

Währungspolitik

Werner Becker / Barbara Böttcher

Die Finanzkrise hat tiefe Spuren im Finanz- und Währungssystem wie in der Realwirtschaft hinterlassen. Das Welt-BIP wird 2009 erstmals seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs sinken. Regierungen und Notenbanken haben nach dem Kollaps der US-Investmentbank Lehman-Brothers Mitte September 2008 rasch und kooperativ gehandelt, um das Finanzsystem zu stabilisieren. Während viele Regierungen umfangreiche Bankenrettungs- und Konjunkturprogramme auflegten, haben die wichtigsten Notenbanken die Liquidität stark ausgeweitet und die Leitzinsen kräftig gesenkt. Dies wurde durch den rezessionsbedingt nachlassenden Inflationsdruck erleichtert. Nach der Entschärfung der Finanzkrise und der leichten Besserung der Weltkonjunktur im Jahresverlauf 2009 kommt es nun auf die geeignete Exit-Strategie für die Geld- und Fiskalpolitik an. Die Reformagenda der G20 – z.B. Stärkung des Eigenkapitals der Banken – sollte behutsam umgesetzt werden. Die Slowakei ist seit Anfang 2009 EWU-Mitglied. Die Finanzkrise hat die Perspektive weiterer Beitritte eingetrübt.

Finanzkrise prägt Währungspolitik

Die Finanzmarkturbulenzen, die im August 2007 am US-Immobilien- und -Hypothekenmarkt ihren Ausgang nahmen, gipfelten Mitte September 2008 im Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman-Brothers. Die damit verursachten Schockwellen ließen eine Kernschmelze im globalen Finanzsystem nicht unrealistisch erscheinen.

Das globale Finanzsystem wurde durch die stark wertgeminderten Papiere aus dem US-Hypothekenmarkt, in die weltweit auch viele Banken investiert hatten, massiv belastet. Die große Unsicherheit über die Höhe und Verteilung der Verluste aus der Anlage in diesen „toxischen“ Wertpapieren hat die Geldmärkte gelähmt und zu einer – zeitweise – massiv eingeschränkten Funktionsfähigkeit vieler anderer Finanzmarktsegmente geführt. Die internationalen Investoren schichteten ihre Mittel aus risikobehafteten Anlagen in erstklassische Staatsanleihen um, was diesen Regierungen günstigere Zinsen bei der Etatfinanzierung bescherte. Hingegen konnten Unternehmen und Banken wichtige Finanzmarktsegmente nicht mehr oder nur noch zu ungünstigeren Konditionen nutzen.

Die Realwirtschaft blieb von der Finanzkrise nicht verschont. Die Konjunktur in vielen Industrie- und Schwellenländern brach im Winterhalbjahr 2008/9 im Zuge des schwindenden Vertrauens, weltweit verschärfter Kreditbedingungen und sinkender Vermögenspreise kräftig ein. Einige bedeutende Schwellenländer Asiens – wie China und Indien – blieben zwar von einer Rezession verschont, die hohen Wachstumsraten gingen aber 2009 deutlich zurück. Mit der scharfen Abwärtsbewegung der Weltwirtschaft endete die Boomphase seit 2003 abrupt. Die globale Wirtschaftsleistung ist 2009 erstmals seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs gesunken. Die Währungspolitik stand 2008/2009 ganz im Zeichen intensiver politischer Bemühungen, die Krise einzudämmen und zu überwinden.

Regierungen und Notenbanken handeln koordiniert

Die Regierungen und Notenbanken wichtiger Länder haben zügig und umfassend reagiert, um das globale Banken- und Finanzsystem zu stabilisieren. Zahlreiche Regierungen haben

weitreichende nationale Rettungspakete für notleidende Banken geschnürt, die vor allem Kapitalhilfen, Garantien, den Ankauf „toxischer“ Wertpapiere und zusätzliche Absicherungen für Bankeinlagen umfassten. Auch im deutschen Finanzsystem mussten im zweiten Halbjahr 2008 mehrere umfangreiche Stützungsmaßnahmen vorgenommen werden. Die Regierungen der G20 hatten bereits Ende 2008 zugesagt, alle systemrelevanten Banken zu stützen, um einen erneuten Flächenbrand wie bei Lehmann-Brothers zu verhindern.

Zudem haben zahlreiche Regierungen fiskalische Konjunkturprogramme aufgelegt. In der EU wurden diese erstmals weitgehend abgestimmt. Schließlich haben die wichtigsten Notenbanken ihre Leitzinsen rasch herabgesetzt. Dies wurde durch den starken Konjunkturereinbruch erleichtert, der den rohstoffpreisbedingten Inflationsdruck kräftig reduzierte. Dies gilt v. a. für die EZB, die noch im Juli 2008 ihren Leitzins auf 4¼% angehoben hatte. Die US-Notenbank, die EZB und die Bank von England haben in der Krisenphase im September/Oktober 2008 sehr eng kooperiert. Während der Leitzins in den USA und in Großbritannien zügig auf nahe Null reduziert wurde, hat die EZB ihren Zins stufenweise auf das historisch niedrigste Niveau von 1% bis Mai 2009 herabgeschleust. Zugleich wurde die Liquiditätsversorgung weltweit stark ausgeweitet, um die starken Störungen des (Interbanken-)Geldmarktes auszugleichen. Während die US-Notenbank und die Bank von England weitreichende Käufe von Staats-, Unternehmens- und Hypothekenanleihen zur Liquiditätsanreicherung vornahmen, änderte die EZB ihr Instrumentarium behutsam. So hat sie z.B. die Liquiditätsversorgung vom Zins- auf das Mengentenderverfahren mit voller Zuteilung umgestellt, die Laufzeiten der Refinanzierungsgeschäfte auf bis zu zwölf Monate ausgedehnt und die Liquiditätsanreicherung in Fremdwährung ausgeweitet. Dies hat den Vorteil, dass die EZB ihre Liquiditätsmaßnahmen schnell und geräuschlos zurückführen könnte.

Die Maßnahmen greifen

Das globale Währungs- und Finanzsystem hat dank der vielfältigen Stützungsmaßnahmen im Jahresverlauf 2009 an Stabilität zurück gewonnen. Die massive Unsicherheit an den Finanzmärkten nach dem Lehman-Brothers-Kollaps ist deutlich gesunken. Die Risikoprämien haben sich in vielen Marktsegmenten fühlbar verringert. So haben sich die Spreads bei Staatsanleihen der EWU-Länder, die sich im Winterhalbjahr 2008/2009 auf bis zu 300 Basispunkte gegenüber Bundesanleihen ausgeweitet hatten, wieder weitgehend normalisiert. Die wachsende Risikobereitschaft der Investoren kommt 2009 auch in der Zeichnung eines rasch steigenden Volumens von Unternehmensbonds bei sinkenden Spreads gegenüber Staatsanleihen zum Ausdruck. Auch in der Realwirtschaft hat sich die Lage im Jahresverlauf 2009 allmählich entschärft, doch Risiken wie das einer erneuten Konjunkturschwäche bleiben. Die hohen internationalen Leistungsbilanzungleichgewichte haben sich im globalen Abschwung deutlich verringert. Das US-Leistungsbilanzdefizit hat sich 2009 gegenüber dem Höchststand 2006 auf rd. 3% des BIP mehr als halbiert, die Überschüsse Japans und Chinas sind spürbar gesunken und die Bilanz des Euro-Raums ist weitgehend ausgeglichen.

Schlussfolgerungen für Regierungen und Geldpolitik

Für die Geld- und Fiskalpolitik stellt sich die Frage nach einer geeigneten Exit-Strategie, die weder die Stabilisierung des Finanzsystems noch die Konjunkturerholung belastet. Geldpolitisch sind eine rechtzeitige Rückführung der überreichlichen Liquiditätsversorgung und eine Revision der Niedrigzinspolitik erforderlich, um Inflationsgefahren im Aufschwung entgegenzuwirken. Die Finanzkrise verursacht verbreitet die Sorge, dass die wachsende Staatsverschuldung zu hohen Inflationsraten und einer Entwertung des Geld-

vermögens führen könnte. Die EZB hat aber ein klares Mandat und die Instrumente, um für Preisstabilität zu sorgen.

Für die Finanzpolitik kommt es auf das richtige Timing und Tempo der Umsteuerung von Expansion auf Konsolidierung an. Der 2005 reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt muss seinen ersten Stresstest bestehen, denn 2009 drohen, auch wegen der Konjunktur- und Bankenrettungsprogramme, in 13 der 16 EWU-Länder exzessive Budgetdefizite von mehr als 3% des BIP, deren Rückführung laut Beschluss des ECOFIN-Rats in 2011 beginnen soll. Der Pakt erlaubt genügend Flexibilität für die Budgetkonsolidierung, die nötig ist, um die Geldpolitik zu entlasten und Spielräume für Wachstum und demografiebedingte Ausgaben zu schaffen. Ein wichtiger Schritt in Deutschland war die Verankerung der Schuldenbremse im Grundgesetz.

Auf den Ebenen der EU, der G20 und des IWF wurde eine enge Kooperation mit dem Ziel verabredet, das internationale Währungs- und Finanzsystem zu reformieren, um es künftig gegen Krisen besser zu wappnen. Positiv ist die wachsende Rolle der G20, die neben den großen Industriestaaten auch die wichtigsten Schwellenländer wie China, Indien und Brasilien und damit fast 90% des Welt-BIP umfasst. Die G20-Gipfel in London und Pittsburgh haben 2009 die Weichen für Reformen im internationalen Finanzsystem gestellt. Die Reformagenda betrifft v. a. die Stärkung des Eigenkapitals der Banken, die Verbesserung ihres Risikomanagements und die Schaffung einheitlicher globaler Grundsätze für das Rechnungswesen. Sie sollte behutsam konkretisiert und umgesetzt werden, um die Wachstumsfinanzierung durch Bankkredite in den kommenden Jahren nicht zu belasten.

Um die makro-ökonomischen Rahmenbedingungen der Weltwirtschaft zu verbessern, haben die G20 verabredet, die Finanzausstattung des IWF und seine Überwachungsfunktion zu stärken. Dies ist notwendig, um die Anpassungsprozesse der weltweit von der Krise stark betroffenen Länder finanziell zu begleiten. Nach der Quotenerhöhung und Stimmrechtsreform vom April 2008, die dem höheren wirtschaftlichen Gewicht der Schwellenländer besser Rechnung trägt, hat der London-Gipfel der G20 von 2009 eine Verdreifachung der IWF-Ressourcen auf 750 Mrd. SZR (1.185 Mrd. USD) beschlossen, zu der auch Europa verantwortungsvoll beiträgt.

Globalen Einfluss Europas stärken

Der Euro hat als internationale Anlage- und Reservewährung weiter an Bedeutung gewonnen. Sein Anteil an den internationalen Anlagen in Wertpapieren stieg bis Ende 2008 auf 32%, während der des Dollar auf 45% fiel. Als internationale Emissionswährung lag der Euro 2008 erstmals vor dem jahrelang dominierenden US-Dollar. Der Anteil des Euro an den Devisenreserven der Notenbanken weltweit erhöhte sich bis Mitte 2009 auf 27,5%, wohingegen sich die Dollarquote auf 62,8% ermäßigte. Ankündigungen wichtiger Länder lassen vermuten, dass sich dieser Prozess fortsetzt.

Dementsprechend sollten die EWU-Länder bei währungspolitischen Themen größeren Einfluss in internationalen Gremien wie der G20 und dem IWF nehmen können. Der zum 1.1.2010 in Kraft tretende Vertrag von Lissabon bildet eine neue politische Grundlage, um innerhalb der Eurogruppe gemeinsame EWU-Standpunkte zu währungspolitischen Fragen zu entwickeln und in internationalen Gremien zur Geltung zu bringen.

Die Finanzkrise bewegt die Wechselkurse...

Die Devisenmärkte waren von Mitte 2008 bis Mitte 2009 angesichts der sich verschärfenden Finanzkrise von großer Volatilität geprägt. Der handelsgewichtete Wechselkurs des Euro sank bis zum Krisenhöhepunkt im September 2008 um 4%, konnte die Einbuße aber

bis Mitte 2009 zum großen Teil wieder wettmachen. Im Mittelpunkt dieser Entwicklung stand der Eurokurs gegenüber dem Dollar, der im Juli 2008 mit 1,60 EUR/USD einen historischen Höchststand erreichte und bis Ende 2008 auf 1,25 EUR/USD sank. Letzteres hing mit dem hohen Bedarf an Dollarliquidität während der „heißen Phase“ der Finanzkrise zusammen. Hier kam es zu massiven Portfolioumschichtungen zugunsten des Dollar, der zeitweise wieder als „sicherer Hafen“ fungierte. Der Übergang der US-Notenbank zur Nullzinspolitik im Dezember 2008 sowie schwindende Aussichten auf eine zügige Erholung der US-Wirtschaft führten dann zur Korrektur des Dollarkurses. Zur Jahresmitte 2009 notierte der Euro bei 1,45 USD.

Einen ähnlichen Kursverlauf vollzog der Euro gegenüber dem Yen und dem Pfund Sterling. Dänemark, das seit Jahren einen festen Wechselkurs der Krone zum Euro im Rahmen des Europäischen Wechselkursmechanismus (WKM) II unterhält und damit quasi stiller Teilhaber des Euro ist, musste den Euro-Kronenkurs ab Oktober 2008 mit höheren Zinsen verteidigen. Von Mitte 2008 bis Mitte 2009 verzeichnete der Euro per saldo eine spürbare Aufwertung gegenüber mehreren mittel- und osteuropäischen Währungen wie dem polnischen Zloty, dem ungarischen Forint und dem rumänischen Leu. Diese Währungen gerieten im Zusammenhang mit der Finanzierung hoher Leistungsbilanzdefizite unter Druck. Ein Spezialfall war Ungarn, dessen Notenbank eine Swapvereinbarung mit der EZB schloss, um ungarische Banken mit erheblichem Euro-Aktivgeschäft ohne direktem Refinanzierungszugang zur EZB mit Euro zu versorgen.

...und trübt die Perspektiven für weitere EWU-Beitritte

Die Slowakei ist am 1.1. 2009 dem Euroclub beitreten. Damit hat sich die Zahl der EWU-Länder auf 16 erhöht, d.h. 329 Mio. EU-Bürger oder 2 von 3 EU-Bürgern nutzen den Euro als ihre Währung. Die EWU-Teilnahme der Slowakei hat keine Anwendung des Rotationsverfahrens ausgelöst, das Entscheidungen im EZB-Rat im EWU-Erweiterungsprozess erleichtern soll. Die EZB beschloss im Dezember 2008, die Zweigruppenvariante des Rotationsverfahrens erst ab 18 Ländern wirksam werden zu lassen. Dabei soll eine Gruppe großer Länder zunächst voll stimmberechtigt sein, während bei der zweiten Gruppe die Stimmrechte rotieren. Bei dieser Entscheidung dürfte auch eine Rolle gespielt haben, dass sich für 2010 kein weiteres EU-Mitglied für die EWU qualifiziert hat und aus heutiger Sicht weitere Beitritte vor 2013 eher unwahrscheinlich sind.

Das erfolgreiche Krisenmanagement der EZB hat den EWU-Beitritt für manche Länder in einem neuen Licht erscheinen lassen und eine lebhafte Debatte über einen vorzeitigen EWU-Einstieg weiterer mittel- und osteuropäischer EU-Länder ausgelöst. Allerdings haben sich die Konvergenzvoraussetzungen dieser Länder infolge der Wirtschafts- und Finanzkrise spürbar verschlechtert. Die Spielregeln sehen keine Abkürzung für einen EWU-Beitritt vor. Die Erfüllung der Konvergenzkriterien bleibt eine entscheidende Voraussetzung für eine Teilnahme an der EWU.

Weiterführende Literatur

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: 79. Jahresbericht, Basel 2009.

Bernhard Gräf/Stefan Schneider: Wie bedrohlich sind die mittelfristigen Inflationsrisiken? Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen Nr. 443, 2009.

Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2008, Frankfurt am Main 2009.

Barbara Böttcher/Gunter Deuber: Gemischte Bilanz nach fünf Jahren Osterweiterung, Deutsche Bank Research, EU-Monitor Nr. 66, 2009.