

Währungspolitik

Gabriel Glöckler

Die Orientierung der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) im vergangenen Jahr lässt sich am besten unter dem Begriff „graduelle Normalisierung“ zusammenfassen. Diese wurde ermöglicht und befördert durch eine robuste außen- und binnenwirtschaftliche Dynamik der Eurozone. Der breitere Kontext der Vervollständigung der Wirtschafts- und Währungsunion, sowie die möglichen Brexit-Risiken, bleiben auch für die Währungspolitik relevant.

Breiter, solider Wirtschaftsaufschwung in der Eurozone und weltweit

Die äußeren Faktoren für die Wirtschaftsentwicklung der EU und der Eurozone entwickelten sich im vergangenen Jahr überwiegend positiv. Die Weltwirtschaft wuchs insgesamt dynamischer, auch wenn insbesondere in einzelnen Schwellenländern (Brasilien, Türkei) wirtschaftliche und politische Entwicklungen Besorgnis erregten und protektionistische Tendenzen der US-Administration zu höherer Unsicherheit führten. Das Weltwirtschaftswachstum von rund 4 Prozent ist vor allem auf geld- und fiskalpolitische Impulse zurückzuführen.¹ Der wirtschaftliche Aufschwung ging einher mit höherer globaler Inflation, bedingt durch den Anstieg der Rohstoffpreise. Der EU-Austritt Großbritanniens und die damit verbundenen wirtschaftlichen Unsicherheiten, hatten im Zeitraum von Mitte 2017 bis Mitte 2018 noch keine bemerkenswerten Auswirkungen.

In diesem internationalen Kontext entwickelte sich der Konjunkturaufschwung im Euroraum insbesondere in der zweiten Hälfte 2017 ausgesprochen dynamisch und steigerte sich zu einem breit angelegten Wirtschaftswachstum von 2,5 Prozent. Bis Mitte 2018 wurden 20 Wachstumsquartale in Folge verzeichnet. Dies bedeutete den stärksten Aufschwung seit zehn Jahren sowie das breiteste Wachstum seit 20 Jahren.²

Auch wenn die außerordentlich hohen Wachstumsraten sich im ersten Halbjahr 2018 nicht fortsetzten, so war die Verlangsamung lediglich ein Rückgang auf ein normales Niveau, das immer noch leicht über dem langfristigen Trend liegt. Befürchtungen, dass der Aufschwung Anfang 2018 bereits wieder zu Ende sei, bestätigten sich nicht.

Der Aufschwung stütze sich auf die steigende Exportnachfrage und vor allen Dingen auf eine stark verbesserte Binnennachfrage, die vorrangig auf steigenden verfügbaren Einkommen der Bevölkerung basierte. Dieser Zuwachs leitete sich aus der verbesserten Beschäftigungslage sowie steigenden Reallöhnen bei niedrigen Teuerungsraten ab.

In der Eurozone lag die Arbeitslosenquote im Juni 2018 bei 8,3 Prozent, der niedrigste Stand seit Dezember 2008.³ Seit Mitte 2013 wurden insgesamt 9,2 Mio. Arbeitsplätze geschaffen; die während der Krise erlittenen Jobverluste wurden damit insgesamt mehr als ausgeglichen. Diese erfreulichen Zahlen für die Eurozone als Ganzes sollten jedoch nicht

1 OECD: OECD-Wirtschaftsausblick, Ausgabe 2018/1, OECD Publishing, Paris, S. 7–9.

2 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2017, Frankfurt/Main 2018, S. 4.

3 Eurostat: Pressemitteilung Euroindikatoren, 125/2018, 31.07.2018.

den Blick auf signifikante regionale Unterschiede verstellen: Auch wenn jedes Land der Eurozone mittlerweile einen Beschäftigungsaufbau verzeichnet, so sind die regionalen Gegebenheiten zum Teil sehr unterschiedlich: Während viele Regionen, beispielsweise in Deutschland, den Niederlanden oder Österreich quasi Vollbeschäftigung und verbreiteten Arbeitskräftemangel vermeldeten, wurden anderswo (Griechenland, Spanien, Italien) trotz merklicher Verbesserung nach wie vor zweistellige Arbeitslosenraten verzeichnet.

Die Investitionstätigkeit in der Eurozone stieg in einem Umfeld von außerordentlich günstigen Finanzierungsbedingungen, die wiederum die Kreditvergabe ankurbelten, weiter an. Die gesteigerte Kreditvergabe wurde auch durch die weitere Gesundung des Bankensektors möglich: Im Aggregat sind die Finanzinstitute der Eurozone Mitte 2018 besser aufgestellt als in den Jahren zuvor, mit mehr Kapital, weniger notleidenden Krediten und einer langsam ansteigenden Profitabilität.

Wachstum ohne Inflation?

Die robuste realwirtschaftliche Entwicklung ging allerdings nicht mit einer vergleichbar dynamischen Inflationsentwicklung einher. Während sich die Gesamtinflation von ihren einstigen Tiefständen erholte und im Jahresverlauf durchschnittlich 1,5 Prozent betrug, blieb der binnenwirtschaftliche Preisdruck gedämpft, und die zugrunde liegende Inflation ließ zunächst keine Anzeichen für einen dauerhaften Aufwärtstrend erkennen.

Dieses Phänomen eines robusten Konjunkturaufschwungs ohne Inflationsdruck wurde im vergangenen Jahr breit diskutiert und verschiedene Erklärungen dazu herangezogen:

Erstens sind möglicherweise die Inflationserwartungen gesunken: Im Zuge eines halben Jahrzehnts, in dem die Teuerung signifikant unter dem EZB-Ziel von unter, aber nahe 2 Prozent lag, ist es möglich, dass viele Wirtschaftsakteure auch mittelfristig (zu) niedrige Teuerungsraten erwarten, was wiederum in Preis- und Lohnsetzungsprozesse einfließt.

Zweitens müssten steigende Beschäftigung, sinkende Arbeitslosigkeit und Arbeitskräftemangel eigentlich zu höheren Löhnen und damit steigenden Preisen führen. Dass dies nicht im erwarteten Ausmaß eingetreten ist, ließ sich möglicherweise mit strukturellen Veränderungen am Arbeitsmarkt erklären: Zum einen kann es sein, dass die gesunkene Arbeitslosenquote nicht vollständig widerspiegelt, dass der Anteil der Unterbeschäftigten (zum Beispiel Teilzeitbeschäftigte, die gern mehr arbeiten würden, sowie Erwerbspersonen, die die Arbeitssuche aufgegeben haben) sich nach der Rezession erhöht hatte. Diese Arbeitnehmer – die sogenannte „stille Reserve“ – kehren nun auf den Arbeitsmarkt zurück und erhöhen gleichzeitig mit der steigenden Nachfrage nach Arbeitskräften auch das Arbeitskräfteangebot. Damit fällt der anderweitig zu erwartende Lohndruck geringer aus. Weiterhin tragen auch Einwanderung und die Integration von Geflüchteten in den Arbeitsmarkt zum steigenden Arbeitskräfteangebot bei. Des Weiteren ist in vielen Ländern der Eurozone, dank umgesetzter Arbeitsmarktreformen, der Arbeitsmarkt heute flexibler, was möglicherweise auch in Tarifverhandlungen dazu geführt hat, dass Beschäftigungssicherung höher als Reallohnzuwächse gewichtet wurden.

Drittens ließe sich der verhaltene Preisdruck auch aus den niedrigeren Importpreisen im Nachgang zur Aufwertung des Euro herleiten. Viertens ist es auch nicht ausgeschlossen, dass technologische Entwicklung – wie beispielsweise der stark wachsende Online-Handel – mit der sofortigen Vergleichbarkeit von Preisen dazu führt, dass Preissteigerungen auf Hersteller- und Händlerseite nicht mehr so einfach durchsetzbar sind.

Geldpolitischer Kurs der EZB

Diese umfassenden Überlegungen zu der wandelnden Dynamik des Inflationsprozesses flossen in die geldpolitischen Erwägungen und Beschlüsse des EZB-Rates ein. Insgesamt wurde der graduelle Normalisierungskurs der EZB-Geldpolitik durch das behutsame Zurückfahren der in der Krise ergriffenen Sondermaßnahmen bestimmt, in Abhängigkeit von den Fortschritten hin zu einer nachhaltigen Inflationsentwicklung, die sich dem Inflationsziel der EZB von nahe aber unter 2 Prozent annähert. In der Vergangenheit beobachtete Asymmetrien bei der Übertragung der geldpolitischen Impulse waren kaum noch feststellbar. Die erhebliche Unterstützung der Konjunktorentwicklung durch die Geldpolitik mit Finanzierungskosten auf Rekordtiefstwerten erreichte das gesamte Euro-Währungsgebiet.

Zu den wichtigsten geldpolitischen Entscheidungen im vergangenen Jahr gehörte der Beschluss des EZB-Rates im Oktober 2017, den monatlichen Umfang der Ankäufe weiter zu reduzieren – von 60 Mrd. Euro auf 30 Mrd. Euro –, das Programm jedoch um mindestens neun Monate bis September 2018 zu verlängern. Im März 2018 verzichtete der EZB-Rat in seinen offiziellen Verlautbarungen darauf, auf seine Bereitschaft hinzuweisen, das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten auszuweiten, falls sich der Ausblick eintrüben sollte.

Im Juni 2018 stellte der EZB-Rat erhebliche Fortschritte bei der nachhaltigen Anpassung der Inflation fest. Fest verankerte Inflationserwartungen, die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft des Euroraums und die nach wie vor umfangreiche geldpolitische Akkommodierung geben Anlass zur Zuversicht, dass sich die nachhaltige Annäherung der Inflation an das Ziel – unter, aber nahe 2 Prozent – in nächster Zeit fortsetzen wird. Daher entschied der EZB-Rat, den Nettoerwerb im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten nach September 2018 auf einen Umfang von monatlich 15 Mrd. Euro zu reduzieren und Ende Dezember 2018 dann ganz zu beenden. Der Leitzins bleibt mindestens über den Sommer 2019 unverändert.⁴ All dies jedoch unter der Maßgabe, dass sich die Wirtschaftslage und Inflationszahlen auch wirklich entwickeln, wie vom EZB-Rat in Hinblick auf die wirtschaftlichen Prognosen des Eurosystems erwartet.

Des Weiteren hat der EZB-Rat im vergangenen Jahr immer wieder darauf hingewiesen, dass die Tilgungsbeträge der im Rahmen der Ankaufprogramme erworbenen Wertpapiere, bei Fälligkeit wieder angelegt werden, und zwar noch für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen aufrechtzuerhalten. Damit ist das Eurosystem noch auf absehbare Zeit mit Ankäufen am Finanzmarkt präsent.

Zuversicht, Beharrlichkeit, Umsicht

Die wichtigsten Argumente für dieses Vorgehen hat EZB-Präsident Draghi vielfach mit Bezug auf folgende drei Begriffe erläutert: Zuversicht, Beharrlichkeit, Umsicht.

Der EZB-Rat äußerte sich zuversichtlich auch aufgrund der wirtschaftlichen Prognosen der EZB und des Eurosystems, dass sich die Teuerungsrate allmählich Richtung nahe aber unter 2 Prozent bewegen wird – und diesen Zielwert auch erreichen wird. Diese Zuversicht gründet sich darauf, dass die Dynamik des Aufschwungs, unterstützt von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, allmählich die Unterauslastung der Volkswirtschaft beenden und damit mittelfristig zu steigenden Löhnen und Preisen führen wird.

Aber das Ziel war im vergangenen Jahr noch nicht erreicht: Daher insistierte die EZB darauf, mit Beharrlichkeit und Geduld am gegenwärtigen Kurs der akkommodierenden

4 Europäische Zentralbank: Pressekonferenz, Riga, 14.06.2018.

Geldpolitik festzuhalten, und nicht vorschnell, zum Beispiel auf Grundlage von einzelnen monatlichen Ausschlägen der Inflationsrate, teils auch auf über 2 Prozent, die Geldpolitik zu straffen. Denn zunächst musste sich selbsttragender Inflationsdruck aufbauen. Damit war seitens des EZB-Rats eine Politik der ruhigen Hand und Umsicht gefragt.

Kritikpunkte

Insbesondere im angelsächsischen wirtschaftswissenschaftlichen Diskurs werden die EZB-Maßnahmen und Instrumente als notwendig und wirksam angesehen⁵ und explizit unterstützt.⁶ Kritik kommt eher aus einer anderen Richtung, nämlich dass die Maßnahmen „zu wenig, zu spät“⁷ waren.⁸ Im Gegensatz dazu kommt eine fundamentalere Kritik an der gegenwärtigen Geldpolitik insbesondere aus Deutschland. Dabei wird immer wieder darauf verwiesen, dass eine zu lange Phase einer sehr expansiven Geldpolitik zu Fehlanreizen und neuen Verwerfungen an den Finanzmärkten führen könnte.⁹

Die kritisierte Politik des billigen Geldes wird auch dafür verantwortlich gemacht, dass die Geschäftsmodelle der Banken, Versicherungen und Altersvorsorge zunehmend unter Druck geraten, dass Wirtschaftseinheiten, die unter normalen Umständen nicht überlebensfähig wären („Zombie“-Firmen und -Banken) künstlich am Leben gehalten und darüber hinaus die Reformanreize der Regierungen geschmälert werden. Der am öffentlichkeitswirksamsten hervorgebrachte Vorwurf betrifft jedoch die sogenannte „Enteignung der Sparer“, der die realen Verluste auf Sparguthaben thematisiert, wann immer der Nominalzins unter der Inflationsrate liegt, wie im vergangenen Jahr geschehen. All diese Kritikpunkte und die Gegenargumente sind in der Vergangenheit bereits umfassend diskutiert worden.¹⁰

Eine Thematik, die im vergangenen Jahr wieder in der öffentlichen Debatte aufkam, waren die Ungleichgewichte im EZB-Zahlungsverkehrssystem TARGET 2. Anlass waren stark angestiegene Verbindlichkeiten, insbesondere auf Seiten der italienischen Zentralbank gegenüber der EZB, und hohe Forderungen auf Seiten der deutschen Bundesbank.

Dazu sollte zunächst erläutert werden, dass durch das Zahlungsverkehrssystem TARGET 2 die Banken im Euroraum (und einige außerhalb) miteinander und auch mit den nationalen Zentralbanken verbunden sind, damit große Zahlungen schnell und sicher übertragen werden können. Derartige Zahlungsströme sind ein wesentlicher und natürlicher Bestandteil der Gewährleistung einer reibungslosen Umsetzung der Geldpolitik der EZB im gesamten Euro-Währungsgebiet. Um diese Ströme im Euro-Währungsgebiet richtig einschätzen zu können, werden sie als Forderungen behandelt, die die nationalen Zentralbanken in diesem System gegeneinander haben.

Eine erneute starke Zunahme dieser Salden begann 2014 und setzte sich im vergangenen Jahr fort. Dieser Anstieg steht jedoch in engem Zusammenhang mit der dezentralen Umsetzung der Geldpolitik – und insbesondere dem Ankaufprogramm für Vermögenswer-

5 Martin Wolf: Draghi alone cannot save the euro, in: Financial Times, 01.09.2012.

6 CMF Survey: German council of economic experts' view of ECB policy, 07.11.2016.

7 Enrico Marelli/Marcello Signorelli: The EU's policy response: Too little too late, In: Europe and the Euro, Palgrave Macmillan 2017.

8 Martin Feldstein: The Shortcomings of Quantitative Easing in Europe, in: Project Syndicate, 29.01.2016.

9 Christian Siedenbiedel: Mario Draghis Billionen-Experiment, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 09.03.2015.

10 Siehe unter anderem Gabriel Glöckler/Christine Graeff: Die Europäische Zentralbank und ihre Rolle in der Krise: sicheres Geld in unsicheren Zeiten, in: Peter Becker/Barbara Lippert (Hrsg.): Handbuch Europäische Union, Wiesbaden 2018.

te – in einem integrierten europäischen Finanzmarkt. Der Anstieg deutet nicht auf eine Zunahme der Spannungen an den Finanzmärkten, eine zunehmende Fragmentierung oder eine nicht tragfähige Zahlungsbilanzentwicklung hin.¹¹ Diese oft großen Beträge sind vielmehr eine technische Buchungsfunktion. Da sie private Transaktionen widerspiegeln, sind die Beträge weder Kredite noch Schulden von Ländern des Euroraums untereinander. Die Funktionsweise des TARGET 2-Systems per se ist daher mitnichten eine Umverteilung zwischen den Ländern des Euro-Währungsgebiets. Die TARGET-Salden wären nur dann ein Problem, wenn der Euroraum auseinander bräche. Ein derartiges Katastrophenszenario widerspricht nicht nur den EU-Verträgen, sondern ist auch keine Grundannahme der Mitgliedstaaten oder der Europäischen Institutionen, einschließlich der EZB.

Wechselkursentwicklungen und internationale Rolle des Euro

Die Entwicklung des Euro-Wechselkurses, insbesondere die zeitweise Aufwertung im Frühjahr 2018, wurde auch in der öffentlichen Diskussion aufgegriffen, teilweise mit der Besorgnis, dass diese den graduellen Normalisierungskurs der EZB beeinflussen könnte. Die Wechselkursschwankungen stellten in der Tat einen Unsicherheitsfaktor für die EZB dar, insbesondere wegen der Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität. Der Wechselkurs ist jedoch keine Zielgröße der EZB-Politik.

Das starke Wirtschaftswachstum im Euroraum und die Ankaufprogramme der EZB trugen zur Stabilisierung der internationalen Rolle des Euro bei, jedoch nahe dem historischen Tiefstand. Der Rückgang der Auslandsnachfrage nach Euro-Banknoten könnte an einer Reihe von Gründen liegen, wie beispielsweise finanzielle Innovationen, weniger geopolitische Unsicherheit in den Nachbarregionen des Euroraums und Fortschritte bei der globalen Bekämpfung von Steuer- und Finanzkriminalität. Die zunehmende Bedeutung der Schwellenländer als Emittenten von Fremdwährungsschulden ist eine weitere Erklärung für den Tiefstand der internationalen Rolle des Euro in den letzten Jahren. Besser vernetzte europäische Kapitalmärkte, sei es durch die Vollendung der Bankenunion oder die Kapitalmarktunion, können zur Liquidität und Attraktivität der Finanzmärkte im Euroraum beitragen und auch die internationale Bedeutung des Euro stärken.¹²

Brexit

Aus Sicht der Währungspolitik stellt der Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union zunächst einen wirtschaftlichen Schock dar, der schwierig einzuschätzen ist, da die Auswirkungen maßgeblich davon abhängen, welche genaue Form der Austritt annehmen wird. Die meisten Studien gehen davon aus, dass sich Direktinvestitionen in das Vereinigte Königreich um 12 bis 28 Prozent verringern werden, da der Zugang zum EU-Binnenmarkt für Großbritannien teurer werden und das Land dadurch für ausländische Investoren weniger attraktiv wird. Etwaige regulatorische Divergenz nach dem Austritt Großbritanniens würde es EU-Unternehmen kostspieliger machen, in Großbritannien Geschäfte zu täti-

11 Verschiedene Indikatoren von Finanzmarktstress oder Finanzmarktfragmentierung, die im Jahre 2012/2013 gleichzeitig mit dem TARGET-Salden angestiegen waren, zeigen sehr viel geringere Werte. Der sogenannte SENTIX Euro Area Break-up Index ist beispielsweise auf einem sehr geringen Wert und die Finanzierungskosten für Unternehmen und Haushalte liegen in allen Eurozonenländern wieder näher beieinander.

12 Europäische Zentralbank: The international role of the euro, Interim report, June 2018.

gen.¹³ Die erwartbaren Auswirkungen liegen aber eher in höheren Kosten für Finanzdienstleistungen als in einer Verringerung der Verfügbarkeit derartiger Dienstleistungen.

Besonderes Augenmerk liegt in diesem Zusammenhang auf den Konsequenzen für britische Banken und jene im Euroraum. Hierbei insistierte die EZB nachdrücklich, dass alle betroffenen Banken über angemessene Notfallpläne verfügen müssen, zum Beispiel in Bezug auf Genehmigungswesen, interne Modelle, interne Steuerung, Risikomanagement und Sanierungsplanung.¹⁴ Insbesondere wurde betont, dass britische Finanzinstitute, die Ableger in der EU gründen, um die Vorteile des einheitlichen „EU-Passes“ in Anspruch zu nehmen, nicht nur Briefkastenfirmen oder reine Vertriebsbüros (sogenannte „leere Hüllen“) betreiben können. Vielmehr müssen die Risiken, die in diesen Ablegern entstehen, auch dort gemanagt werden. Die entsprechende Infrastruktur und Ausstattung, genügend Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter im Risikomanagement und Controlling, Compliance-Struktur und eine sachverständige Geschäftsleitung, müssen der Art, dem Umfang und der Komplexität des in der Europäischen Union durchgeführten Geschäfts angemessen sein. Um möglichen Unsicherheiten um den Brexit-Termin am 30. März 2019 entgegenzuwirken, wurde eine spezielle Arbeitsgruppe von der EZB und der Bank of England einberufen.¹⁵

Weiterentwicklung der Wirtschafts- und Währungsunion

Die Vollendung der Bankenunion bleibt von essenzieller Bedeutung. Risikominderung und Risikoverteilung, als sich gegenseitig verstärkende Faktoren, sollten dabei im Fokus stehen. Die Umsetzung eines europäischen Einlagensicherungssystems wird von der EZB immer wieder als ein unverzichtbares Element dargestellt. Nur wenn alle Einlagen in der Europäischen Union gleich gut geschützt werden, kann ein wahrhaft europäischer Bankensektor entstehen.¹⁶ Die möglichst rasche Entwicklung einer europäischen Lösung zur Absicherung („Backstop“) des Einheitlichen Abwicklungsfonds ist ebenfalls von großer Bedeutung. Zur Bewältigung der Probleme im Zusammenhang mit notleidenden Krediten hat die EZB unter anderem einen Leitfaden für Banken veröffentlicht und die Ausarbeitung eines Konzepts für die Ausgestaltung von Vermögensverwaltungsgesellschaften vorgeschlagen, das auf nationaler Ebene umzusetzen wäre.¹⁷ Um die Bankenunion und die Finanzmarktintegration weiter voranzutreiben und gleiche Rahmenbedingungen für alle Banken im Euroraum zu schaffen, nahm die EZB im vergangenen Jahr eine umfassende Überprüfung der in der Eigenkapitalrichtlinie und -verordnung enthaltenen nationalen Optionen und Ermessensspielräume vor, um eine stärkere Harmonisierung zu erreichen.

Weiterführende Literatur

Philipp Hartmann/Frank Smets: The First 20 Years of the European Central Bank: Monetary Policy, Brookings Papers on Economic Activity Conference Draft, 2018.

13 Europäische Zentralbank: Wirtschaftsbericht Ausgabe 04/2018, S.85.

14 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2017, S. 75.

15 Europäische Zentralbank: Press Release, 27.04.2018.

16 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2017, S. 73–75.

17 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2017, S. 73.