012 die Schaffung einer Bankenunion auf die politische Agenda gesetzt, um dem europäischen Finanzsystem einen langfristig stabilen Rahmen zu geben, die Finanzmarktintegration zu stärken und die Risiken zu begrenzen, die sich aus der engen Verknüpfung von Staatsschulden und Bankbilanzen für die System-

2 Dem ESM stehen (wie der EFSF) folgende Instrumente zur Verfügung, die an die Erfüllung strikter Auflagen geknüpft werden: vorsorgliche Finanzhilfen (bei Schwierigkeiten trotz grundsätzlich gesunder Fundamentaldaten), Darlehen zur Überbrückung von Finanzierungsschwierigkeiten im Rahmen eines Anpassungs- und Reformprogramms, Finanzhilfen zur Bankenrekapitalisierung eines Mitgliedslandes, Primärmarktkäufe von Staatsanleiheemissionen sowie in Ausnahmefällen Anleihekäufe am Sekundärmarkt (Umlaufmarkt).

3 „Die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilitätsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen im Rahmen des Mechanismus wird strengen Auflagen unterliegen.“

stabilität ergeben. Kernelemente sind europaweit einheitliche Regeln für die Banken, eine europäische Bankenaufsicht, ein Mechanismus zur Restrukturierung und Abwicklung von Problembanken sowie harmonisierte Einlagensicherungssysteme. Kurzfristig geht es beim Krisenmanagement um die Rekapitalisierung von Banken bzw. die Stärkung des Eigenkapitals, um das notwendige Vertrauen wieder herzustellen. Der Aufbau nachhaltiger Strukturen einer Bankenunion ist jedoch ein langfristiges Projekt.

Schließlich: Da die Wachstumsmodelle der kreditfinanzierten Binnennachfrage in den Europroblemländern obsolet geworden sind, stellt sich die Frage nach neuen nachhaltigen Wachstumsmodellen. Die beste Lösung wäre, wenn diese Euroländer aus den Schulden herauswachsen könnten. Verstärkte eigene Exportanstrengungen sind daher unabdingbar, zumal die Option, Wettbewerbseinbußen durch externe Abwertung zu korrigieren, nicht mehr zur Verfügung steht. Ein EWU-Austritt und die Wiedereinführung einer eigenen, stark abgewerteten Währung tragen nicht automatisch zu einer wirtschaftlichen Verbesserung bei. Tragfähige Staatsfinanzen und Strukturreformen bleiben notwendige Voraussetzungen für ein nachhaltiges Wachstum in der Zukunft.

Zweifelhafte Instrumente haben in der Krise Konjunktur

Beim Gipfelmarathon 2011/2012 wurde auch eine Reihe von gemeinsamen Verschuldungs- und Interventionsinstrumenten mit problematischem Hintergrund debattiert, insbesondere der forcierte Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB und den EFSF bzw. den ESM, die Emission von Eurobonds zugunsten von Problemländern sowie die Vergabe einer Banklizenz für den ESM mit EZB-Zugang. Die erste Variante ist bereits mehrfach zum Zuge gekommen, während der EFSF bzw. auch der ESM bisher nur eine Option haben. Umfangreiche Staatsanleihekäufe der EZB liegen im Grenzbereich zwischen Geld- und Fiskalpolitik und haben den Nachteil, dass sie den Anreiz für notwendige Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen untergraben. Dies gilt auch für die Option des EFSF bzw. des ESM, notfalls an den Primär- und Sekundärmärkten Staatsanleihen von Problemländern zu kaufen, sowie die gemeinsame Emission von Eurobonds. Letztere wäre mit einer gesamtschuldnerischen Haftung in Höhe der ausgegebenen Eurobonds verbunden. Damit würde aber das Rating der Geberländer aufs Spiel gesetzt – mit dem Risiko einer Überforderung und höherer Zinskosten in der Zukunft. Eine Banklizenz für den ESM mit EZB-Zugang sollte es nicht geben, weil dies eine Staatsfinanzierung über die Notenpresse ermöglichen könnte. EZB-Präsident Draghi hat im Juli 2012 betont, dass die EZB das ESM nicht als so genannte Gegenpartei anerkennen werde und diese Diskussion damit hinfällig sei.⁴

Kontrollfunktion der Finanzmärkte weiterhin notwendig

Die Finanzmärkte setzen offenbar die Messlatte für die Budgetdisziplin in der EWU besonders hoch an. Sichtbar wird dies in der Tatsache, dass die Eurozone seit 2010 im Brennpunkt der Märkte steht, obwohl die meisten Problemländer der Eurozone deutliche Konsolidierungsfortschritte erzielt haben, während die Schuldenprobleme anderswo in Europa und weltweit zum Teil noch viel gravierender sind. So erhalten zum Beispiel die

4 Das BVerfG hat in seinem vorläufigen Urteil vom 12.9. ebenfalls klargestellt, dass die Möglichkeit einer Banklizenz vom derzeitigen ESM Vertrag nicht gedeckt wird.

Euroländer von den Ratingagenturen einem Bewertungsmalus, weil sie nicht mehr die Option haben, ihre Schuldenlast durch Inflationierung über die Notenpresse zu reduzieren.

Im Zusammenhang mit der Schulden- und Bankenkrise wird unter anderem die Kontrollfunktion der Finanzmärkte für die Prüfung der Solidität von Finanzanlagen immer wieder stark kritisiert. Zuweilen entsteht der Eindruck, dass nicht Griechenland mit seiner jahrelang laxen Finanzpolitik die Schuldenkrise ausgelöst habe, sondern die Spekulanten, die an den Finanzmärkten nur eine kleine Minderheit sind. Dabei wird leicht übersehen, dass täglich eine Vielzahl von seriösen institutionellen und privaten Anlegern an den Finanzmärkten operiert, die solide Anlagen (zum Beispiel Altersvorsorgeprodukte) suchen und Risiken bewerten müssen. Es ist deshalb im Interesse nachhaltiger Geldanlagen der Sparer notwendig, dass auch das Länderrisiko in der Eurozone ständig neu bewertet wird. Die Finanzmärkte haben hier wichtige Aufgaben, sie brauchen aber auch Orientierung und Planungssicherheit.

Die Erfahrung lehrt freilich, dass die Finanzmärkte zu Übertreibungen neigen. So war die starke Zinskonvergenz in der Dekade vor 2009 nicht sachgerecht, sondern Ausdruck der Marktmeinung, dass die Non-Bail-out-Klausel ohnehin nicht eingehalten würde. Dies hat sich dann bei Griechenland, Irland und Portugal auch bewahrheitet. Dass die Problemländer der Eurozone während der Krise einen zum Teil sehr starken Anstieg der Anleihezinsen und Zinsabstände gegenüber Bundesanleihen erlebt haben, ist nicht in der Richtung, wohl aber im Ausmaß wiederum eine Übertreibung.

EZB: Rückkehr zur Normalität nicht in Sicht

Im Berichtszeitraum sah sich die EZB erneut enormen Herausforderungen gegenüber. Die Wirtschaft vieler Euroländer glitt in die Rezession und die Arbeitslosigkeit stieg zum Teil kräftig an, während sich die wirtschaftliche Dynamik in Deutschland spürbar verlangsamte. Damit verminderte sich der Inflationsdruck. So konnte die EZB die Ankäufe von Staatsanleihen Spaniens und Italiens ab August 2011 stark ausweiten, ohne das Ziel der Preisstabilität unmittelbar zu gefährden. Bis zur Aussetzung der Anleihekäufe im März 2012 summierte sich das insgesamt angekaufte Volumen der EZB auf rund 212 Mrd. Euro.

Mit Blick auf die Krisenverschärfung hat die EZB ihre expansive Linie im November/Dezember 2011 nochmals kräftig verstärkt, um das Risiko einer Kreditklemme in den Europroblemländern zu verringern. So hat sie die Leitzinsen in mehreren Schritten von 1,5% im November auf einen historischen Tiefstand von 0,75% im Juli zurückgenommen. Die EZB hat hier erstmals zwei längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von drei Jahren durchgeführt und den Mindestreservesatz auf 1% halbiert. Hiermit hat sie den Banken zusätzliche Liquidität im Werte vom circa 1 Billion Euro bereitgestellt.

Im Krisenmanagement steigt inzwischen das Risiko, dass die EZB durch Aufgabenhäufung – neben der Preis- und Finanzmarktstabilisierung, dem neuen Ankaufprogramm von Staatsanleihen und schließlich der geplanten Übernahme von aufsichtsrechtlichen Funktionen im Zuge der Schaffung einer EU-Bankenunion – überfordert wird. Vor allem im Staatsanleihenkauf wird vielfach eine Verletzung der Unabhängigkeit gesehen. Allerdings konnte der Vertrauensschaden bislang in Grenzen gehalten werden, da die Käufe transparent blieben und die so entstandene Liquidität sterilisiert wurde. In Folge der im Sommer 2012 erneut angespannten Situation bei den Bondzinsen Spaniens und Italiens hat die EZB nun allerdings am 6. September den unbegrenzten Ankauf von kurzlaufenden

Staatsanleihen in Aussicht gestellt, eine derartige Maßnahme aber von Hilfsprogrammen des ESM und der verbundenen länderspezifischen Konditionalität abhängig gemacht.

Die Schuldenkrise in Europa hat vor allem die Sorge aufkommen lassen, dass die hohe Staatsverschuldung über eine sehr expansive Geldpolitik einen Inflationsprozess auslösen könnte. Dass auf kurze und mittlere Sicht Inflationsgefahren drohen, ist angesichts der schwachen Konjunktur nicht zu erwarten. Die Inflationsrate der Eurozone, die im Jahresverlauf 2011 unter anderem rohstoffpreisbedingt auf 3% angestiegen war, hat sich bis zur Jahresmitte 2012 auf 2,4% und in Richtung der EZB-Zielmarke von knapp 2% zurückgebildet. Eine anhaltend lockere Geldpolitik birgt allerdings das Risiko, dass sehr niedrige Zinsen Inflationsängsten und einer Flucht in die Sachwerte mit erneuter Vermögensblasenbildung Vorschub leisten könnte. Die EZB wird weiterhin zu ihrem klaren Mandat stehen. Eine Rückkehr zur geldpolitischen Normalität ist aber nicht in Sicht. Grundsätzlich muss die EZB allerdings nach dem Abklingen der Krise ihre Notmaßnahmen beenden.

Weiterführende Literatur

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), 82. Jahresbericht, 1. April 2012 – 31. März 2012, Basel 2012.

Bernhard Speyer, EU-Bankenunion, Deutsche Bank Research, EU Monitor, August 2012.

Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2011, Frankfurt am Main 2012.

Europäische Zentralbank (EZB), Jahresbericht 2011, Frankfurt am Main 2012.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage, Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen Nutzen, Sondergutachten, 5. Juli 2012.