

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

Philipp Ehmer

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

Als Nebenwirkung der expansiven Geldpolitik sind die Refinanzierungskosten für Eurostaaten in den vergangenen fünf Jahren erheblich gesunken. Um fast 200 Mrd Euro wurden allein die vier größten Mitgliedsländer entlastet, am stärksten davon Spanien und vor allem Italien. Die Refinanzierungsgewinne waren wichtig für die dringend benötigte Konsolidierung der nationalen Staatshaushalte. Die Ersparnisse materialisieren sich schrittweise: Je länger das Niedrigzinsumfeld Bestand hat, desto größer ist der Teil der vergleichsweise teuren Altschulden, der durch neue und günstigere Schulden ersetzt werden kann. Inzwischen dreht sich jedoch die Geldpolitik und die Refinanzierung wird wieder teurer. Noch ist Zeit, sich hierauf mit wachstumsfördernden Reformen vorzubereiten.

1. Geldpolitik mit großer Wirkung auf staatliche Refinanzierungskosten

Der Präsident der EZB, *Mario Draghi*, wird in Deutschland für seine Geldpolitik viel kritisiert. Dabei verkennen Kritiker oftmals, dass seine Geldpolitik auch einige positive Folgen hat – in Europa, aber auch in Deutschland (*Ehmer/Wanke*, 2017). So erleichtert die expansive Geldpolitik beispielsweise die Aufgaben der Euro-Finanzminister. Dabei steht deren Wohl bei der Geldpolitik freilich nicht im Vordergrund. Die Geldpolitik der EZB zielt einzig auf die Preisstabilität in der Eurozone. Die Kerngröße, die sie mit ihrer Politik zu steuern versucht, ist daher die Inflationsrate. Allerdings wirkt Geldpolitik im Normalfall auf eine Vielzahl wirtschaftlicher Faktoren – zB 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. 7. 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 geldpolitischen Instrumenten – etwa negative Einlagezinsen und ein erweiterter Ausblick auf die künftige Geldpolitik (*forward guidance*), längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (*longer-term refinancing operations*, LTROs) und ein Kaufprogramm für Staats- und Unternehmensanleihen (*quantitative easing*, QE) – die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im Euroraum.

Solche veränderten Bedingungen gelten ua 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, nachdem die Verschuldung in der Finanzkrise zuvor rapide gewachsen war. Die Refinanzierungskosten waren drastisch erhöht und in Verbindung mit schwachen Wachstumsaussichten stand die Schuldenfähigkeit einiger Staaten in Frage. *Draghis* Rede markierte einen Wendepunkt und ließ die hohen Risikoaufschläge sinken, die auch die Euro-Schwergewichte 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 (Grafik 1).

Grafik 1: Renditen für zehnjährige Staatsanleihen, %

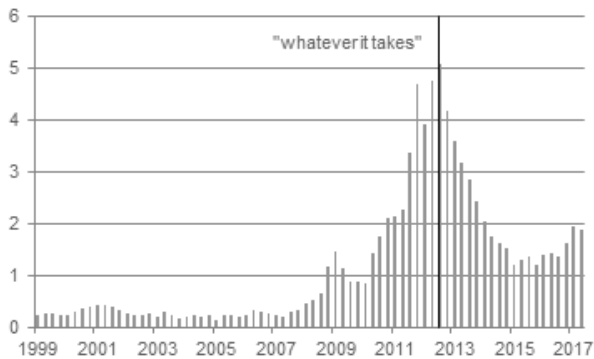


Quelle: OECD

Damit gab es eine vorsichtige Rückkehr zu einem Trend, den man vor der Finanzkrise in der Eurozone beobachten konnte: Bis 2008 lagen die Renditen für Staatsanleihen im Euroraum eng beieinander. Für die vier größten Volkswirtschaften betrug der durchschnittliche Rendite-Spread seit 1999 gerade einmal

0,3 Prozentpunkte. Das bedeutet, dass Investoren bei der Frage, welcher Regierung innerhalb der Eurozone sie ihr Geld leihen, nicht wirklich zwischen den Ländern unterschieden. Vom italienischen Staat verlangten sie keine andere Verzinsung als vom deutschen oder französischen Staat. Diesen Trend hatte die Finanzkrise jäh unterbrochen. Nachdem diese Krise und die darauffolgende Erholungsphase gezeigt hatten, wie unterschiedlich sich Volkswirtschaften auch innerhalb eines gemeinsamen Währungsraums entwickeln können, beispielsweise in ihrer Wettbewerbsfähigkeit oder in der Nachhaltigkeit ihres Wirtschaftswachstums, begannen Investoren, scharf zwischen staatlichen Emittenten im Euroraum zu differenzieren. Der Rendite-Spread stieg auf über fünf Prozentpunkte an – wobei die Unterschiede zu kleineren Volkswirtschaften der Peripherie, allen voran Griechenland, noch größer waren. Nach 2012 verengten sich die Spreads zwischen den vier größten Euroländern wieder und pendelten sich auf einem Niveau von etwa 1,5 bis 2 Prozentpunkten ein (Grafik 2). 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.

Grafik 2: Maximaler Renditespread unter den vier größten Euroländern, Prozentpunkte



Quelle: OECD, eigene Berechnungen

2. 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: Wird angenommen, dass es im Höhepunkt der Schuldenkrise zu Übertreibungen kam und Staaten auch ohne

Intervention der Geldpolitik nicht lange die hohen Risikoprämien aus dem Sommer 2012 hätten zahlen müssen, könnten etwa die Refinanzierungskonditionen aus dem Jahr 2008 als Vergleichsmaßstab dienen. Geht man stattdessen davon aus, dass sich die Refinanzierung in den Volkswirtschaften, die in den Fokus der Schuldenkrise geraten waren, 2012 ohne Einschreiten der EZB noch weiter verteuert hätte, wäre auch ein deutlich höheres Zinsniveau als Referenzszenario denkbar. Entsprechend fiel der geschätzte Refinanzierungsvorteil durch die expansive Geldpolitik in dieser Variante größer aus. Die Schätzergebnisse sind also in hohem Maße abhängig vom gewählten Referenzszenario und können erheblich variieren.¹

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. Die genaue Referenzperiode läuft von Mai bis Juli 2012. Die Schätzung der Staatersparnisse durch die EZB-Politik erfolgt in drei Schritten. Zuerst wird für jedes der vier größten Euroländer die durchschnittliche Rendite für Staatsanleihen innerhalb dieser drei Monate berechnet, und zwar für Anleihen aller Laufzeiten separat (Renditen für im Referenzzeitraum nicht vorliegende Laufzeiten werden als Durchschnittswerte aus den vorhandenen Daten geschätzt).² Anschließend lässt sich die Rendite jeder einzelnen zwischen August 2012 und Juni 2017 emittierten Anleihe mit der mittleren Rendite der im Referenzzeitraum getätigten Emissionen identischer Laufzeit vergleichen. Daraus ergibt sich die Ersparnis jeder einzelnen Anleiheemission seit der „whatever it takes“-Rede vor fünf Jahren. In einem dritten Schritt werden die jeweiligen Refinanzierungsvorteile aufsummiert. Dabei blendet die Analyse die seltenen Fälle rechnerisch negativer Einsparungen aus (zB in Deutschland Ende 2013). Dies geschieht, da das Ziel eine Quantifizierung der Ersparnisse durch die expansive Geldpolitik ist und angenommen wird, dass temporär steigende Zinsen und damit eine vorübergehende Verteuerung der Refinanzierung keine direkte Folge der expansiven Geldpolitik ist, die der an anderer Stelle realisierten Ersparnis gegenzurechnen wäre.

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. Zum einen ersetzen Regierungen schrittweise Altanleihen nach ihrer Fälligkeit durch neue Anleihen, die im veränderten Marktumfeld niedriger rentieren. Dieses Überrollen teurer Altschulden erzeugt Refinan-

1 Dies verdeutlicht auch ein Vergleich unterschiedlicher Studien, die die aus der EZB-Politik resultierende Kostenersparnis für Eurostaaten mit unterschiedlichen Methoden und Referenzzeiträumen schätzen (Hassan, 2016, Lenz/Pyhel, 2016, Pascual/Wieladek/Menut, 2016, Becker et al, 2017, Bundesministerium der Finanzen, 2017, Deutsche Bundesbank, 2017).

2 Die Analyse basiert auf den Renditen für Staatsanleihen, nicht auf den bloßen Kuponzahlungen. Daher wird die Kostenverringerung bei der staatlichen Refinanzierung insgesamt berechnet und kein allein auf den Kuponzahlungen basierender Zinsvorteil. Denn annahmegemäß verändert die EZB-Politik die Einschätzung von Investoren hinsichtlich der Ausfallwahrscheinlichkeiten von Staatsanleihen und erhöht so die Nachfrage sowie entsprechend den bei Emissionen erzielbaren Preis. Dies trägt zur Kostenverringerung der Staaten bei.

zierungsgewinne. Zum anderen sinkt der Schuldendienst als direkte Folge aus den Anleihekaufprogrammen der EZB. Im März 2015 startete das unter der Abkürzung „QE“ bekannte Kaufprogramm für Staatsanleihen (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP). Hier investiert die Zentralbank bis heute in die Anleihen ihrer Mitgliedsländer – genauer: die jeweiligen nationalen Notenbanken investieren in die Staatsanleihen ihrer Heimatstaaten. Bis Ende Juni 2017 erwarb so beispielsweise die Bundesbank deutsche Staatsanleihen in Höhe von 392 Mrd Euro. Die Käufe geschehen (nahezu) gleichmäßig und orientieren sich am Kapitalschlüssel der EZB, also dem wirtschaftlichen Gewicht der Mitgliedsländer. So kaufte die italienische Notenbank bis heute für 274 Mrd Euro italienische Papiere, während die lettische Notenbank für lediglich 1,6 Mrd Euro lettische Wertpapiere erwarb. Die Kuponzahlungen für diese Anleihen fließen an die jeweiligen Notenbanken und werden später annahmegemäß von diesen als Gewinn ausgeschüttet und den Staaten zurückerstattet.

Neben dem PSPP lief zwischen Mai 2010 und Dezember 2011 das SMP (*Securities Markets Programme*), bei dem gezielt in die Anleihen von Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien investiert wurde. Zwar fanden nach 2011 keine weiteren Käufe von Staatsanleihen im Rahmen dieses Programms mehr statt. Allerdings hielt die EZB Ende Juni 2017 immer noch Anleihen im Wert von 98 Mrd Euro und damit noch fast die Hälfte des insgesamt im Rahmen des SMP angehäuften Bestands. Da die Kuponzahlungen für diese Staatsanleihen nun schon seit über fünf Jahren entfallen, materialisieren sich für Italien und Spanien hieraus weitere nennenswerte Einsparungen.³

3. Einsparungen von fast 200 Mrd Euro in den vier größten Euro-ländern

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 (Tabelle 1). 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 seit August 2012 die mit Abstand größten Kostenvorteile realisiert. Die drittgrößte Volkswirtschaft des Euroraums Italien verzeichnete Einsparungen von über EUR 110 Mrd. Der spanische Staat vermied Mehrkosten von EUR 59 Mrd. Demgegenüber fielen die Zinsrückgänge in Deutschland und Frankreich deutlich moderater aus – und folglich auch die durch die Geldpolitik realisierten Kostenvorteile: Der französische Staat sparte etwa EUR 22 Mrd in der Refinanzierung, Deutschland lediglich EUR 7 Mrd. Insbesondere gemessen an der Wirtschaftsleistung fielen die Kostenvorteile in den beiden südeuropäischen Ländern ungleich größer aus.

3 Die Schätzung der aus den Anleihekaufprogrammen resultierenden Kostenvorteile berücksichtigt die Laufzeit der von den Notenbanken erworbenen Anleihen, die entsprechende Rendite sowie die Haltedauer der Papiere.

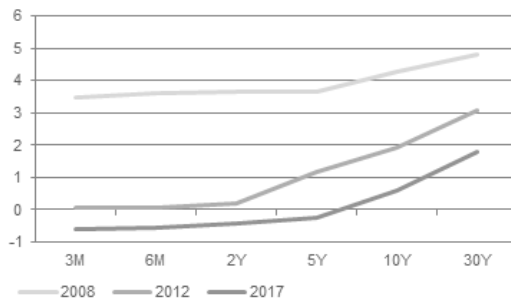
Tabelle 1: Refinanzierungsvorteile August 2012 bis Juni 2017

	Refinanzierung	Anleihekaufprogramme	Gesamt	Gesamt
	Mrd Euro			% 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

Quelle: eigene Schätzung

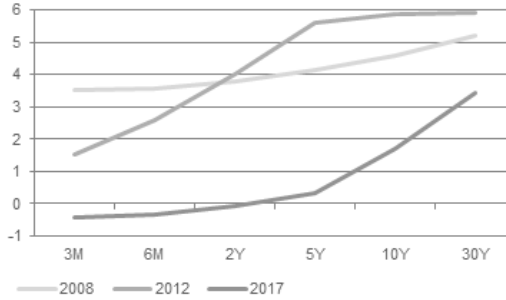
Aus diesen Zahlen auf eine Benachteiligung Deutschlands oder Frankreichs zu schließen, wäre jedoch verfehlt. Denn die Diskrepanzen in den Ersparnissen seit 2012 sind vor allem den unterschiedlichen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen geschuldet, die in den Ländern zum Zeitpunkt der „whatever it takes“-Rede vorlagen. Frankreich und vor allem Deutschland galten in der Schuldenkrise als sichere Anlegehäfen in Europa und zogen das Kapital zahlreicher Investoren an. Dies verschob die Zinsstrukturkurve dieser beiden Länder schon vor 2012 deutlich nach unten (Grafik 3). Zum Zeitpunkt von *Draghis* Rede lagen die kurzfristigen Zinsen schon bei null und bei den langfristigen Zinsen blieb ebenfalls nicht mehr viel Raum für weitere, durch eine unkonventionelle Geldpolitik ausgelöste Rückgänge. In Deutschland lagen die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen sogar erst ab Mitte 2014 kontinuierlich unter dem Niveau aus dem Sommer 2012, dh erst ab dann verzeichnete der Staat überhaupt Einsparungen im Sinne der oben beschriebenen Schätz-Methodik. In Italien und Spanien stiegen die langfristigen Zinsen dagegen bis 2012 merklich an (Grafik 4). Die von diesem Niveau aus bis heute realisierten Zinsabschläge fallen daher besonders hoch aus - und mit ihnen die geschätzten Refinanzierungsvorteile dieser Staaten.

Grafik 3: Zinsstrukturkurve, Durchschnitt aus Deutschland und Frankreich, %



Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen

Grafik 4: Zinsstrukturkurve, Durchschnitt aus Spanien und Italien, %



Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen

Bei der Interpretation der großen Diskrepanzen zwischen Deutschland und Frankreich auf der einen und Italien und Spanien auf der anderen Seite ist also die Referenzzinsannahme zu beachten. Wird ein anderer Referenzzins herangezogen, verändern sich die Ergebnisse mitunter erheblich. Setzt man als Vergleichszins zum Beispiel die durchschnittliche Rendite aus dem Jahr 2010 an – dem Jahr, in dem die Schuldenkrise in der Eurozone ihren Anfang nahm – sinkt der Refinanzierungsvorteil Italiens auf lediglich 29 Mrd Euro ab. Für Deutschland würden sich hingegen ein höherer Referenzzins ergeben und die Einsparungen auf 34 Mrd Euro steigen – sie überträfen diejenigen Italiens damit sogar. Dieses Rechenbeispiel verdeutlicht, wie sensibel die Ergebnisse gegenüber Veränderungen in den Grundannahmen sind. Jenseits der direkten Einsparungen in den Staatshaushalten profitieren außerdem sämtliche Mitgliedsländer der Eurozone von dem stabilisierenden Effekt der „whatever it takes“-Rede. Denn die damit einhergehende Ankündigung des OMT-Programms (*outright monetary transactions*), das unbegrenzte Käufe der Anleihen eines Staats vorsieht, der sich unter den europäischen Rettungsschirm ESM begibt, hat die Eurokrise beendet und den späteren Beginn eines neuerlichen Wirtschaftsaufschwungs ermöglicht.

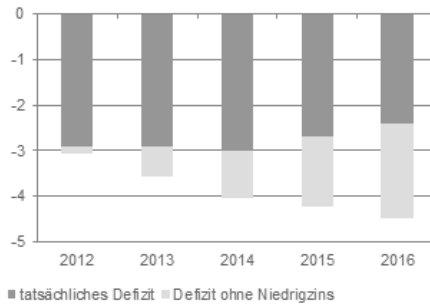
4. Fiskalische Konsolidierung ohne Zinsentlastungen schwierig

Die Zinersparnisse 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. Im Verhältnis zur jährlichen aktuellen Wirtschaftsleistung wurde Italien als hauptsächlicher Profiteur der Geldpolitik unter den großen Eurostaaten in den letzten knapp fünf Jahren um kumuliert 6,6% des BIP entlastet. Wären für Italien nach wie vor so hohe Risikoprämien fällig gewesen wie noch 2012, hätte das Land

seinen Haushalt um bis zu 2,1% des BIP pro Jahr stärker konsolidieren müssen, um das heutige Defizitniveau zu erreichen (Grafik 5). Der graduelle Defizitabbau seit 2014 war wohl nur durch die akkommodierende Geldpolitik möglich. Bei seit 2012 unveränderten Refinanzierungskonditionen läge das Defizit unserer Schätzung nach – unter ansonsten gleichen Bedingungen – bei über 4%. In Spanien war der Beitrag der Niedrigzinspolitik zur Konsolidierung ähnlich groß: Hier wäre eine zusätzliche Konsolidierung in Höhe von bis zu 1,5% des BIP pro Jahr notwendig gewesen (Grafik 6). Ohne Niedrigzinsumfeld läge das Defizit derzeit noch bei über 6% des BIP und wäre damit noch weiter vom Maastricht-Ziel entfernt als ohnehin.

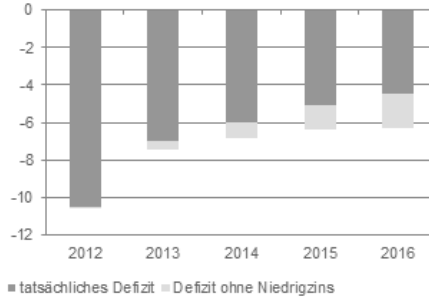
Die zusätzlichen Sparmaßnahmen, zu denen einige Regierungen in der Eurozone bei einer konservativeren Geldpolitik gezwungen gewesen wären, wären insbesondere deshalb schmerzhaft gewesen, weil sie in einer von niedrigem Wachstum und hoher politischer Unsicherheit geprägten Zeit hätten verabschiedet werden müssen. In solch einer Phase unpopuläre Konsolidierungsmaßnahmen umzusetzen, wäre zu einer großen Herausforderung für die Politik geworden. Ferner wären zusätzliche Sparmaßnahmen mit dem Risiko verbunden gewesen, die Länder tiefer in die Rezession zu stürzen und die wirtschaftliche Erholung zu ersticken.

Grafik 5: Fiskalsaldo Italien, % BIP



Quelle: Eurostat, eigene Schätzung

Grafik 6: Fiskalsaldo Spanien, % BIP



Quelle: Eurostat, eigene Schätzung

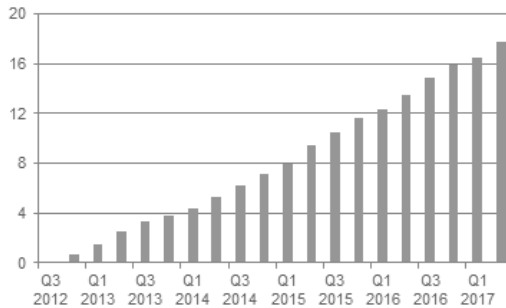
5. Einsparungen nehmen noch zu, aber Refinanzierung verteuert sich künftig

Die fiskalischen Entlastungen sind in den vergangenen fünf Jahren stark angewachsen (Grafik 7). Ende 2015 lagen sie in den vier größten Euroländern noch bei unter 100 Mrd Euro, inzwischen sind es annähernd 200 Mrd Euro. Je länger die Anleiherenditen auf ihrem niedrigen Niveau verharren, desto höher fallen die Einsparungen aus. Denn Staatsanleihen haben oftmals eine Laufzeit von zwischen sechs Monaten und zehn Jahren. Wird eine Anleihe fällig, ersetzt der Staat sie mit neuen Schulden. Aufgrund des in der Zwischenzeit verringerten Zinsniveaus kann er für die neue Anleihe einen niedrigeren Kupon anbieten und/oder erzielt bei der Emission einen höheren Preis. Staaten profitieren also nicht augenblicklich von gesunkenen Zinsen, sondern schrittweise mit dem Ablösen von teuren Altschulden. Erst wenn Anleiherenditen nicht weiter sinken und sämtliche Altschulden durch günstigere Anleihen ersetzt wurden, haben die Refinanzierungskosten den Tiefpunkt erreicht.

An diesem Punkt sind die Eurostaaten noch nicht. Denn erstens werden beispielsweise zehnjährige Staatstitel, die kurz vor *Draghis* „whatever it takes“-Rede emittiert wurden, erst in knapp fünf Jahren fällig. Zweitens haben die Renditen erst im Frühjahr 2015 ihren vorläufigen - und im Herbst 2016 ihren wohl endgültigen - Tiefstand erreicht (Grafik 1). Daher ist vorerst mit weiterhin sinkenden Refinanzierungskosten zu rechnen. Dafür spricht auch, dass es in Spanien und Italien gut zwei bzw drei Jahre gedauert hat, bis die Hälfte der Altschulden aus der Zeit vor *Draghis* Rede überrollt wurden. Inzwischen beträgt der Anteil der vor dem 26. 7. 2012 emittierten und heute noch laufenden Anleihen am gesamten Anleihebestand in Spanien noch 26% und in Italien 40% (Grafik 8). Der Anteil der bis zum Frühjahr 2015 emittierten Anleihen - also derjenigen Anleihen mit Potenzial für weitere Refinanzierungsgewinne - liegt nochmals merklich höher. Daher werden die Eurostaaten in Zukunft weitere Refinanzierungsvorteile

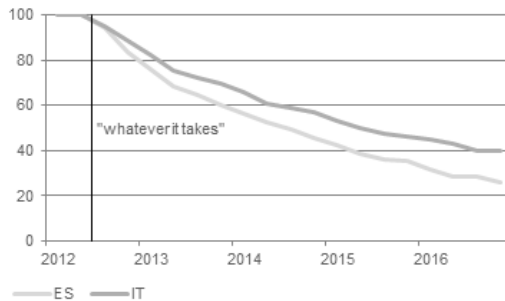
realisieren, allerdings mit abnehmender Rate, wenn ein immer größerer Teil der besonders teuren Altschulden getilgt ist.

Grafik 7: Vorteile bei der Refinanzierung, Summe vier größte Euroländer, Mrd Euro



Quelle: eigene Schätzung

Grafik 8: Anteil vor „whatever it takes“-Rede emittierter Anleihen am Gesamtbestand, %



Quelle: eigene Berechnungen

Wichtig ist in diesem Zusammenhang aber eine Unterscheidung: Es ergeben sich künftig weitere Einsparungen gegenüber der Situation aus 2012 und in diesem Sinne zusätzliche Ersparnisse. Das bedeutet aber nicht, dass sich die Refinanzierung gegenüber heute weiter vergünstigt. Im Gegenteil: Aufgrund der voranschreitenden Normalisierung der Inflation, den weiter abnehmenden Deflationsängsten und der damit einhergehenden Veränderungen in der Geldpolitik sind für die Zukunft wieder steigende Refinanzierungskosten zu erwarten.

6. Mit Reformen auf die Zinswende vorbereiten

Zweifellos brachte die EZB-Politik der letzten Jahre einige negative Nebenwirkungen mit sich, zB 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. Insbesondere einige südeuropäische Staaten hat die Geldpolitik in den letzten Jahren vor hohen Risikoaufschlägen bewahrt und damit Mehrkosten in Milliardenhöhe vermieden.

Inzwischen nähert sich die sehr expansive und unkonventionelle Geldpolitik im Euroraum ihrem Ende. Die Renditen für Staatsanleihen sind seit dem Herbst letzten Jahrs bereits etwas gestiegen. Der Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik erfolgt besonders vorsichtig: Marktteilnehmer sind seit Monaten darauf vorbereitet, der Prozess der Normalisierung ist zeitlich gedehnt und so wird es im Normalfall zu keinen plötzlichen Anstiegen bei den Refinanzierungskosten kommen. Die Straffung der geldpolitischen Zügel findet außerdem in einem gesunden makroökonomischen Umfeld statt. Die Inflationsrate ist zwar noch etwas von der Zielmarke der EZB entfernt. Das Wirtschaftswachstum in der Eurozone dürfte 2017 aber so hoch sein wie in den zurückliegenden zehn Jahren nicht. 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.

Wie die Reaktion in den Zinsen seit vergangenem Herbst gezeigt hat, ist vor allem Italien anfällig in Bezug auf eine nachhaltige Trendwende am Anleihe Markt. Während andere südeuropäische Länder in den letzten Jahren merkliche Reformanstrengungen unternommen haben und inzwischen häufig ein robustes Wachstum erzielen, hinkt Italien in der Eurozone nicht erst seit der Finanzkrise hinterher. Schon seit 20 Jahren verzeichnet Italien ein Produktivitätswachstum von nahe Null. Reformen wurden zuletzt gestoppt (Referendum zur Verfassungsreform) oder sogar zurückgedreht (Teile der Arbeitsmarktreform von 2014). Die verbleibende Zeit, bis steigende Zinsen zu einer merklichen Mehrbelastung in den Staatshaushalten führen, sollten Italien, aber auch andere Länder mit hohen Schuldenquoten, für weitere Reformen nutzen. Dann können die Finanzminister auch der Zinswende gelassen entgegen sehen.

Literaturverzeichnis

Becker, S. ua, Cyclical boom no reason for fiscal complacency, Deutsche Bank Research, Focus Germany (8. 8. 2017)

Bundesministerium der Finanzen, Herausforderungen der Niedrigzinsphase für die Finanzpolitik, Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen 2 (2017)

Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der staatlichen Zinsausgaben in Deutschland und anderen Ländern des Euroraums, Monatsbericht Juli (2017)

Ehmer, P./Wanke, S., Trotz temporär höherer Inflation - die EZB-Politik bleibt unverändert, KfW Research, Fokus Volkswirtschaft 162 (2017)

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

Lenz, D./Pyhel, C., Die Draghi-Dividende, DZ Bank Staatsanleihen Flash (7. 3. 2016)

Pascual, A. G./Wieladek, T./Menut, A., QE's fiscal high will not last forever, Barclays Economics Research, Euro Themes (22. 11. 2016)

Abstract

JEL-No: E52, E63

ECB monetary policy provides significant relief to national budgets in the euro area – until the interest rate reversal occurs

As a side effect of the expansive monetary policy, refinancing costs for euro states have decreased significantly during the past five years. The relief added up to almost EUR 200 bn in the four largest member states alone, the main beneficiaries being Spain and especially Italy. Refinancing gains were vital to the urgently needed consolidation of national budgets. The savings from monetary policy arise gradually: The longer the low interest rate environment persists, the higher is the share of comparatively expensive old debt that can be replaced by new and cheaper debt. Meanwhile, monetary policy changes its course and refinancing costs are on the rise again. There is still time to prepare accordingly by implementing growth enhancing reforms.