ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Reimers, Hayo

Article — Published Version

Europäischer Zinslastenausgleich - eine sinnvolle Alternative zu EZB-Anleihekäufen

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Reimers, Hayo (2013) : Europäischer Zinslastenausgleich - eine sinnvolle Alternative zu EZB-Anleihekäufen, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 93, Iss. 2, pp. 120-123, https://doi.org/10.1007/s10273-013-1495-3

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/110287

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

DOI: 10.1007/s10273-013-1495-3

Hayo Reimers

Europäischer Zinslastenausgleich – eine sinnvolle Alternative zu EZB-Anleihekäufen

Im September 2012 hatte die EZB angekündigt, unter bestimmten Bedingungen unbegrenzt Staatsanleihen von Krisenländern aufzukaufen. Diese Maßnahmen führen allerdings zu einem hohen Haftungsrisiko für die übrigen Länder des Euroraums. Welche Vorteile demgegenüber der vom Institut für Weltwirtschaft vorgeschlagene Zinsausgleichsfonds bietet, stellt Hayo Reimers hier dar.

Trotz der Reformfortschritte 2012 ist die Gefahr einer Überschuldung der Euro-Krisenländer, und hier insbesondere Griechenlands, sicher noch nicht gebannt. Die hohen Zinslasten machen einen weiteren Schuldenschnitt Griechenlands, diesmal die öffentlichen Gläubiger treffend, immer wahrscheinlicher. Vor diesem Hintergrund schlägt der vom Institut für Weltwirtschaft (IfW) kürzlich herausgegebene „Kieler Krisen-Kompass“[1] nunmehr vor, einen Zinslastenausgleichsfonds zu bilden, um die aus den erhöhten Risikoprämien der Krisenländer resultierenden Zinslasten dieser Länder zu senken und ihnen so die Chance zu geben, ihren eingeleiteten Konsolidierungsprozess erfolgreich zum Abschluss zu bringen. Stabile Länder mit niedrigen Zinskosten („Sicherer-Hafen-Effekt“) sollen hierzu einen Teil des Zinsvorteils ihrer Staatsanleihen an diesen Fonds abgeben. Die Auszahlung der Mittel an Krisenländer ist an Bedingungen gebunden, welche die Schuldentragfähigkeit dieser Länder stärken sollen, um den nachhaltigen Erfolg dieses Zinslastenausgleichs zu gewährleisten.

Mit denselben Zielsetzungen hatte die EZB bereits im September 2012 angekündigt, Staatsanleihen von Krisenländern unter bestimmten Bedingungen unbegrenzt aufzukaufen (Outright Monetary Transactions – OMT).[2] Durch diese OMT soll die Nachfrage nach Anleihen der Krisenländer gestärkt und so ihr Marktwert (Kurs) angehoben werden. Dadurch würde die Rendite der Anleihen und damit die aus Neuemissionen resultierende Zinsbelastung der Krisenländer entsprechend gesenkt. Die EZB hatte dies seinerzeit explizit damit begründet, die Kapitalmarktzinsen in den Krisenländern mit ihrem regulären geldpolitischen Instrumentarium nicht mehr beeinflussen zu können.

Trotz des unbestreitbaren Erfolges allein ihrer Ankündigung[3] stellte sich sofort die Frage, welchen Preis die stabilen Euroländer für die OMT zu zahlen haben. Ein Vergleich des IfW-Vorschlags mit der Funktionsweise der OMT soll im Folgenden die unterschiedlichen Kosten beider Maßnahmen verdeutlichen.

Welche Kosten entstehen tatsächlich?

Der IfW-Vorschlag vermittelt zunächst den Eindruck, er werde den Einstieg in einen konkreten Transfermechanismus zwischen den Euroländern etablieren, wohingegen das Aufkauf-Programm der EZB dies nicht tue. Solange die EZB diese Anleihen nicht abschreiben müsse, entstehe nicht nur kein Transfer zugunsten der Krisenländer, vielmehr profitiere die EZB sogar davon, dass die betroffenen Länder ihr Zinsen zahlen. Während der IfW-Vorschlag offenbar mit dem Tabu der Einführung einer Transferunion bricht, scheint das Vorgehen der EZB genau dies zu vermeiden. Diese Schlussfolgerung ist allerdings aus zweierlei Gründen falsch. Zum einen stellen auch die EZB-Aufkäufe einen Transfer dar, auch wenn die Anleihen nicht abgeschrieben werden müssen. Sie belasten die Euroländer mit Ausfallrisiken, die ja nicht wertneutral sind. Risiken haben einen

1 Vgl. D. Snower et al.: Kieler Krisen-Kompass: Ein Gesamtpaket zur Überwindung der Krise im Euroraum, Kiel Policy Brief, Nr. 58, Januar 2013, S. 6 f.

2 Vgl. European Central Bank: Directorate Communications: Technical Features of Outright Monetary Transactions, Press Release, 6.9.2012

3 Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2012/13, November 2012, S. 65 f.

Prof. Dr. Hayo Reimers lehrt Volkswirtschaftslehre an der Technischen Hochschule Mittelhessen in Gießen.

Preis. Zum anderen sind die vom IfW vorgeschlagenen Zinsausgleichszahlungen nur zu einem Teil mit einem Transfer verbunden. Zu einem weiteren Teil gleichen sie „Windfall"-Verluste (der Krisenländer) durch „Windfall"-Profite (der stabilen Euroländer), die auf Marktspekulationen über das Auseinanderbrechen der Währungsunion beruhen, aus.

Die Ausfallrisiken der EZB sind grundsätzlich zwar in den Renditen der von ihr gekauften Anleihen eingepreist. Indem die EZB jedoch durch ihre Käufe dazu beiträgt, die Kurse dieser Anleihen zu stärken und ihre Renditen zu reduzieren, senkt sie diese Risikoprämie, ohne wirklich das Risiko zu reduzieren. Sie bezahlt dies mit einer massiven eigenen Übernahme von Ausfallrisiken. Ob sie diese Risiken dann über Absicherungsinstrumente abdeckt oder offen lässt (nunmehr sogar ohne den Status des vorrangigen Gläubigers), spielt letztlich keine Rolle – Risikoübernahmen konstituieren ebenso einen Transfer an die Krisenländer wie Zinslastenausgleichszahlungen. Beide Lösungen verstärken die vom Euro-Rettungsschirm bereits etablierte Form der „Haftungsgemeinschaft". Der Unterschied zwischen ihnen besteht formal zunächst darin, dass sich der Zinslastenausgleichsfonds demokratisch legitimieren lässt, die Transaktionen der EZB dagegen nicht. Das besondere Problem der EZB-Lösung besteht darüber hinaus darin, dass ihre ungesicherten Ausfallrisiken eintreten können. Es käme dann zu fiskalen Transfers, welche die Zinslastenausgleichszahlungen der IfW-Lösung weit übersteigen könnten. Um also das Tabu konkreter Transferzahlungen zwischen den Euroländern nicht zu brechen, geht die EZB das Risiko noch viel höherer – aber nur potenzieller – Transfers ein. Sie bricht hierbei zudem noch die im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) festgeschriebene Grundregel des Haftungsausschlusses zwischen den EU-Staaten. Der Vorschlag des IfW ist hier transparenter und risikoärmer: er verstößt zwar auch gegen die „Nichtbeistands-Klausel" der Maastrichter Verträge,[4] hält den Umfang dieser Transfers aber begrenzt, steuerbar und demokratisch legitimierbar.

Wechselkursprämien

Es stellt sich darüber hinaus zweitens die Frage, in welchem Ausmaß Zinslastenausgleichszahlungen überhaupt zu einem Transfer führen. Ausgehend von der hiermit beabsichtigten Wirkung, nämlich dem Abbau der Zinsspreads in der Eurozone, spricht einiges dafür, dass die Flucht der Finanzmärkte aus den Staatsanleihen instabiler in die Anleihen stabiler Euroländer nur zu einem Teil durch die – selbstverschuldeten – höheren Ausfallrisiken der Krisenländer ausgelöst wird. Zu einem weiteren Teil sind sie dem allgemeinen Misstrauen gegenüber dem Fortbestand des Eurosystems als Ganzes geschuldet.[5] Auch dieses Misstrauen führt zu einer Ausweitung der Zinsspreads, und zwar durch das Einpreisen von Abwertungsrisiken der Krisenländer.

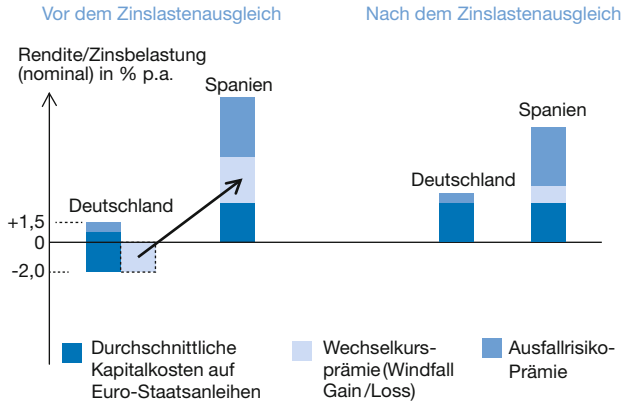
Würde nämlich die Eurozone auseinanderbrechen, d.h. einzelne Länder wären gezwungen, ihre nationale Währung wieder einzuführen, so würden die neuen Währungen der Krisenländer anschließend abwerten. Ließen sich die Anleihen dieser Länder auf die neue Währung umstellen, würden sie also – durch die Abwertung – entsprechend an Wert verlieren. Im Gegenzug würden die Anleihen der starken Länder durch die Aufwertung ihrer neuen nationalen Währungen (bzw. des „Resteuros") an Wert gewinnen. Die Möglichkeit einer Währungsumstellung bereits emittierter Anleihen ist juristisch umstritten, beinhaltet aber sicher ein potenzielles Risiko.

Natürlich tragen auch hierfür die Krisenländer selbst die Verantwortung, jedoch eher als Kollektiv denn als Einzelland. So sind z.B. Portugal, Spanien und Italien mit Sicherheit von dem insbesondere von Griechenland generierten Europessimismus betroffen. Die durch solche Abwertungsängste produzierten erhöhten Zinslasten der erstgenannten Länder sind diesen selbst also nur zum Teil anzulasten. Es sind „Windfall"-Verluste, denen im Übrigen die „Windfall"-Gewinne stabiler Länder, die ihre Staatsanleihen zu sehr niedrigen Zinsen emittieren können, gegenüberstehen. Anders lassen sich auch die extrem niedrigen, zeitweise nicht nur real, sondern sogar nominal negativen Renditen deutscher Staatsanleihen nicht erklären. Kapital hat immer einen Preis, auch wenn das Ausfallrisiko gleich Null ist. Die Investition in deutsche Staatsanleihen mit negativer Realverzinsung rechnet sich nur dann, wenn die Investoren einen Zerfall der Eurozone befürchten, der in eine Aufwertungsprämie auf die gegebenenfalls neue deutsche (oder „kerneuropäische") Währung münden würde. Im selben Maße würden die Krisenländer unter einer Negativ-Prämie für die in diesem Fall zu erwartende Abwertung ihrer – nach dem Zusammenbruch der Eurozone – neuen Währung leiden. Der Ausgleich zumindest solcher, durch spekulative „Fluchtbewegungen" erzeugten Zinsspreads über einen Zinslastenausgleichsfonds entspricht weniger einem Transfer als vielmehr einem Akt der Neutralisierung von Effekten, die kein einzelnes Land verursacht hat und die deshalb dem Kollektiv zuzurechnen sind.

4 Das „Bail-out-Verbot" des Art. 125 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) vom 9.5.2008 soll verhindern, dass die Eurozone zu einer Transfer- und Haftungsgemeinschaft wird.

5 Vgl. Sachverständigenrat; a.a.O., S. 68.

Abbildung 1
Wechselkursprämien als Verteilungsmasse für den Zinslastenausgleichsfonds



In Abbildung 1 wird für deutsche Staatsanleihen beispielhaft eine typische Verzinsung von 3,5% (nominal) unterstellt. Die vom Kapitalmarkt eingepreiste Aufwertungsprämie von 2% p.a. absorbiert einen Großteil dieser Kapitalkosten und drückt so den vom deutschen Fiskus letztlich noch anzubietenden Nominalzins auf ein sehr niedriges Niveau von 1,5%. Bei einer Inflationsrate von 2% ist dieser Zins real negativ. Eine Übertragung dieses Windfall-Gewinns von 2 Prozentpunkten auf Spanien reduziert dessen Zinsbelastung, und zwar in Abhängigkeit von den relativen Emissionsvolumina beider Länder.

Natürlich ist es nicht einfach, die in den Zinsspreads enthaltenen Zu- bzw. Abschläge für das Wechselkursrisiko von den Prämien für Ausfallrisiken sowie anderen Faktoren zu trennen. Nach Untersuchungen des Sachverständigenrats führten die krisenbedingten „Windfall"-Gewinne der stabilen Länder im Zeitraum von September 2011 bis August 2012 zu Nominalzinsabschlägen von ein bis zwei Prozentpunkten. Höher noch werden die Windfall-Verluste, d.h. Zinsaufschläge der Krisenländer Spanien, Portugal und Italien veranschlagt. Darüber hinaus zeigt eine im Gutachten des Sachverständigenrates zitierte Untersuchung[6] die Signifikanz anderer Zinseinflussgrößen auf, die ebenfalls nicht ausschließlich selbstverschuldet sind, z.B. die Liquiditätsverknappung auf den Anleihemärkten der Krisenländer. Diese Verknappung wird häufig als ein typisches Merkmal von Ländern einer Währungsunion beschrieben, da Zentralbanken von Ländern mit eigenen Währungen viel einfacher selbst als Nachfrager dieser Anleihen auftreten können. Mehr noch, in dem Maße, in dem ein Vertrauensmangel die Liquidität des Anleihemarktes verknappt und dessen Zinsen in die Höhe treibt, produziert dieser zusätzliche Kosten und Solvenzprobleme für die Krisenländer und wirkt so wie eine sich selbst erfüllende Prophezeiung.[7]

Die Überlegungen zu den Windfall-Gewinnen und -Verlusten lassen sich noch weiterentwickeln: Wenn die Regierungen der Eurozone ihr politisches Bekenntnis zum Euroraum in seiner Gesamtheit wirklich ernst nähmen, könnten sie durch den Verkauf von Währungsoptionen auf die – von den Märkten zu Unrecht erwarteten – neuen Währungen der Austrittsländer zusätzliche Einnahmen generieren, die sich für die Finanzierung der Krisenländer einsetzen ließen. Der Marktpreis solcher Optionen würde letztlich die „Windfall"-Verluste reflektieren. Dem muss jedoch entgegengehalten werden, dass Zinsausgleichszahlungen zwar helfen können, die Last der Staatsverschuldung der Krisenländer abzumildern. Sie tragen damit jedoch nur begrenzt dazu bei, deren Zahlungsbilanzprobleme zu beseitigen. Diese resultieren in der Regel aus einer unzureichenden Wettbewerbsfähigkeit im Außenhandelssektor. Sie stellen nach wie vor ein viel dringlicheres Problem der Eurokrise dar als die Staatsverschuldung. Gerade das griechische Wettbewerbs- und Zahlungsbilanzproblem lässt sich jedoch aller Voraussicht nach nur noch durch einen Austritt aus der Eurozone mit nachfolgender Abwertung lösen.[8] Aus dieser Sicht wären die Euroländer schlecht beraten, den Märkten die Optionen tatsächlich anzubieten. Einer Umverteilung „kalkulatorischer" Windfall-Gewinne mittels Zinslastenausgleichsfonds dagegen steht nichts im Wege.

Argumente für den Zinslastenausgleichsfonds

Die derzeit realisierten Zinsabschläge der stabilen Länder sind übrigens nicht unangemessen: Im bestehenden System europäischer Rettungsschirme sind sie nur ein

6 Untersuchungen von J. Klose, B. Weigert: Determinants of sovereign yield spreads during the Eurocrisis – Fundamental factors versus systemic risk, Arbeitspapier 7/2012, vgl. Sachverständigenrat, a.a.O., S. 69.

7 Vgl. P. de Grauwe: Managing a Fragile Eurozone, CESifo Forum, 2/2011, S. 40 f.

8 Die jüngeren Erfolge Griechenlands beim Abbau seiner Leistungsbilanzdefizite ändern daran wenig: Sie sind überwiegend der einkommensinduzierten Importkontraktion der letzten Jahre zuzuschreiben und werden sich ohne maßgebliche Reformfortschritte wieder aufbauen, sobald sich die griechische Wirtschaft erholt. Im Jahr 2012 schätzten die Analysten der „Economist Intelligence Unit" das Austrittsrisiko Griechenlands bis Ende 2013 auf 40%. Vgl. EIU Country Report, August 2012, S. 7 und 10.

kleiner Ausgleich für die von diesen Ländern übernommenen enormen Haftungsrisiken. Die entscheidende Frage lautet vielmehr: Wären die stabilen Länder bereit, auf diese Windfall-Gewinne zu verzichten, wenn sie im Gegenzug von der Übernahme weiterer (EZB-seitiger) Ausfallrisiken entlastet würden? Dann wäre ein solcher Zinslastenausgleichsfonds, wie ihn das IfW vorschlägt, ein guter Weg.

Zielsetzung eines solchen Fonds sollte hierbei nicht die vollständige Harmonisierung der Zinsniveaus sein. Er darf nicht zur Kaskoversicherung für weitere Staatsverschuldung werden und soll lediglich helfen, die Kosten eines – nach Bekunden der Politik unbegründeten – Euromisstrauens mit dem Effekt nachvollziehbarer und für die Krisenländer besser zu tragender Spreads gleichmäßig zu verteilen. Insofern schlägt das IfW auch zu Recht die Umverteilung „nur eines Teils ihres Zinsvorteils“ vor.[9] Die Höhe des Zinsausgleichs sowie auch die Bedingungen seiner Inanspruchnahme wären vorab einvernehmlich festzulegen. Der Preis dieser Lösung bestünde für die stabilen Länder darin, dass sie einen zwar nur potenziell existierenden, aber hohen Zahlungsausfall gegen deutlich geringere, dafür aber effektiv anfallende Zahlungen eintauschen.[10] Da letztere jedoch ganz oder teilweise aus irregulären Windfall-Gewinnen finanziert würden, wären sie also allenfalls zum Teil eine echte Transferbelastung. Dies macht den Zinsausgleich ökonomisch und politisch besser vertretbar als z.B. Eurobonds,[11] die den Krisenländern zwar auch sinkende Zinskosten bieten, den stabilen Ländern aber die Nachteile der Haftungsgemeinschaft aufbürden. Die Kalkulierbarkeit der Kosten des Zinslastenausgleichsfonds für die „Geber-Länder“ dürfte auch dazu beitragen, die verfassungsrechtlichen Bedenken gegen die derzeitig geplanten EZB-Transaktionen zu zerstreuen: Ein Zinslastenausgleich, der sich zeitlich, sachlich und der Höhe nach begrenzen lässt, kann auch der parlamentarischen Kontrolle unterzogen werden.[12]

Wenn die Zinsausgleichszahlungen den richtigen Regeln unterworfen werden, unterminieren sie nicht die wünschenswerten Sparanreize für die Risikoländer (jedenfalls weniger als die Anleihekäufe der EZB): Jede weitere Verschuldung erhöht die Zinslast, wenn auch weniger als ohne Zinslastenausgleich, dafür aber mit vollem Haftungsrisiko. Es mag sein, dass der Tabubruch des Austauschs eines potenziellen (unkalkulierbaren) Transfermechanismus gegen einen faktisch umgesetzten (aber kalkulierbaren) Mechanismus politisch schwer zu akzeptieren ist. Es ist jedoch zu vermuten, dass die Vorteile des vom IfW vorgeschlagenen Zinslastenausgleichsfonds nicht nur der Bevölkerung der stabilen Länder, sondern auch den Finanzmärkten gut vermittelbar sind. Er würde darüber hinaus die Unabhängigkeit der EZB stärken, weil er fiskale Operationen wieder den Regierungen, die dafür zuständig sind, übertragen würde. Die EZB würde von der Last systemfremder und verfassungsrechtlich bedenklicher[13] Transaktionen befreit.

9 Vgl. D. Snower, et al., a.a.O., S. 7.

10 Eine Studie von Belke und Dreger kommt zu dem Ergebnis, dass ein teilweiser oder vollständiger Zahlungsausfall Griechenlands den deutschen Steuerzahler – unter pessimistischen Annahmen – über 70 Mrd. Euro (exkl. EZB-Exposure) kosten könnte, wobei ein geordneter, möglichst unverzüglicher Teilausfall in Form eines Haircut von 50% einem verschleppten, unkontrollierten Konkurs deutlich vorzuziehen sei. Vgl. hierzu: A. Belke, C. Dreger: Ramifications of Debt Restructuring on the Euro Area – The Example of Large European Economies' Exposure to Greece, Ruhr Economic Papers, Nr. 273, Duisburg/Essen, Juli 2011 , S. 13.

11 Zur Diskussion um die Einführung von Eurobonds vgl. O. Issing: Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea, Europe's World, Summer 2009, http://www.europesworld.org/NewEnglish/Home_old/Article/tabid/191/ArticleType/articleview/ArticleID/21419/language/en-US/Default.aspx; sowie E. Jones: Why Europe needs Eurobonds (?), Remarks prepared for Festival of Europe Conference on „State of the Union“, Florenz, Mai 2011, http://www.jhubc.it/facultypages/ejones/Eurobond.pdf.

12 Vgl. hierzu auch das Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 12.9.2012, Teil B III, Absatz 241.

13 Vgl. ebenda, Absätze 219, 220.

Title: *European Yield Spread Compensation Fund – A Useful Alternative to OMTs*

Abstract: *The eurozone's public debt crisis is not over yet – as displayed in the still substantial yield spreads between "northern" and "southern" euro government bonds. Whereas the ECB tried to tackle this problem by announcing (in Sept. 2012) its willingness to conduct unlimited "outright monetary transactions" to the benefit of the southern countries, the German "Institut für Weltwirtschaft (IfW)" offered a less risky option in its "Kiel policy brief" (Jan. 2013): it suggested narrowing this yield spread by establishing a "yield spread compensation fund", which would balance out interest payments among euro countries. Though this may sound like the first concrete eurozone bailout mechanism, the idea really is a risk-free debt alleviation tool, matching windfall gains with windfall profits without too much of a bailout.*

JEL Classification: *E43, G28, H63*