

Moessinger, Marc-Daniel

**Article**

## Institutionelle Regeln und deren Einfluss auf Risikoprämien an Anleihemärkten

ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen

**Provided in Cooperation with:**

ZEW - Leibniz Centre for European Economic Research

*Suggested Citation:* Moessinger, Marc-Daniel (2013) : Institutionelle Regeln und deren Einfluss auf Risikoprämien an Anleihemärkten, ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim, Vol. 16, Iss. 2, pp. 6-7

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/126067>

**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.*

# Institutionelle Regeln und deren Einfluss auf Risikoprämien an Anleihemärkten

*Die im Zusammenhang mit der Wirtschafts- und Finanzkrise in vielen Ländern angestiegenen Risikoprämien für Staatsanleihen belasten die nationalen Haushalte. Ungeachtet notwendiger Konsolidierungserfordernisse stellt sich die Frage, welche institutionellen Maßnahmen geeignet sind, dieser Problematik zu begegnen.*

Der vorliegende Beitrag fokussiert hierzu auf starke Fiskalregeln sowie eine glaubwürdige No-Bailout Politik. Während mit der Einführung des Euro eine Konvergenz der Zinssätze von Anleihen öffentlicher Emittenten einhergegangen ist, rückte mit Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise die fiskalische Situation der öffentlichen Haushalte wieder stärker ins Bewusstsein der Investoren. Dies spiegelte sich in den stark gestiegenen Risikoaufschlägen für Staatsanleihen wider, die in der Spitze Staaten wie beispielsweise Griechenland eine Refinanzierung über den Kapitalmarkt unmöglich gemacht haben. Die gestiegenen Risikoprämien führen wiederum zu höheren Belastungen in den nationalen Haushalten, was zu einer weiteren Verschärfung des Schuldenproblems beiträgt. Die Frage ist, welche institutionellen Maßnahmen geeignet sind, diesen sich gegenseitig verstärkenden Effekt zu unterbinden und kurzfristig Vertrauen in die Refinanzierungsfähigkeiten öffentlicher Emittenten wiederherzustellen. In einer kürzlich veröffentlichten Studie (Feld et al. 2013) wird hierzu auf zwei unterschiedliche Faktoren abgestellt: starke numerische Fiskalregeln sowie eine glaubwürdige No-Bailout Regel. Die empirische Untersuchung basiert auf einem einmaligen Datensatz zu Risikoprämien von 288 kantonalen Anleihen aus 18 der 26 Schweizer Kantone im Zeitraum 1981 bis 2007.

## Die Wirkung von Fiskalregeln auf Risikoprämien

Zur Wirksamkeit von Fiskalregeln liegt bereits eine hinreichend große empirische Evidenz vor. Sie tragen dazu bei, Schuldenstände und Haushaltsdefizite zu verringern, ein übermäßiges Ausgabenwachstum einzudämmen sowie unverhältnismäßige Einnahmeerhöhungen zu vermeiden. Sofern Investoren diese

selbst auferlegte Beschränkung fiskalischen Handlungsspielraums als ein glaubwürdiges Bekenntnis hin zu einer nachhaltigeren Haushaltsführung anerkennen, können Fiskalregeln dazu beitragen, verlorenes Vertrauen in die Nachhaltigkeit öffentlicher Finanzen wiederherzustellen. Dies sollte sich in niedrigeren Risikoprämien für Staatsanleihen niederschlagen. Grundvoraussetzung für diesen Effekt ist jedoch das Vorliegen einer starken und vor allem glaubwürdigen Regel. Der Schweizer Fiskalföderalismus eröffnet für eine Untersuchung der angeführten Hypothese beste Möglichkeiten: Die verschiedenen föderalen Ebenen und insbesondere die Schweizer Kantone verfügen über ein hohes Maß an fiskalischer Autonomie, was sich besonders im Bereich fiskalischer Regelungen offenbart. So haben die meisten Kantone eigene Fiskalregeln implementiert, die sich zusätzlich aufgrund ihrer spezifischen Ausgestaltungen positiv von übrigen nationalen Regelungen unterscheiden. Kennzeichnend sind hierbei eine enge Verzahnung von Haushaltsplanung und tatsächlicher Haushaltsausführung, klare numerische Vorgaben für die Entwicklung bestimmter fiskalischer Größen sowie die Implementierung automatischer Sanktionen, beispielsweise in Form automatischer Steueranpassungen bei der Verfehlung bestimmter Zielvorgaben. Die drei genannten Faktoren werden in der Studie zu einem Fiskalregel-Index verdichtet, der die Stärke kantonaler Fiskalregeln abbildet (siehe Abbildung). Der höchste Wert auf der Skala von Null bis Drei wird bei Vorhandensein aller jeweiligen Einzelfaktoren erreicht, während die zweithöchste (dritthöchste) Stufe das Fehlen eines Faktors (zweier Faktoren) voraussetzt. Der Index nimmt den Wert Null an, wenn in einem Kanton keine Fiskalregel implementiert ist. Entsprechend dieser Klassifizierung sind seit den 1980er Jahren in

den Kantonen Freiburg und St. Gallen die stärksten Fiskalregeln in Kraft. Auf der zweiten Stufe befinden sich die Kantone Solothurn, Luzern und Bern sowie ab dem Jahr 2004 Aargau, Neuenburg und Wallis. Die schwächsten Fiskalregeln existieren dem Index zufolge in Appenzell Außer rhoden, Graubünden, Schwyz, Waadt und Zürich.<sup>1</sup>

## Glaubwürdige No-Bailout Regel

Hinsichtlich des Einflusses einer (un) glaubwürdigen No-Bailout Regel auf die Risikobewertung an Kapitalmärkten fokussiert die Literatur bisher vor allem auf die positiven Effekte für die föderale Ebene, die von einer impliziten Beistandsgarantie profitiert. Hingegen werden die potenziellen Kosten für die im Beistandsfall haftende Ebene größtenteils vernachlässigt. Der Schweizer Kontext ermöglicht auch hier eine Untersuchung des gegenteiligen Effektes. Entgegen den Erwartungen der Investoren entschied das Verfassungsgericht der Schweiz am 3. Juli 2003, dass es keine Einstandspflicht des Kantons Wallis für dessen hochverschuldete Gemeinde Leukerbad gibt. Die weniger als 2000 Einwohner zählende Gemeinde hatte in der vorherigen Dekade Schulden in Höhe von 346 Millionen Schweizer Franken angehäuft und war im Jahr 1998 insolvent. Da die Gemeinde nicht in der Lage war, die aufgenommenen Kredite zurückzubezahlen und der zugehörige Kanton Wallis eine Übernahme der Gemeindevverbindlichkeiten verweigerte, musste eine gerichtliche Entscheidung durch das Verfassungsgericht herbeigeführt werden. Die höchstrichterliche Entscheidung über eine Nicht-Einstandspflicht des Kantons Wallis für die Schulden der Gemeinde Leukerbad markiert somit einen entscheidenden Wendepunkt in den föderalen Haftungsbeziehungen der Schweiz. Das Urteil kennzeichnet den Beginn einer vollkommen glaubwürdigen No-Bailout

<sup>1</sup> Die Werte beziehen sich ausschließlich auf Kantone, die im Betrachtungszeitraum gehandelte Anleihen emittiert haben. Die Kantone Basel-Stadt, Genf, Tessin und Thurgau sind nicht dargestellt, da in der betrachteten Periode jeweils keine Fiskalregel implementiert ist.

Regel hinsichtlich des Nichteintretens der kantonalen für die lokale Ebene.

Die Tatsache, dass eine Reihe von Schweizer Kantone gehandelte Bonds an internationalen Kapitalmärkten platzieren, ermöglicht die Untersuchung des Einflusses beider institutioneller Regelungen auf die Risikoeinschätzung der Investoren. Hierzu wird als abhängige Variable die Differenz der Zinssätze kantonalen Anleihen zu vergleichbaren Anleihen der Schweizer Bundesebene verwendet. Höhere Spreads kennzeichnen hierbei eine schlechtere Risikobewertung und belegen ceteris paribus einen Vertrauensverlust in die Refinanzierungsmöglichkeiten des emittierenden Kantons. Ebenso werden weitere erklärende Variablen, die einen Einfluss auf die Entwicklung der Risikoprämien gehandelter Anleihen haben, in die ökonomische Untersuchung aufgenommen. Dies sind fiskalische Größen, wie beispielsweise der Schuldenstand und das Haushaltsdefizit der Kantone, ein Maß für die internationale Risikoaversion sowie anleihenspezifische Daten zu Ausgabevolumen und Restlaufzeiten der Anleihen. Zuletzt fließen der zuvor erläuterte Fiskalregel-Index sowie eine Dummy-Variablen für das Vorliegen einer glaubwürdigen No-Bailout Regel (= 1 für den Zeitraum ab dem 3. Juli 2003, = 0 für die Periode vor der Urteilsverkündung) in die Analyse ein.

## Ergebnisse

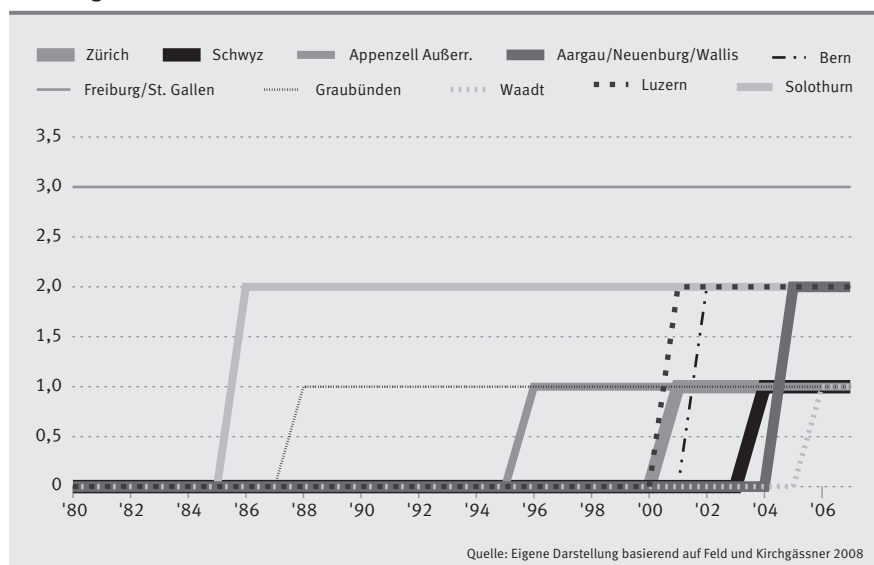
Die ökonomischen Ergebnisse ergeben, dass nahezu alle Kontrollvariablen den erwarteten Erklärungsbeitrag zur Entwicklung der Risikoprämien liefern. Die fiskalischen Variablen sowie das Maß für die internationale Risikoaversion haben hierbei einen besonderen Einfluss. Höhere Defizite gehen beispielsweise mit steigenden Risikoprämien einher. Mit Blick auf die zusätzlich aufgenommenen institutionellen Regelungen zeigt sich, dass sowohl die Präsenz und die Stärke kantonalen Fiskalregeln als auch eine glaubwürdige No-Bailout Regel einen verminderten Einfluss auf die Risikoprämien kantonalen Anleihen haben. Die Ergebnisse sind qualitativ wie auch quantitativ bedeutend: Das bloße Vorhandensein einer Fiskalregel reduziert die Risikoprämien kantonalen Anleihen im Durchschnitt um 17 Basispunkte, was ungefähr 2/3 einer Standardabweichung der Risikoprämien erklärt. Ebenso ist die Stärke einer Fiskal-

regel entscheidend: Je stärker eine Fiskalregel ausgestaltet ist, desto niedriger sind die Risikoprämien. Kantone mit starken numerischen Fiskalregeln haben demnach niedrigere Zinsaufschläge zu tragen als Kantone mit schwachen oder keinen implementierten Fiskalregeln. Hierbei ist vor allem bemerkenswert, dass die Effekte auf Werten für den Vorkrisenzeitraum beruhen. Hinsichtlich einer glaubwürdigen No-Bailout Regel offenbaren die Schätzungen die Zusatzkosten derjenigen föderalen Ebene, die im Bei-

aufgenommen. Hierbei ergibt sich kein statistisch signifikanter Einfluss der zugefügten Variablen auf die Risikoprämien. Hingegen werden die zuvor dargestellten Ergebnisse zu institutionellen Regelungen weder in quantitativer noch in qualitativer Hinsicht beeinflusst.

Zusammengefasst lässt sich somit festhalten, dass beide institutionellen Regelungen – starke numerische Fiskalregeln und eine glaubwürdige No-Bailout Regel – einen Beitrag zu niedrigeren Refinanzierungskosten leisten und Ver-

## Fiskalregel-Index



standsfall haften würde. Risikoprämien kantonalen Anleihen sind im Zeitraum vor der höchstrichterlichen Entscheidung zu einer Nicht-Einstandspflicht der Kantone für Gemeindeverbindlichkeiten um 25 Basispunkte höher als im Zeitraum nach der Urteilsverkündung.

## Robustheit und Schlussfolgerungen

Da institutionelle Regelungen immer auch Ergebnisse des politischen Prozesses sind, besteht die Gefahr, dass insbesondere die Einführung oder Härtung fiskalischer Regelungen lediglich ein Spiegelbild veränderter Wählerpräferenzen darstellt und die Veränderung keinen ursächlich kausalen Einfluss auf die zu erklärende Variable ausübt. Um dieser Problematik zu begegnen, werden in verschiedenen Robustheits-Tests sowohl Maße für Wähler-Präferenzen als auch Maße zu direktdemokratischen Partizipationsmöglichkeiten der Schweizer Bevölkerung in den entsprechenden Kantonen

trauen der Kapitalmärkte stärken. Hierbei ist jedoch die institutionelle Ausgestaltung von entscheidender Bedeutung. Die Erfahrungen der Euro-Zone hinsichtlich der Verbindlichkeit der Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspaktes sowie in Bezug auf die vertraglich festgelegte No-Bailout Regel belegen, dass bloße Lippenbekenntnisse nicht ausreichend sind, den beschriebenen Effekt herbeizuführen. Ganz im Gegenteil sind starke und glaubwürdige Zusagen entsprechend dem Schweizer Vorbild notwendig, die dann jedoch auch von den Finanzmärkten honoriert werden.

Marc-Daniel Moessinger, moessinger@zew.de

## Literatur

- Feld, L. P., Kalb, A., Moessinger, M.-D. und Osterloh, S. (2013): Sovereign Bond Market Reactions to Fiscal Rules and No-Bailout Clauses – The Swiss Experience, ZEW Discussion Paper No. 13-034.
- Feld, L. P. und Kirchgässner, G. (2008): On the effectiveness of debt brakes: The Swiss Experience. In: Neck, R. und Sturm, J.-E. (Hrsg.), Sustainability of Public Debt. MIT Press, Cambridge, S. 223-255.