

# Währungspolitik

Werner Becker / Barbara Böttcher

Die Währungspolitik wurde im Berichtszeitraum 2012/2013 von einer schwachen Weltkonjunktur sowie anhaltenden Unsicherheiten aufgrund der Schulden- und Bankenkrise im Euroraum geprägt. Die Konjunkturkrise bleibt gedämpft. Bankenprobleme in Spanien und Zypern erforderten Handlungsbedarf. Allerdings haben die meisten Europroblemländer binnen- und außenwirtschaftliche Anpassungsfortschritte zu verzeichnen. Die EZB hat ihren expansiven Kurs verstärkt und mit Ihrer Ankündigung im Krisensommer 2012, notfalls unbegrenzt Staatsanleihen anzukaufen, erfolgreich Erwartungsmanagement betrieben. Der notwendige Ausstieg der EZB aus dem Krisenmanagement ist aber noch nicht absehbar. Die auf den zahlreichen Gipfeltreffen vereinbarten weitreichenden Reformen der EWU-Architektur werden schrittweise umgesetzt. Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) trat im September 2012 in Kraft. Im Berichtsjahr wurden erste Schritte zu einer einheitlichen europäischen Bankenunion beschlossen. Die notwendige Debatte über weitere Schritte zur Vertiefung und Weiterentwicklung von EU und EWU wurde vom Juni-gipfel 2013 vertagt.

## **Keine durchgreifende Lösung der Krise, aber Anpassungsfortschritte**

Anhaltende Unsicherheiten aufgrund der Schulden- und Bankenkrise, aber auch die schwache Weltwirtschaft haben die Konjunktur im Euroraum 2012/2013 weiter eingetrübt. Mehrere Euroländer verharrten in der Rezession. Auch in Deutschland, das 2011 noch mit rund 3% gewachsen war, verflachte sich die Konjunkturkurve in 2013 deutlich. Während das BIP der USA 2012 moderat zulegte und die Wachstumsdynamik Chinas etwas nachgab, hat die Krise der Eurozone das Wachstum der Weltwirtschaft zusätzlich belastet.

Die Regierungen und die EZB haben auch im und nach dem Krisensommer 2012 ihre prinzipielle Handlungsfähigkeit bewiesen. Bankenprobleme in Spanien und Zypern sind angegangen worden. Dennoch: Ungeachtet anhaltend expansiver Geldpolitik und zahlreicher Gipfelentscheidungen zur Stabilisierung der EWU gelang es bisher aber nicht, die Schulden- und Bankenkrise durchgreifend zu bereinigen, das Investitionsvertrauen der Unternehmen zu stärken und die Eurozone aus der Rezession zu führen. Rückschlagrisiken und Zweifel an der Schuldentragfähigkeit einzelner Länder zeigten sich immer wieder.

Neben vielfältigen Risiken gab es ab dem Krisensommer 2012 aber auch einige Zeichen der Stabilisierung und Lichtblicke. Positiv zu bewerten ist insbesondere, dass die Europroblemländer Fortschritte bei der Korrektur der binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte erzielt haben. Die meisten Europroblemländer konnten ihr Budgetdefizit 2012/13 weiter zurückführen, wobei die Rezession allerdings den Konsolidierungsprozess belastet.

Die überhöhten Leistungsbilanzdefizite, die mancherorts 2008 zweistellige Werte in Prozent des BIP erreicht hatten, sind 2012 weiter deutlich gesunken. Dies gilt für Griechenland, Portugal und Spanien, während Irland inzwischen sogar Überschüsse erzielt. Die Leistungsbilanzkorrektur ist sowohl Reflex der schwachen Konjunktur als auch ein Zei-

chen dafür, dass der Reformprozess zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit – z.B. im Bereich der Lohnstückkosten – spürbar vorangekommen ist. Hierzu haben insbesondere Strukturreformen am Arbeitsmarkt und in den Sozialsystemen beigetragen, wobei der Reformprozess v. a. in Italien aufgrund politischer Unsicherheiten schleppend verläuft.

Die Ankündigung von EZB-Präsident Mario Draghi vom Sommer 2012, notfalls alles zu tun, um den Fortbestand des Euro zu sichern und – bei Erfüllung nicht näher genannter wirtschaftspolitischer Bedingungen – unbegrenzt kurzfristig laufende Staatsanleihen zu kaufen, hat maßgeblich zur Beruhigung der Finanzmärkte beigetragen. Die Zinsen für Staatsanleihen der Problemländer und der Zinsabstand zu Bundesanleihen sind daraufhin spürbar gesunken, obwohl die EZB ihr Anleihe-Programm „Outright Monetary Transactions“ (OMT) nicht aktiviert hat. Dies wurde vielfach als erfolgreiches Erwartungsmanagement interpretiert. Die Märkte haben hier aber auch die erwähnten Anpassungserfolge honoriert.

Anleihekäufe der EZB sind allerdings problematisch, da sie die Steuerungsfunktion von Risikoauflagen bei Zinsen aushebeln, damit den Reformanreiz der Problemländer schwächen und beträchtliche Verlustrisiken für die EZB und damit den Steuerzahler bergen. Zudem läuft ein unbegrenzter Ankauf von Staatsanleihen auf eine monetäre Budgetfinanzierung hinaus, die der Maastricht-Vertrag ausdrücklich ausschließt. Das Anleiheprogramm der EZB steht auch im Mittelpunkt zahlreicher EWU-Klagen beim Bundesverfassungsgericht. Das endgültige Urteil dazu und zum ESM steht nach der Juni-anhörung 2013 noch aus.

### **EZB: Rückkehr zur Normalität noch nicht in Sicht**

Angesichts der schwachen Wirtschaftsentwicklung ist das Inflationsrisiko weiterhin gering. Die Inflationsrate im Euroraum hat sich von 2,5% im Jahresdurchschnitt 2012 auf 1,6% im Juni 2013 zurückgebildet. Sie liegt damit unter dem EZB-Ziel für Preisstabilität – Inflationsrate unter aber bei knapp 2%. Vor diesem Hintergrund hat die EZB ihren Leitzins in zwei Schritten von 1% im Juli 2012 auf 0,5% im Mai 2013 zurückgenommen. Die nochmals expansivere Geldpolitik ging aber nicht mit einer Ausweitung der Bankkredite an Unternehmen einher, da sich eigenkapitalschwache Banken in den Problemländern mit neuen Krediten schwertun und die Investitionstätigkeit mangels Vertrauen weiter schwach war. Hieran kann auch die Ankündigung der EZB, die Zinsen würden noch lange niedrig bleiben, wenig ändern.

Bei anhaltendem Krisenmodus steigt das Risiko, dass die EZB durch Aufgabenhäufung – neben der Preis- und Finanzmarktstabilisierung auch die Anleiheankaufprogramme sowie bankenaufsichtsrechtliche Funktionen im Zuge der Bankenunion – überfordert wird. Bereits im tatsächlichen Anleihenkauf im Zuge des Securities Markets Programme wurde vielfach eine Verletzung der Unabhängigkeit gesehen. Der Vertrauensschaden blieb aber berentzt, da die Käufe transparent waren und die entstandene Liquidität sterilisiert wurde.

Eine anhaltend lockere Geldpolitik aber birgt das Risiko, dass sehr niedrige Zinsen Inflationsängsten und einer Flucht in die Sachwerte mit erneuter Vermögensblasenbildung Vorschub leisten könnten. Letztlich kann eine expansive Geldpolitik auch allenfalls Zeit für die Budgetkonsolidierung und Strukturreformen erkaufen, diese aber als wachstumsfreundliche Rahmenbedingungen nicht ersetzen. Mit Blick auf ihr Kernmandat muss die EZB nach dem Abklingen der Krise ihre Notmaßnahmen beenden. Eine Rückkehr zur Normalität freilich ist noch nicht in Sicht.

## Wichtige Reformschritte zum Regelwerk der EWU vollzogen

Die Schulden- und Bankenkrise hat die Schwächen in der Architektur der EWU schonungslos aufgedeckt: 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. korrigiert werden konnten. Zudem fehlte ein Beistands- und Anpassungsmechanismus für Euroländer mit angespannten Staatsfinanzen und Vorkehrungen zur Lösung von Bankenproblemen. Der Teufelskreis aus Bankenproblemen und steigenden Staatsschulden musste überwunden werden.

Die Therapie muss demnach an den Schwachstellen der EWU ansetzen: unsolide Staatsfinanzen, erodierte Wettbewerbsfähigkeit einzelner Länder und Rolle der Banken bzw. der Finanzmärkte. Die zahlreichen Gipfel seit 2010 haben eine Reihe von Weichenstellungen beim EWU-Regelwerk vorgenommen, die einen nachhaltigen Beitrag zur Überwindung der Krise und eine Stabilisierung der EWU erwarten lassen. Ihre Umsetzung wird mit erheblichen Kosten und Unsicherheiten verbunden sein und Zeit erfordern.

Folgende Projekte stehen im Fokus der Krisenüberwindung: die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP) und der Fiskalpakt, der Euro-Plus-Pakt, ein Überwachungsverfahren für makroökonomische Ungleichgewichte, ein dauerhafter Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM) sowie die Schaffung einer europäischen Bankenunion.

Erstens: Die Reform des SWP sieht vor, Fehlentwicklungen beim Budget bereits frühzeitig entgegenzuwirken und zu ahnden, indem z.B. 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 60% des BIP hinausgehen, zu tilgen. Sanktionen bei exzessiven Budgetdefiziten können nur noch durch eine qualifizierte Mehrheit der Eurostaaten verhindert werden.

Die Gipfelbeschlüsse vom Dezember 2011 zum Fiskalpakt<sup>1</sup> stellen eine starke politische Willenserklärung für mehr Budgetdisziplin dar. Die Mitgliedstaaten verpflichten sich z.B., 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. Vom damaligen Gipfelziel, die Budgetdefizite bis 2013 unter 3% des BIP zu drücken, sind viele Länder der Eurozone weit entfernt. Zur Jahresmitte 2013 wiesen 12 der 17 Euroländer – darunter auch Frankreich – übermäßige Budgetdefizite von mehr als 3% des BIP auf. Lediglich Italien konnte das Defizitverfahren 2013 beenden. Das Vorhaben, Frankreich und anderen Euroländern mehr Zeit für die Budgetkonsolidierung zu geben, widerspricht letztlich dem politischen Willen, dem reformierten SWP „Biss“ zu verleihen,<sup>2</sup> auch wenn es in dem einen oder anderen Fall gute Gründe für eine zeitliche Streckung gibt.

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.

2 Mit den zusätzlichen Verordnungen im Rahmen des sog. Six Pack und Two-Pack wurden die wirtschafts- und finanzpolitischen Kontroll- und Eingriffsbefugnisse der Kommission weiter gestärkt.

Das zweite Reformprojekt, der Euro-Plus-Pakt, dient dem Ziel, in den Euroländern die internationale Wettbewerbsfähigkeit, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sowie die Finanzstabilität zu stärken. Primär geht es um Strukturreformen in den Sozialsystemen und am Arbeitsmarkt, Politikfelder also, in denen die Regelungskompetenz weiterhin bei den Mitgliedstaaten liegt. Ob die ex-ante wirtschaftspolitische Koordinierung durch den Euro-Plus-Pakt die erwartete neue Qualität erhält, ist aber noch offen.

Drittens wurde ein neues Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte beschlossen. Danach soll die Kommission anhand ökonomischer Indikatoren („Scoreboard“) makroökonomische Ungleichgewichte – z.B. übermäßige Leistungsbilanzdefizite oder schnell steigende Immobilienpreise – diagnostizieren und Korrektorempfehlungen geben. Bei hohen Zielabweichungen und mangelnder Korrekturbereitschaft kann es Sanktionen geben. Der Schwellenwert für problematische Leistungsbilanzdefizite ist 4% des BIP. Da überhöhte Defizite Teil des Schuldenproblems sind, hat sich dieser Ansatz als sachgerecht erwiesen.

Viertens ist im September 2012 ein dauerhafter Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM) in Kraft getreten, wobei der befristete Rettungsschirm EFSF noch für eine ungewisse Übergangszeit parallel fortbestehen wird. Der ESM verfügt über ein Kapital von 700 Milliarden Euro, basierend auf Garantien (620 Mrd. Euro) und Kapitaleinzahlungen (80 Mrd. Euro) der Euroländer. Effektiv ist das Ausleihvolumen aber auf 500 Mrd. Euro beschränkt. Davon sind 109 Mrd. bereits zugesagt, und zwar 100 Mrd. Euro an Spanien (wovon nur 40 Mrd. Euro beansprucht wurden) und 9 Mrd. an Zypern, das im April 2013 ein Rettungspaket zwecks Bankensanierung vereinbarte. Mit Krediten des ESM sollen angeschlagene Euroländer, die keinen oder eingeschränkten Zugang zur Kapitalmarktfinanzierung haben, Zeit für die Budgetkonsolidierung und erforderliche Strukturreformen „kaufen“ können. Die Gewissheit eines Budgetsünders, gestützt zu werden, beinhaltet allerdings ein Moral-Hazard-Problem. Kredite des ESM sind daher an strenge Auflagen geknüpft, um Fehlanreize zu vermeiden. Ab Mitte 2014 soll es dem ESM auch möglich sein, unter bestimmten Bedingungen sanierungsfähige Banken in den EWU-Ländern direkt zu rekapitalisieren (verfügbares Volumen 60 Mrd. Euro).

### **Bankenunion als neuer EWU-Baustein**

Viele Banken in den Europroblemländern leiden unter einer schwachen Eigenkapital- und Ertragsbasis. Dies belastet nicht nur das Vertrauen der Einleger und Investoren, sondern auch die Kreditvergabe an Unternehmen, was die Konjunkturschwäche weiter verstärkt. Die Absichtserklärung des Junigipfels 2012, eine europäische Bankenunion zur Stärkung der Finanzmarktstabilität zu errichten, ist ein längerfristiges Projekt, das vor allem eine einheitliche europäische Bankenaufsicht, einen Abwicklungsmechanismus für Problembanken und ein harmonisiertes System der Einlagensicherung umfasst.

Die Bankenunion nimmt allmählich Gestalt an. Als ersten Schritt hat sich der Dezembergipfel 2012 auf die Errichtung einer einheitlichen europäischen Bankenaufsicht (Single Supervisory Mechanism, SSM) geeinigt, die aus der EZB und den nationalen Bankaufsichtsbehörden besteht. Eine Ansiedelung der europäischen Bankenaufsicht bei der EZB ist jedoch nicht unproblematisch, da dies zu Interessenkonflikten mit ihrem geldpolitischen Mandat führen kann. So könnte die EZB als Bankenaufseher Reputationsrisiken ausgesetzt sein, die negativ auf die Glaubwürdigkeit einer unabhängigen Geldpolitik ausstrahlen könnten. Die volle Funktionsfähigkeit des SSM soll bis Herbst 2014 hergestellt sein. Eine

einheitliche Bankenaufsicht ist ein notwendiges ergänzendes Element eines gemeinsamen EU-Finanzbinnenmarktes und einer einheitlichen Währung, das der engen Verflechtung Rechnung trägt und einheitliche Aufsichts- und Informationsstandards etabliert. Es entfällt der Anreiz nationaler Bankenaufsichten, nationale Risiken zu verschleiern oder nach Europa zu verschieben.

Als zweites Element einer Bankenunion ist ein gemeinsamer Mechanismus zur geordneten Restrukturierung und Abwicklung von systemrelevanten Problembanken (Single Resolution Mechanism/SRM) vorgesehen, zu dem die EU Kommission im Sommer 2013 einen Vorschlag unterbreitet hat. Die Einigung darauf wird allerdings noch erhebliche Zeit dauern. Verständigt hat man sich aber zwischenzeitlich auf die Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Banken, die Mindeststandards für nationale Abwicklungsregime festlegt und 2018 in Kraft treten soll. Das Ziel ist hier, bei Bankensanierungen die Haftung nach dem „Bail-in“-Grundsatz zu organisieren, um ein Bail-out zulasten des Steuerzahlers künftig zu verhindern. Danach sollen im Krisenfall zunächst die Aktionäre, dann die Anleihegläubiger und Großanleger haften; Einleger mit Guthaben unter 100.000 Euro sind hingegen von der Haftung ausgenommen. Hier etabliert jedes Land eine eigene Abwicklungsbehörde, die durch eine Bankenumlage einen nationalen Krisenfonds aufbauen soll. Die Gipfelvereinbarung lässt jedoch (zu) viel Spielraum und Flexibilität für das Zusammenspiel von Restrukturierungsmöglichkeiten auf der nationaler und der EU-Ebene.

### **Gipfel schiebt Integrationsdebatte auf**

Die angestoßene Debatte über weitere Schritte zur Vertiefung von EU und EWU sowie die Weiterentwicklung des Lissabon Vertrages hat der Europäische Rat im Juni 2013 auf künftige Gipfel bzw. auf nach den Wahlen zum Europäischen Parlament im Mai 2014 vertagt. Die Vorschläge der vier Präsidenten, u.a. für ein Eurozonenbudget und eine stärkere Abgabe von nationaler Souveränität in der Fiskalpolitik, gingen den Mitgliedstaaten zu weit. Zuletzt war von bilateralen Reformverträgen und einem, mit moderaten Mitteln ausgestatteten, Solidaritätsmechanismus die Rede. Die Debatte bleibt aber notwendig mit Blick auf die Tatsache, dass die zahlreichen Rettungs- und Reformmaßnahmen während der EWU-Krise einen faktischen Transfer von Befugnissen auf die EU bzw. EWU-Ebene zur Folge hatten und sich zunehmend Demokratie- und Legitimierungsdefizite zeigten. Sie ist auch erforderlich mit Blick auf die zunehmende Skepsis gegenüber dem Euro und die merklich gesunkenen Akzeptanz des Projekts Europa insgesamt. Dennoch behält die EWU noch ausreichend Attraktivität für neue Mitglieder. Nach bestandem Konvergenztest wird Lettland zum 1.1.2014 als 18. Mitglied in d Eurozone aufgenommen.

Für die Europroblemländer stellt sich zudem die Frage nach neuen nachhaltigen Wachstumsmodellen, nachdem das vorangegangene Leitbild der kreditfinanzierten Binnennachfrage obsolet geworden ist. Die beste Lösung wäre, aus den Schulden herauszuwachsen. Verstärkte eigene Exportanstrengungen sind auf jeden Fall unabdingbar, zumal die Optionen, Wettbewerbseinbußen durch Abwertung und/oder EWU-Austritt zu korrigieren, nicht bzw. nicht ohne große Probleme zur Verfügung stehen. Tragfähige Staatsfinanzen und Strukturreformen sind notwendige Voraussetzungen für die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und nachhaltiges Wachstum nicht nur in den Problemländern der Eurozone.

**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.

Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2012, Frankfurt am Main 2013.

Europäische Zentralbank (EZB): Jahresbericht 2012, Frankfurt am Main 2013.

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

Bernhard Speyer: EU-Bankenunion. Besser gründlich als schnell!, Deutsche Bank Research, EU Monitor, Europäische Integration, 30. August 2012.