

Währungspolitik

Werner Becker / Barbara Böttcher

Die Währungspolitik der Eurozone war von einer abklingenden Schulden- und Bankenkrise geprägt. Die Gründe hierfür waren Reformen bei der Maastrichtarchitektur, der weitere Abbau der Budget- und Leistungsbilanzdefizite sowie Strukturreformen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit. Angesichts des schwachen Wachstums in Südeuropa hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihren expansiven Kurs mehrmals verstärkt. Im Juni 2014 hat sie erstmals einen negativen Einlagensatz auf Bankdepositen und ein langfristiges Refinanzierungsprogramm beschlossen, um die Bankkreditvergabe anzukurbeln. Der notwendige Ausstieg der EZB aus dem Krisenmodus steht weiterhin aus. Die Europäische Bankenunion nimmt Gestalt an. So wird ein einheitlicher Aufsichtsmechanismus unter dem Dach der EZB und ein einheitlicher Abwicklungsmechanismus für Banken etabliert. Die Debatte über die Weiterentwicklung von EU und Europäischer Währungsunion (EWU) muss nach den Europawahlen im Mai 2014 wieder belebt werden.

Die akute Schulden- und Bankenkrise klingt allmählich ab

Das Währungsgeschehen der Eurozone stand 2013/2014 im Zeichen deutlich nachlassender Unsicherheiten aufgrund der Schulden- und Bankenkrise. Hierzu haben die Reformen bei der Maastrichtarchitektur – z.B. die Schaffung einer Europäischen Bankenunion – ebenso beigetragen wie Fortschritte beim Abbau der Budget- und Leistungsbilanzdefizite in den Europroblemländern. Das Budgetdefizit hat sich im Durchschnitt der Eurozone auf 2,5% des BIP (2012: 3,1%) verringert. Die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit – z.B. im Bereich der Lohnstückkosten – ist weiter vorangekommen. Dies ist unter anderem den Strukturreformen am Arbeitsmarkt und in den Sozialsystemen in einigen Europroblemländern zu danken.

Die Überwindung der Rezession in der Eurozone ist im 2. Quartal ins Stocken geraten, nachdem das BIP seit Sommer 2013 wieder gewachsen war. Die Geschäftserwartungen der Unternehmen und die Indikatoren für das Konsumklima in der Eurozone haben sich anfänglich verbessert, sind seit Sommer aber wieder schwächer geworden. In den meisten Euroländern werden 2014 wieder positive Wachstumsraten erwartet. Allerdings ist selbst die moderate Erholung ungleichmäßig verteilt. Während das BIP in Deutschland 2014 um etwa 1,5% zulegen wird, bleibt das Wachstum in Italien und Frankreich schwach und die Eurozone wird im Durchschnitt um knapp 1% wachsen. Die Weltkonjunktur verläuft insgesamt moderat.

Allerdings wirkten sich die Budgetkonsolidierung und die Strukturanpassungen im privaten Sektor sowie die hohe Arbeitslosigkeit in den Südländern der EWU weiterhin dämpfend auf die Konjunktur aus. Während in Irland und Spanien spürbare Fortschritte bei Strukturreformen und der wirtschaftlichen Erholung zu verzeichnen sind, verläuft der Reformprozess in Italien nur schleppend und das Wachstum bleibt schwach. Auch Frankreich sieht sich einem Reformstau und mäßigem Wachstum gegenüber. Zweifel an der

Schuldentragfähigkeit einzelner Länder bestehen fort. Die Verschuldung der privaten Haushalte liegt in einigen Ländern weiterhin auf hohem Niveau.

Von einer durchgreifenden Lösung der Krise kann daher noch nicht gesprochen werden. Dies gilt ungeachtet des erfolgreichen Erwartungsmanagements von EZB-Präsident Mario Draghi, der im Sommer 2012 ankündigte, notfalls alles zu tun, um den Fortbestand des Euro zu sichern und unbegrenzt kurzfristig laufende Staatsanleihen zu kaufen. Die Zinsen für Staatsanleihen der Problemländer und der Zinsabstand zu Bundesanleihen sind in diesem Zusammenhang weiter spürbar gesunken, obwohl die EZB ihr Anleihe-Programm „Outright Monetary Transactions“ (OMT) nicht aktiviert hat.

Anleihekäufe der EZB sind allerdings nicht unproblematisch, da sie die Steuerungsfunktion von Risikoaufschlägen bei Zinsen aushebeln und den Reformanreiz der Problemländer schwächen. Zudem läuft ein unbegrenzter Ankauf von Staatsanleihen auf eine laut EU-Vertrag unzulässige monetäre Budgetfinanzierung hinaus. Das OMT-Anleiheprogramm der EZB steht daher im Mittelpunkt zahlreicher Klagen beim Bundesverfassungsgericht. Das endgültige Urteil dazu steht noch aus. Das Bundesverfassungsgericht machte allerdings mit seiner im Februar 2014 getroffenen Aussage, das OMT-Programm sei durch den Vertrag nicht gedeckt, und seiner Entscheidung, den Gerichtshof der Europäischen Union zu einer Vorabentscheidung anzurufen, deutlich, dass die EZB keine allgemeine Wirtschaftspolitik aus dem Zuständigkeitsbereich der Mitgliedstaaten betreiben darf. Es sieht hierin eine klare Verletzung des Mandats der EZB. Die Entscheidung des EuGH steht noch aus.

EZB: Rückkehr zur Normalität nicht in Sicht

Im Zuge der moderaten Konjunkturerholung ging die Inflationsrate im Euroraum deutlich zurück – von 2,5% in 2012 auf 1,4% in 2013 – und betrug im Juni 2014 noch 0,5% bei einem Inflationsziel von unter, aber nahe 2% über die mittlere Frist. Dieser Rückgang hing vor allem mit rückläufigen Energie- und Nahrungsmittelpreisen zusammen. Die EZB senkte 2013 den Leitzins in zwei Schritten auf 0,25%. Dies ging aber nicht mit einer Ausweitung der Bankkredite an Unternehmen einher. Vielmehr löste die anhaltende Kombination von niedrigen Inflationsraten und schwachem Wachstum eine Deflationsdebatte aus. Die Sorge, dass die Eurozone in einen kumulativen Abwärtstrend mit sinkenden Preisen und Kaufzurückhaltung der Verbraucher und schrumpfenden Absatzerwartungen der Unternehmen geraten könnte, sollte jedoch nicht überbewertet werden. Weder die laufenden BIP- und Auftragszahlen noch die Entwicklung der Stimmungsbarometer bei Unternehmen und Verbrauchern signalisieren deflationäre Tendenzen. Das Gegenteil ist der Fall.

Die EZB nimmt die Konjunkturrisiken gleichwohl sehr ernst. Sie hat im Juni und September 2014 ihren Leitzins nochmals in zwei Schritten von 0,25 auf 0,05% gesenkt und einen negativen Einlagensatz von -0,2% auf freiwillige Depositen der Banken eingeführt. Darüber hinaus stellt die EZB den Banken im Rahmen eines langfristigen Kreditprogramms von vier Jahren zusätzliches Zentralbankgeld in Höhe von bis zu 400 Mrd. Euro zu einem festen Zinssatz zur Verfügung, um die längerfristige Vergabe von Bankkrediten an Unternehmen anzukurbeln. Zudem zieht die EZB in Erwägung, künftig Anleihen (z.B. verbriefte Kreditforderungen, ABS) anzukaufen, sowie darüber hinaus in einem breiten Ansatz auch Staatsanleihen zu kaufen („Quantitative Easing“).

Kritiker dieses EZB-Pakets bemängeln, es sei nur Symbolpolitik und käme zu spät. Die Kreditvergabe sei Aufgabe der Banken und nicht der EZB. Mit dem Negativzins auf Bankanlagen betritt die EZB zweifellos Neuland. Negativzinsen machen EZB-Depositen für die Banken unattraktiv und könnten den Interbankenhandel beleben. Sie stärken den Anreiz, Geld zu verleihen statt bei der EZB zu parken. Freilich hat das Programm zur Stärkung der Refinanzierung von langfristigen Bankkrediten an die Unternehmen die Schwäche, dass man die Pferde zur Tränke führen, sie aber nicht zum Saufen zwingen kann.

Die anhaltend sehr lockere Geldpolitik birgt zunehmend Risiken. So hat die Bereitschaft deutlich zugenommen, höhere Risiken einzugehen. Zudem kann eine sehr expansive Geldpolitik Inflationsängsten und einer Flucht in die Sachwerte mit erneuter Vermögensblasenbildung – z.B. bei Immobilien – Vorschub leisten. Eine expansive Geldpolitik kann zwar begrenzt Zeit für eine Budgetkonsolidierung und für Strukturreformen erkaufen, diese aber nicht ersetzen, um das Wachstum zu stärken. Vielmehr erhöht die nochmals expansivere Geldpolitik das Risiko, dass der Konsolidierungs- und Reformdruck in einigen Euroländern weiter nachlässt und die Rückschlagsgefahren an den Finanzmärkten wieder zunehmen. Mit Blick auf ihr Mandat muss die EZB nach dem Abklingen der Krise ihre Notmaßnahmen zielstrebig beenden. Eine baldige Rückkehr zur Normalität freilich ist nicht in Sicht, nachdem sich Präsident Draghi im Juni dahingehend geäußert hatte, dass die Zinsen bis Ende 2016 auf niedrigem Niveau belassen würden.

Wichtige Reformschritte zum Regelwerk der EWU sind vollzogen

Die Schulden- und Bankenkrise hat die Schwächen in der EWU-Architektur schonungslos aufgedeckt: die übermäßigen Budgetdefizite aufgrund des Versagens des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) und die Wettbewerbseinbußen wegen divergierender Entwicklung der Lohnstückkosten. Zudem fehlte ein Beistands- und Anpassungsmechanismus für Euroländer mit angespannten Staatsfinanzen und Bankenproblemen, die in einem Teufelskreis mündeten, den es zu durchbrechen galt. Die zahlreichen Gipfel seit 2010 stellten folgende Projekte in den Fokus der Krisenüberwindung und Finanzstabilität: die Reform des SWP und den Fiskalpakt, den Euro-Plus-Pakt, das Überwachungsverfahren für makroökonomische Ungleichgewichte, den dauerhaften Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und die Schaffung einer Europäischen Bankenunion.

Erstens sieht die Reform des SWP vor, dass Sanktionen bei exzessiven Budgetdefiziten nur noch durch eine qualifizierte Mehrheit der Eurostaaten verhindert werden können. Um Fehlentwicklungen beim Budget frühzeitig entgegenzuwirken, soll z.B. der präventive Arm des Paktes durch größere Sanierungsanforderungen bei guter Konjunktur gestärkt werden. Ergänzend hat der Gipfel vom Dezember 2011 einen Fiskalpakt¹ vereinbart, bei dem sich die Mitgliedstaaten z.B. verpflichten, eine nationale Schuldenbremse zu verankern sowie die Staatshaushalte auszugleichen oder einen Überschuss zu erzielen. Strukturelle Defizite dürfen 0,5% des BIP nicht übersteigen. Die Budgetsituation hat sich weiter verbessert. Gleichwohl wiesen zur Jahresmitte 2014 noch sieben der 18 Euroländer

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

– darunter auch Frankreich – übermäßige Budgetdefizite von mehr als 3% des BIP auf. Das Vorhaben, Frankreich und anderen Euroländern noch mehr Zeit für die Budgetkonsolidierung zu geben, widerspricht dem politischen Willen, dem reformierten SWP „Biss“ zu verleihen. Dazu kommt die jüngste Diskussion darüber, die Flexibilität des Stabilitätspaktes größtmöglich auszunutzen und öffentliche Investitionen oder das „Vorfinanzieren“ von Strukturreformen (noch) stärker zu berücksichtigen.

Zweitens: Der Euro-Plus-Pakt dient dem Ziel, die internationale Wettbewerbsfähigkeit, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sowie die Finanzstabilität in den Euroländern zu stärken. Primär geht es um nationale Strukturreformen in den Sozialsystemen und am Arbeitsmarkt. Beim Euro-Plus-Pakt handelt es sich um eine freiwillige, weiche Form der Politikkoordinierung ohne Sanktionsmöglichkeit. Ob diese neue ex-ante Koordinierung der Wirtschaftspolitik eine neue Qualität gibt, kann noch nicht abschließend beurteilt werden.

Drittens wurde ein neues Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte eingeführt. Danach prüft die Kommission anhand ökonomischer Indikatoren das Vorliegen makroökonomischer Ungleichgewichte – z.B. übermäßige Leistungsbilanzdefizite oder -überschüsse – und gibt Korrektorempfehlungen. Bei hohen Zielabweichungen und mangelnder Korrekturbereitschaft sind Sanktionen möglich. Dieses Verfahren ist bei Defiziten sachgerecht, da diese Teil von Überschuldenproblemen sind. Bei den hohen Überschüssen Deutschlands kann es nicht um den erzwungenen Abbau der Wettbewerbsfähigkeit gehen, wohl aber um eine Stärkung der Binnennachfrage.

Viertens gibt es seit September 2012 einen dauerhaften Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), wobei der befristete Rettungsschirm EFSF noch für eine ungewisse Übergangszeit parallel fortbesteht. Der ESM verfügt über effektives Ausleihvolumen von 500 Mrd. Euro. Mitte 2014 war für den ESM eine Phase der Normalisierung, da die fünf Programmländer dank Reformen Fortschritte bei der inneren und äußeren Anpassung ihrer Volkswirtschaften erzielt haben. Während Spanien Ende 2013 seinen „Exit“ aus dem Hilfsprogramm für den Finanzsektor schaffte, konnten Irland im Dezember 2013 und Portugal im Mai 2014 das EFSF-Stützungsprogramm zum Abschluss bringen. Die Strategie der konditionierten Finanzhilfen für Europroblemländer hat hier also bislang funktioniert, allerdings müssen die Reformanstrengungen weitergehen.

Die Europäische Bankenunion nimmt Gestalt an

Das Projekt der Schaffung einer Europäischen Bankenunion, welches der Junigipfel 2012 auf den Weg brachte, ist der bedeutendste Integrationsschritt seit dem EWU-Start 1999. Im Berichtszeitraum sind die wichtigsten rechtlichen Weichen für die Umsetzung der drei Bausteine der Bankenunion gestellt worden. Sie umfassen einen einheitlichen europäischen Bankenaufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism, SSM), einen einheitlichen Abwicklungsmechanismus für Problembanken (Single Resolution Mechanism, SRM) sowie ein einheitliches Sicherungssystem für Bankeinlagen. Mit der Bankenunion wird eine der wichtigsten Lehren aus der Finanz- und Schuldenkrise gezogen: Nationale Aufsichtsstrukturen in der EWU werden der starken Vernetzung der Finanzmärkte nicht gerecht und erschweren das Erkennen von Bankenschiefen und das Krisenmanagement. Rettungsmaßnahmen belasteten den Steuerzahler stark. Ebenso wichtig ist es, die Finanzstabilität und den gemeinsamen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen zu stärken und der Fragmentierung infolge der Krise entgegenzuwirken.

Der historische Schritt der Übernahme der einheitlichen Bankenaufsicht durch die EZB ist für November 2014 vorgesehen. Die EZB wird die 120 größten der ca. 6000 Banken in der Eurozone direkt beaufsichtigen, während die nationalen Aufseher weiterhin die Aufsicht über die übrigen Banken ausüben werden. Es entfällt der Anreiz nationaler Bankenaufsichten, nationale Risiken zu verschleiern oder nach Europa zu verschieben. Der SSM folgt also den Grundsätzen der Kooperation und Dezentralität. In der Praxis wird es auf gute Zusammenarbeit zwischen der EZB und den nationalen Aufsichtsbehörden ankommen, um eine hohe Aufsichtsqualität zu erreichen und Ineffizienzen für die beaufsichtigten Banken zu vermeiden.

Ziel ist es, einheitliche Aufsichtsstandards anzuwenden und damit gleiche Wettbewerbsbedingungen für die Banken in Europa zu gewährleisten. Die Qualität der Bankenaufsicht soll verbessert und Fehlentwicklungen vorgebeugt werden. Im Vorfeld der Übernahme der Aufsichtsaufgabe durch die EZB erfolgen eine gründliche Überprüfung („comprehensive assessment“) der Bankenbilanzen („Asset Quality Review“) und makroökonomische Stresstests. Entgegen manchen Befürchtungen scheinen die Konsequenzen dieser Maßnahmen beherrschbar, sie sind aber wahrscheinlich nicht völlig schmerzfrei.

Über mögliche Interessenkonflikte zwischen dem geldpolitischen Mandat und der Ansiedelung der europäischen Bankenaufsicht bei der EZB ist bereits ausführlich debattiert worden. So könnte z.B. die EZB als Bankenaufseher Reputationsrisiken ausgesetzt sein, die negativ auf die Glaubwürdigkeit ihrer unabhängigen Geldpolitik ausstrahlen könnten. Es wäre daher wünschenswert, im Zuge der anstehenden Debatte über die Weiterentwicklung von EWU und EU eine eigenständige EU-Aufsichtsinstitution ins Auge zu fassen.

Ein entscheidender Faktor für die Glaubwürdigkeit der einheitlichen Bankenaufsicht ist die Verknüpfung mit dem einheitlichen Abwicklungsmechanismus für fallierende Banken. Ein wichtiges Signal für die Märkte liefern die beschlossenen Regeln für die Einbeziehung der Eigentümer und Gläubiger im Krisenfall. Die Rangfolge der Haftung für die Kosten der Abwicklung einer Problembank beginnt bei den Aktionären und schließt die Gläubiger von Anleihen und großen Depositen mit ein, während Kleinsparer mit Guthaben bis 100.000 Euro explizit ausgenommen sind. Erst nach dem Rückgriff auf diese „Haftungskaskade“ soll demnächst ein europäisches privates Abwicklungssystem zum Einsatz kommen. Hierzu wird über acht Jahre ein aus Bankenbeiträgen gespeister Abwicklungsfonds in Höhe von 55 Mrd. Euro aufgebaut. Angemessen und notwendig ist der Ansatz, die Sanierung und Abwicklung von Problembanken nach dem „Bail-in“-Grundsatz zu organisieren, um ein Bail-out zulasten des Steuerzahlers künftig zu vermeiden. Der Praxistest des SRM steht freilich noch aus.

Der dritte Baustein der Bankenunion sah ursprünglich ein einheitliches Sicherungssystem für Bankeinlagen (Deposit Guarantee Scheme, DGS) vor, um einem systemgefährdeten Run auf Bankeinlagen vorzubeugen. Dieses komplexe Konzept spielt derzeit in der politischen Diskussion keine wesentliche Rolle. Vielmehr liegt der Fokus auf der Harmonisierung der nationalen Einlagensicherungssysteme. Die Mitgliedstaaten müssen aufgrund der 2014 reformierten Einlagensicherungsrichtlinie Bankguthaben bis 100.000 Euro schützen.

Integrationsdebatte nach den Europawahlen wieder beleben

Bei den Wahlen zum Europäischen Parlament im Mai 2014 haben populistische und europaskeptische Gruppierungen spürbar an Boden gewonnen. Dies ist auch Reflex der Tatsache, dass die Schulden- und Bankenkrise in die vorangegangene Legislaturperiode des Europäischen Parlaments fiel und zahlreichen Rettungs- und Reformmaßnahmen einen faktischen Transfer von Befugnissen auf die EU bzw. die EWU-Ebene zur Folge hatten. Dies sorgte verbreitet für Unbehagen. Die Demokratie- und Legitimierungsdefizite stießen zunehmend auf Kritik. Die vom Europäischen Rat auf die Zeit nach den Europawahlen verschobene politische Debatte über die weitere Vertiefung von EU und EWU sowie die künftige Entwicklung des Lissabon-Vertrages muss auch angesichts der zunehmenden Skepsis gegenüber dem Euro und dem Projekt Europa insgesamt wieder aufgegriffen werden.

Dennoch hat die EWU noch ausreichend Attraktivität für neue Mitglieder, nicht zuletzt auch aus politischen Gründen. Lettland wurde zum 1.1.2014 aufgenommen. Nach bestandenem Konvergenztest wird Litauen der Eurozone am 1.1.2015 als 19. Mitglied beitreten. Laut Beschluss des EZB-Rates vom Dezember 2008 wird das Rotationsmodell eingeführt, sobald die Zahl der nationalen Notenbankgouverneure im EZB-Rat die Zahl 18 übersteigt. Sie wird ab 2015 nach dem Beitritt Litauens 19 betragen. In der dann geltenden ersten Stufe des Rotationsmodells rotieren die Stimmrechte der Notenbankgouverneure gemäß einem Zweigruppenmodell, wobei auf die fünf größten Länder vier Stimmrechte entfallen. Deutschland z.B. hat also in einer von fünf Sitzungen des EZB-Rates kein Stimmrecht. Diese Regelung für große Länder gilt auch für das Dreigruppenmodell der zweiten Rotationsstufe, sobald die EWU mehr als 21 Mitgliedsländer hat.

Weiterführende Literatur

- Werner Becker/Horst Löchel: EWU-Krisenmanagement: Warum die Politik auf dem richtigen Weg ist, in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften, Band 63/2012, Heft 3, S. 293-313.
- Barbara Böttcher: Weg zur Bankenunion ist vorgegeben, in: Börsenzeitung, 17.05.2014.
- Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2013, Frankfurt am Main 2014.
- Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2013, Frankfurt am Main 2014.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage: Nach dem EU-Gipfel. Zeit für langfristige Lösungen nutzen, Sondergutachten, 5. Juli 2012.
- Bernhard Speyer: EU-Bankenunion Richtige Idee, schlechte Durchführung, Deutsche Bank Research, EU Monitor, Europäische Integration, 20. September 2013.