

# Währungspolitik

Gabriel Glöckler

Der 1. Januar 2019 markierte das 20-jährige Jubiläum der Einführung des Euro als gemeinsame Währung für nunmehr 340 Mio. Menschen in 19 Mitgliedstaaten der Europäischen Union. Im Zuge der Feierlichkeiten und Bestandsaufnahme dieser ersten zwei Jahrzehnte wurde vielfach betont, dass der Euro nach vielerlei Maßstäben ein Erfolg ist: Beispielsweise lag die Inflationsrate in der Eurozone seit 1999 bei durchschnittlich 1,7 Prozent und damit niedriger als in den vorangegangenen Jahrzehnten – der Euro war also sogar eine stabilere Währung als die Deutsche Mark.

Im zwanzigsten Jahr des Euros bleibt jedoch auch festzuhalten, dass seine Vorteile noch nicht überall eingetreten und für alle Bürger Realität geworden sind.<sup>1</sup> Dennoch ist der Euro zu einem greifbaren Symbol der europäischen Einheit geworden und bleibt trotz der Probleme der vergangenen Jahre populär<sup>2</sup>: Laut Eurobarometer-Erhebungen im Frühjahr 2019 unterstützten fast drei Viertel der Befragten in der Eurozone und 82 Prozent in Deutschland die gemeinsame Währung.

Diese Erfolge sollten jedoch nicht über die verbleibenden institutionellen Schwächen der Währungsunion hinwegtäuschen. Die Vollendung der Bankenunion und der Kapitalmarktunion bleiben ebenso wichtige Baustellen wie die vertiefte Integration und die damit einhergehenden institutionellen Veränderungen in der Wirtschafts- und Fiskalpolitik, einschließlich einer effektiven Fiskalkapazität.<sup>3</sup>

## Wirtschaftliche Abschwächung bei erhöhter Unsicherheit

Die Wirtschaftsaussichten im Euroraum haben sich im vergangenen Jahr eingetrübt. Gründe hierfür liegen vor allem in äußeren Faktoren, die von geldpolitischer Seite schwer oder gar nicht zu beeinflussen sind – vor allem anhaltende, verschärfte Handelskonflikte, protektionistische Tendenzen, Spannungen innerhalb der regelbasierten Weltwirtschaftsordnung und nachlassende Konjunktur in einigen Schwellenländern. Hinzu kommen innereuropäische Risiken, wie der potenzielle Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union („Brexit“), die angespannte Haushaltslage in einigen Mitgliedstaaten in der Eurozone, insbesondere in Italien und damit einhergehende politische Kontroversen und Ungewissheiten im Vorfeld der Europawahlen. Hinzu kamen Sonderfaktoren in einzelnen Ländern, wie zum Beispiel zeitweilige Probleme mit der Anpassung an neue Standards in der deutschen Autoindustrie im Herbst 2018.

Diese erhöhte Unsicherheit hat sich in geringeren Wachstumsraten in der Eurozone niedergeschlagen. Deutschland entging in der zweiten Jahreshälfte 2018 nur knapp einer

---

1 Mario Draghi: Speech: Europe and the euro 20 years on, 15.12.2018.

2 Miguel Ortero: The euro as a social bond: why do Eurozone citizens still back the single currency? 27.3.2017, abrufbar unter: [http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/rielcano\\_en/contenido?WCM\\_GLOBAL\\_CONTEXT=/elcano/elcano\\_in/zonas\\_in/ari25-2017-oteroiglesias-euro-social-bond-why-eurozone-citizens-back-single-currency](http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/rielcano_en/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_in/zonas_in/ari25-2017-oteroiglesias-euro-social-bond-why-eurozone-citizens-back-single-currency) (letzter Zugriff: 1.7.2019).

3 Mario Draghi: Speech: Twenty Years of the ECB's monetary policy, 18.6.2019.

Rezession; Italien verzeichnete zwei aufeinanderfolgende Quartale negativen Wachstums. Für den Euroraum als Ganzes fiel das Wirtschaftswachstum nach dieser vorübergehenden Schwäche im ersten Quartal 2019 etwas besser aus. Die seit fast sechs Jahren kontinuierlich positive Wirtschaftsentwicklung ist damit ungebrochen.

### **Robuster Arbeitsmarkt und gedämpfte Teuerung**

Angesichts der weltweit nachlassenden Exportnachfrage kommt der Binnennachfrage eine besondere Bedeutung zu. Insgesamt zeigte sich die Binnenwirtschaft sowohl im Euroraum als auch in der gesamten Europäischen Union – auch dank geld- und fiskalpolitischer Impulse – robust, was einen moderaten Wirtschaftszuwachs begünstigte.

Die Investitionstätigkeit in der Eurozone stieg dank der günstigen Finanzierungsbedingungen weiter an, bei steigender Kreditvergabe. Letztere wurde auch durch die weitere Gesundung des Bankensektors möglich: Insgesamt sind die Finanzinstitute der Eurozone Mitte 2019 besser aufgestellt als in den Jahren zuvor, besser kapitalisiert und profitabler, und mit weniger faulen Krediten belastet.

Ein zentrales Element der binnenwirtschaftlichen Dynamik ist der Arbeitsmarkt.<sup>4</sup> Die Arbeitslosenquote in der Eurozone fiel im März 2019 auf 7,7 Prozent und damit auf den niedrigsten Stand seit September 2008. Seit Mitte 2013 wurden bei gleichzeitig positiver Lohnentwicklung 10,8 Mio. neue Arbeitsplätze im Euroraum geschaffen, was die Verluste während der Krise mehr als kompensiert. Allerdings bestehen weiterhin starke regionale Unterschiede.

Im ersten Quartal 2019 stiegen die Löhne im Euroraum um 2,2 Prozent. Höhere Reallöhne und verfügbare Einkommen sowie gesteigerte Konsumneigung der Verbraucher sollten eigentlich auf die Teuerungsrate durchschlagen. Trotzdem blieb die Inflationsentwicklung auch im vergangenen Jahr hinter den Erwartungen zurück und war mit einer prognostizierten Rate von 1,3 Prozent für 2019 rückläufig im Vergleich zum Vorjahr. Dass sich die Lohnerhöhungen in der Eurozone nicht in höheren Inflationsraten niederschlugen, könnte neben der durch den gesunkenen Ölpreis niedrigeren importierten Inflation wohl vor allem an zwei Faktoren liegen. Erstens befindet sich die Eurozone in einer länger anhaltenden Niedriginflationsphase, in der die Preisstreuung traditionell geringer ist. In einem derartigen Umfeld schrecken Firmen trotz höherer Löhne vor Preiserhöhungen zurück, um keine Marktanteile zu verlieren. Höhere Lohnkosten werden damit wohl zunächst durch geringere Profitmargen absorbiert. Zweitens werden steigende Arbeitskosten tendenziell eher in Zeiten steigender Nachfrage an die Verbraucher weitergereicht. Angesichts der insgesamt verlangsamten Konjunkturentwicklung dürften Firmen auch deshalb zögern, die Preise zu erhöhen.<sup>5</sup>

Möglichen Befürchtungen eines kurz bevorstehenden Wirtschaftseinbruchs ließen sich also vor allem eine solide Binnennachfrage und ein robuster Arbeitsmarkt entgegen halten. Es gab und gibt daher keinen Grund für eventuelle Rezessionspanik, wie sie zum Teil von Marktteilnehmern und Kommentatoren verbreitet wurde.

### **Geldpolitischer Kurs der Europäischen Zentralbank**

Vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Eintrübung und der verlangsamten Inflationsdynamik und gesunkenen Inflationserwartungen sind die Entscheidungen des Rates der

---

4 Vgl. hierzu auch den Beitrag „Beschäftigungs- und Sozialpolitik“ in diesem Jahrbuch.

5 Mario Draghi: Speech: Monetary policy in the euro area, 17.3.2019.

Europäischen Zentralbank (EZB) im vergangenen Jahr zu betrachten. Die Europäische Zentralbank hat das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten im Dezember 2018 auslaufen lassen und den Nettoneuerwerb von Vermögensanteilen gestoppt. Wie jedoch mehrfach betont, entschied der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der erworbenen Wertpapiere bei Fälligkeit vollumfänglich so lange wieder anzulegen, wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodation aufrechtzuerhalten. Dies bedeutet, dass das Eurosystem weiterhin mit monatlichen Käufen im Wert von durchschnittlich 20 Mrd. Euro am Anleihemarkt aktiv ist.

Das Hauptaugenmerk der Geldpolitik verschob sich im vergangenen Jahr von der quantitativen Lockerung hin zur Orientierung über die künftige Ausrichtung der Geldpolitik, der sogenannten „Forward Guidance“. Mit den Ankündigungen zum weiteren Zinsverlauf, in Abhängigkeit von der wirtschaftlichen Entwicklung und mit klaren zeitlichen Indikationen gelang es dem EZB-Rat, die Markterwartungen eines zukünftigen ersten Zinsanstiegs effektiv zu steuern und damit die geldpolitische Akkommodation trotz des Endes der quantitativen Lockerung beizubehalten.

Im Juni 2018 hatte der EZB-Rat bereits seine Erwartung dargelegt, dass der Leitzins der Hauptrefinanzierungsgeschäfte noch über den Sommer 2019 auf dem Niveau von 0,0 Prozent, und  $-0.4$  Prozent für die Einlagenfazilität beibehalten werden. Auf der Sitzung im März 2019 stellte der EZB-Rat dann klar, dass sich eine mögliche erste Zinserhöhung wegen der Eintrübung der Inflations- und Wachstumsaussichten weiter nach hinten verschieben wird, und die Zinsen auf diesem Niveau bis Ende 2019 verbleiben werden. Auf Grundlage einer neuen Prognose, die eine weiterhin verzögerte Konvergenz der Inflationsraten hin zum EZB-Ziel von nahe aber unter 2 Prozent und neue Risiken für die Wirtschafts- und Inflationsentwicklung aufzeigte, äußerte der EZB-Rat im Juni 2019 die Erwartung, die Leitzinsen für mindestens die erste Hälfte des Jahres 2020 auf dem aktuellen Niveau zu halten.

Darüber hinaus beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung im März 2019 eine neue Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), die ab September 2019 bis März 2021 durchgeführt werden sollen<sup>6</sup> und deren Modalitäten im Juni 2019 entschieden wurden.<sup>7</sup> In diesem Zusammenhang stellte der EZB-Rat auch fest, dass sich bislang die Vor- und Nachteile der Geldpolitik für den Bankensektor ausgeglichen hätten, womit er Kritikern entgegentrat, die vor negativen Folgen der Sondermaßnahmen gewarnt hatten und eine Staffelung („tiering“) der Zinsraten in den einschlägigen geldpolitischen Operationen gefordert hatten.

Insgesamt lassen sich die kumulativen Auswirkungen der Sondermaßnahmen, die die Europäische Zentralbank seit Mitte 2014 ergriffen hat, auf Wachstum und Inflation in der Eurozone auf jeweils etwa 1,9 Prozentpunkte für den Zeitraum 2016 bis 2020 beziffern.

### **Internationale Rolle des Euro**

Der schwierige internationale Kontext, in dem der Euro sein 20-jähriges Jubiläum begeht, hat auch Debatten um seine internationale Rolle neu entfacht. Geopolitische Spannungen haben Währungen und den Zugang zu reibungslosen Zahlungssystemen

6 Europäische Zentralbank: Pressemitteilung: Geldpolitische Beschlüsse, 7.3.2019.

7 Europäische Zentralbank: Pressemitteilung: Geldpolitische Beschlüsse, 6.6.2019.

verstärkt in den Mittelpunkt strategischer Überlegungen weltweit gerückt, so auch in der Europäischen Union.

Gegenwärtig bleibt der Euro weiterhin die zweitwichtigste Währung im internationalen Finanzsystem nach dem US-Dollar und zeigte sich im vergangenen Jahr hinsichtlich seiner weltweiten Nutzung erholt, wenngleich noch nicht auf dem Niveau vor der Krise. Der Anteil des Euros in globalen Devisenportfolios stieg 2018 um mehr als einen Prozentpunkt auf 20,7 Prozent. Zwar ist der Euro Zahlungsmittel bei mehr als 30 Prozent der weltweiten Transaktionen im Warenhandel, dies allerdings vor allem innerhalb des Euroraums.<sup>8</sup> Der Präsident der Europäischen Kommission, Jean-Claude Juncker, hatte in seiner Rede zur Lage der Union im September 2018 gefordert, die internationale Rolle des Euros zu stärken<sup>9</sup> – eine Absicht, die die Europäische Kommission im Dezember 2018 untermauert hat.<sup>10</sup> Die Vorteile lägen angesichts der durch die Vereinigten Staaten von Amerika unilateral wiedereingesetzten Sanktionen gegen den Iran und zunehmender Handelsspannungen vor allem in einer größeren Unabhängigkeit von anderen Währungen, Zahlungssystemen und Wechselkursschwankungen.

Die Europäische Zentralbank hat vermehrt darauf hingewiesen, dass sie die internationale Rolle des Euros nicht direkt fördern kann, aber Maßnahmen, die die Wirtschafts- und Währungsunion robuster machen würden, indirekt die Währung auf der internationalen Bühne stärken könnten.<sup>11</sup> Durch ihre Maßnahmen zur Stabilisierung des Euros und des Bankensektors sowie Gewährleistung sicherer grenzüberschreitender Zahlungssysteme fördert die Europäische Zentralbank indirekt bereits die Attraktivität des Euros als internationale Währung.<sup>12</sup>

Um diese noch zu steigern, sind allerdings weitere Schritte nötig, die sich in Plänen der Europäischen Kommission zur Stärkung der Wirtschafts- und Währungsunion widerspiegeln. Erstens sind tiefe und liquide Kapitalmärkte und damit Fortschritte hin zu einer echten Kapitalmarktunion eine notwendige Voraussetzung. Zweitens würde die Vollendung der Bankenunion das internationale Vertrauen in den Euro und damit seine Attraktivität weiter erhöhen.<sup>13</sup> Schließlich würde eine Art „European Safe Asset“, beispielsweise in Form von gebündelten Euroraum-Staatsanleihen oder tatsächlichen Eurobonds, als Bezugspunkt für internationale Investoren weitere Anreize für die Nutzung des Euros schaffen. Letzteres wird kontrovers diskutiert, jedoch kurz- und mittelfristig ohne Aussicht auf Fortschritt.

### **Brexit**

Im vergangenen Jahr schien der geplante Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union nur sehr begrenzt Auswirkungen auf die Wachstumsaussichten der Eurozone zu haben und stellte ein begrenztes Gesamtrisiko für die Finanzstabilität dar.

---

8 Europäische Zentralbank: The international role of the euro, Juni 2019.

9 Jean-Claude Juncker: Speech: State of the Union 2018, The Hour of European Sovereignty, 12.9.2018.

10 Europäische Kommission: Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council (Euro Summit), the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the committee of regions. Towards a stronger international role of the euro, 5.12.2018, COM (2018) 796 final.

11 Benoît Cœuré: Speech: The euro's global role in a changing world: a monetary policy perspective, 15.2.2019; Vgl. hierzu auch den Beitrag „Europäische Zentralbank“ in diesem Jahrbuch.

12 Europäische Zentralbank: The international role of the euro, Juni 2019.

13 Europäische Kommission: Commission contribution to the European Council and the Euro Summit, Towards a stronger international role of the euro, 5.12.2018.

Das Risiko, dass die Realwirtschaft im Euroraum wegen des britischen EU-Austritts den Zugang zu Finanzdienstleistungen verliert, scheint überschaubar. Auch im Hinblick auf die Kapitalausstattung des Bankensektors dürfte das generelle Risiko als gering einzuschätzen sein. Die langfristigen politischen, institutionellen und wirtschaftlichen Folgen hängen vor allem von den künftigen Beziehungen des Vereinigten Königreichs zur Europäischen Union ab.

Aber selbst ein möglicher britischer EU-Austritt ohne Austrittsvertrag (ein sogenannter „No-Deal-Brexit“), auf den sich die zuständigen Behörden ebenfalls vorbereitet haben, birgt überschaubare Risiken für die Finanzstabilität der Eurozone.<sup>14</sup> Allerdings könnte ein solches Szenario zu heftigeren und weitreichenderen Preiskorrekturen am Markt als 2018 führen und einen abrupten Anstieg der Risikoprämien und Volatilitätswerte nach sich ziehen,<sup>15</sup> auch wenn die Finanzmarktpreise bisher nur eine geringe Wahrscheinlichkeit für einen „No-Deal-Brexit“ widerspiegeln.

Im April 2018 richteten die Europäische Zentralbank und die Bank of England eine gemeinsame Arbeitsgruppe vor allem für Fragen des Risikomanagements im Finanzdienstleistungsbereich für die Zeit unmittelbar vor und nach dem britischen Austritt ein, die im Oktober 2018 der Europäischen Kommission und dem britischen Finanzministerium einen aktuellen Bericht vorlegte.<sup>16</sup> Darüber hinaus beschlossen die Europäische Zentralbank und die Bank of England im März 2019, eine sogenannte Swap-Vereinbarung zu aktivieren, über die die Bank of England falls nötig auf wöchentlicher Basis Euro an britische Banken verleihen könnte.<sup>17</sup>

Banken, die von London aus EU-Kunden bedienen und im Zuge des britischen EU-Austritts ihren „EU-Pass“ verlieren, haben im vergangenen Jahr ihre europäischen Geschäftsaktivitäten zunehmend umstrukturiert. Die Mehrheit der Institute hat verstanden, dass die Europäische Zentralbank als zuständiger Bankenaufseher in der Eurozone reine Briefkastenfirmen oder lediglich Vertriebsbüros nicht akzeptieren wird, sondern dass Umfang und Risiko des Geschäfts mit kontinentaleuropäischen Kunden auch entsprechend mit Personal, Entscheidungsstrukturen, Risikomanagement, Infrastruktur, Kapital etc. gestützt sein müssen. Im Zuge der daraus resultierenden Verlagerung von Aktivitäten in die Eurozone wird erwartet, dass zunächst sieben Institute als bedeutende (Groß-)Banken neu unter die direkte Aufsicht der Europäischen Zentralbank gestellt werden. Im Zuge des Brexits werden Banken Vermögenswerte im Wert von insgesamt rund 1.200 Mrd. Euro in die Eurozone transferieren.

### Währungspolitik und Klimawandel

Im vergangenen Jahr ist der Klimawandel verstärkt ins Blickfeld der Zentralbankpolitik gerückt. Die Europäische Zentralbank leistet, im Rahmen ihres Mandats, ihren Beitrag zur Bewältigung der entstehenden globalen Herausforderungen. Im Fokus stehen dabei Aktivitäten in den Gebieten der Bankenaufsicht, der Finanzmarktstabilität, geldpolitischer Marktoperationen und der Investitionen der eigenen Vermögenswerte der Zentralbanken (zum Beispiel Mitarbeiterpensionsfonds).

14 Europäische Zentralbank: Financial Stability Report, Frankfurt/Main, Mai 2019.

15 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2018, Frankfurt/Main 2019.

16 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2018, Frankfurt/Main 2019 .

17 Europäische Zentralbank: Press Release: ECB and Bank of England activate currency swap arrangement for possible provision of euro to UK banks, 5.3.2019.

Insgesamt konzentrieren sich die Bemühungen der Europäischen Zentralbank darauf, Marktteilnehmer und Gesetzgeber bei der Identifizierung der durch den Klimawandel entstehenden Risiken zu unterstützen und einen klaren Rahmen für die deren Reduzierung zu schaffen.<sup>18</sup>

Die Europäische Zentralbank ist dem weltweiten Network for the Greening of the Financial System (NGFS) beigetreten und setzt sich dort gemeinsam mit anderen Zentralbanken und Aufsichtsbehörden für die Entwicklung gemeinsamer Praktiken zur Bewältigung klima- und umweltbedingter Risiken ein. Der erste Bericht des Netzwerks im April 2019 enthielt diesbezüglich konkrete Empfehlungen.<sup>19</sup>

In seinem direkten Wirkungsbereich hat das Eurosystem, im Rahmen der Ankaufprogramme von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme, PSPP) und des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) bereits sogenannte grüne Anleihen gekauft, deren Erlös für Investitionsprojekte mit ökologischem Nutzen verwendet wird. Bei diesen Kaufentscheidungen, die an einer geldpolitischen Zielvorgabe ausgerichtet sind, folgt das Eurosystem dem Grundsatz der Marktneutralität, das heißt der Anteil von grünen Anleihen am Gesamtvolumen der zulässigen Anleihen wird in den Ankäufen widerspiegelt. So beträgt beispielsweise der Umfang der im Rahmen des CSPP zulässigen grünen Unternehmensanleihen derzeit 31 Mrd. Euro, von denen das Eurosystem fast 20 Prozent hält.<sup>20</sup>

Analysen der Europäischen Zentralbank zeigen, dass klimabedingte Risiken für die Eurozone zu einem systemischen Risiko werden können, insbesondere wenn sie durch die Märkte nicht korrekt bewertet werden. Ein tieferes Verständnis dieser Risiken für das gesamte Finanzsystem ist erforderlich. Bessere Datenverfügbarkeit und -vergleichbarkeit sowie die Entwicklung eines zukunftsorientierten Rahmens für Risikobewertungen sind dabei wichtige Aspekte.<sup>21</sup>

### Weiterführende Literatur

Massimo Rostagno/Carlo Altavilla/Giacomo Carboni/Wolfgang Lemke/Roberto Motto/Arthur Saint-Guilhem/Jonathan Yiangou: A Tale of two Decades: The ECB's Monetary Policy at 20, ECB Working Paper, forthcoming, 2019.

---

18 Benoît Cœuré: Speech, Monetary Policy and climate change, 8.11.2018.

19 Network for Greening the Financial System (NGFS): First comprehensive report: A call for action Climate change as a source of financial risk, April 2019.

20 Cœuré: Speech, Monetary Policy and climate change, 2018.

21 Europäische Zentralbank: Financial Stability Report, 2019.