

Währungspolitik

Werner Becker / Barbara Böttcher

Die Konjunktur in Europa und Deutschland hat sich von Mitte 2009 bis Mitte 2010 vom finanzkrisenbedingten Einbruch spürbar erholt. Da die Regierungen in Europa wie weltweit ihre Budgetdefizite stark ausweiteten, stieg der staatliche Schuldenstand vielerorts kräftig an. Auch in Europa wuchsen die Risiken, dass auf die Finanz- und Wirtschaftskrise eine Krise der Staatsfinanzen folgen könnte. Die Staatsschuldenkrise Griechenlands bewegte die Finanzmärkte, der schwindende Marktzugang des Landes führte zu einer gemeinsamen Stützungsaktion von Eurostaaten und dem IWF auf der Basis eines anspruchsvollen wirtschaftspolitischen Sanierungsprogramms. Um Ansteckungseffekte auf weitere Euroländer zu vermeiden, wurde ein massiver gemeinsamer Rettungsschirm in Höhe von bis zu 750 Mrd. Euro aufgespannt. Hierdurch wurden die Fundamente der Währungsunion – insbesondere Budgetdisziplin und nationale Verantwortung für solide Staatsfinanzen – erschüttert. Auch die Unabhängigkeit der EZB geriet unter Druck.

Weltwirtschaft: tiefe Rezession überwunden

Infolge der Finanzkrise erlebte die Weltwirtschaft im Winterhalbjahr 2008/2009 den schwersten Einbruch seit 80 Jahren. Bei rückläufigem Welthandel sank das reale Bruttoinlandsprodukt 2009 in den USA um 2,6%, in der Eurozone um 4% und in Deutschland gar um 4,7%. Allerdings haben sich Weltwirtschaft wie auch europäische und deutsche Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2009 erholt und die Finanzmärkte konnten sich aus der Schockstarre lösen. Dafür sorgte eine stark expansive Geld- und Fiskalpolitik. Der Beitrag der Geldpolitik bestand in niedrigen Leitzinsen und überaus reichlicher Liquiditätsversorgung, derjenige der Finanzpolitik in umfangreichen Paketen zur Konjunktur- und Bankenstützung. Letztere umfassten vor allem die Zufuhr von Eigenkapital und Garantien für Einlagen.

Die asiatischen Schwellenländer übernahmen eine Führungsrolle im globalen Erholungsprozess, wobei insbesondere China eine bemerkenswert rasche Rückkehr auf einen steilen Wachstumspfad gelang. Der Welthandel nahm wieder Fahrt auf. Hiervon profitierte vor allem Deutschland, dessen Industrie unter dem vorangegangenen Exporteinbruch stark gelitten hatte. Dies kommt auch in der Entwicklung der bilateralen Handelsbeziehungen Deutschlands zum Ausdruck. Während die deutschen Exporte in die Haupthandelspartner in Europa zumeist nur unterdurchschnittlich. Die konjunkturelle Erholung in Europa und Deutschland blieb moderat. Der scharfe Einbruch beim BIP wird daher erst in einigen Jahren wettgemacht werden können. Vor diesem Hintergrund zögern die meisten Regierungen und Notenbanken mit dem notwendigen Ausstieg aus der sehr expansiven Geld- und Fiskalpolitik. Konjunkturrisiken in Europa ergeben sich vor allem aufgrund von Vertrauensproblemen, die die Dynamik der Staatsverschuldung verursacht hat.

Griechenland löst größte Eurokrise seit 1999 aus

Die Budgetdefizite und staatlichen Schuldenstände haben sich in Europa (aber auch weltweit) stark erhöht. 2009 wiesen 14 der 16 EWU-Mitgliedsländer übermäßige Budgetdefi-

zite von mehr als 3% des BIP auf, deren Rückführung gemäß den Beschlüssen des ECOFIN-Rats erst 2011 beginnen soll. Entsprechend sind die staatlichen Schuldenstände bis Ende 2009 in der EWU insgesamt um 10%-Punkte auf 79% des BIP gestiegen. In Deutschland ist die Schuldenquote von 66% in 2008 auf 73% in 2009 gesprungen und wird auch in 2010 erneut deutlich steigen.

Gleichwohl sind die Spreads für Staatsanleihen der EWU-Mitglieder im Zuge der Erholung von Konjunktur und Finanzsektor im Jahresverlauf 2009 zunächst deutlich gesunken. Allerdings rückte die staatliche Verschuldungsdynamik im Dezember 2009 in den Fokus der Märkte, nachdem Griechenland mit 12,7% des BIP einen stark erhöhten Wert für das Budgetdefizit 2009 bekanntgegeben hatte. Die Fiskalposition Griechenlands, das über viele Jahre gegen die finanzpolitische Vorgaben der EWU grob verstoßen hat, wurde im Frühjahr 2010 zunehmend skeptischer gesehen. Seine Refinanzierungskosten erhöhten sich angesichts des Auseinanderlaufens der Renditen griechischer Staatsanleihen gegenüber denen von Bundesanleihen. Es wurde immer deutlicher, dass das Land auf finanzielle Hilfe von außen angewiesen sein würde, um Zahlungsstörungen mit weitreichenden negativen Folgen für die Stabilität der EWU abzuwenden. Nach der grundsätzlichen Hilfezusage an Griechenland im März 2010 haben die Euro-Partnerländer und der internationale Währungsfonds (IWF) Anfang Mai aufgrund des Hilfesuchens des Landes ein gemeinsames Stützungs paket in Höhe von insgesamt 110 Mrd. Euro vereinbart, wobei die Euroländer 80 Mrd. Euro übernehmen. Innerhalb der Eurogruppe orientiert sich der Garantiumfang der einzelnen Länder an ihrem Anteil am Kapital der EZB, so dass auf Deutschland rd. 23 Mrd. Euro entfallen. Die Wirksamkeit des Pakets hängt entscheidend davon ab, ob Griechenland das beschlossene Konsolidierungspaket umsetzt und seine Wettbewerbs- und Schuldendienstfähigkeit wiederherstellt.

Aufgrund des verzögerten Handelns in der Griechenlandkrise hatte sich bis Anfang Mai 2010 das Marktumfeld für Staatsanleihen anderer krisenanfälliger Euroländer bereits so stark eingetrübt, dass massive Ansteckungseffekte drohten. Um dem entgegenzuwirken, einigte sich der ECOFIN-Rat am 10. Mai auf einen Rettungsschirm mit einem Kreditrahmen von bis zu 500 Mrd. Euro, der sich zusammen mit IWF-Zusagen auf 750 Mrd. Euro summiert. Für die Kreditvergabe seitens der Eurozone wurde eine Zweckgesellschaft mit Sitz in Luxemburg gegründet, die sich über die Ausgabe von Anleihen am Kapitalmarkt refinanziert. Das Schuldenmanagement obliegt der deutschen Finanzagentur. Die EZB flankierte die Vereinbarung durch ihre Bereitschaft, Staatsanleihen von Euroländern anzukaufen. Um internationale Ausstrahlungen der Eurokrise zu begrenzen, hat die EZB mit der US-Notenbank und in Abstimmung mit anderen wichtigen Zentralbanken Liquidität zuführende Swap-Transaktionen in US-Dollar erneuert, um die Dollarversorgung des europäischen Bankensystems sicherzustellen. Damit konnte den Ansteckungsgefahren zumindest zunächst Einhalt geboten werden. Im Zuge des Krisenmanagements nahm die Volatilität des Eurowechselkurses beträchtlich zu.

Die EWU braucht keine Reform, sondern Einhaltung der Spielregeln

Das Griechenlandpaket und der massive Rettungsschirm haben das Fundament der EWU als Stabilitätsunion beschädigt. Hier wurde nicht nur der im EU-Vertrag verankerte Grundsatz der Nichthaftung für Staatsschulden von Mitgliedsländern ausgehebelt, sondern auch zwei zentrale Pfeiler der Währungsunion einem großen Belastungstest unterzogen: die Budgetdisziplin in den Mitgliedstaaten und die Unabhängigkeit der EZB.

Die EWU-Krise 2010 hat Sorgen aufkommen lassen, dass sie sich über eine Staatsschuldenunion längerfristig zu einer Inflationsunion entwickeln könnte, obwohl angesichts moderater Konjunktur zunächst keine Inflationsgefahren drohen. Um das Vertrauen der Finanzmärkte wiederzugewinnen, müssen die angegriffenen Pfeiler der EWU – v.a. die Budgetdisziplin – möglichst rasch wieder „repariert“ werden, am besten durch einen zügigen Einstieg in die Budgetkonsolidierung in allen EWU-Ländern mit übermäßigen Defiziten und eine weitere Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts, dessen Präventions- und Sanktionsmöglichkeiten gestärkt werden müssen. Vorbildfunktion könnte die 2009 im Grundgesetz verankerte deutsche Schuldenbremse haben. Zudem wird eine engere wirtschaftspolitische Koordinierung angestrebt – ungenügende Reformpolitik und der Verlust von Wettbewerbsfähigkeit einiger Mitgliedsländer sind wesentliche Ursachen für die Spannungen in der EWU – sowie ein vernünftiges Insolvenzverfahren für überschuldete Länder der Eurozone. Eine Task Force wird im Herbst Vorschläge dazu vorlegen.

Geldpolitik: Ausstieg aus der Expansionsstrategie verzögert sich

Angesichts der mäßigen Konjunkturerholung blieben die Inflationsraten in Europa und weltweit moderat. Entsprechend hielten die EZB sowie andere wichtige Notenbanken ihre Leitzinsen auf dem niedrigen Niveau der Finanzkrise. Als erste Notenbank der G-7-Länder hat Kanada im Juni 2010 die Leitzinsen angehoben. Die Liquiditätspolitik der wichtigen Notenbanken war in der zweiten Jahreshälfte 2009 zunächst durch weitere Maßnahmen zur Anreicherung der Bankenliquidität geprägt. So hat die EZB erstmals ein befristetes Programm zum Ankauf gedeckter Bankschuldverschreibungen („covered bonds“) und eine Anzahl von sechs- und zwölfmonatigen Refinanzierungsoperationen durchgeführt. Die Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wurden – befristet – als Festzinstender mit Vollzuteilung ausgeschrieben. Damit konnte die EZB die Lage des Bankensystems deutlich verbessern und die Geldmarktzinsen bis zu einem Jahr stabilisieren.

Die EZB leitete daher Ende 2009 die allmähliche Rücknahme der üppigen Liquiditätsversorgung ein, in dem sie z.B. keine neuen sechs- und zwölfmonatigen Refinanzierungsoperationen mehr anbot. Allerdings hat sie im April/Mai 2010 wegen der Griechenlandkrise und möglicher Ansteckungseffekte auf andere EWU-Länder einige Sondermaßnahmen erneut eingeführt. Zudem hat sie im Rahmen des Rettungsschirms vom 10. Mai 2010 Staatsanleihen von EWU-Staaten angekauft, um die Märkte zu stabilisieren. Damit wurden die Unabhängigkeit der EZB bedroht und Inflations Sorgen geweckt. Der Vertrauensschaden sollte eng begrenzt werden, indem die Ankäufe von EWU-Staatspapieren transparent sind, vorübergehend bleiben und durch Liquidität absorbierende Maßnahmen sterilisiert werden.

Griechenlandkrise schwächt den Eurowechselkurs

Eine positive Begleiterscheinung der Finanz- und Wirtschaftskrise war, dass sich die hohen internationalen Leistungsbilanzungleichgewichte aufgrund des Nachfrageinbruchs bei handelbaren Gütern deutlich zurückgebildet haben. Das US-Leistungsbilanzdefizit hat sich 2009 gegenüber dem Höchststand von 2006 auf 2,9% des BIP ungefähr halbiert. Ähnliches gilt für den Rückgang der Überschüsse Japans (2,8%) und Chinas (5,8%), wohingegen die Bilanz des Euro-Raums in etwa ausgeglichen blieb. Ob aber bereits eine gute Basis für eine stabile Entwicklung von Wirtschaft und Wechselkursen der großen Wirtschaftsräume geschaffen wurde, hängt auch von anderen Faktoren ab wie der Stärkung der privaten Ersparnis in den USA und mehr Wechselkursflexibilität in den asiatischen Überschussländern.

Die Ausläufer der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise hatten erheblichen Einfluss auf die Entwicklung der Devisenmärkte. So stand die Höherbewertung des Euro gegenüber

dem US-Dollar im zweiten Halbjahr 2009 im Zeichen der frühzeitigen Konjunkturstabilisierung in einigen großen Euroländern wie Deutschland, was zu positiven Markterwartungen für den Euro führte. Die Stimmung drehte allerdings im Dezember zuungunsten des Euro, nachdem Griechenland die Schätzungen für das Budgetdefizit 2009 massiv korrigiert hatte. Seitdem fiel der Euro um fast 20% in den Bereich von 1,20 USD/EUR und damit auf den tiefsten Stand seit vier Jahren. Der Euro-Wechselkurs gab auch auf handelsgewichteter Basis (gegenüber 21 wichtigen Handelspartnern) binnen Jahresfrist bis Juni 2010 um etwa 7% nach. Hauptgründe hierfür waren im ersten Halbjahr 2010 die griechische Staatsschuldenkrise und mögliche Ansteckungseffekte auf andere EWU-Staaten, aber auch das deutliche Wachstumsgefälle zwischen den USA und der Eurozone. Zwischenzeitlich hat sich der Kurs wieder erholt, aber die Volatilität bleibt hoch.

Die Staatsschuldenkrise trübt die Perspektiven für weitere EWU-Beitritte

In 2010 konnte sich kein EU-Mitglied für einen EWU-Beitritt qualifizieren. Die im Frühjahr 2010 veröffentlichten turnusgemäßen Konvergenzberichte von Europäischer Kommission und EZB konstatierten, dass nur Estland, das den Eintritt in die EWU per Januar 2011 beantragt hat, den Konvergenztest bestanden hat. Während die Kommission Estland einen hohen Grad an dauerhafter Konvergenz bescheinigt, meldet die EZB Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit der Preisstabilität an, da der Rückgang der Inflationsrate (auf minus 0,7% für die Testperiode von April 2009 bis März 2010) auf die scharfe Rezession zurückzuführen sei. Der Rat der EU-Finanzminister hat im Juli 2010 positiv über den EWU-Beitritt des Landes entschieden. Die Wirtschafts- und Finanzkrise, aber auch politische Bedenken, haben dagegen die Zeitpläne anderer Euroaspiranten in Frage gestellt.

Reformen im Weltwährungs- und Finanzsystem vorantreiben

Auf den Ebenen der EU, der G-20 und des IWF wurde 2009 eine enge Kooperation verabredet, um das internationale Währungs- und Finanzsystem zu reformieren und es künftig gegen Krisen besser zu wappnen. Maßgeblich für die Weichenstellung im globalen Reformprozess waren die G-20-Gipfel in London und Pittsburgh. Durchaus positiv ist die wachsende Rolle der G-20, die neben den großen Industriestaaten der G-7 auch die wichtigsten Schwellenländer – wie China, Indien und Brasilien – und damit fast 90% des Welt-BIP umfasst. Die Reformagenda der G-20 betrifft vor allem die Stärkung des Eigenkapitals der Banken, die Verbesserung ihres Risikomanagements und die Schaffung einheitlicher globaler Grundsätze für das Rechnungswesen. Bei der Konkretisierung und Umsetzung der notwendigen Reformen geht es auch darum, auf europäischer Ebene und global koordiniert vorzugehen, um Wettbewerbsverzerrungen zwischen den Finanzplätzen zu vermeiden und die Wachstumsfinanzierung durch Bankkredite in der Zukunft nicht zu belasten. Im Zuge der globalen Konjunkturerholung zeichneten sich 2010 allerdings zunehmend divergierende Reformtendenzen auf beiden Seiten des Atlantiks, aber auch innerhalb Europas ab (z.B. in der Frage einer Finanztransaktionssteuer oder der Regulierung von Hedgefonds), was den globalen Reformprozess gefährden könnte.

Weiterführende Literatur

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ): 80. Jahresbericht. 1. April 2009 – 31. März 2010, Basel 2010.

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

Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2009, Frankfurt am Main 2010.

Europäische Zentralbank (EZB): Jahresbericht 2009, Frankfurt am Main 2010.