

---

*Mit den Forschungsnachrichten fassen die besten Studierenden wirtschaftspolitisch relevante Ergebnisse der aktuellen Forschung für Entscheidungsträger und die interessierte Öffentlichkeit zusammen.*

---

Arthur CORAZZA  
Wirtschaftsuniversität Wien  
Institut für Makroökonomie  
arthur.corazza@gmail.com



### Kann die Geldpolitik Marktängste zerstreuen?

---

*Die Krise der Eurozone hat es gezeigt: die Tragbarkeit der Staatsschulden ist begrenzt. Jedoch ist kaum etwas so unsicher wie die Erwartungen über die künftige Fiskalpolitik eines Landes und so schwierig wie die Einschätzung der staatlichen Kreditwürdigkeit. Die Risikoeinschätzungen der Marktteilnehmer schwanken zwischen Vertrauen, harten Daten und Angst. Geht das Vertrauen verloren und breiten sich Misstrauen und Angst aus, dann setzt eine unkoordinierte Kapitalflucht ein. Sie lässt die Zinsen schlagartig ansteigen, verschärft die Krise erst recht und kann im schlimmsten Fall eine Insolvenz herbeizwingen. Kann die Zentralbank mit ihrer Geldpolitik die Marktängste zerstreuen und eine prekäre Lage stabilisieren? Christian Keuschnigg, Herausgeber.*

*Quelle: Krishnamurthy, Arvind, Stefan Nagel und Annette Vissing-Jorgensen (2018), ECB Policies Involving Government Bond Purchases: Impact and Channels, Review of Finance 22, 1-44.*

Auf dem Höhepunkt der Eurokrise sahen sich Peripherieländer mit stark ansteigenden Zinsen auf ihre Staatsschulden konfrontiert. Der Vertrauensverlust in die Tragbarkeit der Schulden und die Flucht der Investoren wurden zum Sinnbild für die Zuspitzung der Krise. Zwischen Herbst 2011 und dem Frühjahr 2012 erreichten die Zinssätze auf Staatsanleihen von Italien und Spanien 6-7% und jene von Portugal und Irland 20%. Die Zinsen auf griechische Schuldtitel vor dem Zahlungsausfall 2012 schnellten kurzzeitig auf über 200% hoch. Zinssprünge wie diese reflektieren grundsätzlich eine plötzlich einsetzende Risikoscheu der Investoren bis hin zur Panik. Sie tragen wesentlich zur Verschärfung der Staatsschuldenkrise bei und können im Extremfall zur selbsterfüllenden Prophezeiung werden. Während der Krisenjahre kämpfte die Europäische Zentralbank (EZB) darum, das Vertrauen der Märkte wiederherzustellen. Worauf war die Panik an den Finanzmärkten genau zurückzuführen? Wie sehr konnte die EZB mit Ankündigungen zu geldpolitischen Sondermaßnahmen die Wogen glätten und zur Senkung der Zinsen und damit zur Eindämmung der Eurokrise beitragen?

In der kritischen Phase der Eurokrise 2010-2012 lassen sich mehrere Zeitpunkte ausmachen, zu denen die EZB außergewöhnliche geldpolitische Maßnahmen ankündigte und damit Einfluss auf die Märkte nahm. Mit dem Start des Securities Market Programme (SMP, Programm für Wertpapierkäufe) am 10. Mai 2010 begann die EZB mit Ankäufen von Staatsobligationen Griechenlands, Irlands und Portugals auf dem Sekundärmarkt, die sie ab 7. August 2011 auf italienische und spanische Anleihen ausweitete. Als sie das Programm im September 2012 einstellte, belief sich der Marktwert der aufgekauften Staatsanleihen zum Jahresende auf 218 Mrd. Euro (davon Italien 47%, Spanien 20% und Griechenland 16%). Die durchschnittliche Restlaufzeit betrug etwa 4 Jahre. Per 6. September 2012 ersetzte die EZB das SMP-Programm durch das Outright Monetary Transactions-Programm (OMT, geldpolitische Outright-Geschäfte). Bereits einige Wochen zuvor kündigte sie mit einer Pressemitteilung und der oft zitierten Aussage „whatever-it-takes“ von Präsident Mario Draghi ihre Maßnahmen zur Beruhigung der Märkte an. Angesichts der Prominenz der Ankündigung ist es erstaunlich, dass die EZB tatsächlich noch keinen Euro für das OMT-Ankaufprogramm ausgeben musste. Sie sollte Anleihen erst nach Antrag und nur bei Erfüllung fiskalischer Auflagen erwerben. Weil das bis heute noch nicht eingetreten ist, bleiben die Medienankündigungen der einzige Einflussfaktor des Programmes.

---

*2011-2012 erreichten die Zinsen von italienischen und spanischen Staatsanleihen 6-7% und von portugiesischen und irischen 20%. Bis Ende 2012 kaufte die EZB 218 Mrd. Euro an Staatsanleihen auf, davon entfielen auf Italien 47%, Spanien 20% und Griechenland 16%.*

---

Während die EZB das erste Ankaufprogramm noch betrieb, kündigte sie bereits parallel dazu im Dezember 2011 die Longer-Term Refinancing Operations (LTROs, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte) an. Sie gewähren den Banken ohne Mengenbeschränkung (full allotment), aber nur bei Nachweis von Sicherheiten, Zugang zu Refinanzierungsgeschäften mit einer Laufzeit von bis zu 3 Jahren. Die Zentralbank vergab im Zuge der Offenmarktaktivitäten im Dezember 2011 und Februar 2012 finanzielle Mittel an den Bankensektor im Umfang von total 1'019 Mrd. Euro, das ist eine Nettoerhöhung von 521 Mrd. Obwohl die Liquiditätszuschüsse primär die Kreditvergabe an die Privatwirtschaft anstoßen sollten, floss anstatt dessen ein erheblicher Teil der Liquidität aus LTRO-Refinanzierungsgeschäften in den Erwerb von Staatsanleihen. Die Banken haben ihre Bestände an heimischen Staatsanleihen stark aufgestockt, in Italien um 86 Mrd. und in Spanien um 66 Mrd. Euro. Welche Auswirkungen hatten die EZB-Ankündigungen auf die Zinsen der Staatsanleihen?

Sichere Wertpapiere werfen nur einen niedrigen Zins ab. Wenn die Gläubiger mit einem Zahlungsausfall rechnen müssen, wollen sie sich das Risiko abgelten lassen und fordern höhere Zinsen. Je wahrscheinlicher ein teilweiser oder vollständiger Zahlungsausfall wird, desto höher muss auch die Risikoprämie sein. Die Zinsen steigen mit zunehmendem Risiko an. Das gilt auch für Staatsanleihen von überschuldeten Ländern. Die Forscher arbeiten mehrere unterschiedliche Risiken von Staatsanleihen heraus und schätzen ihren Einfluss auf die Zinsen. Erstens spiegeln die Zinsen die Erwartungen über den künftigen Kurs der Geldpolitik wider. Eine expansive Geldpolitik lässt niedrige Zinsen erwarten. Wegen der einheitlichen Geldpolitik im Euroraum sollte dieses ‚geldpolitische Risiko‘ alle Mitgliedsstaaten ähnlich betreffen.

Andere Risiken unterscheiden sich je nach Land. Zweitens müssen Investoren wie bei jeder Art von Kredit ein länderweise unterschiedliches Insolvenzrisiko berücksichtigen. Fiskalisch starke Staaten sind ein ‚sicherer Hafen‘ und zahlen äußerst niedrige Zinsen. Überschuldete Länder sind mit einem Insolvenzrisiko behaftet und müssen höhere Zinsen zahlen. Drittens spielte während der europäischen Staatsschuldenkrise die Angst der Investoren vor einem drohenden Ausstieg einzelner Länder aus der Währungsunion eine große Rolle. Wenn bestehende Schulden in eine neue nationale Währung, zum Beispiel die Lira, umgewandelt werden und die Währung nach dem Austritt stark abwertet, dann müssen die Gläubiger einen hohen Abwertungsverlust hinnehmen. Sie würden die ursprüngliche Euroschuld nur mehr teilweise zurückerhalten. Dieses

„Redenominierungsrisiko“ lässt die Zinsen stark steigen. Schließlich weisen Staatsschulden auch ein Liquiditätsrisiko auf. Wenn ein Markt illiquide wird, müssen Investoren damit rechnen, dass sie künftig keine Käufer finden und ihre Staatsanleihen nur mit hohen Abschlägen loswerden. Die Märkte für Staatsanleihen segmentieren sich. Mangels Handel kommt ein Ausgleich der Zinsen mittels Arbitrage nicht zustande. Auch für dieses Risiko fordern die Gläubiger Zinszuschläge.

Ziel der EZB-Maßnahmen war es, Marktängste über einen drohenden Ausstieg eines Krisenstaates zu zerstreuen und durch die Bereitstellung zusätzlicher Liquidität die Bildung separater Marktsegmente zu verhindern und das Liquiditätsrisiko abzubauen. War die EZB-Politik erfolgreich? Um diese Frage zu untersuchen, zerlegen die Forscher die Zinsen italienischer, spanischer und portugiesischer Staatsanleihen in ihre Risikokomponenten.

*Mit höherem Ertragsrisiko steigen die Zinsen. Neben dem einheitlichen geldpolitischen Risiko spiegeln die Zinsen auf Staatsanleihen in der Eurozone ein Insolvenzrisiko, ein Abwertungsrisiko bei einem möglichen Austritt aus der Eurozone und ein Liquiditätsrisiko wider.*

Abbildung 1 veranschaulicht die Entwicklung der Zinsspanne – die länderspezifische Zinsrate - von italienischen Staatsanleihen mit ihren drei treibenden spezifischen Risikofaktoren, nämlich dem staatlichen Zahlungsausfall, Italiens Austritt aus dem Euro (Redenominierung), und dem Einfluss von Marktfriktionen (Illiquidität, Segmentierung). Die gesamte Zinsspanne der Staatsanleihen schwankte im Beobachtungszeitraum zwischen 1 bis 6% und erreichte Ende 2011 ihren Höchststand. Nach den Schätzungen der Wissenschaftler war in Italien die Angst vor einem staatlichen Zahlungsausfall der treibende Faktor hinter dem sprunghaften Anstieg der Zinsen im Herbst 2011. Die drohende Umwandlung der Schulden in eine neue Lira (Redenominierung) war im damaligen Zeitraum dagegen relativ unerheblich, so auch die Marktfriktionen. Das spanische Pendant fluktuierte um 1-5%, das portugiesische zwischen 3 und 17%, wobei die Forscher ähnliche Trends und Anteile der Zinskomponenten feststellen.

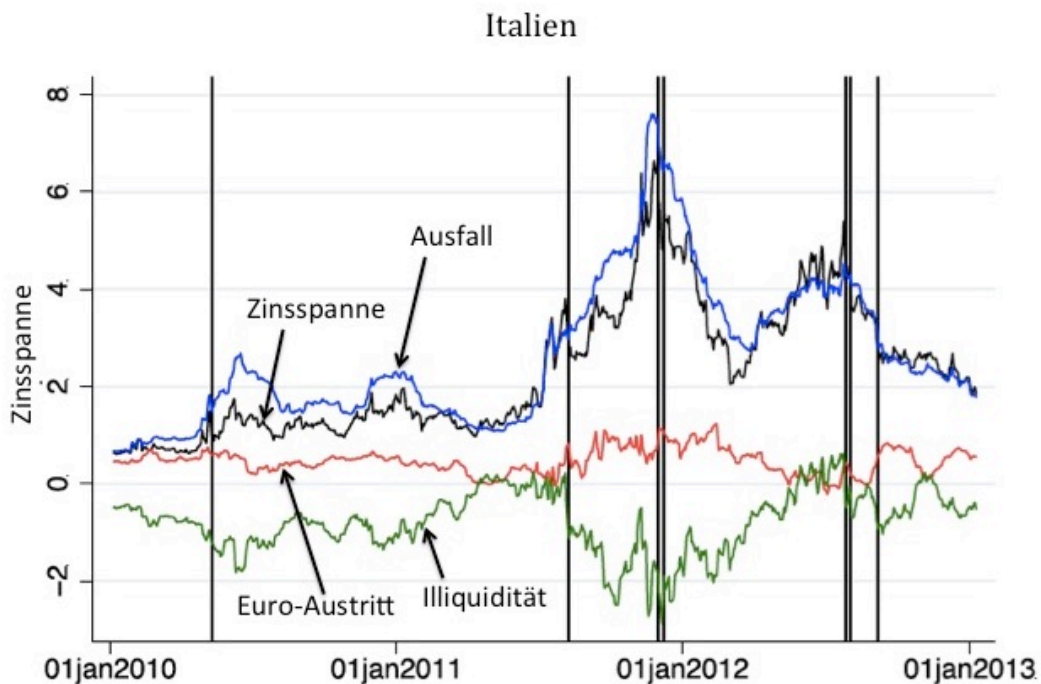


Abb. 1: Die Zinsspanne italienischer Staatsanleihen mit ihren drei Komponenten und die Zeitpunkte der EZB-Ankündigungen (vertikale Markierungen). Quelle: Krishnamurthy et al., 2017, Appendix Figure 3.C.

Die empirische Evidenz zeigt, dass die EZB mit ihren angekündigten und tatsächlichen Ankäufen vor allem die Zinsen auf Anleihen mittlerer Laufzeit kurzfristig senken konnte. Bei italienischen Staatsanleihen mit 2-5-jähriger Laufzeit lösten Ankündigungen zu den Maßnahmen SMP und OMT jeweils eine Verringerung der Zinsen um 150-200 Basispunkte (BP, 100 BP sind 1 Prozentpunkt) in den unmittelbar darauffolgenden Handelstagen aus. Für spanische Wertpapiere betrug die Reduktion pro Programm rund 190-250 BP und für portugiesische Schuldtitel bis zu 460-550 BP. Nachrichten zum Refinanzierungsprogramm LTRO konnten hingegen keine weitere signifikante Senkung der Zinssätze bewirken.

---

*Ankündigungen der EZB zu den Ankaufprogrammen lösten in den darauffolgenden Tagen Zinssenkungen von bis zu 200 Basispunkten für italienische, 250 BP für spanische und 550 BP für portugiesische Staatsanleihen aus.*

---

Beruhigend wirkten die Nachrichten in erster Linie, indem sie die Ängste vor einem staatlichen Zahlungsausfall und vor dem Liquiditätsrisiko mit einer Segmentierung der Finanzmärkte abschwächten. Die drei EZB-Programme scheinen unerhebliche Auswirkungen auf das gemeinsame, geldpolitische Zinsrisiko zu haben. In Italien hatten Ankündigungen zu den Ankaufprogrammen SMP und OMT signifikante Reduktionen der Ausfallskomponente um 31-117 BP und der Marktsegmentierung (Liquiditätsrisiko) um 79-133 BP zur Folge. Im damaligen Zeitraum spielte die Angst vor Italiens Ausstieg aus dem Euro kaum eine Rolle, so dass auch die Ankündigungen der EZB sich kaum auf diesen Teil des Zinsrisikos auswirkten.

Auch in Spanien reduzierten die Ankündigungen die Befürchtungen der Investoren bezüglich eines Zahlungsausfalls und senkten diese Zinskomponente um 44-96 BP. Zudem verringerten die Maßnahmen die Marktsegmentierung und senkten den Zuschlag für das Liquiditätsrisiko um 73-87 BP. Auch das geringere wahrgenommene Risiko eines Euro-Ausstiegs trug mit 20-56 BP zur Zinssenkung bei. In Portugal drückten Ankündigungen zu den Ankaufprogrammen die Zinszuschläge für das Insolvenzrisiko um 116-128 BP, für das Liquiditätsrisiko aufgrund von Marktsegmentierung um 167 BP und für das Abwertungsrisiko bei einem Euroausstieg um 118 BP. LTRO-Ankündigungen bewirkten dagegen in Portugal keine Zinssenkung und reduzierten in Italien lediglich das Ausfallrisiko geringfügig. Im Gegensatz dazu beförderte das LTRO-Programm in Spanien mit 69-83 BP eine nennenswerte Reduktion der Marktsegmentierungskomponente.

Zusammenfassend wird klar, dass die EZB-Kommunikation zu den Ankaufprogrammen SMP und OMT die Zinsen auf Staatsanleihen effektiv senken konnte, vorwiegend über geringere, wahrgenommene Ausfallrisiken der Krisenstaaten und über die Korrektur von Marktsegmentierung und Illiquidität. Mit teilweise erheblichen Unterschieden machten im Durchschnitt der untersuchten Länder geringere Risiken eines Zahlungsausfalls 37%, einer Marktsegmentierung und Illiquidität 50%, und eines Austritts mit Abwertungsverlusten (Redenominierung) 13% der Zinssenkung aus. Ankündigungen zum Refinanzierungsprogramm LTRO - die Maßnahme mit dem im Endeffekt größten Volumen - hatten dagegen nur auf spanische Staatsanleihen relevante Auswirkungen.

---

*Die EZB Politik konnte die Risikoeinschätzungen und damit die Zinsen auf Staatsschulden senken. Die geringeren Risiken eines Zahlungsausfalls, einer Marktsegmentierung und Illiquidität, und eines Euro-Austritts machten im Durchschnitt 37%, 50% und 13% der Zinssenkung aus.*

---

Abschließend untersuchten die Autoren die Nebeneffekte der EZB-Ankündigungen auf die Bewertungen und Finanzierungsbedingungen von Unternehmen im Euroraum. Während die beiden Ankaufprogramme SMP und OMT in 9 von 11 untersuchten Euro-Mitgliedsstaaten unmittelbare Kurssteigerungen an den Aktienmärkten um 4% bzw. 14% auslösten, scheint das LTRO-Programm auf die Aktienindizes keinen signifikanten Einfluss genommen zu haben.

Ähnliches schließen die Autoren über die Kurssteigerungen bei Aktien des Finanzsektors (SMP +9%, OMT +19%) und Aktientitel der Realwirtschaft (SMP +3%, OMT +12%). Die höchsten Wertzuwächse von 18-21% verzeichneten dabei Aktien von Finanzinstitutionen aus den Euro-Krisenstaaten infolge der OMT-Ankündigungen im Sommer 2012. Der Gesamteffekt auf die Zinsen von Unternehmensanleihen der Peripherieländer blieb vergleichsweise gering. Nur die Nachrichten zum OMT-Programm verbesserten die Finanzierungskonditionen von italienischen (-40 BP) und spanischen Unternehmen (-91 BP). Die Autoren beziffern den geschätzten Wertzuwachs durch SMP und OMT an den Finanzmärkten der Eurozone mit 955 Mrd. Euro und den Anstieg der Marktwerte für Staatsschulden von Peripheriestaaten mit 275 Mrd. Euro.

---

## Wirtschaftspolitisches Zentrum WPZ

---

*Forschung und Kommunikation auf Spitzenniveau für Politik, Wirtschaft und Gesellschaft*

Das Wirtschaftspolitische Zentrum (WPZ) ist eine Initiative der Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie (FGN-HSG) an der Universität St. Gallen und ist folgenden Aufgaben gewidmet:

- Spitzenforschung mit Anwendungsbezug
- Wissenstransfer in die wirtschaftspolitische Praxis
- Förderung der wissenschaftlichen Nachwuchstalente
- Information der Öffentlichkeit

Unsere Aktivitäten in der Forschung reichen von wegweisenden Studien in Kooperation mit international führenden Wissenschaftlern bis hin zu fortlaufenden wirtschaftspolitischen Kommentaren. Damit wollen wir die wirtschaftspolitische Diskussion mit grundlegenden Denkanstößen beleben und eine konsequente Reformagenda für Österreich entwickeln, um die großen Herausforderungen besser zu lösen. Die Erkenntnisse und Ergebnisse der modernen Theorie und empirischen Forschung sollen zugänglich aufbereitet und kommuniziert werden, damit sie von Entscheidungsträgern und der Öffentlichkeit wahrgenommen und genutzt werden können und für die politische Entscheidungsfindung Relevanz entwickeln.

Wir freuen uns, wenn Sie unsere Initiativen unterstützen und das WPZ weiterempfehlen. Informieren Sie sich auf [www.wpz-fgn.com](http://www.wpz-fgn.com) über unsere Aktivitäten und kontaktieren Sie uns unter [office@wpz-fgn.com](mailto:office@wpz-fgn.com).

---

Wirtschaftspolitisches Zentrum | [www.wpz-fgn.com](http://www.wpz-fgn.com) | [office@wpz-fgn.com](mailto:office@wpz-fgn.com)

---