ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Heinemann, Friedrich

Article

FIRE für den Euro: Zinsausgleich statt Kollektivhaftung und EZB-Anleihekäufen

ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen

Provided in Cooperation with:
ZEW - Leibniz Centre for European Economic Research

Suggested Citation: Heinemann, Friedrich (2012) : FIRE für den Euro: Zinsausgleich statt Kollektivhaftung und EZB-Anleihekäufen, ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim, Vol. 15, Iss. 4, pp. 8-9

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/126057

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

FIRE für den Euro: Zinsausgleich statt Kollektivhaftung und EZB-Anleihekäufen

Die europäische Krisenpolitik steckt in einer Sackgasse: Strukturreformen und Budgetkonsolidierung sind der einzige langfristig zuverlässige Weg aus der Krise. Gleichzeitig lassen die Anleihemärkte der Politik möglicherweise nicht mehr die Zeit, auf diese lange Frist zu warten. Italien und Spanien sind in einer unheilvollen Teufelsspirale aus steigenden Zinsen und wachsendem Misstrauen der Investoren gefangen.

Auf der Suche nach einem Ausweg dominieren Ideen, die auf eine Ausweitung von Gemeinschaftshaftung hinauslaufen. Ob es sich um die Ausweitung der Kreditlinien in EFSF und ESM handelt, um den Schuldentilgungsfonds des Sachverständigenrats oder um die Eurobonds mit ihren vielfältigen Varianten – all diesen Modellen ist gemein, die destruktiv hohen Zins-Spreads durch wechselseitige Garantien zu begrenzen.

Dabei wird übersehen, dass nach Ansicht des Autors dieses Beitrags ein überlegener Weg mit deutlich weniger gefährlichen Nebenwirkungen existiert: die Etablierung eines begrenzten Zinsausgleichs zwischen Hoch- und Niedrigzins-Staaten. Die Grundidee des „FIRE"-Konzepts („FIRE" steht dabei für „Fiscal Interest Rate Equalization") ist einfach: Die Länder, die von unnatürlich niedrigen Zinsen als Folge der Marktpanik profitieren, investieren davon einen Teil, um den Hochzins-Ländern eine teilweise Kompensation für die abnorm hohen Zinsen zu bieten.

Das FIRE-Konzept kann so ausgestaltet werden, dass die Eurostaaten einen FIRE-Fonds etablieren. Aufgabe des FIRE-Fonds wäre es, Kompensationen für Zins-Spreads zu finanzieren, die über ein fundamental gerechtfertigtes Maß hinausgehen. Den fundamental korrekten Zinsaufschlag kann niemand präzise quantifizieren. Hier würde es aber ausreichen, pragmatisch eine akzeptable Obergrenze zu definieren. In der jetzigen Marktlage wäre beispielsweise denkbar, Spanien und Italien durch einen solchen Fonds eine Begrenzung ihrer Finanzierungskosten auf 5 v.H. für zehnjährige Papiere zuzusagen. Immer wieder ist an den Märkten die Einschätzung zu hören, dass Zinsen unterhalb dieser Marke tragbar seien und erst darüber der kritische Bereich beginne. Diese Zusage wäre konditionell auszugestalten. Die Verlängerung eines FIRE-Programms nach einem Jahr dürfte nur zugelassen werden, wenn das begünstigte Land wie vereinbart Reformfortschritte vorweisen kann. Die Folge wäre, dass das so geschützte Land in diesem Jahr mit „normalen" Zinsen haushalten könnte und seine Reformbemühungen nicht durch exzessive Zinslasten konterkariert würden.

Dieser Zinsausgleich hat gegenüber dem Eurobonds-Modell vielfältige Vorteile. Er verzichtet gänzlich auf Haftung und vermeidet damit die unabsehbaren Risiken, die mit den Garantien der Eurobonds verbunden sind. Die finanziellen Belastungen für die Niedrigzinsländer wären ökonomisch und politisch gut legitimierbar. Die „sicheren Häfen" würden lediglich auf einen Teil ihres Krisengewinnes verzichten. Hinzu käme, dass sie nicht länger durch unnatürlich niedrige Zinslasten über den wahren Stand der eigenen Konsolidierungsbemühungen hinweggetäuscht würden. In gewisser Weise würde die Konsolidierungsaufgabe besser zwischen den Eurostaaten verteilt.

Transparenz macht Konditionalität glaubwürdig

Im Unterschied zu den Eurobonds würden die Zinsunterschiede nicht gänzlich nivelliert sondern nur eingeengt. Es bestünde keine Gefahr, dass auf Dauer dann doch Zinsunterschiede gänzlich eingeebnet würden. Anders als bei den versteckten Subventionen der Eurobonds sind die Transfers im FIRE-Ansatz gänzlich transparent. Ein völliger Zinsausgleich führte zu einem massiven Anstieg des Transfer-Volumens und wäre politisch in den Geberländern undenkbar. Die hohe Transparenz macht die Konditionalität des Systems damit sehr glaubwürdig. Es ist kaum vorstellbar, dass die Regierungen von Deutschland oder den Niederlanden die Akzeptanz ihrer Wähler für anhaltende Zinssubventionen aufrechterhalten können, wenn in den Krisenländern keine Reformfortschritte zu vermelden sind.

Damit sind die negativen Anreizwirkungen, die mit Eurobonds-Ansätzen verbunden sind, für den Zinsausgleich von

Tabelle 1: Die Kosten eines FIRE-Programms zum Schutz von Italien und Spanien

	Schuldenstand Ende 2011 in Mrd. EUR	Anteil Fälligkeit 2012	Refinanzierung 2012 in Mrd. EUR	Neues Defizit 2012 in Mrd. EUR	Finanzbedarf 2012 in Mrd. EUR	Marktrendite 10 Jahre in v.H., Mai 2012	Ausgleichszahlung zur Absicherung 5 v.H. in Mrd. EUR
	(1)	(2)	(3) =(1)x(2)	(4)	(5) =(3)+(4)	(6)	(7)= ((6)-5 v.H.)x(4)
Italien	1.897	0,210	398,4	32,3	430,7	5,78	3,359
Spanien	735	0,195	143,3	68,6	211,9	6,13	2,395
						Summe:	**5,754**

Eigene Berechnungen. Quellen: EZB (Marktrendite), Europäische Kommission, General Government Data, Frühling 2012 (Schuldenstand, neues Defizit 2012), CFA (Fälligkeit 2012).

Tabelle 2: Die Finanzierung eines FIRE-Programms zum Schutz von Italien und Spanien

	Marktrendite 10 Jahre in v.H., Mai 2012	Abstand Marktrendite zu 2,5 v.H. in v.H.	Schuldenstand Ende 2011 in Mrd. EUR	Indikator Zinsgewinne	Finanzierungsanteil	Finanzierungsanteil in Mrd. EUR
	(1)	(2)	(3)	(5) =(2)x(3)/100	(6) = Anteil an Summe von (5)	(7) =(6)x5,754 Mrd. EUR
Deutschland	1,34	1,16	2.088,0	24,2	0,895	5,151
Finnland	1,82	0,68	93,0	0,6	0,023	0,134
Luxemburg	1,71	0,79	7,8	0,1	0,002	0,013
Niederlande	1,96	0,54	392,5	2,1	0,078	0,451
Österreich	2,49	0,01	217,4	0,0	0,001	0,005
		Summe:	**2.798,7**	**27,1**	**1,000**	**5,754**

Eigene Berechnungen. Quellen: EZB (Marktrendite), Europäische Kommission, General Government Data, Frühling 2012 (Schuldenstand).

viel geringerer Bedeutung. Ebenso ist FIRE im Unterschied zu den Eurobonds leicht reversibel, ein Exit würde sich automatisch ergeben, wenn die Panik an den Märkten abebbt. In seiner Transparenz ist das Konzept im Übrigen den jüngsten Überlegungen zur Stützung der Anleihemärkte mit Mitteln des ESM oder der EFSF überlegen. Interventionen aus den schuldenfinanzierten Rettungsmechanismen zur Begrenzung der Spreads sind äußerst intransparent, was die wahre Verteilung der Lasten und die Risiken der beteiligten Staaten anbelangt. Im Unterschied zur jetzt verfolgten monetären Lösung hat FIRE gegebenenfalls vielfältige Vorteile. Mit den angekündigten EZB-Interventionen am Anleihemarkt in notfalls unbegrenztem Ausmaß gehen Risiken für die Preisstabilität einher. FIRE entließe hingegen die Geldpolitik aus der Verantwortung. Der fiskalische Zinsausgleich wäre eher im Einklang mit demokratischen Prinzipien: Parlamente müssen ihn bewilligen, während die EZB-Interventionen nicht demokratisch legitimiert sind.

FIRE verhindert Transfers an insolvente Staaten

Eine wichtige Frage ist die nach der Glaubwürdigkeit einer FIRE-Unterstützungszusage an den Märkten. Hier könnte man einwenden, dass diese geringer ausfällt als bei einer unbedingten Haftungszusage über Eurobonds. Dieses Argument ist richtig, es läuft allerdings eher auf einen weiteren Vorteil des FIRE-Ansatzes gegenüber der Kollektivhaftung hinaus. FIRE kann nur glaubwürdig im Fall eines solventen Landes sein, bei dem die Hoffnung berechtigt ist, dass das Land bei halbwegs akzeptablen Zinsen mit seinen Schulden auf Dauer alleine fertig werden kann. Im Fall eines offensichtlich überschuldeten Landes wird FIRE hingegen die Anleihemärkte nicht beruhigen können, weil eine dauerhafte Zinssubvention das tiefer liegende Problem nicht lösen kann. Insofern hilft FIRE, eine wichtige Unterscheidung adäquat zu bewerkstelligen, die zwischen solventen und insolventen Ländern. FIRE trägt somit anders als Eurobonds nicht zur Konkursverschleppung bei.

Finanzierungslast ist vertretbar

Zur Finanzierbarkeit des Systems ist zunächst zu konstatieren, dass es für die Niedrigzinsländer in jedem Fall deutlich günstiger zu haben ist als Eurobonds. Diese implizieren eine völlige Zinsnivellierung und bieten keinen Spielraum für eine Berücksichtigung fundamental gerechtfertigter Zinsunterschiede. Das im Eurobond versteckte Ausmaß der Zinssubventionierung ist daher zwangläufig wesentlich höher als beim teilweisen Zinsausgleich. Die Finanzierbarkeit von FIRE fußt außerdem auf der Annahme, dass sich in der Krise Gewinne und Verluste durch die steigenden Zinsaufschläge die Waage halten. Diese Annahme ist empirisch bislang über die Dauer der gesamten bisherigen Schuldenkrise gültig. Die nach Schuldengewichten ermittelte Durchschnittsrendite in der Eurozone ist seit Ausbruch der Krise nicht nennenswert angestiegen. Das bedeutet, dass den höheren Zinslasten der Krisenländer tatsächlich Zinseinsparungen der Länder mit guter Bonität in vergleichbarer Höhe gegenüberstehen.

Simulationen für die Fünf-Prozent-Grenze für Italien und Spanien für die durchschnittlichen Marktkonditionen im Mai zeigen, dass die damit verbundene Ausgleichsumme darstellbar ist (s. Tabelle 1). Um die Zinskosten für die gesamten Emissionen beider Länder im Jahr 2012 auf 5 v.H. abzusenken, wäre eine jährliche Ausgleichszahlung von etwa sechs Milliarden Euro ausreichend. Diese jährliche Belastung für die Geberländer würde dabei allerdings mit jedem Programmjahr ansteigen. Dieser Verlauf spiegelt den mit jedem Krisenjahr ansteigenden Zinsvorteil der Niedrigzins-Länder wider. Würden auf der Finanzierungsseite die Länder herangezogen, deren Zehnjahresrenditen unter 2,5 v.H. liegen, dann teilten sich Deutschland (90 v.H.), die Niederlande (8 v.H.) und Finnland (2 v.H.) die Finanzierung dieser sechs Milliarden (s. Tabelle 2). Luxemburg steuerte aufgrund seiner extrem niedrigen eigenen Verschuldung nur einen symbolischen Beitrag bei.

Natürlich sind dies aus deutscher Sicht durchaus nennenswerte Belastungen. Dennoch ist FIRE im Vergleich zu den anderen Lösungsoptionen deutlich kostengünstiger. Zudem vermeidet dieses Konzept das Roulette-Spiel um den Wohlstand der Garanten-Staaten, das mit einer europäischen Kollektivhaftung zwangsläufig verbunden wäre.

Friedrich Heinemann, heinemann@zew.de

Literatur:

Heinemann, Friedrich (2012): FIRE for the Euro: A Superior Way to Bond Market Stabilization, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 232(6), 702-709.