

»» EZB-Politik seit 2012 bewahrt Eurostaaten vor überhöhten wirtschaftlichen Belastungen

Nr. 126, 17. Mai 2016

Autor: Philipp Ehmer, Telefon 069 7431-6197, research@kfw.de

Die EZB-Politik hat bei den Refinanzierungskosten, die im Zuge der Schuldenkrise in einigen Eurostaaten unverhältnismäßig in die Höhe geschossen waren, für eine Normalisierung gesorgt. Nach der berühmten „whatever it takes“-Rede von EZB-Präsident Draghi sind die Renditen für Staatsanleihen besonders in Südeuropa gefallen.

KfW Research schätzt die kumulierten Mehrkosten, die mit dieser Politik vermieden wurden, seit Sommer 2012 für Spanien auf 26 Mrd. EUR und für Italien auf 50 Mrd. EUR. Beide Länder wurden von der EZB vor überhöhten Risikoprämien bewahrt und konnten so mitten in der Rezession auf härtere Budgetkorrekturen verzichten. In Deutschland verbesserten sich die staatlichen Refinanzierungsbedingungen bereits nach der Finanzkrise, sodass die Wirkung der Rede Draghis diesbezüglich gering ausfällt.

Bei anhaltendem Niedrigzinsniveau werden sich die Refinanzierungskosten weiter verringern. Staaten sollten dies rechtzeitig für Strukturreformen nutzen. Denn die EZB wird ihre expansive Geldpolitik nicht dauerhaft betreiben und die Zeit, die sie den Staaten erkaufte, ist begrenzt.

Die Geldpolitik im Euroraum hat zum Ziel, die Preisstabilität zu bewahren. Im Fokus des Interesses der EZB steht daher die Inflationsrate. Dennoch haben geldpolitische Maßnahmen auch Auswirkungen auf andere ökonomische Größen, wie die Wechselkurse oder die Renditen für Staatsanleihen. Dies gilt insbesondere für die unkonventionelle Geldpolitik, die mit den berühmten Worten Draghis „whatever it takes“ und dem OMT-Programm (outright monetary transactions) im Sommer 2012 ihren Anfang nahm.¹

Normalisierung der Refinanzierungskosten für Eurostaaten nach Ankündigung des OMT-Programms

Das Handeln der EZB auf dem Höhepunkt der Schuldenkrise ist im Kontext der damaligen Übertreibungen auf dem Staatsanleihemarkt zu sehen. Zwischen 2010 und 2012 kam es hier zu erheblichen Verzerrungen und die Refinanzierungskosten einiger Staaten der Eurozone nahmen drastisch zu. Neben dem Inflationsziel ist die EZB der Finanzmarktstabilität verpflichtet. Angesichts des rapide abnehmenden Investorenvertrauens konnte selbst ein Zusammenbruch der Eurozone und eine damit einhergehende Panik an den Finanzmärkten nicht ausgeschlossen werden. In dieser zuge-spitzten Lage, in der Regierungen neues Vertrauen nur über Sparmaßnahmen und langwierige Strukturreformen schaffen konnten, war die EZB der einzige Akteur, der mit der gebotenen Eile reagieren und die akute Krise lösen konnte.

Die EZB hat mit ihrer Politik die hohen Liquiditätsaufschläge auf die Anleihen einiger Staaten bereinigt und eine Normalisierung bei den Refinanzierungskosten bewirkt. Die Renditeabstände gegenüber deutschen Anleihen sind auf ein nachhaltiges Niveau gesunken. Grafik 1 zeigt die Trendwende bei den Renditen für zehnjährige Staatsanleihen zurück zu mehr Konvergenz im Anschluss an die Rede Draghis am 26. Juli 2012. Seither sind beispielsweise die Renditen für spanische und italienische Anleihen bis heute um drei Viertel bzw. 4,5 bis 5 Prozentpunkte gefallen.

Grafik 1: Trendwende zurück zur Konvergenz

Renditen für zehnjährige Staatsanleihen, in Prozent



Quelle: OECD

Wie hoch waren die Liquiditätsaufschläge?

Der Rückgang der Refinanzierungskosten für neu emittierte Zehnjahresanleihen ist anhand von Daten gut abgebildet und leicht zu quantifizieren. Welchen Mehrkosten die Staaten letztendlich entgangen sind, also die in Euro bezifferte Verringerung der krisenbedingten Aufschläge, muss dagegen geschätzt werden. Dafür gibt es drei Gründe: Erstens verschulden sich Staaten am Kapitalmarkt nicht nur über zehnjährige Staatsanleihen, sondern emittieren eine Vielzahl von Anleihen mit Laufzeiten zwischen wenigen Monaten und mehreren Jahrzehnten. Um nicht Äpfel mit Birnen zu vergleichen, müssen die zu leistenden Zinszahlungen bei Neuemissionen zu Zahlungen für Anleihen mit gleicher Laufzeit vor der EZB-Intervention ins Verhältnis gesetzt werden. Zweitens ist für die Kostenverringerung bedeutsam, zu welchen Terminen größere Teile der Schulden überrollt werden, d. h. alte Anleihen fällig und durch neue – günstigere – Anleihen ersetzt werden. Geschah dies z. B. gehäuft im Jahr 2013 bei einer Rendite für zehnjährige Staatsanleihen Spaniens von

jahresdurchschnittlich immer noch 4,6 %, ist der Vorteil geringer als wenn größere Teile erst 2015 bei einer Rendite von 1,7 % fällig wurden.

Schätzergebnisse hängen von Referenzzins-Annahme ab

Drittens muss zur Schätzung der vermiedenen Mehrkosten ein Referenzzinssatz bestimmt werden, den die Eurostaaten ohne stützende EZB-Politik gezahlt hätten. Dies macht die Ergebnisse sensibel gegenüber subjektiv zu treffenden Annahmen. Die Mehrkosten variieren erheblich, je nachdem, ob der Referenzzins z. B. im Mittel der Werte zwischen 1999 und 2012 (vor Draghis Rede), auf dem Höhepunkt im Sommer 2012 oder sogar – unter der Annahme, dass die Refinanzierungskosten noch weiter gestiegen wären – noch über diesem Niveau liegt.

Studien, die die aus der EZB-Politik resultierende Kostensenkung für Eurostaaten schätzen, verwenden unterschiedliche Methoden sowie voneinander abweichende Betrachtungs- und Referenzzeiträume. Sie sind daher nur eingeschränkt vergleichbar. Die DZ Bank ermittelt z. B. für Deutschland vermiedene Mehrkosten zwischen Sommer 2012 und Ende 2015 in Höhe von insgesamt 9,5 Mrd. EUR, für Italien sind es 53 Mrd. EUR.² In einer anderen Untersuchung rückt Unicredit die Auswirkungen des QE-Programms (quantitative easing) der EZB in den Vordergrund und berechnet den Refinanzierungsaufwand im Jahr 2015 im Vergleich zum Vorjahr. Nach dieser Schätzung lagen die Kosten für Deutschland allein 2015 um 5,1 Mrd. EUR und für Italien um 6,6 Mrd. EUR niedriger als es ohne die entsprechende EZB-Politik der Fall gewesen wäre.³

Schätzung von KfW Research: Mehrkosten bei der Refinanzierung Italiens seit 2012 um 50 Mrd. EUR vermindert

In einer eigenen Schätzung berechnen wir die Entlastung bei den Refinanzierungskosten für die vier größten Volkswirtschaften des Euroraums zwischen August 2012 und März 2016. Dafür wird auf Basis der jeweiligen Anleiheemissionen im Zeitraum Mai bis Juli 2012 – im Höhepunkt der Schuldenkrise – eine Renditestrukturkurve ermittelt, die als Referenzszenario dient.⁴ Anschließend kann für jede Emission seit August 2012 der Refinanzierungsvorteil gegenüber im Referenzzeitraum begebener Anleihen gleicher Laufzeit quantifiziert werden.^{5 6}

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse unserer Schätzung. Demnach verringerten sich die Refinanzierungskosten in Deutschland seit Sommer 2012 um insgesamt 2,2 Mrd. EUR. In Spanien liegt der Wert mit 26 Mrd. EUR deutlich höher, Italien wurde mit 50 Mrd. EUR am meisten entlastet.⁷ In diesen beiden Ländern waren die Liquiditätsaufschläge im Referenzzeitraum stark erhöht. Die EZB verringerte mit ihrer Politik die Prämien, die insbesondere Staaten in Südeuropa auf dem Höhepunkt der Schuldenkrise zahlen mussten.

Wählt man als Referenzperiode dagegen das Jahr 2008, übertrifft die Kostenverringerung in Deutschland (95 Mrd. EUR) diejenige Italiens sogar. Im Unterschied zu Italien sanken die Renditen aber bereits vor der Ankündigung

Draghis (Grafik 1). Die Ursache hierfür ist Deutschlands Status als sicherer Anlagehafen in der Schuldenkrise. Zudem profitiert Deutschland von einer Entspannung der Lage in Südeuropa, weil es zur Stabilität der Eurozone insgesamt beiträgt.

Tabelle: Divergierende Kostenverringerung

	kumulierte Kostenverringerung	
	Mrd. EUR	Prozent BIP 2015
Deutschland	2,2	0,1
Spanien	26,2	2,4
Frankreich	8,0	0,4
Italien	49,7	3,0

Anm.: kumulierter Refinanzierungsvorteil August 2012 bis März 2016

Quelle: eigene Berechnungen

EZB-Politik erspart Ländern harte Budgetkorrekturen

Insgesamt entspricht die finanzielle Entlastung des italienischen Staates in den letzten knapp vier Jahren 3 % des BIP im Jahr 2015. Hätten die Übertreibungen auf dem Staatsanleihemarkt bis heute Bestand gehabt und wären von südeuropäischen Ländern weiter so hohe Risikoprämien verlangt worden wie noch Mitte 2012, hätten einige Regierungen zusätzliche Sparmaßnahmen verabschieden müssen, um (höhere) Verstöße gegen die Auflagen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zu vermeiden. Insbesondere Italien und Spanien wären betroffen gewesen, die zum einen überproportional von der Normalisierung profitiert haben. Zum anderen bewegte sich das Budgetdefizit Spaniens in den letzten Jahren stets über der zulässigen Höchstgrenze von 3 % des BIP, das Defizit Italiens zumindest nah an dieser Grenze. Um den gleichen Einspareffekt von 2,5 bzw. 3 % des BIP verteilt auf knapp vier Jahre zu erzielen, hätten die Regierungen Steuern anheben und / oder Ausgaben in einem Maß senken müssen, das die Erholung in Spanien belastet bzw. Italien noch tiefer in die Rezession geführt hätte.

Entlastung wächst vorerst mit steigender Rate weiter an

Die Normalisierung bei der Refinanzierung bewirkt eine zunehmende Kostensenkung gegenüber der Referenzperiode, je länger die Renditen für Staatsanleihen auf ihrem niedrigen Niveau verharren. Denn nach und nach wird ein immer größerer Teil der hochverzinsten Altschulden fällig und durch günstigere Anleihen ersetzt. Dies senkt die Refinanzierungskosten so lange, bis sämtliche Anleihen eines Staates im Niedrigzinsumfeld emittiert wurden. Angesichts einer mittleren Anleihelaufzeit von sechs bis sieben Jahren werden die Regierungen für eine begrenzte Zeit weiter entlastet.

Grafik 2 schlüsselt die geschätzten Mehrkosten, die durch die EZB-Politik vermieden wurden, nach Kalenderjahren auf. Für alle vier Volkswirtschaften zeigt sich ein ansteigender Trend. Grafik 3 stellt ferner die Fälligkeiten von Anleihen in den Jahren 2016 und 2017 dar. Es wird deutlich, dass vor allem in Italien und Spanien ein großer Teil der in Form von Anleihen gehaltenen Staatsschuld in der näheren Zukunft fällig wird.⁸ Somit können vor allem diese Länder ihre Refinanzierungskosten in der näheren Zukunft senken.

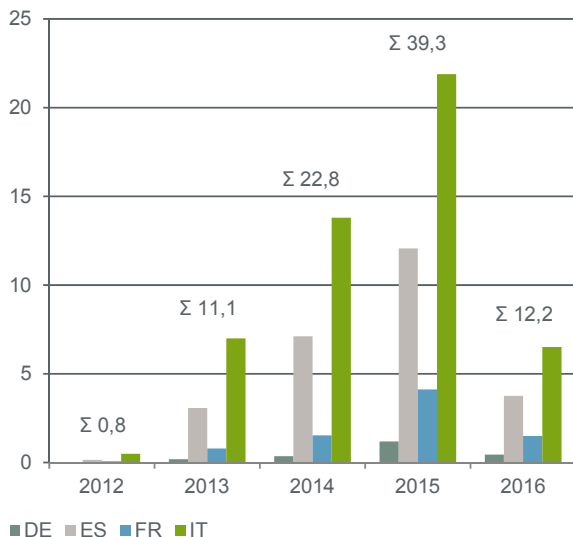
Die Voraussetzungen für niedrige Renditen für Staatsanleihen hat neben der EZB-Politik die tiefere Integration in der Eurozone geschaffen. Ein mit dem ESM zur Verfügung stehender Mechanismus zur Krisenbewältigung, eine konsequentere Überwachung nationaler Budgetpläne und die Bankenunion haben dazu beigetragen, neues Vertrauen in die Schuldenfähigkeit der Eurostaaten aufzubauen.

Fazit: EZB-Politik bewahrt Staaten vor überhöhten wirtschaftlichen Belastungen

Das OMT-Programm hat besonders einige südeuropäische Staaten in der Schuldenkrise von überhöhten Risikoprämien und zusätzlichen Refinanzierungskosten in Milliardenhöhe befreit. Damit hat die EZB tiefere Einschnitte in die Haushalte verhindert, die anderenfalls notwendig gewesen wären, um Defizitziele zu erreichen.

Grafik 2: Refinanzierungsvorteile nehmen zu

Kostenverringerung in der Refinanzierung, in Mrd. EUR



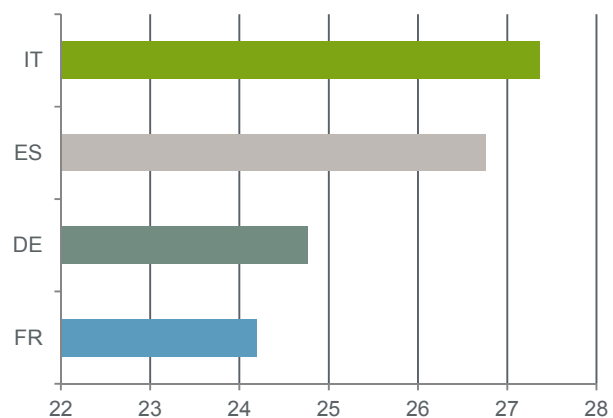
Anm.: 2012: August–Dezember, 2016: Januar–März

Quelle: eigene Berechnungen

Es gilt nun, Strukturreformen anzustoßen und die Widerstandsfähigkeit gegen künftige Übertreibungen zu stärken. Denn das Zinsänderungsrisiko nimmt zu: Nach der Beendigung der expansiven Geldpolitik bzw. schon bei deren absehbarem Ende dürften die Refinanzierungskosten der Staaten wieder steigen. Eine solche Entwicklung lässt sich als Korrektur derzeit möglicherweise nach unten verzerrter Risikoauflagen interpretieren. Eine zu erwartende Verteuerung der Refinanzierung zeigt schon das derzeitige historisch niedrige Zinsniveau an. Die EZB wird die expansive Geldpolitik nicht dauerhaft betreiben, denn Niedrigzinsen sind nicht nur der Staaten Freude, sondern auch der Banken Leid. Die EZB hat den Regierungen mit ihrer Politik Zeit erkaufte, aber diese Zeit ist begrenzt. ■

Grafik 3: Weitere Entlastung in näherer Zukunft vor allem in Italien und Spanien

Volumen fälliger Staatsanleihen in den Jahren 2016–2017, in Prozent gesamt



Quelle: Thomson Reuters

¹ Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank, at the Global Investment Conference in London 26 July 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

² Vgl. DZ Bank (2016), Die Draghi-Dividende, Staatsanleihen Flash, 07.03.2016.

³ Vgl. Unicredit (2016), One year of quantitative easing, Economics & FI/FX Research, Economics Special, 8 March 2016.

⁴ In diesem Zeitraum emittierten die vier Volkswirtschaften jeweils zwischen 19 und 71 Anleihen. Renditen für im Referenzzeitraum nicht vorliegende Laufzeiten werden als Durchschnittswerte aus den vorhandenen Daten geschätzt.

⁵ Die seltenen Fälle eines Refinanzierungsnachteils gegenüber der Referenzperiode aufgrund vorübergehend gestiegener Renditen, z. B. in Deutschland Ende 2013, fallen aus der Betrachtung heraus. Dies basiert auf der Annahme, dass temporäre Refinanzierungsnachteile, die die an anderen Stellen erzielten Vorteile kompensieren könnten, nicht auf die EZB-Politik zurückzuführen sind.

⁶ Die Analyse konzentriert sich auf die Renditen von Staatsanleihen. Es wird daher kein allein auf den Kuponzahlungen basierender Zinsvorteil berechnet, sondern die Kostenverringerung bei der Refinanzierung insgesamt. Annahmegemäß verändert die EZB-Politik die Wahrnehmung der Ausfallwahrscheinlichkeiten von Staatsanleihen und erhöht so die Nachfrage sowie entsprechend den bei der Emission erzielbaren Preis. Dies trägt zur Kostenverringerung der Staaten bei.

⁷ Zusätzlich zu dieser Entlastung, die sich durch den Renditevorteil beim Überrollen der Anleihen materialisiert, sinken die staatlichen Refinanzierungskosten unmittelbar als Folge des Anleihekaufprogramms der EZB. Im Rahmen dessen kaufen die nationalen Notenbanken seit März 2015 Anleihen ihres jeweiligen Heimatstaates. Bis Ende März 2016 erwarb beispielsweise die Banca d'Italia italienische Staatsanleihen in Höhe von 105 Mrd. EUR. Die Kuponzahlungen für diese Anleihen fließen an die italienische Notenbank und werden später von dieser als Gewinn ausgeschüttet und an den Staat zurückerstattet. Hierdurch ergibt sich eine zusätzliche Ersparnis von 1 Mrd. EUR für den italienischen Staat.

⁸ Neben Anleihen finanzieren sich Staaten u. a. über Kredite. Der Anteil von Schuldverschreibungen an den Gesamtschulden beträgt in den vier betrachteten Staaten zwischen 73 und 84 %.