

Konjunkturschlaglicht

EZB: Zinswende auf unbestimmte Zeit verschoben

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihre seit Ende 2008 expansiv ausgerichtete Geldpolitik zuletzt leicht gestrafft: In zwei Schritten wurde der Leitzins um insgesamt 50 Basispunkte auf 1,50% erhöht. Gleichzeitig wurden einige der nach bisheriger geldpolitischer Praxis unkonventionellen Maßnahmen zurückgeführt. Diese waren infolge der Finanzkrise notwendig geworden, um das Bankensystem zu stabilisieren und den „ausgetrockneten“ Geldmarkt mit Liquidität zu versorgen.

Die zu Beginn dieses Jahres eingeleitete vorsichtige Straffung der Geldpolitik wurde mit dem sich festigenden konjunkturellen Aufschwung und steigenden Inflationsrisiken begründet. Zwischenzeitlich hat sich die Konjunktur im Euroraum und der Weltwirtschaft deutlich eingetrübt – bis hin zu neuen Rezessionsgefahren. Zusätzliche Risiken gehen von der Schuldenkrise im Euroraum aus: Steigende Zinsen würden die Schuldenlast der Krisenländer weiter erhöhen, ein dann wahrscheinlicher werdender Default könnte die Banken erneut destabilisieren. Im Zusammenhang mit einer möglichen Umschuldung Griechenlands sind die Zinsen auf dem Interbankenmarkt wieder leicht angestiegen. Die Zinswende dürfte vor diesem Hintergrund auf unbestimmte Zeit verschoben werden.

Ihren abwartenden geldpolitischen Kurs begründet die EZB mit der ungewöhnlich hohen Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung. Zuletzt wurden jedoch im-

mer wieder Zweifel geäußert, inwieweit die EZB mit den Anleihekäufen (vgl. Tabelle 1) schon fiskalpolitische Aufgaben übernommen habe. Die EZB als „lender of last resort“ hat in (Vertrauens-)Krisen zwar eine zeitlich eng befristete Stabilisierungsaufgabe – eine dauerhafte Reparaturfunktion in einem nicht-optimalen Währungsraum schließt diese jedoch nicht ein. Persistente Divergenzen in der Wettbewerbsfähigkeit können zu wachsenden internen Ungleichgewichten zwischen den Mitgliedsländern führen, die in einer Währungsunion nicht mehr durch autonome Geldpolitiken abgebaut werden können. Der Vorschlag, die Zielinflationsrate heraufzusetzen, um reale Anpassungsprozesse innerhalb eines nicht-optimalen Währungsraums zu erleichtern, wurde an dieser Stelle bereits diskutiert.¹ Vorzuziehen ist jedoch eine stärkere strukturelle Konvergenz im Euroraum. Diese benötigt jedoch Zeit. Für die Übergangsphase stellt sich der Politik der Euroländer die dringende Aufgabe, erstens ein ausschließlich fiskalisches Instrumentarium zum Umgang mit Schuldenkrisen zu entwickeln, zweitens ein Staatsinsolvenzrecht zu verankern und drittens eine wirksame Regulierung des Bankensektors zur Begrenzung systemischer Risiken durchzusetzen, um eine Beteiligung privater Gläubiger bei Staatsinsolvenzen zu ermöglichen. Eine solche institutionelle Anpassung und Erweiterung der Eurozone könnte Fehlanreize auf Seiten der Länder und der Banken

1 Vgl. H. Vöpel: EZB: Geldpolitik im heterogenen Währungsraum, in: Wirtschaftsdienst, 90. Jg. (2010), H. 7, S. 495-496.

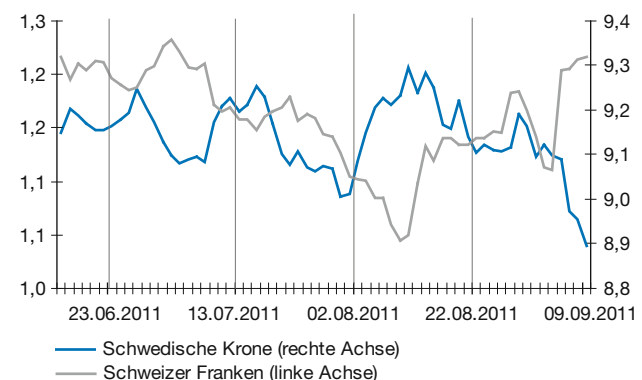
Tabelle 1
Konsolidierter Ausweis des Eurosystems – Aktivseite
(Entstehung der monetären Basis)

in Mrd. Euro

	19. Sep. 2008	18. Sep. 2009	17. Sep. 2010	20. Sep. 2011
Gold	208	232	352	363
Devisen	190	256	265	244
Kredite an Geschäftsbanken	477	684	589	535
Wertpapiere	110	317	428	547
Sonstige Aktiva	473	304	336	446
Gesamt	1458	1793	1970	2135

Quelle: EZB: Monatsbericht, verschiedene Ausgaben.

Abbildung 1
Wechselkurs Schweizer Franken und Schwedische Krone zum Euro



reduzieren und die EZB dadurch aus ihrem Krisenmanagement entlassen. Die Dringlichkeit hierfür zeigt auch die Diskussion um Glaubwürdigkeit und politische Unabhängigkeit der EZB im Zusammenhang mit den jüngsten Personalentscheidungen bei den Ämtern des EZB-Präsidenten und des Chefvolkswirts.

Aufgrund der Risiken im Euroraum kam es zuletzt zu einer verstärkten Nachfrage nach Schweizer Franken und der Schwedischen Krone, die im Wesentlichen durch eine Aufwertungserwartung getrieben wurde (vgl. Abbildung 1). Die starke Aufwertung des Franken drohte die Schweizer Exporte drastisch zu verteuern. Die Schweizer Nationalbank hat daraufhin einen unteren Interventionskurs festgesetzt (1,20 SF/Euro), zu dem sie unbegrenzt Euro ankauft. Sollte eine durch diese Maßnahme induzierte risikolose Spekulation zu einer weiter und beschleunigt

steigenden Nachfrage nach Schweizer Franken führen – in der Erwartung, dass die Schweizer Nationalbank den Franken schließlich doch aufwerten lassen muss, könnte dies zu einer stark steigenden Geldmenge in der Schweiz führen. Sie müsste dann versuchen, den Anstieg der Geldmenge infolge der Intervention am Devisenmarkt anderweitig zu sterilisieren. Als „kleine“ Volkswirtschaften taugen langfristig weder die Schweiz noch Schweden, globale Reservewährungen bereitzustellen. Zudem können Wechselkursschwankungen in kleinen Ländern sehr stark ausfallen. Eine gemeinsame Währung kann daher einerseits stabilisierend wirken, impliziert andererseits jedoch einen hohen Anpassungsdruck, der nicht mehr durch Wechselkurs und Zins als Ventil abgebaut werden kann.

Henning Vöpel
voepel@hwwi.org