

»» Geldpolitik hat fiskalischen Druck im Euro- raum reduziert – aber Zinswende kommt

Nr. 176, 26. Juli 2017

Autor: Dr. Philipp Ehmer, Telefon 069 7431-6197, philipp.ehmer@kfw.de

Die expansive Geldpolitik der EZB hat die Refinanzierungskosten der Euroländer merklich gesenkt. Davon haben vor allem diejenigen Staaten profitiert, die in der Schuldenkrise besonders im Fokus standen. Die Entlastungen gehen weit auseinander: Im Vergleich zum Höhepunkt der Schuldenkrise 2012 hat Italien bis heute über 100 Mrd. EUR an Mehrkosten vermieden. In Deutschland liegt der durch die Geldpolitik erzielte Refinanzierungsvorteil viel niedriger – allerdings vornehmlich aus dem einfachen Grund, dass die Renditen deutscher Staatsanleihen bereits im Vorfeld gesunken waren, da der deutsche Staat als sicherer Anlagelieferant in der Schuldenkrise galt.

Die Entlastung bei den Zinszahlungen hilft den Staaten bei der teils dringend erforderlichen Konsolidierung. Der fiskalische Freiraum sollte stärker als bisher für Reformen genutzt werden, um günstige Bedingungen für Wachstum zu schaffen. Denn die Geldpolitik wird sich in absehbarer Zeit drehen. Eine Zinswende deutet sich bereits seit Herbst 2016 an. In der Eurozone muss vor allem Italien mehr tun, um Wachstum zu erzeugen, Vertrauen am Kapitalmarkt aufzubauen und so gut auf eine Situation wieder steigender Refinanzierungskosten vorbereitet zu sein.

Staatsanleiherenditen im Euroraum merklich gesunken

Heute jährt sich die berühmte „whatever it takes“-Rede Draghis aus dem Juli 2012 zum fünften Mal. In diesen fünf Jahren war die Geldpolitik im Euroraum sehr expansiv. Inzwischen hat sich die Konjunkturlage verbessert und politische Risiken sind zurückgegangen. Für eine radikale Wende

in der Geldpolitik besteht kein Anlass – Anpassungen dürfte es demnächst aber doch geben. Denn nach derzeitigem Stand läuft das Anleihekaufprogramm in der Eurozone nur bis Ende des Jahres. Es wird erwartet, dass die EZB im Herbst einen Ausblick auf die künftige Geldpolitik gibt und dabei mindestens eine Drosselung des Kaufprogramms ankündigt.¹

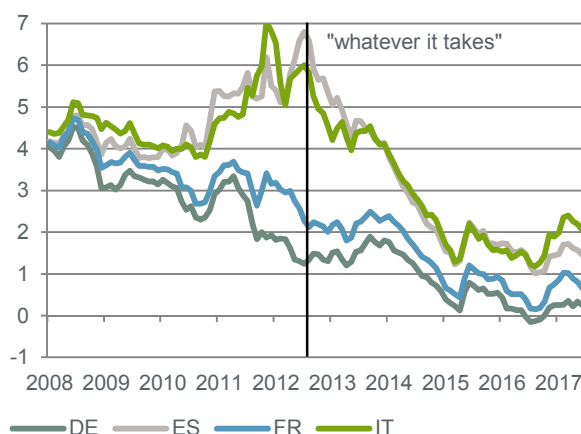
Auf dem Höhepunkt der Schuldenkrise 2012 mussten einige Länder, darunter die großen Volkswirtschaften Italien und Spanien, bei der Refinanzierung am Kapitalmarkt hohe Risikoaufschläge zahlen. Die Rede Draghis markierte einen Wendepunkt und ließ in Verbindung mit der anschließenden expansiven Geldpolitik die Renditen für Staatsanleihen erheblich sinken (Grafik 1). Gleichzeitig bewirkte dieser Schritt eine Konvergenz in den Anleiherenditen der Eurostaaten. Vor der Finanzkrise hatten diese eng beieinander gelegen: Der Renditeabstand unter den vier größten Volkswirtschaften betrug seit 1999 im Mittel gerade einmal knapp 0,3 Prozentpunkte. Mit Beginn der unkonventionellen Geldpolitik 2012 sanken die zwischenzeitlich massiv erhöhten Spreads wieder deutlich ab (Grafik 2).

Staaten vermeiden Mehrkosten bei der Refinanzierung in Milliardenhöhe

Um zu quantifizieren, wie stark die Staaten bei der Refinanzierung im Niedrigzinsumfeld entlastet wurden, muss eine Annahme über den Referenzzins getroffen werden, über den sich die Staaten ohne expansive Geldpolitik der EZB hätten refinanzieren müssen. Für unsere Berechnungen nehmen wir

Grafik 1: Entspannung am Kapitalmarkt

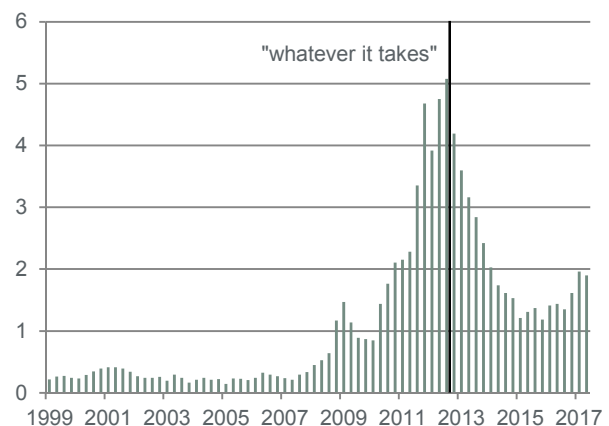
Renditen für zehnjährige Staatsanleihen, in Prozent



Quelle: OECD

Grafik 2: Refinanzierungskosten konvergieren

Max. Renditespread unter den vier größten Euroländern, in Prozentpunkten



Quelle: OECD, eigene Berechnungen

an, dass dieser Zins dem Renditeniveau aus dem Sommer 2012 im Höhepunkt der Schuldenkrise entspricht.² Für alle seitdem getätigten Anleiheemissionen vergleichen wir die tatsächlich gezahlten Zinsen mit denen, die für im Sommer 2012 emittierte Anleihen gleicher Laufzeit fällig wurden. Unser Ergebnis lässt sich daher als kumulierter Refinanzierungsvorteil seit der „whatever it takes“-Rede interpretieren, also von August 2012 bis Juni 2017, gegenüber dem hypothetischen Fall, dass sich die Staaten bis heute weiter zu den Konditionen refinanziert hätten wie zum Höhepunkt der Schuldenkrise (zwischen Mai und Juli 2012).³

Tabelle: Kostenvorteil Italiens von über 100 Mrd. EUR

| | Refinanzierung | Anleihekaufprogramme | Gesamt | Gesamt |
|-------------|----------------|----------------------|--------------|------------------|
| | Mrd. EUR | | | Prozent BIP 2016 |
| Deutschland | 6,1 | 1,3 | 7,4 | 0,2 |
| Spanien | 49,0 | 10,1 | 59,1 | 5,3 |
| Frankreich | 19,6 | 2,5 | 22,1 | 1,0 |
| Italien | 90,6 | 19,8 | 110,4 | 6,6 |

Anmerkung: kumulierter Kostenvorteil zwischen August 2012 und Juni 2017

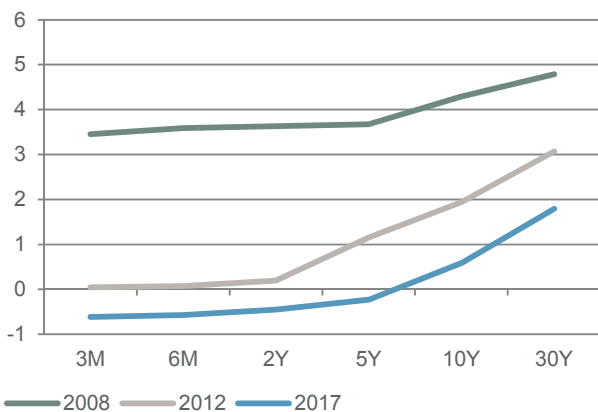
Quelle: eigene Schätzung

Nach unserer Schätzung hat Italien durch die Geldpolitik der EZB in den letzten knapp fünf Jahren über 100 Mrd. EUR an Mehrkosten vermieden (Tabelle). Wie angesichts der Entwicklung der Anleiherenditen nicht anders zu erwarten war, wurde Spanien ebenfalls nennenswert entlastet. Für Frankreich und vor allem Deutschland liegt der geschätzte Nutzen deutlich niedriger. Dies ist den unterschiedlichen wirtschaftlichen Bedingungen in den Ländern zum Zeitpunkt der „whatever it takes“-Rede geschuldet (s. u.).

Zu den Kostenvorteilen, die sich beim Tilgen von Altanleihen und Emission neuer Anleihen bei niedrigerem Zins ergeben, kommen direkte Einsparungen aus den Anleihekaufpro-

Grafik 3: Deutschland und Frankreich als sichere Anlagenhäfen schon vor 2012 mit sinkenden Zinsen

Zinsstrukturkurve, Durchschnitt aus Deutschland und Frankreich, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen

grammen der EZB. Im März 2015 startete das aktuelle PSPP-Programm („Public Sector Purchase Programme“), bei dem in Staatsanleihen sämtlicher Euro-Mitgliedsländer investiert wird. Zusätzlich lief von Mai 2010 bis Dezember 2011 das SMP-Programm („Securities Markets Programme“), das gezielt in die Anleihen von in der Schuldenkrise in Bedrängnis geratenen Staaten investierte, u. a. Italien und Spanien. Die fälligen Kuponzahlungen für von den eigenen Notenbanken erworbene Anleihen fließen annahmegemäß in Form von Gewinnausschüttungen an die jeweiligen Staaten zurück. Hierdurch materialisieren sich zusätzliche Vorteile aus der Geldpolitik.⁴

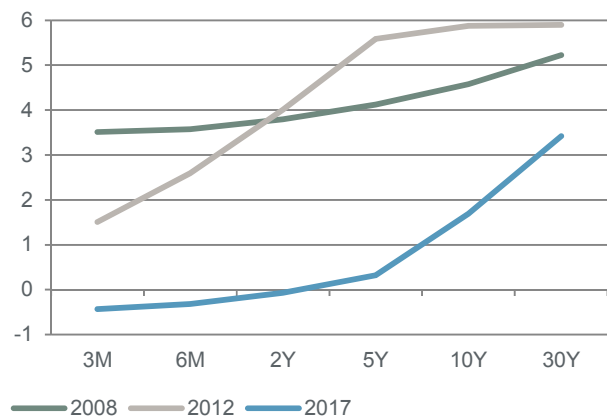
Kostenvorteile Deutschlands unterzeichnet

Bei der Interpretation der verhältnismäßig niedrigen Entlastung Deutschlands ist die Referenzzinsannahme zu beachten. Erst ab Mitte 2014 lag die Rendite deutscher Staatsanleihen kontinuierlich unter dem Niveau zum Zeitpunkt der „whatever it takes“-Rede. Da Deutschland und Frankreich in der Schuldenkrise als sichere Anlagenhäfen in Europa galten, profitierten sie bereits vor 2012 von signifikanten Zinsabschlägen. Von diesem Niveau aus gaben die Zinsen danach weniger stark nach als in den beiden südeuropäischen Ländern. Dies begrenzt rechnerisch die Kostensenkung für Deutschland und Frankreich in unserer Schätzung. Legt man dagegen das Jahr 2008 mit dem Beginn der Finanzkrise und der Divergenz an den Kapitalmärkten als Referenzszenario zu Grunde, übertreffen die Refinanzierungsvorteile Deutschlands diejenigen Italiens sogar.

Die unterschiedliche Zinsentwicklung zeigt sich auch in den Zinsstrukturkurven der jeweiligen Länder. In Deutschland und Frankreich lagen die kurzfristigen Zinsen bereits 2012 bei null, die langfristigen Zinsen waren gegenüber 2008 bereits kräftig gesunken und es blieb nicht mehr viel Raum für weitere Rückgänge (Grafik 3). Demgegenüber stiegen die langfristigen Zinsen zwischen 2008 und 2012 in Spanien und Italien merklich an. Danach sanken die Renditen beispielsweise auf

Grafik 4: Spanien und Italien mit steigenden Zinsen in der Schuldenkrise – danach scharfer Rückgang

Zinsstrukturkurve, Durchschnitt aus Spanien und Italien, in Prozent

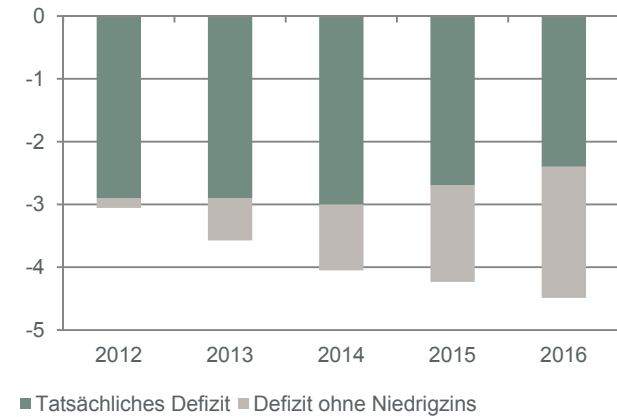


Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen

fünffährige Anleihen bis heute um über 5 Prozentpunkte – fast viermal so stark wie im gleichen Zeitraum in Deutschland und Frankreich.

Grafik 5: Niedrige Zinsen ermöglichen Konsolidierung

Fiskalsaldo Italien, in Prozent vom BIP



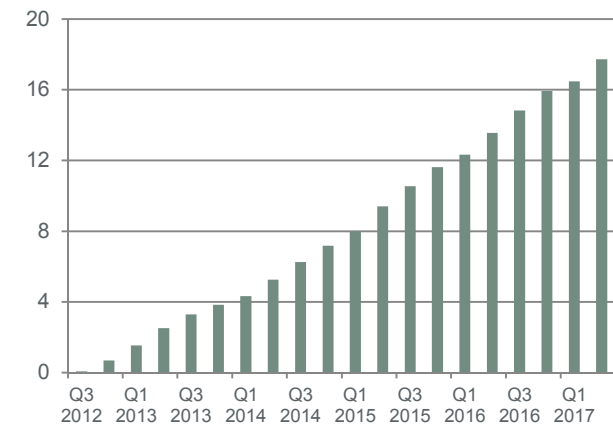
Quelle: Eurostat, eigene Schätzung

Hilfe bei der Haushaltskonsolidierung

Setzt man die erzielten Kostenvorteile der Länder in Relation zu ihrer Wirtschaftsleistung, wird der große fiskalische Anpassungsdruck deutlich, dem die Länder ohne eine akkommodierende Geldpolitik in den vergangenen Jahren ausgesetzt gewesen wären. Spanien und Italien hätten ihre Haushalte um bis zu 2 % des BIP pro Jahr stärker konsolidieren müssen. In Italien war der graduelle Defizitabbau der letzten beiden Jahre wohl nur durch die verringerte Zinsbelastung möglich. Wären die Refinanzierungskosten auf dem Niveau von 2012 geblieben, läge das Defizit heute unserer Schätzung nach – unter ansonsten gleichen Umständen – bei über 4 % (Grafik 5). Die notwendigen Konsolidierungsmaßnahmen wären in einem von politischen Unsicherheiten und niedrigem Wachstum geprägten wirtschaftlichen Umfeld zu einer noch größeren Herausforderung für die Politik geworden.

Grafik 6: Refinanzierungsvorteile wachsen noch ...

Vorteile bei der Refinanzierung, Summe vier größte Euroländer, in Mrd. EUR



Quelle: eigene Schätzung

Nutzen aus expansiver Geldpolitik nimmt in Zukunft ab

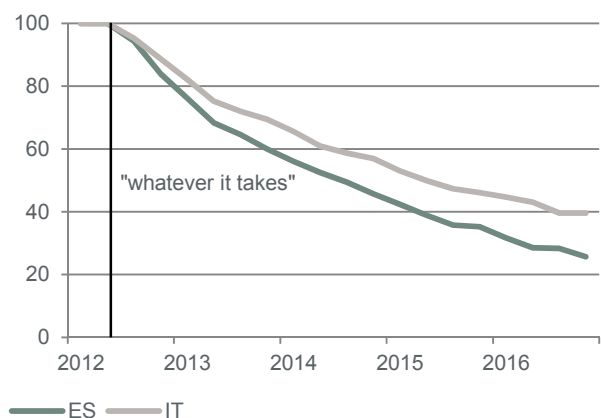
Bisher wachsen die Refinanzierungsvorteile für die Euro-Staaten relativ gleichmäßig an (Grafik 6). Ein Großteil der von Staaten emittierten Anleihen hat eine Laufzeit zwischen sechs Monaten und zehn Jahren. Dadurch profitiert ein Land nicht augenblicklich von gesunkenen Zinsen, sondern schrittweise, wenn alte Anleihen fällig und durch neue, im Niedrigzinsumfeld emittierte Anleihen ersetzt werden. Inzwischen haben die Staaten einen erheblichen Teil der vor Sommer 2012 ausgegebenen Anleihen überrollt. In Italien und Spanien liegt der Anteil der vor der „whatever it takes“-Rede emittierten und heute noch laufenden Anleihen bei nur noch 40 bzw. 26 % (Grafik 7). Zwar sind die Renditen für Staatsanleihen nach dem Höhepunkt der Schuldenkrise kontinuierlich gesunken. Ein vorübergehender Tiefstand war Anfang 2015 erreicht (Grafik 1). Trotz des inzwischen geringen Anteils der Altschulden am Gesamtbestand werden die Staaten daher vorläufig weitere Vorteile aus der Geldpolitik ziehen – allerdings mit in Zukunft abnehmender Rate.

Zinswende verteuert Refinanzierung, Wachstum wichtig

Die EZB dürfte in absehbarer Zeit den Kurs ihrer Geldpolitik verändern. In Erwartung dessen sind die Renditen für Staatsanleihen bereits seit Herbst letzten Jahres etwas gestiegen. Wir rechnen zwar nicht mit einer drastischen Bewegung bei den Zinsen. Denn die EZB wird einen vorsichtigen Ausstieg aus ihrer expansiven Geldpolitik wählen und bereitet die Marktteilnehmer behutsam darauf vor. Zudem wird der Exit nur erfolgen, wenn das makroökonomische Umfeld dies zulässt, die Inflation sich also weiter normalisiert und das Wachstum stabil bleibt. In einem solchen Umfeld können Euroländer Renditeanstiege in der Regel verkraften. Allerdings dürfte es doch zu in der Tendenz weiter steigenden Zinsen kommen, wenn die Notenbanken nicht mehr in dem Maß als Käufer von Staatsanleihen auftreten wie bisher. Dies wird die Refinanzierung im Euroraum verteuern.

Grafik 7: ... aber teure Altschulden zunehmend getilgt

Anteil vor „whatever it takes“-Rede emittierter Anleihen am gesamten Anleihebestand, in Prozent



Quelle: eigene Berechnungen

Freilich kommt in diesem Fall der gleiche verzögernde Effekt zum Tragen wie bei der Realisierung von Kostenvorteilen in einem Umfeld fallender Zinsen: Refinanzierungskosten verändern sich nur langsam und schrittweise mit der Fälligkeit von Altschulden. Die Mehrbelastung der Staatshaushalte mit zusätzlichen Zinszahlungen ist also ein zeitlich gedehnter Prozess. Hierauf können sich die Staaten frühzeitig einstellen und Vorkehrungen treffen, z. B. indem sie durch geeignete Reformen günstige Wachstumsvoraussetzungen schaffen.

Besonders dringend ist diesbezüglich der Handlungsbedarf in Italien. Während die anderen der hier betrachteten Länder ein zuletzt robustes Wachstum und zum Teil einen neu entfachten Reformwillen aufweisen können, hinkt Italien bei beidem hinterher. Die Produktivitätszuwächse liegen seit 20 Jahren bei nahe Null und Reformen wurden zuletzt entweder gestoppt (Referendum zur Verfassungsreform im Dezember 2016) oder sogar wieder zurückgedreht (Teile der

Arbeitsmarktreform aus dem Jahr 2014). Ferner liegt der Schuldenstand im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung höher als in jedem anderen Euroland außer Griechenland. Dementsprechend haben die Renditen für italienische Staatsanleihen bei der Zinswende seit Herbst 2016 am stärksten reagiert.

Italien muss bei Investoren Vertrauen gewinnen, um gut auf eine Situation stetig steigender Zinsen vorbereitet zu sein. Hilfreich dabei wäre eine übersichtliche politische Lage ohne Dauerwahlkämpfe und mit klarer Distanzierung von einem Euro-Austritt. Zudem muss die künftige Regierung ihre Priorität dringend auf Reformen setzen. Ohne höheres Wachstum dürfte es Italien immer schwerer fallen, ohne drastische Ausgabenkürzungen und/oder Steuererhöhungen bei einem steigenden Zinstrend den Schuldenstand und die Refinanzierungskosten auf einem stabilen Niveau zu halten. ■

¹ Vgl. Wanke, S. (2017), „Taper tangram“ – der „Exit“ der EZB gleicht einem Geduldsspiel, KfW Research, Volkswirtschaft Kompakt Nr. 134.

² Die Ergebnisse unserer Analyse hängen stark von der Referenzzinsannahme ab. Mit dem Argument einer Übertreibung im Höhepunkt der Schuldenkrise ließe sich auch ein niedrigerer Referenzzins rechtfertigen – ebenso ein höherer Zins mit dem Verweis darauf, dass ohne die Intervention der EZB Spekulationen auf ein Auseinanderbrechen der Eurozone die Renditen italienischer und spanischer Staatsanleihen möglicherweise weiter erhöht hätten.

³ Vgl. Ehmer, P. (2016), EZB-Politik in der Schuldenkrise sichert Euro-Staaten fiskalpolitische Spielräume, KfW Research, Fokus Volkswirtschaft Nr. 126 für genauere Ausführungen zur Referenzzinsannahme und Details zu Berechnungsmethodik.

⁴ Bei der Schätzung der aus den Anleihekaufprogrammen resultierenden Kostenvorteile werden die Laufzeit der von den Notenbanken gekauften Anleihen, die entsprechende Rendite sowie die Haltedauer der Papiere berücksichtigt. Da der Anleihebestand aus dem SMP-Programm derzeit immer noch bei fast 100 Mrd. EUR liegt und für diese Anleihen schon einige Jahre keine Kuponzahlungen mehr fällig wurden, profitieren Italien und Spanien besonders von den Anleihekaufprogrammen im Euroraum.