

IfW-Box 2011.18

Zur Haushaltsbelastung durch Risikoaufschläge auf spanische und italienische Staatsanleihen

Jens Boysen-Hogrefe

Im Juli 2011 stiegen die Umlaufrenditen für italienische und spanische Staatsanleihen rasant. Die 10-jährigen Papiere beider Staaten rentierten zeitweise über 6 Prozent, und die Renditedifferenz zu deutschen Staatsanleihen gleicher Laufzeit erreichte den höchsten Stand seit Bestehen der Währungsunion. Langfristig können im Zuge des Revolvierens der Schulden durch steigende Risikoprämien erhebliche Kosten entstehen, so dass die jüngsten Ereignisse Sorgen bezüglich der Schuldentragfähigkeit der beiden Länder aufkommen ließen. Gerade für Italien wäre ein dauerhafter Anstieg der Risikoprämie problematisch. Bei rund 1,8 Bill. Euro Schulden würde ein Anstieg um einen Prozentpunkt 18 Mrd. Euro zusätzliche Ausgaben bedeuten – in etwa der Umfang des Sparpakets für das Jahr 2012. Diese Kosten entstehen allerdings nicht sofort, sondern erst, wenn neue Staatsanleihen ausgegeben werden. Mit einer durchschnittlichen Restlaufzeit von sieben Jahren ist der italienische Staat relativ langfristig finanziert, so dass selbst bei einer Fortdauer der Risikoaufschläge über einige Jahre merklich niedrigere Kosten pro Prozentpunkt Risikoaufschlag entstehen als besagte 18 Mrd. Euro.

Im Folgenden soll dargestellt werden, welche Effekte steigende Risikoprämien im Prognosezeitraum für die öffentlichen Haushalte Italiens und Spaniens haben können. Dazu wird die Fälligkeitsstruktur aller Geld- und Kapitalmarktpapiere analysiert sowie die erwartete Neuverschuldung, die vermutlich in Form von Staatsanleihen platziert wird, herangezogen. Italien muss im laufenden Jahr rund 60 Mrd. Euro am Geldmarkt und eine ähnlich große Summe am Kapitalmarkt refinanzieren. Ferner unterstellen wir, dass zusätzlich rund 30 Mrd. Euro Neuverschuldung platziert werden sollen. In der Summe fallen rund 150 Mrd. Euro an. Im ersten Halbjahr 2012 dürfte dieser Wert auf knapp 200 Mrd. Euro steigen und sich im zweiten Halbjahr auf rund 115 Mrd. Euro belaufen. Kumuliert dürfte sich der Finanzbedarf Italiens im Jahr 2012 auf etwa 465 Mrd. Euro belaufen (Tabelle 1). Wenn für alle diese Finanzierungsgeschäfte bereits 2012 Zinszahlungen anfielen, würde ein Anstieg der Risikoprämie um einen Prozentpunkt Mehrkosten von 4,65 Mrd. Euro (0,3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) bedeuten. Wäre der Anstieg der Risikoprämie auf das Jahr 2011 begrenzt, beliefen sich die Kosten pro zusätzlichen Prozentpunkt bei etwa 1,5 Mrd. Euro (0,1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt).

Tabelle 1:

Finanzierungsbedarf Italiens 2011–2012 (in Mrd. Euro)

	2. Halbjahr 2011	1. Halbjahr 2012	2. Halbjahr 2012
Geldmarkt	59,19	59,87	0,00
Kapitalmarkt	61,50	109,63	85,33
Laufendes Defizit*	30,00	30,00	30,00
Summe	150,69	199,50	115,33
Kumuliert	150,69	350,18	465,51

* Prognose des IfW.

Quelle: Ministero dell'Economia e delle Finanze (2011); Berechnungen des IfW.

Tabelle 2:

Finanzierungsbedarf Spaniens 2011–2012 (in Mrd. Euro)

	2. Halbjahr 2011	1. Halbjahr 2012	2. Halbjahr 2012
Geldmarkt	31,26	39,85	16,27
Kapitalmarkt	14,09	11,94	34,48
Laufendes Defizit*	20,00	25,00	25,00
Summe	65,35	76,79	75,74
Kumuliert	65,35	142,14	217,89

* Prognose des IfW.

Quelle: Ministerio de Economía y Hacienda (2011); Berechnungen des IfW.

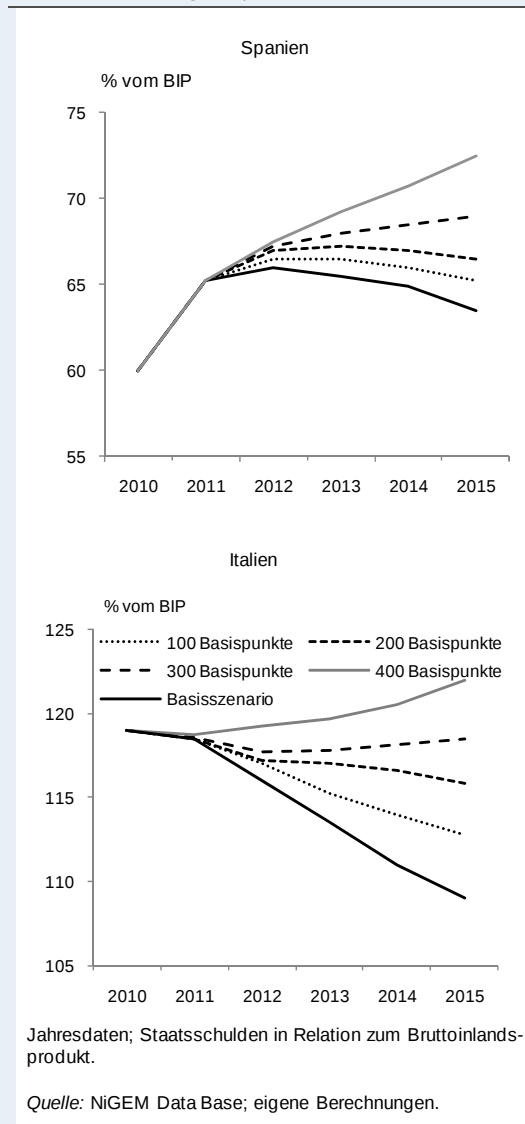
Im Falle Spaniens sind die Kosten einer höheren Risikoprämie langfristig wie kurzfristig deutlich geringer. Für das laufende Jahr ist mit einem Finanzierungsbedarf von rund 65 Mrd. Euro zu rechnen (Tabelle 2). Über das Jahr 2012 summiert sich der Finanzierungsbedarf auf knapp 220 Mrd. Euro. Die zusätzlichen Zinskosten eines Prozentpunkts Risikoaufschlag wären bei einem vorübergehenden Anstieg, der auf das Jahr 2011 begrenzt bliebe, also bei 650 Mill. Euro (0,065 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt). Über das Jahr 2012 hinweg betrüge die zusätzliche Belastung etwa 2,2 Mrd. Euro (0,22 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt).

Da neben der Verschuldung am Geld- und Kapitalmarkt beide Länder Verbindlichkeiten gegenüber Banken in Form von direkten Krediten haben, deren Konditionen sich an denen für Staatsanleihen orientieren dürften, und in diesen Berechnungen ausschließlich die Verbindlichkeiten des Zentralstaats berücksichtigt wurden, ist insgesamt mit höheren Kosten durch Risikoaufschläge als hier skizziert zu rechnen. Angesichts des geringen Bestands kurzfristiger Bankkredite dürften die damit einhergehenden Zinslasten kaum ins Gewicht fallen.^a

Die Berechnungen zeigen, dass Italien und insbesondere Spanien einen vorübergehenden Anstieg der Risikoprämien verkraften können. Erst bei einer Fortdauer der erhöhten Risikoprämien über mehr als ein Jahr hinweg oder gar einer weiteren Zunahme würden die Kosten die finanziellen Spielräume stark beeinträchtigen. Das bestätigt auch eine Simulation mit Hilfe des Weltmodells NiGEM.^b Dabei wurden für Italien und Spanien Zinsaufschläge in verschiedener Höhe simuliert. Im Basisszenario liegen die Zinsen für zehnjährige spanische und italienische Anleihen bis zum Ende des laufenden Jahres 310 Basispunkte bzw. 270 Basispunkte über denen deutscher Anleihen. Im Verlauf der Jahre 2012 bis 2015 sinken die Spreads graduell zu historischen Maßstäben. In vier Alternativszenarien analysieren wir den Einfluss höherer Risikoaufschläge von jeweils 100, 200, 300 und 400 Basispunkten über dem Basisszenario auf die Nachhaltigkeit der Staatsschulden in Italien und Spanien. Bei hohen Spreads dürfte die Schuldenquote weiter merklich steigen (Abbildung 1).

Wenn es das Ziel der EZB gewesen wäre, mit ihrem raschen Eingreifen am Sekundärmarkt die Finanzlage Spanien und Italiens zu stützen, müsste man dieses Vorgehen extrem voreilig nennen. Daher erscheint es plausibel, dass das primäre Ziel tatsächlich die Finanzmarktstabilisierung gewesen ist. Hätten die Ratingagenturen die höheren Risikoaufschläge als Signal für Herabstufungen beider Länder gewertet, hätte dies wegen der Risikogewichtung des Eigenkapitals und des großen Volumens dieser Staatsanleihen, die in europäischen Bankensektor sind, im schlimmsten Fall zu einer Reihe von Bankpleiten führen können. Das Ziel des Eingriffs der EZB war es offenbar dies abzuwenden. Die positiven Effekte für die Staatsfinanzen der beiden Länder und somit den Verdacht, die Monetarisierung von Schulden zu betreiben, hat sie in Kauf genommen.

Abbildung 1:
Staatsverschuldung in Spanien und Italien 2010–2015



^aDer spanische Gesamtstaat hatte Ende des ersten Quartals 2011: 12 Mrd. Euro an kurzfristigen Krediten (Quelle: Eurostat). — ^bDie Simulation orientiert sich stark am Szenario in Holland et al. (2011).

Literatur

- Holland, D., S. Kirby und A. Orazgani (2011). Modelling the Sovereign Debt Crisis in Europe. *National Institute Economic Review* 217 (1): F37–F45.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze (2011). Outstanding of Public Securities. Update on July 31, 2011. Via Internet (30. August 2011) <http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/debito_publico/scadenze_titoli_suddivise_per_anno/Outstanding_public_securities_31-07-2011_GPO.pdf>.
- Ministerio de Economía y Hacienda (2011). Outstanding Securities. Via Internet (30. August 2011) <http://www.tesoro.es/en/valores/circulacion/valores_circulacion.asp>.