



Wirtschaftspolitische Blätter

Philipp Ehmer: EZB-Politik entlastet Staatshaushalte im Euroraum – bis die Zinswende kommt

Ausgabe 4/2017 der Wirtschaftspolitischen Blätter

Geldpolitik mit großer Wirkung auf staatliche Refinanzierungskosten

Die EZB wird für ihre Geldpolitik viel kritisiert. Dabei verkennen Kritiker oftmals, dass ihre Geldpolitik auch einige positive Folgen hat. So erleichtert die expansive Geldpolitik beispielsweise die Aufgaben der Euro-Finanzminister. Deren Wohl steht bei der Geldpolitik freilich nicht im Vordergrund. Die Geldpolitik der EZB zielt einzig auf die Preisstabilität in der Eurozone. Allerdings wirkt Geldpolitik im Normalfall auf eine Vielzahl wirtschaftlicher Faktoren – z.B. die Wechselkurse, die Zinsen, zu denen sich Haushalte, Unternehmen oder Staaten finanzieren können, die Aktienkurse, Hauspreise oder das Wirtschaftswachstum.

Vor gut fünf Jahren hat die EZB in ihrer Geldpolitik zudem ein neues Kapitel aufgeschlagen und setzt seitdem verstärkt unkonventionelle Maßnahmen ein, die besonders große Nebenwirkungen entfalten. Am 26. Juli 2012 sprach EZB-Präsident Draghi die drei Worte, die den Anfang des Endes der Eurokrise markierten: „whatever it takes“. Gemeint war damals, dass die Zentralbank im Rahmen ihres Mandats alles tun werde, um den Euro zu erhalten. Diese Drohung gegenüber Spekulanten, die auf ein Zerschlagen der Eurozone wetteten, veränderte in Verbindung mit den seitdem eingesetzten (unkonventionellen) geldpolitischen Instrumenten die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im Euroraum.

Solche veränderten Bedingungen gelten u.a. bei der Refinanzierung von Staaten. Zum Zeitpunkt der Rede Draghis befand sich die Eurokrise auf ihrem Höhepunkt: Im Sommer 2012 hatte sich das Investorenvertrauen in einige Länder der Eurozone massiv eingetrübt. Die Refinanzierungskosten waren drastisch erhöht und in Verbindung mit schwachen Wachstumsaussichten stand die Schuldentragfähigkeit einiger Staaten in Frage. Draghis Rede markierte einen Wendepunkt und ließ die hohen Risikoaufschläge sinken, die auch die Euro-Schwertgewichte Italien und Spanien am Kapitalmarkt zu zahlen hatten. Die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen fielen nach der Rede und als Folge der anschließenden expansiven Geldpolitik fast drei Jahre lang kontinuierlich. Obwohl die Refinanzierungskosten von Staaten also nicht im Fokus der EZB stehen, lässt sich als Nebenwirkung ein Einfluss der Geldpolitik auf diese Größe klar feststellen.

Annahme über Referenzzins bestimmt Schätzung der realisierten Ersparnis

Die Zinsersparnis in Prozentpunkten bei jeder neu emittierten Staatsanleihe lässt sich mit vorhandenen Daten gut abbilden. Welche Mehrkosten die Staaten letztlich insgesamt vermieden haben, also der in Euro bezifferte Refinanzierungsvorteil durch die Geldpolitik, muss dagegen geschätzt werden. Denn dies ist abhängig vom Vergleichsszenario: Der vorliegende Beitrag greift für die Bestimmung eines Referenzzinses, den die Eurostaaten ohne stützende EZB-Politik gezahlt hätten, auf die tatsächlichen Werte zur Zeit der Rede Draghis aus dem Sommer 2012 zurück.

Insgesamt lässt sich die vorliegende Schätzung als kumulierte Ersparnis der Eurostaaten seit der „whatever it takes“-Rede interpretieren, also zwischen August 2012 und Juni 2017, gegenüber dem hypothetischen Fall, dass sich die vier größten Euroländer bis heute weiter zu den Konditionen refinanziert hätten wie im Höhepunkt der Schuldenkrise. Die Ersparnisse resultieren dabei aus zwei unterschiedlichen Kanälen:

1. Zum einen ersetzen Regierungen schrittweise Altanleihen nach ihrer Fälligkeit durch neue Anleihen, die im veränderten Marktumfeld niedriger rentieren.

2. Zum anderen sinkt der Schuldendienst als direkte Folge aus den verschiedenen Anleihekaufprogrammen der EZB.

Einsparungen von fast EUR 200 Mrd. in den vier größten Euroländern

Nach der so vorgenommenen Schätzung haben die vier größten Staaten in der Eurozone in den letzten knapp fünf Jahren in Folge der expansiven Geldpolitik der EZB insgesamt fast EUR 200 Mrd. in der Refinanzierung eingespart. Aufgrund des besonders ausgeprägten Zinsrückgangs nach der „whatever it takes“-Rede sowie der Einbeziehung in das bis Ende 2011 laufende SMP-Kaufprogramm der EZB haben Italien und Spanien mit über EUR 110 Mrd. bzw. EUR 59 Mrd. seit August 2012 die mit Abstand größten Kostenvorteile realisiert. Demgegenüber fielen die Zinsrückgänge in Deutschland (EUR 7 Mrd.) und Frankreich (EUR 22 Mrd.) deutlich moderater aus. Insbesondere gemessen an der Wirtschaftsleistung waren die Kostenvorteile in den beiden südeuropäischen Ländern ungleich größer.

Jenseits der direkten Einsparungen in den Staatshaushalten profitieren außerdem sämtliche Mitgliedsländer der Eurozone von dem stabilisierenden Effekt des OMT-Programms („outright monetary transactions“), das unbegrenzte Käufe der Anleihen eines Staates vorsieht, der sich unter den europäischen Rettungsschirm ESM begibt.

Fiskalische Konsolidierung ohne Zinsentlastungen schwierig

Die Zinsersparnisse durch die expansive Geldpolitik halfen den Euroländern bei der Haushaltskonsolidierung, die in einigen Staaten, wie die Schuldenkrise gezeigt hat, besonders dringlich war und es bis heute ist. Bei einer weniger akkommodierenden Geldpolitik wäre der fiskalische Anpassungsdruck insbesondere in den südeuropäischen Ländern zuletzt spürbar größer gewesen. Beispielsweise wurde Italien in den letzten knapp fünf Jahren um kumuliert 6,6% des BIP entlastet. In Spanien läge das Defizit ohne die Einsparungen derzeit noch bei über 6% des BIP und wäre damit noch weiter vom Maastricht-Ziel entfernt als ohnehin.

Die zusätzlichen Sparmaßnahmen, zu denen einige Regierungen in der Eurozone bei einer konservativeren Geldpolitik gezwungen gewesen wären, wären insbesondere deshalb schmerzhaft gewesen, weil sie in einer von niedrigem Wachstum und hoher politischer Unsicherheit geprägten Zeit hätten verabschiedet werden müssen.

Einsparungen nehmen noch zu, aber Refinanzierung verteuert sich künftig

Die fiskalischen Entlastungen sind in den vergangenen fünf Jahren stark angewachsen. Je länger die Anleiherenditen auf ihrem niedrigen Niveau verharren, desto höher fallen die Einsparungen aus. Erst wenn Anleiherenditen nicht weiter sinken und sämtliche Altschulden durch günstigere Anleihen ersetzt wurden, haben die Refinanzierungskosten den Tiefpunkt erreicht.

Es ergeben sich somit weitere Einsparungen gegenüber dem Vergleichszeitraum im Sommer 2012. Das bedeutet aber nicht, dass sich die Refinanzierung gegenüber heute weiter vergünstigt. Im Gegenteil: Aufgrund der voranschreitenden Normalisierung der Inflation, den weiter abnehmenden Deflationssorgen und der damit einhergehenden Veränderungen in der Geldpolitik sind für die Zukunft wieder steigende Refinanzierungskosten zu erwarten.

Mit Reformen auf die Zinswende vorbereiten

Zweifellos brachte die EZB-Politik der letzten Jahre einige negative Nebenwirkungen mit sich, z.B. im Hinblick auf die Möglichkeiten der Kapitalbildung mit festverzinslichen Anlageformen oder die Profitabilität des Bankensektors. Dem stehen jedoch positive Nebeneffekte gegenüber, etwa die Hilfe bei der Konsolidierung der Staatshaushalte. Die Schuldenkrise im Euroraum hat deutlich gemacht, wie dringend eine solche Konsolidierung in einigen Euroländern war bzw. noch immer ist.

Inzwischen nähert sich die sehr expansive und unkonventionelle Geldpolitik im Euroraum ihrem Ende. Die Renditen für Staatsanleihen sind seit dem Herbst letzten Jahres bereits etwas gestiegen. Der Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik erfolgt besonders vorsichtig. Die Straffung der geldpolitischen Zügel findet außerdem in einem gesunden makroökonomischen Umfeld statt. Renditeanstiege sind derzeit somit zu verkraften. Dennoch wird die Normalisierung der Geldpolitik in den Staatshaushalten mittelfristig ihre Spuren hinterlassen und sich die Refinanzierung im Euroraum verteuern.

Ebenso wie sich Ersparnisse durch das Ablösen teurer Altschulden nur zögerlich materialisieren, wirkt sich die Verteuerung in der Refinanzierung nur langsam auf den Staatshaushalt aus. Zusätzliche Belastungen sind lange vor ihrem Eintreten absehbar und Länder können entsprechende Vorkehrungen treffen. Hierzu gehören beispielsweise Reformen, die das Wachstumspotenzial einer Wirtschaft erhöhen, gleichzeitig Vertrauen bei Investoren schaffen und so den Renditeanstieg begrenzen. Fiskalische Spielräume müssen also nicht wesentlich enger werden, wenn Staaten die von der expansiven Geldpolitik geschaffenen Freiräume sinnvoll nutzen. Dies ist in den letzten Jahren nur ansatzweise gelungen.

>> [Download Gesamtbeitrag](#)

Autoreninformation

Dr. Philipp Ehmer ist als Senior Economist in der volkswirtschaftlichen Abteilung der KfW- Bankengruppe tätig und befasst sich primär mit Analysen der Eurozone.

Er publiziert regelmäßig Beiträge zu konjunkturellen und strukturellen Fragestellungen zum Währungsraum insgesamt sowie zu einzelnen Mitgliedsländern



© MARTIN JOPPEN