

Die Wirtschafts- und Währungsunion als europäische Antwort auf die Finanzkrise – Herausforderungen für die Eurozone

Ansgar Belke[‡] and Florian Verheyen[†]

[‡] Universität Duisburg-Essen und DIW Berlin

[†] Universität Duisburg-Essen

1. Einleitung

Die Weltwirtschaft sieht sich in den letzten Jahren immer wieder neuen und zum Teil besorgniserregenden Entwicklungen gegenüber und nicht zuletzt durch die Finanzkrise wird sie mit gewaltigen Problemen konfrontiert. Allerdings ist diese Krise bei weitem nicht der einzige Schauplatz, der eine gründlichere Betrachtung verdient. Insbesondere für die Eurozone ergeben sich verschiedene Felder, auf welche ein Augenmerk gerichtet werden sollte.

Entsprechend versucht dieser Beitrag, einen Überblick über einige momentan drängende makroökonomische Fragestellungen zu liefern und zeigt Lösungsmöglichkeiten auf. Ausgehend von den globalen Ungleichgewichten aufgrund der enormen weltweiten Ersparnis, die auch in Zusammenhang mit der Entwicklung des Ölpreises steht, wird argumentiert, dass die weltweite Sparschwemme die Beherrschung der Finanzkrise zumindest zum Teil unterstützt hat. Dieser Entwicklung widmet sich Abschnitt 2.

Eine weitere aktuelle wirtschaftspolitische Debatte knüpft an die enorme Auslandsverschuldung der Vereinigten Staaten von Amerika an. Nicht zuletzt deswegen wird die dominierende Rolle des US-Dollars als weltweite Führungswährung immer öfter in Zweifel gezogen. Inwieweit diese Zweifel berechtigt sind und ob der Euro einen echten Herausforderer für den Greenback darstellt, soll in Abschnitt 3 näher betrachtet werden.

Die Kapitel 4 bis 6 wenden sich dann den Problemen, mit denen sich die Geldpolitik konfrontiert sieht, zu. Insbesondere die EZB wird vor bedeutende Herausforderungen gestellt, da sie eine einheitliche Geldpolitik für einen immer noch recht heterogenen Währungsraum zu betreiben hat. Auch die Folgen und Konsequenzen aus der weltweiten Überschussliquidität für die Effektivität der Geldpolitik werden untersucht. Zudem wird ein kritischer Blick auf die Entwicklung des \$/€-Wechselkurses geworfen, da der Euro seit nunmehr neun Monaten bis zum Downgrading griechischer Staatsschuldbriefe durch Fitch und analoger Vorgänge um Spanien und teils auch Portugal im Dezember 2009 eine stetige nominale Aufwertung

gegenüber dem US-Dollar erfahren hat. Abschließend werden Überlegungen zum monetären Ausstieg aus der im Zuge der Finanzkrise überaus expansiv gestalteten unkonventionellen Geldpolitik angestellt.

2. Ölpreise, China-Faktor und die globale Sparschwemme

Die Entwicklung des Rohölpreises wird nahezu täglich in der Öffentlichkeit diskutiert und seine Schwankungen stellen Politiker überall auf der Welt vor große Probleme. Während sich der Ölpreis 2001 noch auf einem aus heutiger Sicht niedrigen Niveau von etwas über 20 US-\$ pro Fass (159 Liter) befand, waren die folgenden Jahre durch einen stetigen Anstieg des Rohölpreises gekennzeichnet. Mitte 2007 hatte sich der Preis in etwa verdreifacht. Danach beschleunigte sich der Anstieg des Ölpreises sogar noch und erreichte am 03. Juli 2008 mit etwa 145 US-\$ einen Rekordwert. Diesem spektakulären Anstieg folgte ein ebenso dramatischer Einbruch (HAMILTON, 2008, S. 1). Bis Ende 2008/Anfang 2009 stürzte der Ölpreis auf unter 40 US-\$ je Fass, um sofort wieder zu neuen Höhenflügen anzusetzen. Mittlerweile hat der Ölpreis wieder ein Niveau von etwas über 75 US-\$ erreicht (BELKE/GROS, 2009).

Die hohen Ölpreise wurden von den erdölproduzierenden Ländern dazu genutzt, um Gewinnmitnahmen zu realisieren. Diese enormen Gewinne wurden zum großen Teil gespart (HIGGINS/KLITGAARD/LERMAN, 2006 und IWF, 2006, S. 75), was eine oftmals vernachlässigte Tatsache darstellt. Die Schlussfolgerung, die sich daraus ergibt, ist, dass steigende Ölpreise einen Anstieg der globalen Ersparnis bedingen und damit zumindest die Möglichkeit auf weltweit niedrigere Zinsen bieten. Dass die Ersparnisse der erdölproduzierenden Länder einen starken Einfluss auf die globale Ersparnis haben, ist bei Betrachtung entsprechender Daten unbestreitbar.

Für das Jahr 2007 wurde erwartet, dass die OPEC, die Organisation erdölexportierender Länder, einen Leistungsbilanzüberschuss von um die 300 bis 400 Milliarden US-\$ aufweisen werden, was in etwa der Hälfte des US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizits entspricht und einen beträchtlichen Teil der gesamten weltweiten Leistungsbilanzüberschüsse darstellt. Insofern stellen die Erdölproduzenten einen großen Teil der weltweit verfügbaren externen Ersparnis bereit.¹ Die zur Jahrtausendwende ausgeglichene saudi-arabische Leistungsbilanz beispielsweise verbesserte sich stetig bis zum Jahr 2008, so dass der Überschuss 30% des BIPs betrug. Falls Anzeichen vorliegen, dass der Ölpreisanstieg nicht von Dauer sein wird, ist

¹ Nähere Informationen finden sich zum Beispiel in GROS/MAYER/UBIDE, 2006, S. 40-62.

es nur eine logische Konsequenz, dass Teile der Gewinne gespart werden. (BELKE/GROS, 2009, BROADBENT/DALY, 2009). Insofern ist das Auftreten der Leistungsbilanzsalden ganz einfach durch einen Vermögenstransfer von erdölkonsumierenden hin zu erdölproduzierenden Ländern zu erklären, wobei die Erdölproduzenten aus dem laufenden Einkommen mehr sparen als die Erdölkonsumenten.

Tabelle 1 stellt die im Vorangegangenen erläuterten Entwicklungen der Leistungsbilanzsalden dar. Die Leistungsbilanz der Entwicklungs- und Schwellenländer verbesserte sich von 2001 bis 2008 um knapp 670 Milliarden US-\$, während sich die Leistungsbilanz der anderen in Tabelle 1 aufgeführten Länder bzw. Regionen um etwa 500 Milliarden US-\$ verschlechterte. Der Leistungsbilanzsaldo Japans stieg bis 2007, der der Eurozone nahm seit 2004 ab und ist aktuell deutlich negativ. Dementsprechend finanzierten die zunehmenden Leistungsbilanzüberschüsse Japans sowie der Entwicklungs- und Schwellenländer die Defizite der anderen Länder.

Grundsätzlich war die so genannte Sparschwemme in den Entwicklungsländern das Ergebnis der von den Entwicklungsländern nach der Rezession der Jahre 2000/01 praktizierten Politik (BERNANKE, 2005 und 2007).² Aufgrund der Tatsache, dass die Sparschwemme durch monetäre und fiskalische Programme in den USA unterstützt wurde, findet man auch oft die Bezeichnung der Liquiditätsschwemme. Der Anstieg des Angebots an Ersparnissen aus den Entwicklungs- und Schwellenländern in Kombination mit einer rückläufigen Investitionstätigkeit in den OECD-Ländern sorgte für historisch niedrige Realzinssätze. Die Deflationsangst, die aufgrund des Platzens der Aktienmarktblase, der Schocks im Zuge der Unternehmensskandale und geopolitischen Ereignisse entstand, löste zusammen mit dem Eintreten Chinas und Indiens in die Welthandelsrunden, eine Welle aggressiver nominaler wie realer Zinssenkungen aus. Dies machte die globale Sparschwemme schlussendlich zu einer Liquiditätsschwemme (BELKE/GROS, 2009).

Die von der chinesischen Regierung durchgeführten Politikmaßnahmen erhöhten die chinesischen Ersparnisse und unterdrückten Investitionen, um die starke reale Abwertung der chinesischen Währung – des Renminbi – auch nach 2002 aufrechtzuerhalten. Die Regierungen der erdölexportierenden Länder entschieden sich, große Teile der Gewinnmitnahmen durch die steigenden Ölpreise zu sparen (HIGGINS/KLITGAARD/LERMAN, 2006). Diese Entwicklungen legten zusammen mit den

² Das Überangebot an Ersparnis, insbesondere in den asiatischen Entwicklungs- und Schwellenländern, sorgte für das US-amerikanische Leistungsbilanzdefizit, da die Ersparnisse irgendwo angelegt werden mussten und die USA diese auch gerne entgegennahmen.

falschen Anreizen auf den US-amerikanischen und europäischen Finanzmärkten, d.h. der Bereitschaft der Banken immer mehr risikoreiche Kredite an Haushalte mit niedriger Bonität zu vergeben, den Grundstein für die Probleme.

Es lässt sich also festhalten, dass die Sparquoten in den Entwicklungs- und Schwellenländern von 2002 bis 2007 deutlich anstiegen, obwohl das zeitgleiche Auftreten von Leistungsbilanzüberschüssen sowohl in Asien als auch in den erdölproduzierenden Ländern ungewöhnlich ist.³ Ein Hauptgrund für den Anstieg der Ersparnisse in Asien ist das enorme chinesische Wirtschaftswachstum. Das chinesische BIP wuchs im Verhältnis zum globalen BIP und die Sparquote Chinas nahm ebenfalls zu. Insofern kam es zu einer starken Zunahme der Ersparnisse in den Entwicklungs- und Schwellenländern – vor allem nach 2003. Der gemeinsame Überschuss Asiens und der Ölexporteure im Anschluss an die Asienkrise belief sich auf etwa 0,5% des weltweiten BIPs. Der chinesische Boom nach 2003 erhöhte diesen Überschuss sogar auf 1% des Welt-BIPs. Per Saldo war das Ergebnis also eine Weltwirtschaft, die vor der Finanzkrise durch hohe Spar- und Investitionsquoten in Asien und den OPEC-Ländern gekennzeichnet war. Die USA dagegen verzeichneten niedrige Sparquoten und eine enorme Konsumbereitschaft. Darüber hinaus wiesen zahlreiche weitere Industrieländer Leistungsbilanzdefizite auf (BELKE/GROS, 2009, BROADBENT/DALY, 2009, Abbildung 6).

Oft wird in diesem Zusammenhang ein wichtiger Aspekt vergessen. Die hohen Ölpreise haben zumindest vorübergehend in gewissem Maße dazu beigetragen, dass es im Zuge der Finanzkrise nicht zu einer verschärften Kreditknappheit gekommen ist. Zumindest bis Mitte 2008, als die Ölpreise noch weit über 100 US-\$ pro Barrel notierten, dürfte dies der Fall gewesen sein. Wie lässt sich diese Ansicht begründen?

Die Weltwirtschaft sah sich 2008 zwei verschiedenartigen Schocks ausgesetzt: zum einen verschärfte sich die Subprime-Krise und andererseits erreichte der Ölpreis Rekordwerte. Die hohen Ölpreise traten zwar im Zuge der Finanzkrise zunehmend in den Hintergrund, nichtsdestotrotz wäre es falsch, ihre Bedeutung zu leugnen. Das erneute Anziehen der Ölpreise im Laufe dieses Jahres beeinträchtigt zwar die Beseitigung der globalen Ungleichgewichte, allerdings unterstützt es das Überwinden der Finanzkrise.

³ BERNANKE (2005) nennt Beispiele. 1998 half der Rückgang der Ölpreise Asien und die OPEC-Länder mussten eine Verschlechterung der Leistungsbilanz in Kauf nehmen. 2000 drehte sich die Situation dann um und 1980 bildeten asiatische Leistungsbilanzdefizite das Gegenstück zu den Überschüssen der Erdölexporteure.

Tab. 1 – Leistungsbilanzsalden 2001-2009 (Mrd. \$)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
USA	-384,701	-461,271	-523,413	-624,999	-728,994	-788,115	-731,214	-673,266	-393,25
Japan	87,794	112,607	136,238	172,07	165,69	170,437	210,967	157,079	76,363
Eurozone	6,612	47,825	42,951	116,968	40,947	31,526	20,439	-95,506	-133,769
UK	-30,386	-28,009	-29,92	-46,161	-59,511	-82,975	-80,722	-45,392	-40,73
Zentral und osteuropäische Länder	-10,439	-16,924	-28,998	-48,61	-54,734	-82,52	-122,079	-142,193	-59,366
Entwicklungs- und Schwellenländer	46,639	83,19	151,271	226,086	447,763	630,632	633,403	714,44	262,438
China	17,405	35,422	45,875	68,659	160,818	253,268	371,833	440,011	496,569
GUS	33	30,3	35,7	63,5	87,5	96,2	70,9	108,7	0,6
Mittlerer Osten	40,442	29,893	57,466	97,073	201,345	252,868	254,112	341,62	-10,155
Westliche Hemisphere	-53,902	-16,185	9,30	22,051	35,502	47,673	13,376	-28,293	-77,252
Industrieländer Asiens	48	55,7	81	83,5	80,2	90	103,6	76,2	91
Entwicklungsländer Asiens	36,613	64,757	82,423	89,276	162,277	282,38	406,466	422,377	481,328

Quelle: BELKE/GROS (2009), S. 3, IWF (2009), World Economic Outlook Database. Die Daten für 2009 beruhen auf Prognosen des IWF.

Zusätzlich sei darauf hingewiesen, dass der Einfluss von Ölpreisen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung heutzutage weniger stark ist als in den 1970er Jahren. BLANCHARD und GALI (2007) sowie BLANCHARD und RIGGI (2009) erklären dies mit der Unterschiedlichkeit der Schocks. Die Ölpreisanstiege der 1970er waren durch angebotsseitige Faktoren bestimmt, während der rasante Anstieg der Ölpreise bis 2008 durch die hohe Nachfrage aus den Entwicklungs- und Schwellenländern entstanden ist. Zudem tragen eine geringere Lohnrigidität und eine glaubwürdigere Geldpolitik dazu bei, dass der negative Einfluss von Ölpreisschocks abnimmt.

Der Kern dieser Aussage ist im Grunde ganz einfach: Erdölproduzenten sparen etwa die Hälfte ihrer Gewinne durch höhere Erdölpreise. Falls der Ölpreis sich also auf einem Niveau von 90 US-\$ eingependelt hätte, hätten die erdölexportierenden Länder ihren Leistungsbilanzüberschuss um 200-300 Milliarden US-\$ jährlich ausgeweitet. In einer solchen Situation muss man sich allerdings fragen, welche Regionen oder Länder dauerhaft bereit wären die entsprechenden Defizite in Kauf zu nehmen. Neben den USA sind nur Asien (Japan und China) und die Eurozone groß genug, um dies zu tun. Für die Eurozone wäre es kein Problem, ein Defizit in Höhe von 200-300 Milliarden US-\$ zu fahren (bei den Ende 2007 vorliegenden Wechselkursen entsprachen 300 Milliarden US-\$ etwa 200 Milliarden € oder aber ungefähr 2,5% des BIPs der Eurozone). Ein solches Defizit würde idealer Weise durch eine kräftige inländische Nachfrage und einen starken Euro erreicht. Allerdings scheint sich die europäische Nachfrage abzuschwächen und auch monetäre oder fiskalische Impulse zur Ankurbelung der Nachfrage zeigen sich weitgehend wirkungslos.

Asien und insbesondere China haben bis jetzt weiterhin auf exportgetriebenes Wachstum gesetzt und bereiten sich bereits auf den nächsten Exportboom nach der Finanzkrise vor. Die chinesische Regierung wird sich auf Dauer einer deutlichen Aufwertung des Renminbi nicht verwehren können. Eine schleichende reale Aufwertung findet bereits durch die im Vergleich zu den Industrieländern höhere Inflation in China statt. Doch dieser Prozess wird relativ lange dauern und somit können noch Jahre vergehen, ehe die Chinesen aufgeben. Insofern kann höchstens darauf spekuliert werden, dass es zu einer Verringerung der Geschwindigkeit des Anstiegs des chinesischen Leistungsbilanzüberschusses kommt.

Aus diesen Überlegungen folgt, dass - gesetzt den Fall weiterhin hoher Ölpreise – es bei einem Überschuss an globaler Ersparnis bleibt und somit die Leistungsbilanzüberschüsse letztendlich den Bedarf der Defizitländer übersteigen. Im Ergebnis sollte dies zu weltweit niedrigeren realen Zinssätzen führen. Die Zinssätze von US-Schuldverschreibungen (Treasury

Bills) zur Jahreswende 2008/09 wurden im Allgemeinen als Signal einer gestiegenen Rezessionswahrscheinlichkeit gedeutet. Eigentlich waren sie aber vor allem eine logische Folge der Petro-Sparschwemme. Insofern muss eine weitere Abwertung des US-Dollar auch nicht mit höheren Zinsen einhergehen, da ein fallender Dollar die Ölpreise steigen lässt und somit die Ersparnis der erdölproduzierenden Länder erhöht. Dies wiederum drückt weltweit die Zinssätze.

Zusätzlich werden die OPEC-Länder wenigstens Teile ihrer Gewinne in amerikanisches Firmenkapital anlegen, was zu einer Unterstützung des US-Aktienmarktes führen wird (man erinnere sich nur an die Finanzspritze, die die Citibank von Abu Dhabi erhalten hat). Fallende Zinsen und stabile Vermögenspreise außerhalb des Wohnungssektors mildern die Anpassungslast für den US-Konsum, die durch die gefallen Hauspreise entstanden ist.

Da die Zinselastizität der inländischen Nachfrage in den USA höher als in der Eurozone oder Asien ist, sollten sie den Gegenpart zu den steigenden OPEC-Überschüssen bilden. Vernachlässigt man andere Faktoren sind die Wachstumsaussichten in den USA besser als in der Eurozone, da diese immer noch Schwierigkeiten hat, die weggebrochenen Exporterlöse durch inländische Nachfrage zu kompensieren.

Zusammengefasst bleibt also festzuhalten, dass die niedrigen Zinsen, ausgelöst durch die überschüssigen Ersparnisse der OPEC-Länder, die Bewältigung der Subprime-Krise unterstützt haben. Die Sparschwemme führt zu niedrigen Zinsen und treibt die Vermögenspreise nach oben. Die Erdölproduzenten haben also viel mehr Einkommen erzeugt, als sie ausgeben, was zu überschüssiger Ersparnis führt. Diese Ersparnisse werden dann verliehen oder dazu verwendet Vermögenstitel von Ländern zu kaufen, die bereit sind über ihre Verhältnisse zu leben; die also bereit sind ein Leistungsbilanzdefizit in Kauf zu nehmen. Die verschärften Kreditvergabestandards durch die Probleme mit den Subprime-Krediten in den USA, sorgten für Rezessionen in den meisten großen Volkswirtschaften, so dass die überschüssigen Ersparnisse quasi wie gerufen kamen, um die Weltwirtschaft funktionsfähig zu halten. Zwar ist der Ölpreis seit Mitte 2008 deutlich gefallen bzw. der Anstieg im letzten Jahr weniger stark ausgefallen aber trotzdem sind die hier gemachten Überlegungen immer noch relevant.

Einerseits deswegen, da sich eine erneute Blase bereits ankündigt, so dass es zu einer Wiederholung des im Vorangegangenen geschilderten Musters kommen kann. Es ist beispielsweise keineswegs unrealistisch, dass sich die globale Überschussliquidität über kurz oder lang in steigenden Öl- oder anderen Vermögenspreisen niederschlagen wird, wenn die

Umlaufgeschwindigkeit des Geldes erst wieder zugenommen hat. Genau diese Überlegungen spiegeln sich in der Diskussion der Rolle von Vermögenspreisen in der Durchführung von Geldpolitik wieder. Seit über 30 Jahren streiten Experten darüber, ob eine Zentralbank auf Vermögenspreisentwicklungen reagieren soll oder nicht (ANGELL, 1992). So zeigen BARSKY und KILIAN (2002), dass geldpolitische Schwankungen das Verhalten von Öl- und anderen Vermögenspreisen recht gut nachzeichnen können (ebenso FRANKEL, 2008 und HAMILTON, 2008a, S. 42ff.).

Andererseits könnte man die oben ausgeführten Überlegungen auch mit umgekehrten Vorzeichen durchführen und erläutern, wie sich niedrige Ölpreise, wie sie seit 2008 vorherrschen, auf die Weltwirtschaft auswirken.

3. Das zukünftige Weltwährungssystem – zum Nachteil der Eurozone?

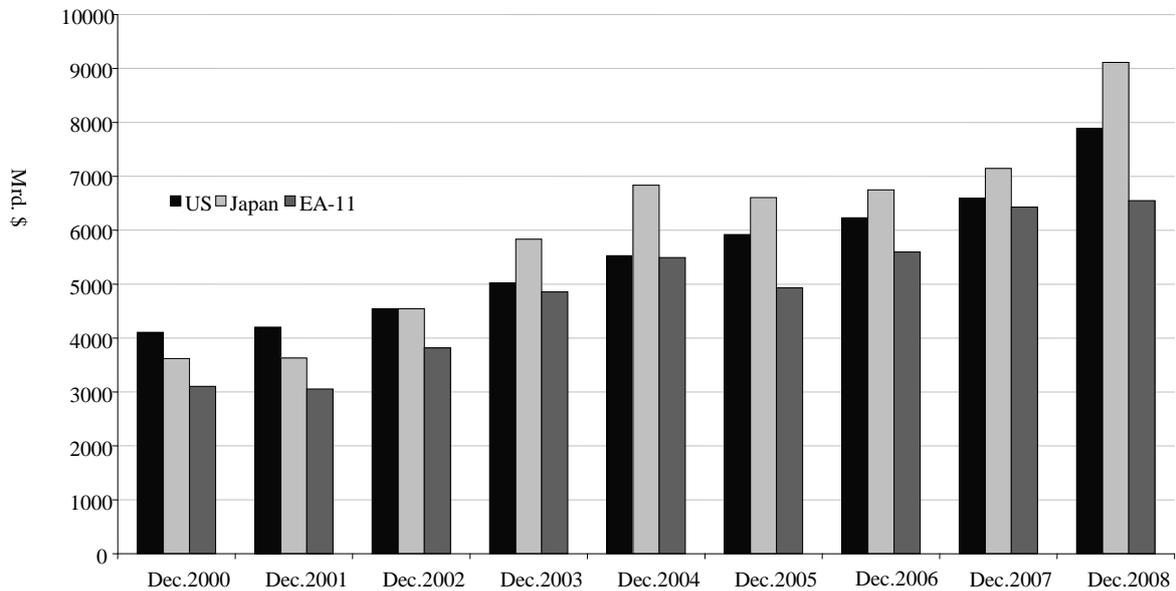
Die letzten Monate waren durch eine immer heftigere Debatte um die Zukunft des US-Dollar als Leitwährung gekennzeichnet.⁴ Grundsätzlich lässt sich das aktuelle Weltwährungssystem durch drei Beobachtungen charakterisieren. Erstens wird es durch die exorbitanten Ersparnisse der Entwicklungs- und Schwellenländer, insbesondere Chinas bestimmt. Insofern kommt es zu einer Verlagerung des Risikos. Zweitens ist der europäische Finanzmarkt weitaus weniger integriert als der US-amerikanische, was zu einer Dominanz des US-Dollar im Weltfinanzsystem führt. Der Euro spielt weiterhin lediglich die zweite Geige. Und drittens deutet sich kaum eine Änderung an (GROS, 2009).

Die Frage, die sich nun stellt, ist, ob dieses gegenwärtig vorherrschende Modell auch in Zukunft bestehen bleiben wird. Schätzungen der Leistungsbilanz, sowie die Überlegungen des vorangegangenen Kapitels lassen einen weiteren Anstieg der chinesischen Währungsreserven vermuten. Allerdings bieten die USA momentan mehr als genug sichere und liquide Vermögenstitel in Form von Staatsanleihen („Treasury Bills“) an, sodass die Finanzierung des hohen amerikanischen Leistungsbilanzdefizits weiterhin möglich erscheint (GROS, 2009).

Generell könnte der Euro den US-Dollar herausfordern. Schließlich ist der europäische Währungsraum wirtschaftlich ähnlich groß wie die Vereinigten Staaten (s. Abbildung 1). Allerdings lassen die weniger stark integrierten Finanzmärkte diese Option wenig wahrscheinlich erscheinen. Insofern stellt der Euro momentan keinen ernsthaften Herausforderer für den US-Dollar als Leitwährung dar (s. Abbildung 2).

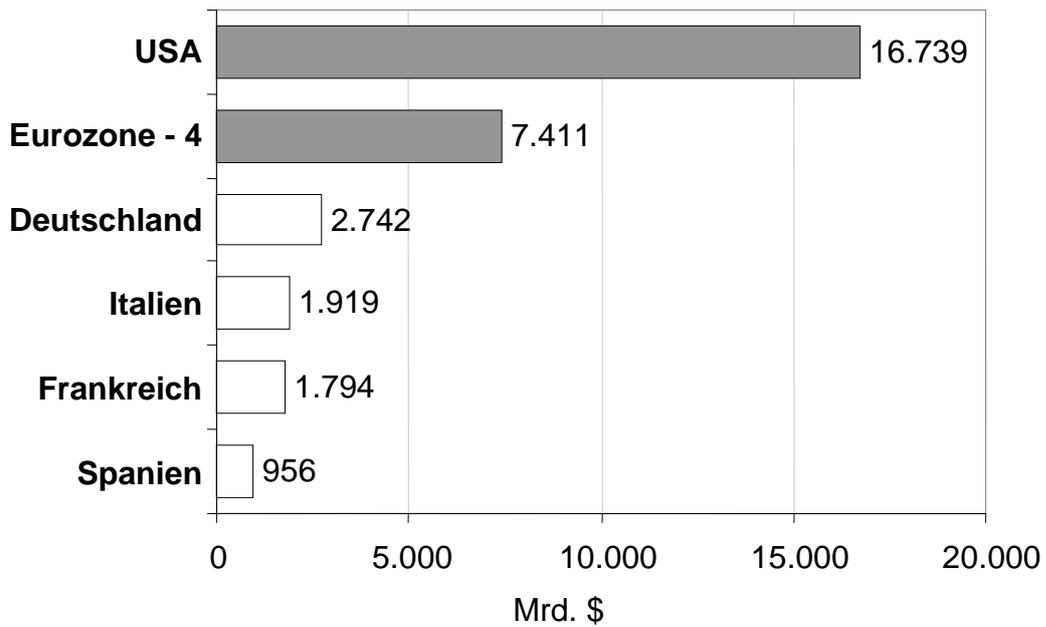
⁴ Siehe zum Beispiel die Beiträge von MENKHOFF, SCHULMEISTER und KEMPA in ifo Schnelldienst 16/2009 oder COHEN (2009).

Abb. 1 - Inländische Staatsanleihen („Domestic debt securities“)



Quelle: ALCIDI/BRENDER/GROS/PISANI (2009), S. 11.

Abb. 2 - Quasi-risikofreie Wertpapiere, Ende 2008



Quelle: ALCIDI/BRENDER/GROS/PISANI (2009), S. 8.

Ein weiteres Manko der Eurozone im Vergleich zum US-Dollar ist, dass es an einer gemeinsamen europäischen Initiative fehlt. Meistens sprechen die Länder mit nationalen Stimmen, statt sich zu einer europäischen zu vereinigen. Gemessen an den IWF-Quoten, also den Beitragszahlungen der einzelnen Länder an den Internationalen Währungsfonds, nach denen sich unter anderem das Stimmrecht richtet, könnte der Einfluss Europas viel höher sein. Das Fehlen einer gemeinsamen Initiative verwässert diese auf dem Papier vorhandene Macht allerdings.

Demzufolge erscheint es wenig wahrscheinlich, dass sich das Weltwährungssystem zugunsten des Euro verändern wird. Der US-Markt wird weiterhin der wichtigste Markt für Währungsreserven bleiben. Der europäische Markt ist zu stark fragmentiert und der größte nationale Markt – Deutschland – besitzt lediglich ein Viertel des Volumens des amerikanischen Marktes. Um eine ernsthafte Konkurrenz für den US-Dollar darzustellen, bedürfte es gemeinsam herausgegebenen europäischen Pfandbriefen (GROS, 2009).

Abschließend bleibt festzuhalten, dass sich der europäische Wirtschafts- und Währungsraum von seinen Eigenschaften her zwar zunehmend den USA annähert, er aber immer noch bei zahlreichen Merkmalen nicht die Voraussetzungen erfüllt, die Vormachtstellung der Vereinigten Staaten anzugreifen. Das Fehlen einer gemeinsamen europäischen Stimme, die bei der Neuordnung des Weltfinanzsystems eingebracht werden könnte, stellt das Hauptproblem dar. Nationale Vorschläge, selbst wenn sich einige Länder zusammenschließen, sind kein adäquater Ersatz für eine wirklich europäische Einrichtung in der Weltfinanzarchitektur.

Eine Situation in der die chinesischen Währungsreserven (vornehmlich in US-Dollar) weiterhin in dem geschilderten Ausmaß zunehmen oder das Anwachsen sich sogar noch beschleunigt, das Zwillingdefizit der USA zurückgeht und die Eurozone ein nennenswertes Defizit aufweist scheint schwer vorstellbar. Das Fehlen eines gemeinsamen europäischen Marktes, auf dem Investitionen getätigt werden können, macht die Entwicklung weg vom US-Dollar schwierig. Die Lösung dieser Problematik stellt eine Hauptaufgabe für die internationale Wirtschaftspolitik der nächsten zehn Jahre dar (GROS, 2009).

Wir sehen drei mehr oder weniger wahrscheinliche Szenarien für die Entwicklung der kommenden Jahre. Als am wenigsten wahrscheinlich erachten wir eine Auflösung der enormen globalen Ungleichgewichte. Damit es dazu käme, müsste China sich weg vom exportgestützten Wachstum hin zu einer Politik, die die inländische Nachfrage stimuliert bewegen. Zudem bedürfte es eines deutlichen Anstieges der amerikanischen Exporte. Diesem Szenario messen wir aber nur eine Wahrscheinlichkeit von zirka 10% bei (GROS, 2009).

Mit 40% Wahrscheinlichkeit belegen wir das Szenario, welches davon ausgeht, dass es zu keiner großen Änderung kommen wird bzw. dass das alte Muster bestehen bleibt. Aufgrund von weiterhin expansiver Geld- und Fiskalpolitik in den USA bleibt die Inlandsnachfrage in den Vereinigten Staaten hoch, so dass Chinas Leistungsbilanzüberschuss bestehen bleibt.

Als mit 50% für am wahrscheinlichsten halten wir ein Szenario des „Durchwurstelns“, also eine Entwicklung ohne deutliche Tendenz zu einer Umkehr bzw. einem Abbau der globalen Ungleichgewichte. Darunter verstehen wir ein schwaches Wachstum in den großen drei Wirtschaftsräumen (USA, Euroraum und Japan), wodurch es zu einer Reduktion des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits kommt. Aufgrund der fehlenden Nachfrage aus den USA verringern sich damit auch die chinesischen Überschüsse.

4. Stresstest für die Geldpolitik

Die Frage nach der künftigen Leitwährung könnte auch durch ein Kräftemessen zwischen der Federal Reserve und der EZB entschieden werden. Die Zweifel an der Rolle des Dollar als Leitwährung mehren sich. Die Dollar-Peripherie, vor allem China und Russland, ist unzufrieden mit dem expansiven Kurs der USA. Die amerikanische Staatsverschuldung steigt rasant. Und aufgrund des gewaltigen Ausmaßes und der Vielzahl ihrer Liquiditätsprogramme verzögert sich der Ausstieg der US-Notenbank Fed aus der quantitativen Lockerung (für die folgenden Abschnitte vgl. BELKE/SCHNABL, 2009).

Die Europäische Zentralbank zeigt sich hingegen entschlossen, ihre Geldpolitik zeitig zu straffen. Sollten sich diese Erwartungen verfestigen, könnten die Halter der immensen Welt-Dollar-Reserven trotz Netzwerkeffekten zugunsten des Dollar schrittweise Reserven von Dollar in Euro tauschen. Das Potenzial ist groß, da sich die Hälfte der US-Staatsanleihen in ausländischer Hand befindet. Die resultierende Aufwertung des Euro wäre aber mit hohen Anpassungslasten für Europas Exporte verbunden. Bereits jetzt liegt der Euro-Kurs von etwa 1,50\$/€ für die deutsche Exportindustrie an der Schmerzgrenze. Für viele Partnerstaaten in der Europäischen Währungsunion (EWU) dürfte die Grenze des Verkraftbaren sogar schon lange überschritten sein.

Diese Situation führt zu Konfliktpotenzial in der Währungsunion, das sich in den innereuropäischen Ungleichgewichten der Leistungsbilanzen widerspiegelt (s. Abbildung 3). Deutschlands Industrie, die immer noch hohe Handelsüberschüsse erwirtschaftet, ist es seit Langem gewohnt, einer starken Währung mit Kosteneinsparungen, zurückhaltenden

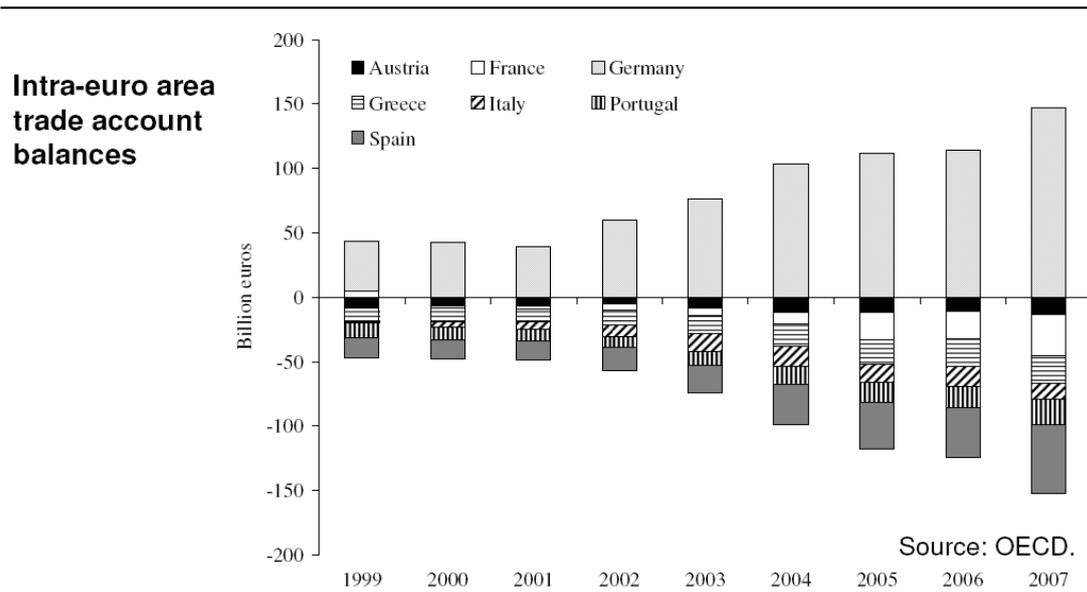
Lohnabschlüssen und hochwertigen Produkten zu begegnen. Obwohl auch Deutschland angesichts drastischer Produktionseinbrüche mit einer weiteren Aufwertung zu kämpfen hätte, könnten viele EWU-Partner ihr noch deutlich weniger entgegensetzen. Als Therapie gegen Leistungsbilanzdefizite waren in den südeuropäischen Staaten früher Expansionen der Geldmenge und Abwertungen üblich. Da beides in der EWU aufgrund der gemeinsamen Geldpolitik nicht geht, mit der Krise aber Kapitalzuflüsse ausbleiben, die bisher hohe Lohnabschlüsse und steigende Leistungsbilanzdefizite finanzierten, drohen im Süden der EWU harte Einschnitte in der Lohnpolitik und steigende Unzufriedenheit in der Bevölkerung. Wenn Deutschland, wie oft gefordert, den Konsum steigert und weniger spart, ebbt die Kapitalzuflüsse nach Südeuropa noch stärker ab – und der Anpassungsdruck steigt weiter.

Aus dieser Asymmetrie dürfte eine Zerreißprobe in der Geld- und Finanzpolitik folgen, die durch eine Flucht in den Euro nochmals verstärkt würde. Zum einen wird der Druck auf den Stabilitäts- und Wachstumspakt und seine Schuldengrenze steigen, wenn schwachen Exporten mit steigenden Staatsausgaben begegnet wird. Zum anderen könnte die Gruppe der lateinisch-hellenischen Staaten, die seit dem Beitritt Maltas und Zyperns zum EZB-Zentralbankrat deutlich an Gewicht gewonnen hat, für Zinssenkungen in Reaktion auf Aufwertungen votieren. Hingegen muss aus deutscher Sicht die Lösung des Wettbewerbsproblems durch expansive Geldpolitik ausgeschlossen bleiben, um Inflation zu vermeiden. Abwertungen können erfahrungsgemäß Probleme mit der Wettbewerbsfähigkeit allenfalls verzögern, nicht lösen. Die künftige Rolle des Euro könnte sich daher im Stresstest um die Geldpolitik entscheiden, für den drei Szenarien möglich sind.

Im ersten Szenario führen die Spannungen durch unterschiedliche Wettbewerbsfähigkeit zur geldpolitischen Expansion und zur Abwertung des Euro. Der politische Friede würde durch höhere Inflation erkaufte. China und andere Staaten mit hohen Devisenreserven blieben an den Dollar gebunden, weil Alternativen fehlen.

Im zweiten Szenario hält die EZB die geldpolitischen Zügel straff; die US-Makropolitik bleibt hingegen expansiv. Kurzfristig würde der europäische Export durch die Aufwertung des Euro leiden. Schmerzhaft Lohneinschnitte würden insbesondere im Süden der Eurozone erzwungen. Mittelfristig würden die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der gesamten europäischen Industrie steigen. Die internationale Rolle des Euro würde gefördert, und die Euro-Staaten würden von beträchtlichen Seigniorage-Gewinnen profitieren, da weltweit mehr Euro im Umlauf sind. In Europa und den an den Euro gebundenen Staaten würden Stabilität und Wachstum langfristig gestärkt. Je größer der Euro-Raum und je größer die Anzahl der an den Euro gebundenen Währungen, desto geringer wären die Kosten für den Euro-Block.

Abb. 3 – Innereuropäische Handelsbilanz(un)gleichgewichte



Ob es so weit kommen wird, ist fraglich. Denn im dritten Szenario – an das vor der Krise kaum zu denken war – zwingt der Stabilitätskurs der EZB die Fed zum Einlenken, da die USA die Rolle des Dollar als Leitwährung nicht aufgeben wollen. Die geldpolitische Kehrtwende würde Druck vom europäischen Export und den Löhnen nehmen. Dies entspräche einer Rückkehr der Welt zu mehr geldpolitischer Stabilität und Wachstum. Der Greenback bliebe weiter Leitwährung.

Die wichtigste Schlussfolgerung aus diesen Entwicklungen lautet: Die Frage nach der künftigen Leitwährung könnte angesichts des angekratzten Image des Dollar durch ein geldpolitisches Kräftemessen zwischen Fed und EZB entschieden werden. Eine stabilitätsorientierte Politik (Szenarien zwei und drei) ist die dominante Strategie für die EZB – unabhängig davon, ob sich die USA für eine zu expansive oder eine stabilitätsorientierte Nachkrisenpolitik entscheiden. Mit dieser Strategie dient die EZB Europa, der Euro- und Dollar-Peripherie sowie der Weltwährungsordnung. Voraussetzung wäre Einigkeit der Europäer über den stabilitätsorientierten Rahmen der Geld- und Finanzpolitik, wie er in den Gesetzen zur EU verankert ist.

5. Globale Liquidität und Spielräume europäischer Geldpolitik

Im Zuge der internationalen Sparschwemme, deren Entstehung und Auswirkungen in den vorangegangenen Kapiteln bereits thematisiert wurde, stellt sich nunmehr verstärkt die Frage, welche Konsequenzen dies für die nationalen Geldpolitiken hat bzw. haben könnte. In den letzten Jahren weisen immer mehr Studien darauf hin, dass das Einnehmen einer globalen Perspektive zur Erklärung von Inflation und Liquidität bessere Ergebnisse liefert, als die schlichte Betrachtung nationaler Entwicklungen. Insbesondere für den geldpolitischen Transmissionsprozess spielen internationale Entwicklungen zunehmend eine Rolle.

So finden CICCARELLI und MOJON (2005) auf der Grundlage eines Fehlerkorrekturmodells deutliche Hinweise darauf, dass Abweichungen der Inflationsraten in einzelnen Ländern von der globalen Inflationsentwicklung im Zeitverlauf wieder abgebaut werden. Auch BORIO und FILARDO (2007) betonen, dass der traditionelle Ansatz, die Inflation zu erklären, sich zu sehr auf nationale Faktoren konzentriert und dass ein globaler Ansatz weitaus angebrachter ist.

Betrachtet man vor diesem Hintergrund die Entwicklung der globalen Liquidität, stellt sich die Frage, ob und in welchem Maße globale Faktoren dafür verantwortlich sind. RÜFFER und STRACCA (2006) untersuchen diesen Zusammenhang für die G7-Staaten mit Hilfe eines faktoranalytischen Ansatzes. Ihnen zufolge lassen sich etwa 50% der Varianz eines engen Geldmengenaggregates durch einen gemeinsamen globalen Faktor erklären. Ein solcher weltweiter Einflussfaktor kann zum Beispiel in der expansiven Geldpolitik der japanischen Zentralbank in den letzten Jahren gesehen werden. Die Bank von Japan hielt den Zinssatz lange Zeit sehr niedrig, zeitweise sogar nahe null Prozent, und akkumulierte in großem Umfang Devisenreserven. Die niedrigen japanischen Zinssätze veranlassten Finanzinvestoren dazu über Carry Trades Gewinne zu erzielen. Hierunter versteht man die Kreditaufnahme in einer niedrig verzinsten Währung (also in Yen) und die Anlage in höher verzinsten Währungen. Durch diese Anlagestrategie kommt es zu enormen weltweiten Kapitalbewegungen mit entsprechenden Auswirkungen auf die nationalen Geldmengenaggregate.⁵

Diese gewaltigen weltweiten Kapitalbewegungen erschweren die Interpretation nationaler Geldmengenaggregate zunehmend, so dass die Betrachtung globaler Aggregate immer angebrachter erscheint. Die Betrachtung lediglich der nationalen Geldmengenwachstumsraten und Korrektur dieser um die grenzüberschreitenden Portfoliotransaktionen, ist nur unzureichend. Vielmehr muss dafür Sorge getragen werden, dass deren Bedeutung für die

⁵ Siehe zum Beispiel SCHNABL/HOFFMANN (2007).

Güter- und Vermögenspreis-inflation bestimmt wird (PAPADEMOS, 2007, S. 4 und PEPPER/OLIVIER, 2006). Auch SOUSA und ZAGHINI (2006) weisen daraufhin, dass die weltweiten Kapitalströme eine Entflechtung des Zusammenhangs zwischen Geldmenge, Inflation und Output bei nationaler Betrachtung immer komplizierter machen. GIESE und TUXEN (2007) betonen die Tatsache, dass sich eine Erhöhung des Geldangebots in einem Land aufgrund der starken Verflechtung der internationalen Finanzmärkte in Güter- und Vermögenspreis-inflation ganz woanders auf dem Globus niederschlagen kann – schlicht und einfach aufgrund der enormen Kapitalmobilität.

Diese Ausführungen machen deutlich, dass das Konzept der „globalen Liquidität“ immer mehr Anhänger findet und in den letzten Jahren verstärkt im Fokus empirischer Arbeiten steht. BAKS und KRAMER (1999), die sich mit als erste diesem Phänomen widmeten, untersuchen verschiedene Liquiditätsindizes in sieben Industrieländern, um herauszufinden wie Liquidität und Vermögenspreise zusammenhängen. In ihrer Studie finden sie deutliche Hinweise auf eine gemeinsame Komponente im Wachstum der Geldmenge und dass ein Anstieg des Geldmengenwachstums in den sieben großen Industrieländern mit höheren Vermögenspreisen und niedrigeren Zinssätzen einhergeht.

Die bereits genannten Studien von RÜFFER und STRACCA (2006), SOUSA und ZAGHINI (2006) und GIESE und TUXEN (2007) verwenden vektorautoregressive oder Vektor-Fehlerkorrekturmodelle, um den Zusammenhang zwischen globaler Liquidität und Güterpreis-inflation zu untersuchen. Alle drei Arbeiten finden eine positive Verbindung zwischen Güterpreisen und der weltweiten Liquidität. Falls es also zu einem deutlichen Anstieg der weltweiten Liquidität kommt, wird es den genannten Studien zufolge zu steigenden Konsumgüterpreisen kommen.

Was den Zusammenhang zwischen globaler Liquidität und Vermögenspreisen angeht, sind die Ergebnisse weniger eindeutig. RÜFFER und STRACCA (2006) finden keinen signifikanten Zusammenhang zwischen weltweiter Liquidität und der Entwicklung eines zusammengesetzten Vermögenspreisindex. Auch GIESE und TUXEN (2007) sehen keine Verbindung zwischen Liquidität und Aktienkursen. Sie können allerdings eine Kointegrationsbeziehung zwischen globaler Liquidität und Hauspreisen nicht ausschließen.

Welche Schlussfolgerungen lassen sich aus den im Vorangegangenen genannten Studien ziehen? Welche Bedeutungen haben internationale Entwicklungen für die nationalen Zentralbanken? Nimmt die Unsicherheit für die Zentralbanken zu und ihr Einfluss auf die

nationale Liquidität ab? Unsere grundsätzliche Antwort auf diese Fragen ist ein klares „Ja“ und es ergeben sich wenigstens vier Konsequenzen für die Geldpolitik.⁶

Erstens beinhalten globale Geldmengenaggregate Informationen, die nicht in den nationalen Geldmengedefinitionen vorhanden sind. Insofern sollte bei den Entscheidungen der Zentralbanken immer auch ein Auge auf globale Entwicklungen geworfen werden. Zweitens beschränkt die globale Liquidität die nationalen Zentralbanken in ihrem Einfluss auf nationale Variablen. Der Einfluss der nationalen Geldpolitik auf das Geldmengenangebot geht somit zurück. Drittens nimmt die Unsicherheit, welcher Zentralbanken sich gegenübersehen, zu. Zwar operieren Zentralbanken grundsätzlich immer unter Unsicherheit, da das Ausmaß und die Dauer des geldpolitischen Transmissionsprozesses mehr oder weniger stark variieren kann bzw. dieser von immer wieder neuen Schocks überlagert oder sogar konterkariert wird aber diese Unsicherheit wird durch die zunehmende Bedeutung globaler Faktoren noch einmal verstärkt. Eine Konsequenz aus dieser Beobachtung ist, dass Zentralbanken ihre Instrumente weniger stark einsetzen (so genanntes Brainard-Prinzip nach BRAINARD, 1967).

Unsere vierte und letzte Folgerung ist, dass die Frage nach der optimalen Geldpolitik bei interdependenten Volkswirtschaften erneut auf der politischen Tagesordnung erscheinen wird. Falls also eine autonome Geldpolitik immer schwieriger durchzuführen sein wird, ergeben sich daraus entsprechende Konsequenzen für die nationalen Zentralbanken und die Durchführung der Geldpolitik. Wie deutlich geworden sein sollte, spielt die globale Liquidität eine wichtige Rolle im Transmissionsprozess, was höchstwahrscheinlich dazu führen wird, dass nationale Zentralbanken an Einfluss verlieren werden. Dieser Verlust an Einfluss stellt einen klaren Nachteil dar. Man sollte allerdings auch daran denken, dass es durch die Globalisierung und die damit verbundene Intensivierung des internationalen Wettbewerbs, zu dämpfenden Effekten auf die Inflation kommt. Weiterhin ist eine Abschwächung des klassischen Zinskanals der geldpolitischen Transmission möglich. Dazu stelle man sich vor, dass die Zentralbank die Zinsen anhebt, um einem sich aufbauenden Inflationsdruck zu begegnen. Der klassische Zinskanal postuliert nun, dass es zu einer Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage kommt und damit der Inflationsdruck verringert wird. Die Erhöhung der Zinssätze durch die Zentralbank kann allerdings auch dazu führen, dass vermehrt Teile der globalen Überschussliquidität ins Inland fließen, um den Zinsvorteil zu nutzen. Hierdurch wird die eigentliche geldpolitische Maßnahme konterkariert.

In welchem Maße bedarf es also einer Koordination der nationalen Geldpolitiken, um die eben angesprochenen Effekte zu verringern (abgesehen davon, inwieweit eine solche

⁶ Siehe hierzu BELKE/REES (2009), S. 34-36.

Koordination in der Praxis überhaupt durchführbar wäre)? Um die negativen Effekte der globalen Liquidität auf die Wirksamkeit nationaler Geldpolitik abzumildern wäre eine solche Koordination sicherlich wünschenswert. Falls es zu keiner Zusammenarbeit kommt, könnten einzelne Zentralbanken Anreize haben, Geldpolitik auf Kosten anderer Länder zu betreiben. Schließlich treten inflationäre Effekte einer dauerhaft expansiven Geldpolitik nicht mehr isoliert im eigenen Land auf, sondern werden in gewisser Weise „exportiert“. Andere Länder hätten damit Teile der Lasten zu tragen. Erschwerend kommt hinzu, dass möglicherweise Multiplikatoreffekte auftreten, wenn mehrere Zentralbanken eine gleichermaßen expansive oder kontraktive Geldpolitik durchführen.

Insofern erscheint eine Koordination der nationalen Geldpolitiken sinnvoll; eigenmächtige Zentralbankentscheidungen könnten langfristig gesehen immer seltener werden. Eine solche Politikkoordination ist allerdings auch mit Problemen und Gefahren verbunden. Zwar erhöht sich dadurch die Vorhersehbarkeit der Geldpolitik, allerdings birgt eine gemeinsam durchgeführte Aktion der Zentralbanken die Gefahr, dass alle Länder zeitgleich falsche Maßnahmen ergreifen, mit möglicherweise schwerwiegenden Folgen. Insofern dürfte es spannend zu beobachten sein, wie die internationalen Zentralbanken ihren Rückzug aus der im Zuge der Finanzkrise sehr expansiven Geldpolitik gestalten werden.

6. Schmerzgrenze des \$/€-Wechselkurses und geldpolitische Exitstrategien

Immer wieder findet man Politiker und Geschäftsleute, die sich besorgt über die Stärke des Euro äußern und auf eine Schmerzgrenze des Euro hinweisen. Sie halten eine Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar für sinnvoll, um die Wettbewerbsfähigkeit Europas zu stärken. Der \$/€-Wechselkurs ist immer noch einer der international am meisten beachteten Wechselkurse und demnach sind seine Entwicklungen von besonderem Interesse. Da Wechselkursschwankungen schwer vorherzusagen sind, ergeben sich aus ihnen unter Umständen Probleme für Wirtschaft und Politik.

Abbildung 4 zeigt, dass der Euro seit März 2009 gegenüber dem US-Dollar stetig an Wert gewonnen hat. Ende November übersprang er sogar wieder die Marke von 1,50\$/€. Zwar hat der Euro im Zuge der Diskussion um einen griechischen Staatsbankrott gegenüber dem Dollar wieder ein wenig an Wert verloren, doch wird dies unserer Meinung nach die seit März zu beobachtende Entwicklung nicht gänzlich umkehren.

Abb. 4 - Der \$/€-Wechselkurs seit Jahresbeginn 2009



Quelle: Bundesbank

Im Allgemeinen wird angenommen, dass diese Entwicklung insbesondere für Deutschland von Nachteil sein dürfte, da die deutsche Wirtschaft sehr stark vom Export abhängt. Allerdings dürfte die „deutsche Schmerzgrenze“ beispielsweise oberhalb der französischen liegen, da die deutschen Exporte weniger preissensitiv sind als die französischen. Nichtsdestotrotz dürfte auch für Deutschland die Schmerzgrenze des \$/€-Wechselkurses bald erreicht sein, wenn sich die kontinuierliche Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar fortsetzt. Insofern muss die Frage gestellt werden, was passieren wird, wenn diese kritische Marke überschritten wird. Dieser haben sich BELKE, GÖCKE und GÜNTHER (2009) angenommen. Dazu verwenden sie ein einfaches nicht-lineares Hysteresemodell. Ein zentrales Ergebnis ist, dass es eine konkrete Schmerzgrenze nicht gibt. Diese hängt vom betrachteten Zeitpunkt ab und ist mit gewissen Unschärfen belegt. Ihren Berechnungen zufolge liegt dieses Niveau aktuell etwa bei 1,55 US-\$/€, was ein klein wenig über dem aktuellen Wechselkurs liegt.

Wurde die Entwicklung des \$/€-Wechselkurses in den letzten Monaten noch durch die Finanzkrise überlagert, rückt dieses Thema nunmehr verstärkt in den politischen Fokus. Gewinnt der Euro in den nächsten Monaten weiter an Wert, wird dies für die Eurozone mit negativen Folgen für die Erholung aus der Rezession verbunden sein; insbesondere Deutschland dürfte aufgrund seiner Exportabhängigkeit davon betroffen sein. Eine solche Entwicklung dürfte damit die weniger optimistischen Prognosen für die wirtschaftliche

Erholung wahrscheinlicher machen. Insofern tut sich hier ein neues Feld für die EZB auf. Sie muss sich zunehmend auch am Wechselkurs orientieren.

Falls es im Zuge der globalen Ungleichgewichte zu einer weiteren Wertsteigerung des Euro kommt, wird vor allem Deutschland davon negativ betroffen sein. Deutsche Unternehmen könnten ihre internationalen Handelsbeziehungen reduzieren oder sogar ganz einstellen. Auch wenn es danach zu einer Abwertung des Euro käme, würde der erneute Markteintritt für viele deutsche Unternehmen erschwert (man erinnere sich zum Beispiel an die Entscheidung von Daimler die neue Mercedes C-Klasse in Zukunft nicht mehr in Deutschland, sondern in den USA fertigen zu lassen).

Vor diesem Hintergrund wird es interessant zu beobachten sein, in welcher Weise die EZB den geldpolitischen Rückzug von der expansiven Geldpolitik antreten wird. Es besteht die Möglichkeit von Devisenmarktinterventionen, um den Euro zu schwächen bzw. den US-Dollar zu stärken.⁷ Alternativ dazu könnte ein koordinierter Ausstieg durchgeführt werden, der versucht eine weitere Aufwertung des Euro zu verhindern. Unserer Meinung nach ist diese Möglichkeit vorzuziehen. In unseren Augen sollte die EZB weiterhin beharrlich ihr Ziel der Preisstabilitätsorientierung verfolgen. Dies sollte die Fed zu einem rechtzeitigen Zurückfahren ihrer sehr expansiven Politik bringen, da die USA nicht bereit sein dürften, die überragende Rolle des US-Dollar als Weltreservewährung aufzugeben. Zudem käme eine Abkehr von der expansiven Makropolitik den europäischen Exporten zu Gute, da die niedrigen amerikanischen Zinsen einen Hauptgrund für den kontinuierlichen Wertverfall des US-Dollars darstellen.

Egal wie eine mögliche Exitstrategie auch aussehen mag, es bedarf in jedem Fall eines Zeitplanes, welches festlegt wie und wann die unbegrenzte Liquiditätsbereitstellung der EZB enden soll (Japan hat dies bereits vorgemacht). Mittlerweile funktionieren die Märkte wieder einigermaßen vernünftig, so dass Banken, die es bis jetzt nicht geschafft haben ohne Unterstützung auszukommen, wohl eher als insolvent und nicht als illiquide anzusehen sind. Ein Auslaufen dieser Unterstützungsmaßnahmen zwänge die Regierungen zudem dazu nach dauerhaften Lösungen für die angeschlagenen Banken zu suchen.

Die EZB sollte einen bedingten Plan vorstellen, nach dem sie ihren Rückzug durchführen möchte. Je nach Stärke der wirtschaftlichen Erholung würden entsprechende Maßnahmen früher oder später ergriffen, die dafür sorgen, dass die Überschussliquidität nach und nach

⁷ Siehe hierzu BELKE et al. (2004), S. 7-21, die zehn verschiedene Argumente gegen Devisenmarktinterventionen nennen.

zurückgefahren wird. Dies sollte ein erster Schritt sein, ehe die Zinsen angehoben werden (das gewählte Vorgehen der Bank von England weicht von diesem Muster ab). Dazu sollen die Zwölf-Monats-Refinanzierungsgeschäfte aufgegeben werden und durch andere Tender ersetzt werden.⁸ Weiterhin könnten die Qualitätsstandards der Vermögenstitel zur Besicherung der Refinanzierungsgeschäfte erhöht werden. Ein Austrocknen der Überschussliquidität würde den EONIA im Zeitverlauf wieder auf das Niveau des Leitzinses von ein Prozent bringen. Dies hätte den Vorteil, dass die Ausrichtung der Geldpolitik der EZB wieder klarer erkennbar würde. Eine Anhebung des Leitzinses ist in den nächsten Monaten nicht in Sicht. Von den G20 haben nur Australien und Norwegen dies bis jetzt getan. Auf Jahressicht gesehen scheint eine Anhebung des Leitzinses durch die EZB allerdings durchaus realistisch.

Im Zuge des geldpolitischen Ausstiegs scheint auch eine Koordination von Geld- und Fiskalpolitik möglich oder sogar angebracht, wobei sich beide auf ihre Kompetenzen konzentrieren sollten. Die Fiskalpolitik sollte besonderen Wert auf ein nachhaltiges Handeln legen und die Geldpolitik sollte vor allem ihrer Hauptaufgabe der Preisstabilität Beachtung schenken. Dementsprechend sollten auch die fiskalpolitischen Instanzen eigene Strategien kundtun, wie sie einerseits die Geldpolitik unterstützen und andererseits nachhaltiges Wachstum fördern wollen. Anzumerken ist noch, dass jedes Signal zum Zeitpunkt des geldpolitischen Ausstiegs zu steigenden Zinsen am langen Ende führen wird. Steigende Zinsen (offizielle und Marktzinssätze) würden mit einer Bilanzverkürzung einhergehen. Es ist fraglich in welchem Maße dies in Zeiten eines geringen zukünftigen Wachstums politisch akzeptiert wird.

Abschließend soll noch ein Blick auf die Rolle des ESZB in der Politik- und Bankenaufsicht geworfen werden. In jedem Fall sollte das ESZB aus der Krise mit gestärkten Kompetenzen hervorgehen. Entsprechend könnte ein Gremium eingesetzt werden, welches die Aufgabe hat, systemische Risiken zu überwachen. Hier könnte die EZB die Federführung übernehmen. Die Finanzkrise hat deutlich gemacht, wie nötig eine verbesserte Kontrolle der Finanzmärkte und generell der Makropolitiken ist. Damit die Zentralbanken auch auf Schwachstellen auf den Finanzmärkten reagieren können, müssen sie allerdings neue Instrumente erhalten, die sie in die Lage versetzen, Banken entsprechend zum Umdenken und zur Verringerung ihres Risikos zu bewegen.

Käme es bei Zugrundelegung dieser neuen Kompetenzen erneut zu einer Finanzkrise, müssten schlussendlich die Zentralbanken systemrelevante Banken retten, um einen Kollaps der

⁸ Entsprechendes wurde von EZB-Präsident Trichet bereits verkündet.

Finanzmärkte zu verhindern. Dementsprechend hätten die Zentralbanken keinerlei Interesse daran, es so weit kommen zu lassen. Sie würden alles Mögliche tun, um eine solche Situation zu verhindern. Fraglich könnte in diesem Zusammenhang allerdings die Verteilung der Kompetenzen zwischen Zentralbanken und Regierungen sein.

Literaturverzeichnis

Alcidi, C., A. Brender, D. Gros, F. Pisani (2009). The Future Global Reserve System. Issues Paper prepared for the ADB, Brüssel.

Angell, W. D. (1992). Commodity Prices and Monetary Policy: What Have We Learned?. Cato Journal Vol. 12, Nr. 1: 185-192.

Baks, K., C. F. Kramer (1999). Global Liquidity and Asset Prices: Measurement, Implications and Spillovers. IMF Working Paper 99/168, Washington D. C.

Barsky, R. B., L. Kilian (2002). Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative. In Bernanke, B. und K. Rogoff (Hrsg.), NBER Macroeconomics Annual Mai, 137-183.

Belke, A., M. Göcke, M. Günther (2009). When Does It Hurt? The Exchange Rate “Pain Threshold” for German Exports. DIW Discussion Paper Nr. 943, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Oktober..

Belke, A., D. Gros (2009). A Simple Model of an Oil Based Global Savings Glut – The „China Factor“ and the OPEC Cartel. DIW Discussion Paper Nr. 911, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Juli.

Belke, A., A. Rees (2009). The Importance of Global Shocks for National Policymakers. DIW Discussion Paper Nr. 922, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, September..

Belke, A., G. Schnabl (2009). Stresstest für die Geldpolitik. Financial Times Deutschland, 08.09.2009.

Belke, A., W. Kösters, M. Leschke, T. Polleit (2004). A Case against ECB FX Market Interventions. ECB Observer No. 6, Februar, Frankfurt a. M.

- Bernanke, B. (2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, 14. April.
- Bernanke, B. (2007). Global Imbalances: Recent Developments and Prospects. Bundesbank-Vortrag, Berlin.
- Blanchard, O. J., J. Galí (2007). The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?. NBER Working Paper 13368, National Bureau of Economic Research, Cambridge/MA.
- Blanchard, O. J., M. Riggi (2009). Why Are the 2000s so Different from the 1970s? A Structural Interpretation of Changes in the Macroeconomy Effects of Oil Prices. NBER Working Paper 15467, National Bureau of Economic Research, Cambridge/MA.
- Borio, C. E. V., A. Filardo (2007). Globalisation and Inflation: New Cross-Country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation. BIS Working Paper Nr. 227, Basel.
- Brainard, William C. (1967). Uncertainty and the Effectiveness of Policy. American Economic Review, Vol. 57, Nr. 2, Papers and Proceedings of the Seventy-ninth Annual Meeting of the American Economic Association, Mai: 411-425.
- Broadbent, B., K. Daly (2009). The Savings Glut, the Return on Capital and the Rise in Risk Aversion, Global Economics Paper Nr. 185, Goldman Sachs Global Economics – Commodities and Strategy Research, New York et al.
- Ciccarelli, M., B. Mojon (2005). Global Inflation. EZB Working Paper Nr. 537. Frankfurt a. M.
- Cohen, B. J. (2009). Dollar Dominance, Euro Aspirations: Recipe for Discord?. Journal of Common Market Studies, Vol. 47, Nr. 4, September: 741-766.
- Frankel, J. (2008). The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices. In: J. Campbell (Hrsg.), Asset Prices and Monetary Policy. University of Chicago Press, S. 291-327.
- Giese, J. V., C. K. Tuxen (2007). Global Liquidity and Asset Prices in a Cointegrated VAR. Nuffield College, University of Oxford and Department of Economics Copenhagen University.
- Gros, D. (2009). Vortrag im Rahmen der Session IV: Perspectives for Global Liquidity and Commodity Prices, International Conference on “Global Financial Governance - Challenges and Regional Responses”, 3.-4. September, InWent – Capacity Building International, und DIE – Deutsches Institut für Entwicklungspolitik, Berlin.

- Gros, D., T. Mayer, A. Ubide (2006). A World Out of Balance?. Special Report of the CEPS Macroeconomic Policy Group, Centre for European Policy Studies (CEPS), Brüssel.
- Hamilton, J. D. (2008). Understanding Crude Oil Prices. Department of Economics, University of California, San Diego, Dezember.
- Hamilton, J. D. (2008a). Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007-08. NBER Working Paper Nr. 15002, National Bureau of Economic Research, Cambridge/MA.
- Higgins, M., T. Klitgaard, R. Lerman (2006). Recycling Petrodollars. Current Issues in Economics and Finance Vol. 12, Nr. 9, Federal Reserve Bank of New York, Dezember.
- IWF (2006). World Economic Outlook, Chapter II, Oil Prices and Global Imbalances. International Monetary Fund, Washington D.C., April, S. 71-95.
- Menkhoff, L., S. Schulmeister, B. Kempa (2009). Internationales Währungssystem: Ist der US-Dollar als Leitwährung überholt?. In ifo Schnelldienst 16/2009, S. 3-18, München.
- Papademos, L. (2007). The Effects of Globalisation on Inflation, Liquidity and Monetary Policy. Speech at the conference on the "International Dimensions of Monetary Policy" organised by the National Bureau of Economic Research, S'Agar`o, Girona, 11. Juni.
- Pepper, G., M. Olivier (2006). The Liquidity Theory of Asset Prices. Wiley Finance.
- Rüffer, R., L. Stracca (2006). What Is Global Excess Liquidity, and Does It Matter?. EZB Working Paper Nr. 696, Frankfurt a. M.
- Schnabl, G., A. Hoffmann (2007). Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – An Overinvestment View. CESifo Working Paper Nr. 2100, München..
- Sousa, J. M., A. Zaghini (2006). Global Monetary Policy Shocks in the G5: A SVAR Approach. CFS Working Paper 2006/30, Frankfurt a. M.