

Währungspolitik

Werner Becker / Barbara Böttcher

Die Währungspolitik wurde zwischen Mitte 2010 bis Mitte 2011 von einem anhaltenden Aufschwung der Weltwirtschaft, der Staatsschuldenkrise in der Eurozone und der Neuordnung der EWU-Architektur geprägt. Die Staatsschuldenkrise erlebte im zweiten Quartal 2011 einen neuen Höhepunkt, weil ein weiteres Sanierungspaket für Griechenland erforderlich wurde. Zuvor hatten Irland und Portugal den temporären Rettungsschirm in Anspruch genommen. Die „Eurokrise“ seit 2010 ist weniger eine Währungskrise als eine Schuldenkrise in einzelnen Ländern, denn der Außen- und Binnenwert des Euro zeigen keine Krisensymptome. Es droht auch kein völliges Auseinanderbrechen der EWU, wohl aber der Übergang zu einer ungewollten Fiskal- und Schuldunion. Der EU-Gipfel im März 2011 hat ein umfassendes Reformpaket vereinbart, um die wirtschaftspolitische Steuerung der EWU („economic governance“) zu verbessern und Budgetdisziplin, Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum zu stärken. Neu ist die Einrichtung eines permanenten Rettungsschirms. Im Juli 2011 wurde ein weiteres weitreichendes Hilfspaket vereinbart. Der notwendige Ausstieg der EZB aus dem Krisenmanagement steht allerdings noch aus.

Globaler Aufschwung gewinnt Fahrt

Die Weltwirtschaft hat im Berichtszeitraum einen – allerdings fragilen – Aufschwung genommen. Hierzu hat die starke Dynamik der Schwellenländer – insbesondere in Asien – maßgeblich beigetragen. Hingegen blieb die Erholung in den USA trotz der weiterhin sehr expansiven Geld- und Finanzpolitik sehr moderat. In Europa ist die Konjunktur durch unterschiedliche Geschwindigkeiten geprägt. Während Deutschland und mehrere mitteleuropäische Länder kräftig wachsen, stagnierte oder schrumpfte die Wirtschaft in Eurostaaten mit gravierenden Schuldenproblemen. Deutschland war 2010 mit einem BIP-Zuwachs von 3,6% Wachstumsmotor für Europa. Das Wachstum schwächte sich 2011 ab.

Im Zuge des dynamischen Wachstums haben sich die Leistungsbilanzüberschüsse in China, Japan und Deutschland gegenüber 2008 stark verringert, wohingegen sich die Reduktion des US-Leistungsbilanzdefizits nicht fortgesetzt hat. Dass der Renminbi gegenüber dem Dollar von Juli 2010 bis Juni 2011 um gut 5% (seit 2005 um 22%) aufgewertet wurde, trägt ebenfalls zum Abbau der globalen Leistungsbilanzungleichwichte bei; eine weitere Aufwertung des Renminbi erscheint allerdings notwendig. In den Eurostaaten mit gravierenden Schuldenproblemen sind die hohen Leistungsbilanzdefizite aufgrund sinkender Importnachfrage stark rückläufig.

Die Schuldenkrise in der Eurozone weitet sich aus

Die Konjunkturerholung in Europa wurde ab dem Frühjahr 2010 durch die Staatsschuldenkrise in mehreren Eurostaaten getrübt. Die Währungsunion erlebte damit ihre erste ernsthafte Krise seit ihrer Gründung 1999. Auslöser der Krise war Griechenland, das über viele Jahre gegen die finanzpolitische Vorgaben der EWU grob verstoßen hatte. Die Euroländer und der Internationale Währungsfonds (IWF) haben Anfang Mai 2010 für Griechenland

ein dreijähriges auflagengebundenes Kreditpaket in Höhe von 110 Mrd. Euro geschnürt. Um massive Ansteckungseffekte auf andere hochverschuldete Euroländer zu verhindern, vereinbarten die Finanzminister der 27 EU-Länder bereits am 10. Mai 2010 einen umfangreichen dreijährigen Rettungsschirm mit einem Garantievolumen von bis zu 500 Mrd. Euro, der sich zusammen mit IWF-Zusagen auf 750 Mrd. Euro summierte. Die Inanspruchnahme von Krediten ist auch hier an wirtschafts- und finanzpolitische Sanierungsaufgaben gebunden. Die EZB flankierte die Vereinbarungen bis März 2011 durch den massiven Ankauf von Staatsanleihen von Euro-Problemländern. Irland hat im November 2010 Kredithilfen aus dem Rettungsschirm beantragt, Portugal folgte im April 2011.

Ab dem zweiten Quartal 2011 traten beim laufenden Sparprogramm für Griechenland gravierende Probleme auf. Das Land hat zwar seit Mai 2010 erhebliche Anstrengungen bei der Budgetsanierung und bei Wirtschaftsreformen unternommen, blieb jedoch hinter den Vereinbarungen des Programms – z.B. hinsichtlich der Privatisierung von Staatsunternehmen – zurück. Damit ist an die für 2012 geplante Rückkehr Griechenlands an die Kapitalmärkte nicht mehr zu denken. Die Finanzierungslücke wird gemäß den Beschlüssen des Gipfels vom Juli 2011 durch ein zusätzliches massives Hilfspaket für Griechenland geschlossen, nachdem sich die Euroländer unter der Ägide der Troika aus Europäischer Kommission, IWF und EZB im Juni 2011 mit der griechischen Regierung auf ein verschärftes Sanierungsprogramm geeinigt. Am erneuten Hilfspaket für Griechenland beteiligen sich die Euro-Länder, der IWF und private Gläubiger wie Banken und Versicherungen. Das öffentliche Hilfvolumen entspricht mit 109 Mrd. Euro etwa demjenigen des ersten Pakets vom Mai 2010, der private Sektor will bis 2014 auf freiwilliger Basis weitere 50 Mrd. Euro beisteuern. Das Paket umfasst mehrere Elemente einer Schuldenerleichterung: längere Laufzeiten, niedrigere Zinsen, Anleiheankäufe sowie Garantien für private Investoren. Letztere haben sich zu Laufzeitverlängerungen und einem Teilforderungsverzicht bei Griechenlandanleihen bereit erklärt und im Gegenzug Garantien der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) für die Restforderungen erhalten. Die Gipfelbeschlüsse sehen eine starke Ausweitung der Befugnisse der EFSF vor, die dann auch für den dauerhaften Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) übernommen werden. Die Ausleihkapazität der EFSF war noch in Juni 2011 im Rahmen des dreijährigen Rettungsschirms auf 780 Mrd. Euro aufgestockt worden, um eventuellen Ansteckungseffekten im Euroraum ausreichend begegnen zu können. Die Garantieübernahme des EFSF für griechische Anleihen wird von derzeit 7,5 Jahre auf mindestens 15 Jahre und bis zu 30 Jahre ausgeweitet. Die Herabsetzung der Zinsen für Kredite des EFSF auf ein Niveau nahe der Refinanzierungskosten – derzeit ca. 3,5% – gilt nicht nur für Griechenland, sondern auch für Irland und Portugal. Derartige Topkonditionen entlasten zwar, mindern aber auch den Anreiz für eine solide Wirtschafts- und Finanzpolitik. Der EFSF darf unter bestimmten Voraussetzungen Staatspapiere von allen Euroländern am Primär- und Sekundärmarkt ankaufen. Er kann auch präventiv auf der Basis eines „vorsorglichen Programms“ tätig werden, um einer Notlage eines Eurolandes vorzubeugen. Die Schuldenkrise ist damit allerdings noch nicht gelöst. Die Ausweitung der Kompetenzen der EFSF wird als intransparent und als ein Einfallstor in eine europäische Haftungsgemeinschaft kritisiert. Insgesamt sind politische und technische Risiken der Implementierung nicht zu übersehen.

Die Schuldenkrise ist keine Währungskrise des Euro

Die Staatsschuldenkrise seit 2010 wird häufig als Eurokrise bezeichnet. Dies wird mit der temporären Abschwächung des Eurowechselkurses gegenüber dem US-Dollar und der Gefahr eines Auseinanderbrechens der EWU begründet. Diese Argumentation ist populär, aber nicht schlüssig. Der Euro/Dollar-Wechselkurs bewegte sich in den letzten Jahren meist in der oberen Hälfte eines Bandes zwischen 1,20 und 1,45 USD/EUR (Ausnahme: Höchststand von 1,60 USD/EUR im Sommer 2008) und kann auf Kaufkraftbasis eher als überbewertet gelten. Zudem hat der Euro auf handelsgewichteter Basis (gegenüber den Währungen der 20 wichtigsten Handelspartner) von Juli 2010 bis Juni 2011 um 5% zugelegt, wobei er nur gegenüber dem Schweizer Franken deutlich schwächer notierte. Der Euro-Wechselkurs signalisiert also kein Währungsproblem. Dies gilt auch für die Inflationsrate der Eurozone mit Werten unter 2% in den Jahren 2009/2010. Der Anstieg auf deutlich über 2% hängt vor allem mit dem globalen Preisdruck bei Lebensmitteln und Rohstoffen zusammen. Vielmehr haben einzelne Euroländer Staatsschulden- und Bankenprobleme, die den Wechselkurs zeitweise etwas belastet haben. Budgetsanierung zur Vertrauensbildung bleibt aber oberstes Gebot, da fast alle Eurostaaten 2010/2011 exzessive Haushaltsdefizite von mehr als 3% des BIP und /oder einen überhöhten Schuldenstand von mehr als 60% des BIP aufweisen. Das Budgetdefizit Deutschlands dürfte 2011 erstmals wieder deutlich unter 3% liegen, der Schuldenstand geht ebenfalls leicht zurück, bleibt aber mit 83% Ende 2010 weiterhin eindeutig zu hoch.

Es besteht auch keine ernsthafte Gefahr eines völligen Auseinanderbrechens der Währungsunion. Selbst der Austritt einzelner Mitgliedsländer ist wenig wahrscheinlich. Falls die Wiederherstellung solider Staatsfinanzen in den Problemländern der EWU nicht gelingen sollte, wäre der Ausweg hieraus eher eine Fiskalunion mit unwägbareren Risiken für die Schuldenhaftung. Die Debatte über eine weitere Entwicklung Richtung politischer Union, wie sie mit einer gemeinschaftlichen Instanz für Wirtschafts- und Fiskalpolitik, einem vollwertigen Europa-Parlament und einem größeren EU-Budget vorstellbar ist, sollte auf die EU-Agenda gesetzt werden, auch um nicht ungewollt in eine Haftungsgemeinschaft zu schlittern. Für eine politische Union ist aber die Zeit so lange nicht reif, wie jedes Land seine Interessen am besten auf der nationalen Seite aufgehoben sieht und die Akzeptanz der Bevölkerung erst geschaffen werden muss.

Neuordnung des EWU-Regelwerkes

Die Regierungen und die EZB haben mit ihren Aktionen in der Not zwar Handlungsfähigkeit bewiesen. Die Schuldenkrise hat aber auch Schwächen in der Architektur der Währungsunion aufgedeckt. Ein Kernproblem der Eurozone sind die übermäßigen Budgetdefiziten, bei deren Entstehen und Abbau der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) zur Sicherung der Budgetdisziplin und die wirtschaftspolitische Überwachung in punkto Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit versagt haben. Zudem fehlte ein Beistands- und Anpassungsmechanismus für Euroländer mit stark angespannter Staatsschuldenlage. Dennoch darf nicht übersehen werden, dass die auflagengebundenen Rettungsprogramme seit Mai 2011 elementare Bausteine der EWU stark beschädigt haben. Dies gilt vor allem für die Aushebelung des im EU-Vertrag verankerten Grundsatzes der Nichthaftung für Staatsschulden von Mitgliedsländern („No-bail-out-Klausel“) und die Unabhängigkeit der EZB.

Die EU-Gipfel im März und Juni 2011 haben daher ein umfassendes Reformpaket auf den Weg gebracht, um Verfahren der wirtschaftspolitische Steuerung („economic gover-

nance“) zu verbessern. Es wurde beschlossen, einen dauerhaften Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und einen „Euro-Plus-Pakt“ zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit zu schaffen. Die Grundsatzentscheidungen zur Straffung des SWP und der Einführung eines Verfahrens zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte sind in Abstimmung mit dem Europäischen Parlament finalisiert worden. Die Wirksamkeit aller Reformschritte wird letztlich von der konkreten Umsetzung abhängen.

Der auf drei Jahre befristete Rettungsschirm vom Mai 2010 wird von Juli 2013 an durch den ESM dauerhaft ersetzt. Um dies rechtlich abzusichern, wird der bestehende EU-Vertrag in Art 136 in einem vereinfachten Ratifizierungsverfahren um zwei Sätze ergänzt¹. Mit Krediten des ESM sollen auch künftig Euro-Problemländer Zeit für die Streckung der notwendigen Budgetsanierung „kaufen“ können. Die effektive Ausleihkapazität des ESM beträgt 500 Mrd. Euro, basierend auf Garantien (620 Mrd. Euro) und Kapitaleinzahlungen (80 Mrd. Euro) der Euroländer, um bei der Mittelaufnahme an den Kapitalmärkten erstklassische Konditionen zu erlangen. In den Kapitalstock muss z.B. Deutschland fast 22 Mrd. Euro einzahlen (gestreckt in fünf Tranchen) und sich angesichts der eigenen Haushaltslage in Höhe dieses Guthabens an den Märkten verschulden. Kredite sind an strenge Auflagen geknüpft, wobei der IWF durch Beratung und Finanzmittel beteiligt wird. Positiv zu werten ist, dass die Geberländer Hilfskredite einstimmig beschließen müssen. Die geplante Einführung von Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses, CACs) in allen neuen Verträgen für Staatsanleihen von Euroländern ab 2013 trägt dem politischen Ziel Rechnung, auch private Gläubiger einfacher an einer eventuellen Restrukturierung von Staatsschulden von Euroländern zu beteiligen.

Angesichts der angespannten Situation der Staatsfinanzen in einigen Euroländern bleibt das Risiko einer künftigen Inanspruchnahme des ESM erheblich, auch wenn ein Rettungspaket mit strikten Auflagen verbunden ist. Beim dauerhaften Rettungsschirm kommt es auf eine anreizkompatible Ausgestaltung an, um zu verhindern, dass aufgrund der Option einer notfallbedingten Aussetzung der Non-bail-out-Klausel die Budgetdisziplin Schaden nimmt. Diese Bedenken sind auch Gegenstand der Klagen beim deutschen Bundesverfassungsgericht gewesen. Die Entscheidung des Verfassungsgerichts vom September 2011 hat dem europapolitischen Kurs der Bundesregierung keine Steine in den Weg gelegt, aber die Mitwirkungsrechte des Parlaments bei budgetrelevanten Entscheidungen deutlich gestärkt. Dies spiegelt sich im Begleitgesetz zum EFSF II wider.

Das zweite Reformprojekt – der Euro-Plus-Pakt – dient dem Ziel, die Wettbewerbsfähigkeit in der Eurozone zu stärken. Die EU-Länder Bulgarien, Dänemark, Lettland, Litauen, Polen und Rumänien haben sich dem Pakt angeschlossen, um sich für einen späteren Beitritt zur EWU besser zu rüsten. Die Mitglieder verpflichten sich hier, auf der Basis von Indikatoren wie den Lohnstückkosten jedes Jahr ein konkretes Maßnahmenpaket zur Stärkung der Wirtschaftsstruktur anzukündigen, die binnen Jahresfrist umzusetzen sind. Hier stehen vor allem Strukturreformen zur nachhaltigen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit an. Ob die wirtschaftspolitische Koordinierung durch den Euro-Plus-Pakt mehr Qualität erhält, bleibt allerdings abzuwarten, da der Pakt wenig verbindlich ist und keine Sanktionen hat.

1 „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.“

Stabilitätspakt braucht mehr Biss

Das dritte Reformvorhaben sieht eine Straffung der Regeln des SWP vor. Positiv ist z.B., dass Konsolidierungsmaßnahmen früher und konsequenter umgesetzt werden sollen, indem der präventive Arm des Paktes durch größere Sanierungsanforderungen bei guter Konjunktur gestärkt wird. Bei der Bewertung der Budgetposition wird der langfristigen Finanzierbarkeit von Renten- und Sozialleistungen mehr Beachtung geschenkt. Neu ist, dass Länder mit hohem Staatsschuldenstand gehalten sind, jährlich ein zwanzigstel der Schulden, die über die Marke von 60 % des BIP hinausgehen, zu tilgen. Dies würde für Deutschland und Frankreich ein zusätzliches jährliches Konsolidierungsvolumen von über 25 Mrd. Euro bedeuten. Wichtige Details sind aber noch zwischen dem Europäischen Rat und dem Europäischen Parlament umstritten. Zukünftig sollen Sanktionen früher und – in einem zweistufigen Verfahren – quasiautomatisch greifen, um den Anreiz zu mehr Budgetdisziplin zu kräftigen. Die Achillesferse bei allen Regelungen bleibt jedoch der politische Wille, Budgetdisziplin um- und durchzusetzen.

Schließlich wurde ein neues Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte auf den Wege gebracht. Danach soll die Kommission anhand ökonomischer Indikatoren („Scoreboard“) makroökonomische Ungleichgewichte – z.B. übermäßige Leistungsbilanzdefizite – diagnostizieren und Korrektorempfehlungen geben, die bei Nichteinhaltung zu Sanktionen führen können. Problematisch ist die Absicht, Ungleichgewichte symmetrisch zu behandeln, weil die Überschussländer dann gezwungen sein könnten, Wettbewerbseinbußen hinzunehmen. Zudem besteht die Versuchung, die Überwachung von Ungleichgewichten mit makroökonomischer Feinsteuerung zu verknüpfen.

Geldpolitik: Ausstieg aus der Expansionsstrategie verzögert sich

Obwohl sich der globale Aufschwung und der kräftige Anstieg der Nahrungsmittel- und Rohstoffpreise weltweit in höheren Inflationsraten niederschlagen, haben die meisten Notenbanken in Europa und anderswo mit dem Ausstieg aus der sehr expansiven Geldpolitik mit niedrigen Leitzinsen und einer überreichlichen Liquiditätsversorgung noch gezögert. Die EZB hat ihre bereits eingeleitete Exitstrategie aufgrund der Schuldenkrise ab Frühjahr 2010 bis auf wenige Schritte wie das Auslaufen des Ankaufprogramms für gedeckte Bankschuldverschreibungen wieder auf Eis gelegt. Außerdem hat die EZB von Mai 2010 bis März 2011 in erheblichem Umfang Staatsanleihen von Euro-Problemländern angekauft, um die Märkte zu stabilisieren. Ab dem Sommer 2011 hat sie dann erneut, diesmal vor allem auf dem italienischen und spanischen Staatsanleihenmarkt, interveniert. Darin wurde vielfach eine Verletzung der Unabhängigkeit der EZB gesehen, die Inflations Sorgen weckte. Dies sollte jedoch nicht überbewertet werden, da der Vertrauensschaden in Grenzen gehalten werden konnte, da die Ankäufe von Staatspapieren transparent blieben und durch Liquidität absorbierende Maßnahmen sterilisiert wurden. Dass von einer hohen Neuverschuldung der EWU-Staaten auf kurze und mittlere Sicht Inflationsgefahren drohen, ist angesichts der sich abschwächenden Konjunktur nicht zu erwarten. Langfristig ist Inflation aber stets ein monetäres Phänomen. Die EZB wird aber auch künftig ihr klares Mandat zur Preisstabilisierung sehr ernst nehmen. Die EZB hat im April 2011 die Zinswende mit einer ersten Leitzinsanhebung von 1% auf 1,25% und einer zweiten im Juli auf 1,50% eingeleitet.

Der Europäische Rat hat im Juni 2011 Mario Draghi zum nächsten EZB-Präsidenten ernannt. Er tritt ab November 2011 die Nachfolge von Präsident Jean-Claude Trichet an.

Der Beschluss des EZB-Rats, das Grundkapital von knapp 5,8 Euro auf fast 10,8 Mrd. Euro aufzustocken, ist am 29. Dezember 2010 in Kraft getreten. Estland ist zum 1.1.2011 als 17. Mitglied der EWU beigetreten.

Weiterführende Literatur

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), 81. Jahresbericht, 1. April 2010 – 31. März 2011, Basel 2011.

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

Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2010, Frankfurt am Main 2011 .

Europäische Zentralbank (EZB), Jahresbericht 2010, Frankfurt am Main 2011.