



511 Bericht von Kerstin Bernoth, Sara Dietz, Gökhan Ider und Rosa María Lastra

Einsatz des neuen EZB-Notfallprogramms TPI bisher nicht erforderlich

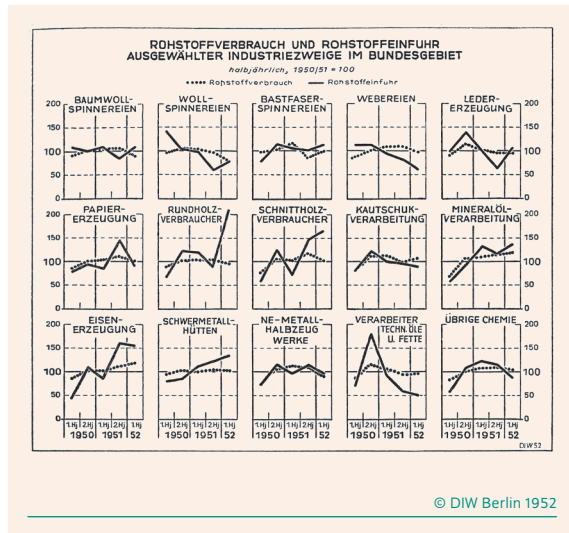
- Falls Anleiherenditen der Euro-Länder sich übertrieben auseinander entwickeln, will EZB mit Notfallprogramm gegensteuern
- Schätzmodell untersucht Treiber der unterschiedlichen Zinsentwicklung
- Bisher keine Marktirrationalitäten zu erkennen

520 Interview mit Kerstin Bernoth

524 Kommentar von Christian von Hirschhausen

Atomkraft: Wir brauchen einen Stresstest 2.0 für die Entsorgung radioaktiver Abfälle

Rohstoffverbrauch und Rohstoffeinfuhr im Gleichgewicht



Der stürmischen Aufwärtsbewegung der deutschen Ausfuhr in den letzten drei Jahren steht eine sehr viel ruhigere Entwicklung der Einfuhr gegenüber: Das Exportvolumen¹⁾ nahm vom 1. Halbjahr 1950 zum 1. Halbjahr 1951 um 71 vH und vom 1. Halbjahr 1951 zum 1. Halbjahr 1952 um 8 vH zu. Beim wichtigsten Posten – den Fertigwaren-Enderzeugnissen – betrug die Steigerung sogar 116 vH und 20 vH.

Das Importvolumen¹⁾ dagegen erhöhte sich in den miteinander verglichenen Zeitabschnitten nur um 16 vH und 7 vH. Die beiden je fast die Hälfte der Einfuhr einnehmenden Hauptgruppen – die Gruppe der Ernährungsgüter und die Gruppe der für die gewerbliche Wirtschaft bestimmten Rohstoffe, Halbwaren und Vorerzeugnisse – weisen im Zeitraum 1950/51 eine gleich hohe Zunahme um 16 bis 17 vH auf. Vom 1. Halbjahr 1951 zum 1. Halbjahr 1952 ist die Einfuhr von Ernährungsgütern indes kaum mehr gestiegen, die Einfuhr von Rohstoffen, Halbwaren und Vorerzeugnissen aber hat sich weiter um 9 vH erhöht. Die restliche kleine Einfuhrgruppe der Fertigwaren-Enderzeugnisse zeigt im laufenden Jahr ein sehr lebhaftes Wachstum, das mit dem Wiederingangkommen der Liberalisierung zusammenhängt; diese Einfuhr liegt in der ersten Hälfte dieses Jahres um 44 vH über Vorjahrshöhe.

Das rasche Wachstum der Ausfuhr und die langsame Zunahme der Einfuhr haben bereits vor mehr als Jahresfrist zur Aktivierung der Handelsbilanz geführt. Der Aktivsaldo stellte sich im 2. Vierteljahr 1951 auf 84 Mill. \$; im 2. Viertel des laufenden Jahres wurden für 128 Mill. \$ mehr Waren exportiert als importiert.

1) Werte in Preisen von 1950.

Aus dem Wochenbericht Nr. 40 vom 3. Oktober 1952

IMPRESSUM



DIW Berlin — Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
www.diw.de
Telefon: +49 30 897 89-0 Fax: -200
89. Jahrgang 6. Oktober 2022

Herausgeberinnen und Herausgeber

Prof. Dr. Tomaso Duso; Sabine Fiedler; Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.; Prof. Dr. Peter Haan; Prof. Dr. Claudia Kemfert; Prof. Dr. Alexander S. Kritikos; Prof. Dr. Alexander Kriwoluzky; Prof. Dr. Stefan Liebig; Prof. Dr. Lukas Menkhoff; Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.; Prof. Dr. Carsten Schröder; Prof. Dr. Katharina Wrohlich

Chefredaktion

Prof. Dr. Pio Baake; Claudia Cohnen-Beck; Sebastian Kollmann; Kristina van Deuverden

Lektorat

Laura Pagenhardt

Redaktion

Marten Brehmer; Rebecca Buhner; Dr. Hella Engerer; Petra Jasper; Kevin Kunze; Sandra Tubik

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice, Postfach 74, 77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Telefon: +49 1806 14 00 50 25 (20 Cent pro Anruf)

Gestaltung

Roman Wilhelm, Stefanie Reeg, Eva Kretschmer, DIW Berlin

Umschlagmotiv

© imageBROKER / Steffen Diemer

Satz

Satz-Rechen-Zentrum Hartmann + Heenemann GmbH & Co. KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

ISSN 0012-1304; ISSN 1860-8787 (online)

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe und unter Zusendung eines Belegexemplars an den Kundenservice des DIW Berlin zulässig (kundenservice@diw.de).

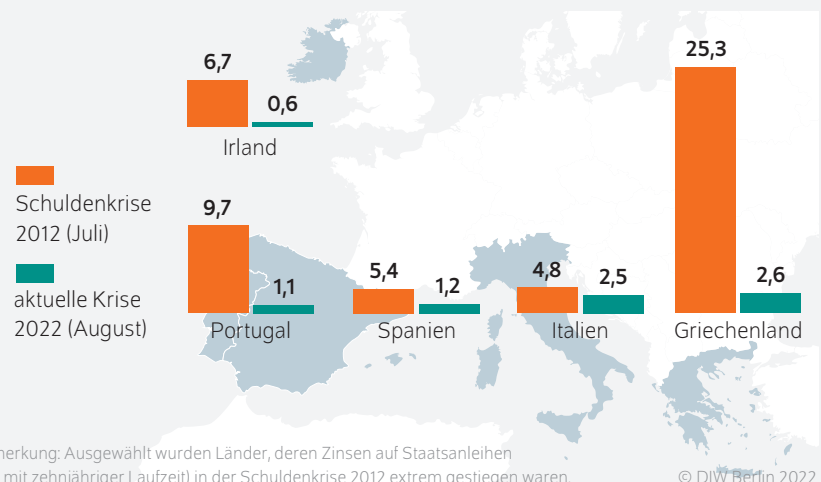
Abonnieren Sie auch unseren DIW- und/oder Wochenbericht-Newsletter unter www.diw.de/newsletter

Einsatz des neuen EZB-Notfallprogramms TPI bisher nicht erforderlich

Von Kerstin Bernoth, Sara Dietz, Gökhan Ider und Rosa María Lastra

- Straffere Geldpolitik im Euroraum lässt Anleihezinsen in hochverschuldeten Staaten stärker steigen als in Deutschland
- EZB will im Fall einer riskanten Eskalation mit Notfallprogramm Transmission Protection Instrument (TPI) gegensteuern
- Schätzmodell untersucht Treiber der unterschiedlichen Zinsentwicklung
- Bisher keine Marktirrationalitäten zu erkennen: Zinsen werden durch länderspezifische Fundamentaldaten und allgemeine Risikobewertung getrieben
- TPI gibt aus rechtlicher Sicht Anlass zu Bedenken; EZB sollte Ausgestaltung definieren und absichern

Die Zinsen für Staatsanleihen im Euroraum haben sich aktuell noch nicht so stark auseinanderentwickelt wie 2012
Zinsdifferenz zur zehnjährigen Bundesanleihe in Prozentpunkten



ZITAT

„Seitdem die EZB die Geldpolitik strafft, sind in einzelnen Ländern die Renditen für Staatsanleihen zwar gestiegen. Bisher entwickeln sie sich aber entlang der Fundamentaldaten der jeweiligen Euro-Länder. Marktübertreibungen sind nicht zu erkennen.“

— Kerstin Bernoth —

MEDIATHEK



Audio-Interview mit Kerstin Bernoth
www.diw.de/mediathek

Einsatz des neuen EZB-Notfallprogramms TPI bisher nicht erforderlich

Von Kerstin Bernoth, Sara Dietz, Gökhan Ider und Rosa María Lastra

ABSTRACT

Seit Anfang 2022 normalisiert sich die Geldpolitik im Euro-Raum schrittweise. Infolgedessen steigen die Anleiherenditen hoch verschuldeter Länder wie Italien und Griechenland stärker als die von Ländern mit niedrigerer Verschuldung, wie beispielsweise Deutschland – eine Entwicklung, die als Fragmentierung des Anleihemarktes bezeichnet wird. Um eine einheitliche Wirksamkeit der Geldpolitik auf die wirtschaftliche Entwicklung und letztendlich die Preisentwicklung in allen Euro-Mitgliedstaaten sicherzustellen, hat der Rat der Europäischen Zentralbank im Juli dieses Jahres das Transmissionschutzinstrument TPI angekündigt. Es soll ermöglichen, selektiv Staatsanleihen von Ländern zu kaufen, deren Zinsanstieg als nicht durch makroökonomische Fundamentaldaten gerechtfertigt angesehen wird, um so ein ungeordnetes Auseinanderdriften der Zinsniveaus zwischen den Ländern zu verhindern. Der vorliegende Bericht untersucht dieses neue geldpolitische Instrument unter wirtschaftlichen und rechtlichen Aspekten. Modellschätzungen zeigen, dass die Rendite-spannen zwischen Anleihen der Euro-Länder bisher nicht als ungeordnet oder ungerechtfertigt bezeichnet werden können; die Zinsanstiege sind durch makroökonomische Fundamentaldaten und strengere allgemeine Risikobewertungen zu erklären. Daher sind die TPI-Anforderungen bisher nicht erfüllt. Aus rechtlicher Sicht gibt TPI Anlass zu Bedenken.

Angesichts der seit Mitte 2021 stetig steigenden Inflation im Euroraum hat die Europäische Zentralbank (EZB) Ende 2021 begonnen, eine Normalisierung ihrer Geldpolitik zu signalisieren. Bis Mitte dieses Jahres folgte eine graduelle Beendigung der Nettoankäufe von Wertpapieren. Darüber hinaus wurden die Leitzinsen im Juli um 50 Basispunkte und im September um weitere 75 Basispunkte angehoben. In Reaktion auf die fortschreitende geldpolitische Normalisierung stiegen die Anleiherenditen aller Länder, jedoch stärker in hoch verschuldeten Ländern wie Italien, Griechenland, Portugal und Spanien als in Kernländern wie Deutschland und Frankreich. Diese Entwicklung wird als Fragmentierung des Anleihemarktes bezeichnet (Abbildung 1). Das bedeutet, dass sich die geldpolitische Straffung in den Mitgliedstaaten unterschiedlich auswirkt. In den hoch verschuldeten Ländern wirkt der geldpolitische Kurs restriktiver und damit wachstums- und preisdämpfender als in den Mitgliedsländern mit niedrigeren Schuldenquoten. Damit ist die Transmission oder Übertragung der Geldpolitik also nicht einheitlich.

Angesichts der heterogenen Entwicklung der Anleiherenditen gibt es unter den Zentralbanken und an den Finanzmärkten Befürchtungen, dass ähnlich wie in der Euro-Schuldenkrise ab 2010 die Integrität des Euroraums und die einheitliche europäische Geldpolitik gefährdet werden könnten. Um diesen Risiken entgegenzuwirken, hat die EZB im Juni und Juli dieses Jahres Tilgungsbeträge aus Käufen von Anleihen der Kernländer im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) verwendet, um sie in Anleihen von Peripherieländern, insbesondere Italien und Spanien, zu reinvestieren (Abbildung 2). Dies steht im Einklang mit der Ankündigung der EZB, dass die Flexibilität bei der Reinvestition im Rahmen des PEPP die erste Verteidigungslinie gegen aus der Pandemie resultierende Fragmentierungsrisiken sein wird.¹ Es besteht jedoch das Risiko, dass die Höhe der PEPP-Tilgungsbeträge nicht ausreicht, sollte die Dynamik der Renditedivergenz zwischen den Anleihen der Euro-Mitgliedstaaten

¹ Europäische Zentralbank (2022): The Transmission Protection Instrument. Pressemitteilung vom 21. Juli (online verfügbar, abgerufen am 19. September 2022). Dies gilt für alle Onlinequellen in diesem Bericht, sofern nicht anders angegeben.

ähnlich wie während der europäischen Schuldenkrise 2010 bis 2012 an Fahrt gewinnen.

Aus diesem Grund sah sich die EZB veranlasst, auf den Finanzmärkten ein Machtwort zu sprechen, um Spekulationen über immer weiter auseinanderdriftende Anleiherenditen zu verhindern oder zumindest einzudämmen. Am 21. Juli 2022 kündigte die EZB mit dem Transmissionschutzinstrument (TPI) ein neues Instrument an, das „sicherstellen [soll], dass die Transmission des geldpolitischen Kurses in allen Ländern des Euroraums reibungslos erfolgt“, während die EZB die Normalisierung ihrer Politik fortsetzt. Das TPI wird ein neues Instrumentarium sein und kann aktiviert werden, „um ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamiken entgegenzuwirken, die eine ernsthafte Bedrohung für die Transmission der Geldpolitik im Euro-Raum darstellen“.²

Das TPI ermöglicht der EZB den Ankauf von Wertpapieren am Sekundärmarkt, vorwiegend Staatsanleihen, gegebenenfalls auch Wertpapiere des privaten Sektors. Voraussetzung für ein solches Eingreifen ist, dass sich die Finanzierungsbedingungen in einem Land stärker verschlechtert haben, als dies durch die Entwicklung der länderspezifischen Fundamentaldaten, wie zum Beispiel der Staatsverschuldung, gerechtfertigt wäre.

Die Ankündigung des TPI erinnert an das Verhalten der EZB, als sie im August 2012 im Zuge der Euro-Schuldenkrise das Notfallprogramm Outright Monetary Transactions (OMT) bekanntgab (Kasten). Schon die Möglichkeit, solche Transaktionen durchzuführen, beruhigte die Märkte und das Instrument kam bisher nicht zum Einsatz. Die aktuelle Ankündigung eines weiteren Programms hat eine lebhafte Debatte unter Akademiker*innen, Zentralbanker*innen und der breiten Öffentlichkeit ausgelöst. Neben Befürworter*innen gibt es auch kritische Stimmen, die unter anderem bezweifeln, dass weitere Ankäufe von Vermögenswerten angesichts der steigenden Inflation aus wirtschaftlicher Sicht der richtige Weg sind, und die darüber hinaus das TPI aus rechtlichen Gründen in Frage stellen. Dieser Wochenbericht analysiert die wirtschaftlichen und konzeptionellen Aspekte des TPI.³

Fundamentaldaten und Risikobewertung bestimmen Anleiherenditen

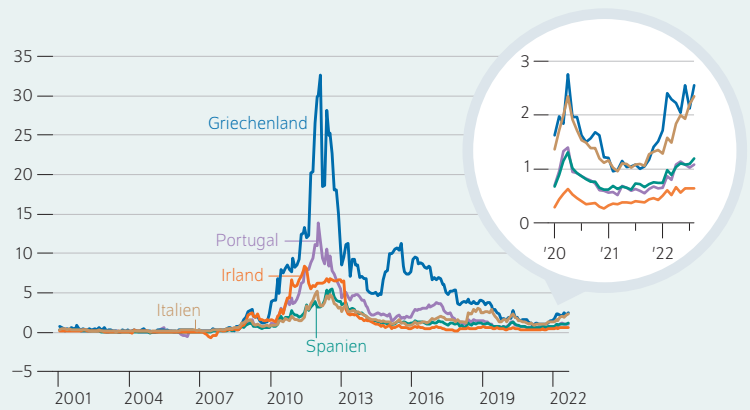
Mit der Entscheidung über eine Aktivierung des TPI steht dem EZB-Rat eine große Herausforderung bevor. Es ist an ihm festzustellen, ob der beobachtete Anstieg der Anleiherenditen mit einem Problem zusammenhängt, das in

² Europäische Zentralbank (2022), a. a. O.

³ Dieser Wochenbericht basiert auf einer Studie, die die Autor*innen auf Ersuchen des Ausschusses für Economic and Monetary Affairs (ECON) des Europäischen Parlaments im Vorfeld des monetären Dialogs mit der EZB-Präsidentin am 26. September 2022 erstellt haben: Kerstin Bernoth, Sara Dietz, Gökhan Ider und Rosa María Lastra (2022): The ECB's Transmission Protection Instrument: A Legal & Economic Analysis. Publication for the committee on Economic and Monetary Affairs. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg (online verfügbar).

Abbildung 1

Abweichung der Anleiherenditen ausgewählter Euro-Länder¹ von der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen In Prozentpunkten



1 jeweils zehnjährige Staatsanleihe

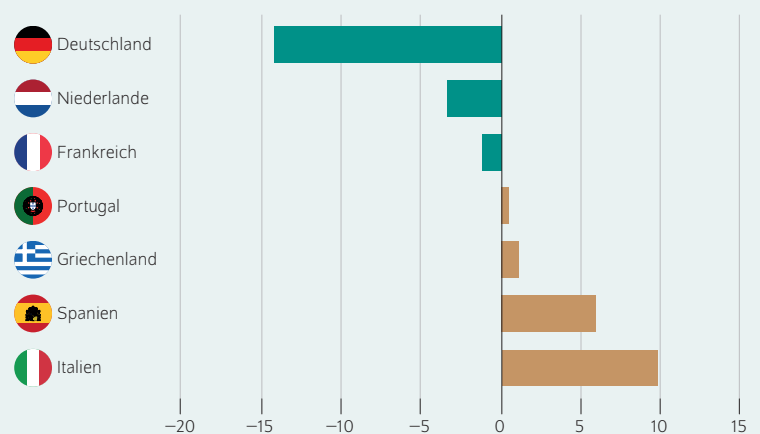
Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2022

Die Anleiherenditen entwickeln sich in der aktuellen Krise noch längst nicht so stark auseinander wie in der Euro-Schuldenkrise.

Abbildung 2

EZB-Nettokäufe von Staatsanleihen im Juni und Juli 2022 In Milliarden Euro



Anmerkung: Die Käufe wurden im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms PEPP getätigt.

Quelle: Europäische Zentralbank.

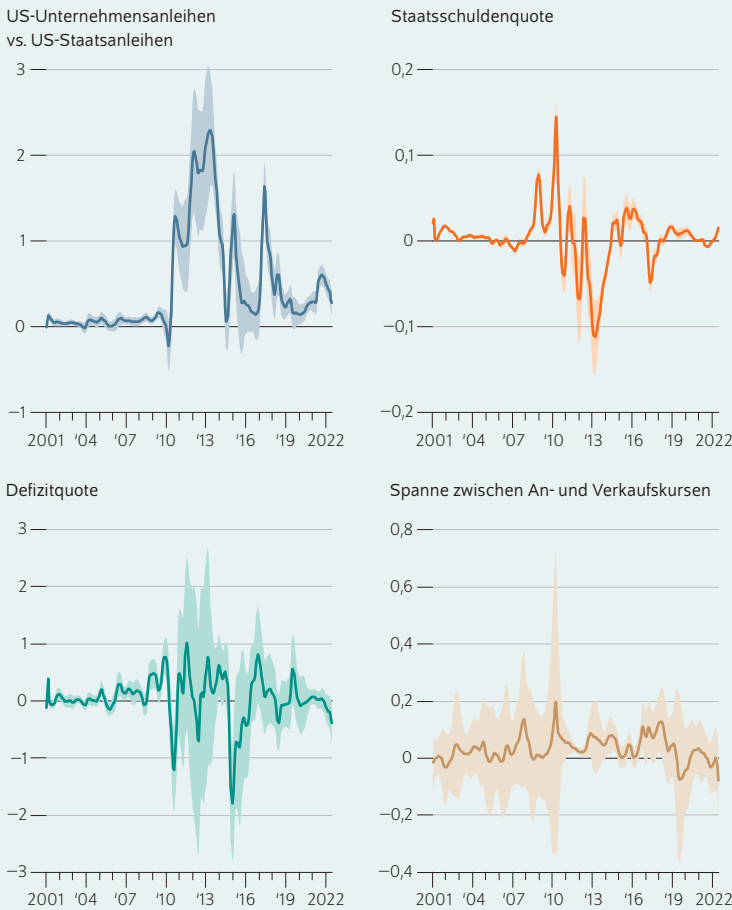
© DIW Berlin 2022

Im Sommer hat die EZB Tilgungsbeträge aus Käufen von Anleihen der Kernländer verwendet, um sie in Anleihen von Peripherieländern zu reinvestieren.

die Verantwortlichkeit des jeweiligen Mitgliedstaats fällt, oder ob er auf einem Marktversagen beruht, das gemäß dem rechtlichen und operationellen Rahmen der EZB in deren geldpolitischer Zuständigkeit liegt. Daher ist es für Entscheidungsträger*innen wichtig, die treibenden Kräfte

Abbildung 3

Einfluss von Risikoaversion, Schuldenquote, Staatsdefizit und Liquidität auf die Zinsdifferenz von Anleihen im Euroraum
In Prozent



Anmerkungen: Die Schuldenquote und die erwartete Defizitquote (zwölf Monate im Voraus) dienen als Maß für Kredit-/Ausfallrisiko. Liquiditätsrisiko wird mit der Spanne zwischen An- und Verkaufskursen gemessen. Risikoaversion wird mit der Marge der Rendite von US-Unternehmensanleihen mit niedriger Bonität gegenüber US-Staatsanleihen ermittelt.

Quelle: Bloomberg; OECD Economic Outlook; Eurostat; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2022

Die Zinsdifferenz wird maßgeblich vom Grad der Risikoaversion und dem Schuldenstand eines Landes beeinflusst, wie die Ausschläge in der Schuldenkrise zeigen.

für Renditedifferenzen bei Staatsanleihen im Euroraum zu verstehen.

In der Fachliteratur herrscht allgemeiner Konsens darüber, dass länderspezifische Risikofaktoren und internationale Faktoren wie die Risikoaversion der Anleger*innen die Renditen von Staatsanleihen bestimmen.⁴ Inwieweit eine

⁴ Für eine ausführlichere Literaturübersicht siehe Kerstin Bernoth, Jürgen von Hagen und Ludger Schuknecht (2012): Sovereign risk premiums in the European government bond market. *Journal of International Money and Finance* 31 (5), 975-995; Kerstin Bernoth und Burcu Erdogan (2012): Sovereign bond yield spreads: A time-varying coefficient approach. *Journal of International Money and Finance* 31 (3), 639-656. Für eine aktuelle Sicht auf die Fragmentierung von Anleihen siehe Ignazio Angeloni und Daniel Gros (2022): How can the ECB deal with the risk of fragmentation?. CEPS Policy Insights Nr. 2022-27, Juli (online verfügbar).

Veränderung der Renditespanne auf eine Veränderung der makroökonomischen Fundamentaldaten, wie beispielsweise die Haushaltslage eines Landes, zurückzuführen ist und inwieweit sie lediglich eine veränderte Bewertung der Fundamentaldaten widerspiegelt, ist Gegenstand dieses Berichts. Dazu wird ein additives nicht-parametrisches Panelmodell mit festen Effekten geschätzt.⁵ Diese Analyse kann zwar keine eindeutige Antwort auf die Frage geben, ob die Marktanpassungen bei der Höhe der Staatsanleiherenditen ungerechtfertigt sind oder nicht, sie liefert jedoch Hinweise auf deren zugrundeliegenden Treiber und ermöglicht eine Bewertung des aktuellen Niveaus der Risikoprämien im Vergleich zu früheren Krisenzeiten.

Die Datenstichprobe beinhaltet die Renditen der Staatsanleihen von zehn Mitgliedstaaten des Euroraums: Belgien, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, die Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien und umfasst den Zeitraum von Januar 2001 bis Juni 2022. Die Renditeabstände der einzelnen Länder werden als Differenz ihrer zehnjährigen Benchmark-Anleihen gegenüber der zehnjährigen deutschen Bundesanleihe berechnet. Zur Schätzung des Kreditrisikos fungieren die Variablen, die die fiskalische Situation eines Landes messen, nämlich die Schuldenquote und die erwartete Defizitquote (zwölf Monate im Voraus). Als Maß für das Liquiditätsrisiko der Anleihen wird die Bid-Ask-Spanne verwendet, also die Differenz zwischen An- und Verkaufskurs. Alle drei Variablen werden in Differenzen zum Referenzland Deutschland ausgedrückt. Darüber hinaus wird die Marge für die Rendite von US-Unternehmensanleihen mit niedriger Bonität als Indikator für die Risikoaversion der Anleger*innen verwendet, da dieses Maß die allgemeine Unsicherheit auf dem Markt widerspiegelt. Hohe Renditen sind ein Zeichen für eine höhere allgemeine Risikowahrnehmung und eine niedrigere Risikobereitschaft in globalen Märkten.

Globale Risikoaversion und Schuldenquote erklären Renditeunterschiede bei Staatsanleihen

Die Risikoaversion der Anleger spielt bei der Erklärung der Renditeunterschiede bei Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet insgesamt eine signifikante Rolle, wie die Modellergebnisse zeigen (Abbildung 3, links oben). Von wenigen Ausnahmen abgesehen ist der Koeffizient für den Renditeabstand von US-Unternehmensanleihen positiv, was darauf hindeutet, dass, wenn die globale Risikoaversion zunimmt, auch die Zinsdifferenzen zwischen den Ländern des Euroraums und Deutschland steigen.

Zu Zeiten der Euro-Einführung⁶ spielte die globale Risikoaversion zunächst nur eine geringe Rolle bei der Erklärung des Zinsgefälles zwischen den Mitgliedstaaten. Mit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 und noch deutlicher während der Schuldenkrise im Euroraum ab 2010

⁵ Vgl. Bernoth und Erdogan (2012), a. a. O.

⁶ Als Referenzjahr wird hier 2001 gewählt, weil in diesem Jahr Griechenland dem Euroraum beitrug.

Kasten

TPI hat viele Ähnlichkeiten mit OMT, aber die Auflagen sind schwächer

Das im Juli 2022 angekündigte Transmission Protection Instrument TPI weist relevante Ähnlichkeiten mit dem in der Euro-Schuldenkrise 2012 angekündigten Notfallprogramm Outright Monetary Transactions (OMT) auf (Tabelle), das der EZB auch heute noch als mögliches geldpolitisches Instrument zur Verfügung steht. Beide Programme verfolgen das Ziel, die Einheitlichkeit der Geldpolitik zu gewährleisten, indem sie Verzerrungen bei der geldpolitischen Transmission entgegenwirken, die sich aus den steigenden Renditeaufschlägen bei Staatsanleihen bestimmter Mitgliedstaaten ergeben.

Es gibt jedoch einige wesentliche Unterschiede bei den Qualifikationskriterien, den Erwerbsparametern und den Sterilisierungsmaßnahmen, also denjenigen Maßnahmen, die verhindern sollen, dass sich durch die Ankäufe die Geldbasis ändert und zu Überschussliquidität im Bankensektor führt. Die Zulassungskriterien des TPI sind wesentlich weniger anspruchsvoll als die Anforderungen der OMT und dienen lediglich als Entscheidungshilfe für den EZB-Rat.¹ Die EZB hat also einen Ermessensspielraum bei der Abwägung und Gewichtung dieser Kriterien. Während sich das im Jahr 2012 angekündigte Notfall-Programm OMT auf den Ankauf von Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit konzentriert, sollen im Rahmen des TPI vor allem Vermögenswerte mit längerer Laufzeit gekauft werden und der Ankauf auch auf Wertpapiere des privaten Sektors ausgeweitet werden dürfen. Außerdem ist die TPI-Pressemitteilung in Bezug auf die Sterilisierung der Ankäufe von Vermögenswerten weniger deutlich als die OMT-Verordnung. Alles in allem bieten diese Unterschiede der EZB mehr Flexibilität und Ermessensspielraum bei der möglichen Umsetzung des TPI.

¹ OMT macht Käufe davon abhängig, dass die Mitgliedstaaten die Verpflichtungen eines Hilfsprogramms der EFSF oder des ESM erfüllen, die sich auf die allgemeine Wirtschafts-, Sozial- und insbesondere Finanzpolitik der Mitgliedstaaten beziehen.

Tabelle

Unterschiede zwischen den beiden EZB-Notfallprogrammen Outright Monetary Transactions und Transmission Protection Instrument

	OMT (2012)	TPI (2022)
Selektivität	Sekundärmarktkäufe von Staatsanleihen ausgewählter Mitgliedstaaten	Sekundärmarktkäufe von Wertpapieren, die in Ländern begeben wurden, in denen sich Finanzierungsbedingungen verschlechtert haben, ohne dass dies durch länderspezifische Fundamentaldaten gerechtfertigt ist
Förderfähigkeit/ Voraussetzungen	Strenge und wirksame Auflagen in Verbindung mit einem entsprechenden Programm der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität/Europäischer Stabilitätsmechanismus (EFSF/ESM).	Vier Kriterien, die als „Input“ für eine Bewertung gelten: Einhaltung des finanzpolitischen Rahmens der EU, keine gravierenden makroökonomischen Ungleichgewichte, finanzpolitische Nachhaltigkeit sowie solide und nachhaltige makroökonomische Politik
Begrenzung der Käufe	Keine quantitativen Grenzen	Keine quantitativen Grenzen; das Volumen hängt von der Schwere der Risiken für die geldpolitische Transmission ab.
Behandlung von Gläubigern	Die EZB wird genauso behandelt wie private oder andere Gläubiger	Die EZB wird genauso behandelt wie private oder andere Gläubiger
Kaufparameter	Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von ein bis drei Jahren.	Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von ein bis zehn Jahren; gegebenenfalls (nach Ermessen der EZB) auch Ankauf von Wertpapieren des Privatsektors.
Bezug zum geldpolitischen Kurs	Die durch die OMT geschaffene Liquidität wird vollständig sterilisiert.	Die Ankäufe im Rahmen der TPI werden so durchgeführt, dass sie keine Auswirkungen auf den geldpolitischen Kurs haben; der EZB-Rat ist dafür verantwortlich, die Auswirkungen der TPI-Käufe auf das gesamte geldpolitische Schuldtitelportfolio des Eurosystems und die Höhe der Überschussliquidität zu prüfen.

Quelle: Eigene Darstellung.

© DIW Berlin 2022

nahm der Einfluss der globalen Risikoaversion auf die Zinsdifferenzen im Euroraum drastisch zu und schwächte sich erst mit dem Beginn der quantitativen Lockerung durch die EZB im Jahr 2015 wieder ab. Seither verharrt der Einfluss jedoch auf einem deutlich höheren Niveau als in der Zeit vor der Finanzkrise. Dies zeigt, dass die Finanzmärkte Deutschland insbesondere in Krisenzeiten den Status eines sicheren Hafens zuschreiben und deutsche Staatsanleihen gegenüber Anleihen anderer Euro-Länder bevorzugen, was deren Renditen und damit die Renditedifferenz steigen lässt.

Zu Beginn der Währungsunion nahmen die Finanzmärkte Unterschiede in der Staatsverschuldung im Allgemeinen deutlich wahr und preisten sie in den Anleiherenditen ein (Abbildung 3, rechts oben). Diese marktdisziplinierende Wirkung ließ jedoch in den Folgejahren nach und verschwand zunächst ab 2005 sogar ganz. Mit dem Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2008 und der europäischen Schuldenkrise im

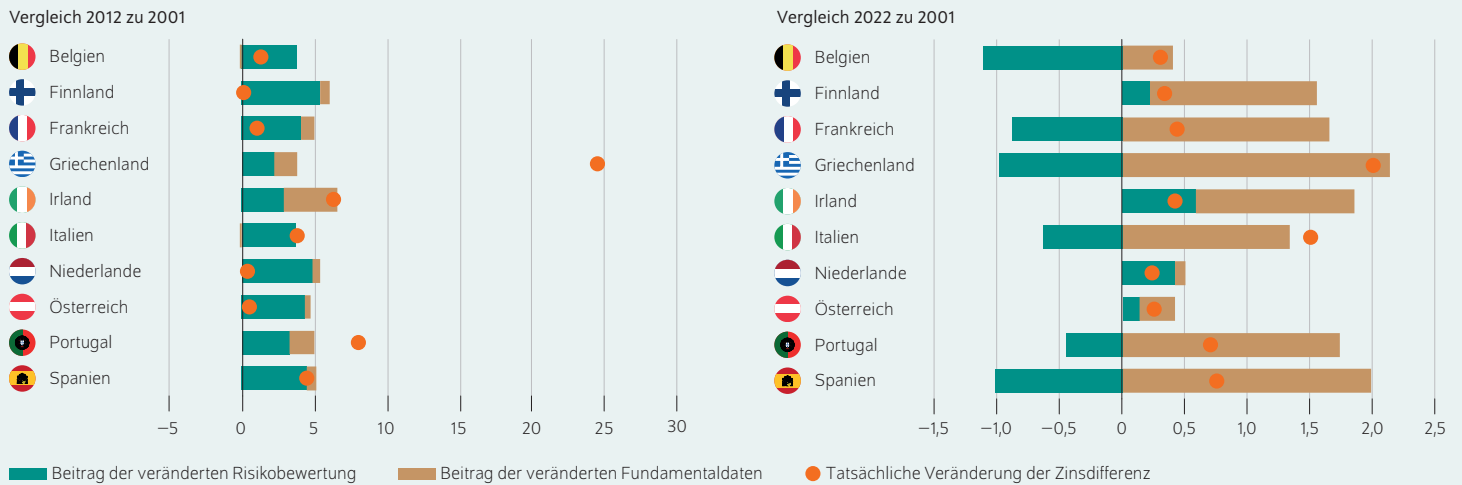
Jahr 2010, als die Finanzmärkte sich um die Tragfähigkeit der griechischen, irischen und portugiesischen Schulden zu sorgen begannen, berücksichtigten die Märkte die Staatsverschuldung bei ihrer Bewertung wieder, und das stärker als je zuvor. Eine Zunahme der Staatsschuldenquote wurde mit hohen Zinsaufschlägen abgestraft.

Mit der Ankündigung des Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Market Programme, SMP) im Mai 2010 verlor der Schuldenstand schlagartig seinen Einfluss auf die Renditespannen bei Anleihen. Der geschätzte Koeffizient wird ab diesem Zeitpunkt unbedeutend oder gelegentlich sogar deutlich negativ. Diese Dynamik wurde nach Mario Draghis berühmter „Whatever it takes“-Rede und der Ankündigung geldpolitischer OMT-Geschäfte im Sommer 2012 noch deutlicher. Als sich die europäischen Anleihemärkte allmählich beruhigten, wurde die Marktdisziplin bis Ende 2014 auf den Kopf gestellt: Die Zinsdifferenz gegenüber

Abbildung 4

Modellschätzung zum Einfluss der Risikobewertung und der Fundamentaldaten auf die Veränderung von Zinsdifferenzen im Euroraum

Beitrag zur Veränderung der Zinsdifferenz in Prozentpunkten



Anmerkungen: Die grünen Balken stellen die Entwicklungen der Zinsspannen dar, die durch die Veränderung der Risikobewertung zwischen 2001 und 2022 erklärt wird. Die beige Balken geben die Entwicklung der Zinsspanne an, die durch die Veränderung der makroökonomischen Fundamentaldaten zwischen 2001 und 2022 erklärt wird.

Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2022

Die große Renditedifferenz der griechischen Anleihen während der Schuldenkrise 2012 erklärt sich weder in Gänze aus der Risikobewertung noch aus den Fundamentaldaten und ist damit eine Marktüberreibung, wie sie die EZB vermeiden will.

deutschen Staatsanleihen sank, wenn die Staatsschuldenquoten stiegen.

Seit Anfang 2015 ähnelt der geschätzte Koeffizient eher einem Auf- und Abwärtsmuster, was durch die schwankenden Erwartungen einer geldpolitischen Normalisierung und eines Ausstiegs aus der expansiven Geldpolitik erklärt werden kann. Mit der sich abzeichnenden geldpolitischen Normalisierung ab Ende 2021 steigt der Einfluss des Schuldenstands stetig an und ist seit Februar (nach dem Beginn des Angriffskriegs auf die Ukraine) wieder signifikant positiv.

Dies bedeutet, dass die Finanzmärkte wieder Marktdisziplin ausüben: Euro-Staaten mit höheren Schulden zahlen mehr Zinsen für ihre Staatsanleihen als Länder mit geringen Schulden. Überreaktionen sind hier aber bisher nicht zu erkennen. Im Vergleich zur Krise ab 2010 ist die Steigerung noch moderat und eher mit derjenigen zu Beginn der Währungsunion vergleichbar. Das Ergebnis deutet vielmehr auf eine Normalisierung hin, der zufolge die Finanzmärkte die fiskalische Situation eines Landes wieder bei der Bewertung des Ausfallrisikos berücksichtigen.

Während die Finanzmärkte den Schuldenquoten Beachtung schenken, scheinen sie allerdings Unterschiede im Defizit zu ignorieren (Abbildung 3, links unten). Der prognostizierte Defizitabstand zwischen den Euro-Ländern und Deutschland spielt keine Rolle für die Höhe der Zinsdifferenzen;

der Koeffizient schwankt die meiste Zeit um Null und ist – mit wenigen Ausnahmen – nicht signifikant. Und auch eine Liquiditätsprämie ist für die Erklärung der Renditedifferenzen bei Anleihen im Euroraum nicht von großer Bedeutung (Abbildung 3, rechts unten).

Bislang keine Anzeichen für Marktirrationalität

Es ist nicht möglich zu beziffern, welches Niveau der Anleihenrenditen durch länderspezifische Fundamentaldaten tatsächlich gerechtfertigt wäre. Man kann allerdings die aktuelle Entwicklung der Staatsanleihezinsen mit der in früheren Zeiträumen vergleichen, in denen die Risikoeinschätzung als angemessen erscheint. Dadurch können ungerechtfertigte Zinsentwicklungen identifiziert werden. Gewählt wurde Januar 2001. Zu Vergleichszwecken wird auch der steile Anstieg der Renditeunterschiede einiger Euro-Mitgliedstaaten im Juni 2012 betrachtet, der als nicht durch länderspezifische Fundamentaldaten gerechtfertigt gilt. Damals intervenierte die EZB auf dem Anleihemarkt, indem sie das OMT-Programm ankündigte. Dieser Zeitraum bietet sich also zum Vergleich mit der heutigen Situation an.

Die Veränderung der Renditespannen wird in dem Modell in zwei Teile zerlegt: Der erste Teil stellt die Entwicklung der Zinsspanne dar, die durch die Veränderung der Risikobewertung zwischen 2001 und 2022 erklärt wird (grüne Balken); der zweite Teil zeigt die Entwicklung der Zinsspanne,

die durch die Veränderung der makroökonomischen Fundamentaldaten erklärt wird (braune Balken). Daraus lässt sich ablesen, ob eine Veränderung der Fundamentaldaten oder eine veränderte Risikobeurteilung dieser ausschlaggebend für die Veränderung der Zinsspanne waren (Abbildung 4).

Betrachtet man den Anstieg der Anleiherenditen im Jahr 2012, so lässt sich der größte Teil auf eine strengere Risikobewertung zurückführen (Abbildung 4, links). Hätte sich diese nicht verändert, wären die Anleiherenditen trotz verschlechterter Fundamentaldaten nur wenig gestiegen.

Darüber hinaus zeigt sich, dass das Modell die tatsächliche Entwicklung der Anleiherenditen im Jahr 2012 insgesamt recht gut abbildet (orangene Punkte); die einzige große Ausnahme ist Griechenland. Der Renditeabstand griechischer Anleihen stieg während der europäischen Schuldenkrise um rund 20 Prozentpunkte stärker an, als es das Modell vorhergesagt hätte. Dieser Ausreißer bedeutet, dass die Finanzmärkte für griechische Staatsanleihen eine viel höhere Rendite verlangten als für die anderer europäischer Länder. Wie auch die EZB zum damaligen Zeitpunkt argumentierte, ist dieser Anstieg der Renditespannen bei griechischen Anleihen wohl nicht die Folge schlechterer Fundamentaldaten oder einer strengeren Risikobewertung. Ein Teil des Anstiegs spiegelt höchstwahrscheinlich auch das Risiko eines Austritts Griechenlands aus dem Euroraum wider.

Vergleicht man die seit Anfang 2022 beobachteten Anleiherenditen mit den Anleihepreisen Anfang der 2000er Jahre, kommt man zu dem Schluss, dass der Anstieg in den südlichen Euro-Ländern Frankreich, Griechenland, Italien, Portugal und Spanien zwischen 2001 und 2022 größtenteils auf eine Verschlechterung der makroökonomischen Fundamentaldaten, vor allem der Schuldenquote, zurückzuführen ist (Abbildung 4, rechts).

Im Gegensatz zum Jahr 2012 deuten die Modellergebnisse darauf hin, dass derzeit keine größeren Ausreißer zu beobachten sind, bei denen einige Länder eine Anleiherendite zahlen, die deutlich über den Vorhersagen des Modells liegt, wie es damals in der Schuldenkrise bei Griechenland der Fall war. Bislang sind die Zinsdifferenzen also auf die makroökonomischen Fundamentaldaten des jeweiligen Mitgliedstaats und einen Anstieg der allgemeinen Risikoaversion zurückzuführen und nicht das Ergebnis von Marktübertreibungen.

Informationen zum TPI ungenau und intransparent

Ungeachtet der Frage, ob TPI bereits zum Einsatz kommen müsste, reißt die Kritik daran nicht ab. Die Kritikpunkte sind vielfältig und betreffen zum einen die Abgrenzung zum Vorläuferprogramm OMT (Kasten) und zum anderen die unklare Ausgestaltung und die rechtliche Zulässigkeit des Programms. Der rechtliche und operative Rahmen einer Zentralbank ist von entscheidender Bedeutung, um sicherzustellen, dass sie eine unabhängige und unpolitische

Institution und damit glaubwürdig bleibt. Im Folgenden werden sechs Kritikpunkte am TPI aufgegriffen.⁷

Monetäre Staatsfinanzierung

Der EuGH hat Leitlinien für die Vereinbarkeit von Staatsanleihekäufen mit den Bestimmungen des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union, insbesondere dem Verbot der monetären Finanzierung, aufgestellt.⁸ Die TPI-Pressemitteilung schweigt jedoch zu den Parametern, die für diese Leitlinien entscheidend sind, um zu bestimmen, ob Marktpreismechanismen aufrechterhalten werden. Die EZB muss die Parameter des TPI in diesen Punkten konkretisieren, damit sie vom Europäischen Parlament und vom Europäischen Gerichtshof (EuGH) überprüft werden können.

Spagat zwischen Mandat der Preisstabilität und Einheitlichkeit der geldpolitischen Transmission

Derzeit versucht die EZB, die steigende Inflation durch Zinserhöhungen einzudämmen. Dies bringt die EZB in eine erhöhte Rechtfertigungspflicht zu erklären, wie weitere Ankäufe von Vermögenswerten – eine expansive Geldpolitik – in den allgemeinen geldpolitischen Kurs der Inflationsbekämpfung passen. Es gleicht der Quadratur des Kreises, wenn die EZB einerseits versucht, die Anleihezinssätze für einige Mitgliedstaaten durch TPI zu senken, während sie andererseits die Leitzinssätze als Reaktion auf die steigende Inflation erhöht. Der EZB-Rat erklärt, dass er sich mit den Auswirkungen der TPI-Käufe auf die Höhe der Überschussliquidität, also der Liquidität im Bankensystem, die über den Bedarf der Banken hinausgeht, befassen wird. Er stellt aber gleichzeitig fest, dass der Umfang der Ankäufe von Vermögenswerten nicht im Voraus festgelegt wird, sondern von der Höhe der Risiken für die geldpolitische Übertragung abhängt. Es stellt sich die Frage, welche der beiden Überlegungen die vorrangige ist. Und würden sie in einem Szenario, in dem der Umfang der Überschussliquidität für eine Beendigung der Käufe spricht, während die anhaltenden schwerwiegenden Risiken für die geldpolitische Transmission für eine Fortsetzung der Käufe sprechen, unterschiedliche Maßnahmen treffen?

Damit Wertpapierkäufe im Rahmen des TPI mit dem derzeit restriktiveren geldpolitischen Kurs zur Inflationsbekämpfung vereinbar sind, sind bei großen Ankaufsvolumina

⁷ Eine ausführlichere Analyse des TPI aus juristischer Perspektive ist in Bernoth, Dietz, Ider und Lastra (2022), a. a. O. zu finden.

⁸ Um die Konformität mit Art. 123 AEUV zu gewährleisten, muss die EZB sicherstellen, dass die Ankäufe für die Marktteilnehmer nicht vorhersehbar sind, dass die Mitgliedstaaten nicht damit rechnen können, dass ihre Anleihen von der EZB bis zur Fälligkeit gehalten werden, und somit sicherstellen, dass der Preisbildungsmechanismus des Marktes und der Anreiz zur Haushaltsdisziplin bestehen bleiben. Zeitliche Verzögerungen zwischen der Emission und den Käufen sowie de facto quantitative Beschränkungen der Käufe sind wesentliche Kriterien, um diese Anforderungen zu gewährleisten, vgl. Phedon Nicolaides (2022): The ECB's new "Transmission Protection Instrument": Discretion & Proportionality VS Transparency. EU Law Life, Weekend Edition, Nr. 110, 30. Juli.

Sterilisierungsmaßnahmen wichtig.⁹ Doch die Pressemitteilung lässt diese Maßnahmen im Vagen (Tabelle im Kasten).

Bewertung der Zulassungskriterien

Die Aktivierung von TPI erfordert eine solide und nachhaltige Haushalts- und Wirtschaftspolitik, wie aus den in der Pressemitteilung erläuterten Zulassungskriterien hervorgeht. Der institutionelle Aufbau der EZB ist jedoch nicht für eine Beurteilung dieser Kriterien geeignet. Die Überwachung der Einhaltung der finanzpolitischen Regeln und die letztendliche Ermessensentscheidung darüber, ob ein Mitgliedstaat die Anforderungen an eine solide und nachhaltige Finanz- und Wirtschaftspolitik ausreichend erfüllt, kann die EZB politischem Druck aussetzen und ihre Unabhängigkeit gefährden.

Die Entscheidung, ob die EZB selbst eine solche Bewertung vornehmen oder diese in die Zuständigkeit externer Stellen (zum Beispiel des Europäischen Stabilisierungsmechanismus und des Internationalen Währungsfonds) fallen sollte, ist daher eine wichtige Frage, die noch zu klären ist.

Fehlende Begründung und Details

Weitere Kritikpunkte am TPI sind die unzureichende Begründung und fehlenden Details in der Presseerklärung. So ist beispielsweise das Verständnis von „ungerechtfertigter, ungeordneter Marktdynamik“ sehr schwammig. Die EZB sollte ihre Methode, ihren Maßstab, ihre Kriterien und ihren Bewertungsprozess erläutern und begründen, da eine solche Bewertung entscheidend dafür ist, dass die EZB ihr Mandat nicht überstrapaziert. Zudem sind, wie bereits erwähnt, die Bestimmungen darüber, wie der EZB-Rat die aufgelisteten Zulassungskriterien als Input für seinen Entscheidungsprozess verwenden wird, sehr unspezifisch.

Zwar sollten Zentralbanken über einen Ermessensspielraum verfügen, doch wird dieser durch einen normativen Rahmen eingeschränkt, der sicherstellt, dass unabhängige Zentralbanken innerhalb ihres gesetzlichen Mandats bleiben. Wie der EuGH ebenfalls feststellte, entbindet der Ermessensspielraum die EZB nicht von bestimmten rechtlichen Anforderungen an die Art und Weise, wie dieser ausgeübt wird.

Ungeklärte Risiko- und Verlustverteilung

Ein äußerst sensibles Thema ist die Risiko- und Verlustverteilung, die aber in der Pressemitteilung nicht angesprochen wird. SMP und OMT, die beiden Vorläufer des TPI, basieren auf einer Verlustvergemeinschaftung, so dass alle nationalen Zentralbanken die Verluste aus dem Ankauf ausgewählter Staatsanleihen gemäß dem Kapitalzeichnungsschlüssel zu

tragen hätten. Auch wenn die Geheimhaltung solcher Entscheidungen rechtlich zulässig ist, sollte die EZB angesichts ihrer Rechenschaftspflicht solche Informationen offenlegen, um sicherzustellen, dass ihre unabhängigen Entscheidungen vom Europäischen Parlament auch im Hinblick auf die Risiko- und Verlustverteilung überprüft werden können.

Abgrenzung zu anderen Programmen

Zwei alternative Programme zum Ankauf von Vermögenswerten stehen derzeit zur Verfügung, um den Risiken, dass eine wirksame geldpolitische Transmission nicht stattfindet, entgegenzuwirken: das Pandemie-Notfallprogramm PEPP und das in der Schuldenkrise angekündigte OMT. Die Flexibilität bei der Reinvestition fällig werdender Wertpapiere im PEPP bleibt die erste Verteidigungslinie, um Risiken für die geldpolitische Transmission im Zusammenhang mit der Pandemie entgegenzuwirken. Es ist jedoch unklar, wie die EZB entscheiden wird, wann Risiken für die geldpolitische Transmission aus der Pandemie resultieren und wann sie in den Aufgabenbereich des TPI fallen. Das Gleiche gilt für OMT. Der EZB-Rat stellt klar, dass TPI das OMT-Programm nicht obsolet macht und dass es im Ermessen der EZB liegt, OMT für die Mitgliedstaaten durchzuführen, die die entsprechenden Kriterien erfüllen. Aber könnte die EZB auch beschließen, TPI für ein Land zu aktivieren, das theoretisch die OMT-Kriterien erfüllt? Wenn ja, würde dies bedeuten, dass das TPI mit seinen „OMT-light“-Zulassungskriterien den Mitgliedstaaten eine Möglichkeit bieten könnte, die wesentlich härteren OMT-Bedingungen zu umgehen.

Die in der Pressemitteilung enthaltenen Leitlinien lassen diese und andere Fragen hinsichtlich der Abgrenzung von TPI zu den anderen Programmen unbeantwortet. Um Verwirrung bei den Marktteilnehmer*innen zu vermeiden und ihrer Pflicht nachzukommen, über ihre Maßnahmen Rechenschaft abzulegen, sollte die EZB diese drei Programme besser voneinander abgrenzen und ihr Zusammenspiel erklären.

Fazit: Die EZB sollte zunächst offene rechtliche Fragen klären und die Wirtschafts- und Finanzpolitik in die Pflicht nehmen

Die Analyse zeigt, dass die aktuellen Renditeunterschiede bei Anleihen noch nicht als ungeordnet oder ungerechtfertigt bezeichnet werden können und sich bisher nicht von den makroökonomischen Fundamentaldaten abgekoppelt haben. Vielmehr haben sie bisher ihren Ursprung in den makroökonomischen Fundamentaldaten des jeweiligen Mitgliedstaates und in der Zunahme der allgemeinen Risikoaversion. Daher erfüllen die Staatsanleihen der Euro-Mitgliedstaaten derzeit nicht die in der TPI-Pressemitteilung festgelegten Anforderungen für Käufe am Sekundärmarkt. Dies kann sich jedoch schnell ändern, da sich die Risikowahrnehmung und die Herdendynamik auf den Finanzmärkten rasch ändern können. Die EZB sollte dies im Blick haben.

⁹ Sterilisierung von Wertpapierkäufen bedeutet, dass eine Zentralbank gleichzeitig andere Wertpapiere verkauft, um eine Ausweitung der Zentralbankgeldmenge zu verhindern. Damit soll sichergestellt werden, dass der geldpolitische Kurs unverändert bleibt, während die Rendite ausgewählter Anleihen selektiv nach unten gedrückt wird.

Das TPI hat möglicherweise ebenso wie OMT schon allein durch seine Ankündigung die Märkte beruhigt und damit sein Ziel erreicht. Bevor es aber tatsächlich – falls nötig – aktiviert wird, sollten einige Merkmale und Parameter geklärt werden, die aus rechtlicher Sicht Anlass zu Vorbehalten geben. Ungeklärt sind zum Beispiel die Abgrenzung zu anderen Programmen sowie die Ausgestaltung und Kriterien des neuen Instruments. Bis diese Fragen geklärt sind, sollte das Eurosystem weiterhin auf bestehende Programme wie das PEPP und OMT zurückgreifen.

Ratsam wäre es aber auch, die nationalen Regierungen in die Pflicht zu nehmen und der Fragmentierung und steigenden

Zinsdifferenzen mit wirtschaftspolitischen Maßnahmen entgegenzuwirken. Es ist nicht Aufgabe der EZB, die fehlende fiskalische Integration durch geldpolitische Maßnahmen zu kompensieren. Ebenso wenig ist es ihre Aufgabe zu verhindern, dass der Euroraum durch die unterschiedliche wirtschaftliche und fiskalische Situation seiner Mitgliedstaaten, die sich auf den Finanzmärkten widerspiegelt, auseinandergerissen wird. Es liegt in erster Linie in der wirtschaftspolitischen Verantwortung der Mitgliedstaaten – unilateral oder effektiver auf EU-Ebene innerhalb des bestehenden europäischen institutionellen und rechtlichen Rahmens – Maßnahmen zu ergreifen, um die steigende Staatsverschuldung und die wirtschaftlichen Einbrüche zu bekämpfen.

Kerstin Bernoth ist stellvertretende Leiterin der Abteilung Makroökonomie im DIW Berlin | kbernoth@diw.de

Sara Dietz ist Rechtsanwältin und Mitarbeiterin an der Forschungsstelle für das Recht der Europäischen Integration an der Ludwig-Maximilians-Universität München | sara.dietz@hengeler.com

Gökhan Ider ist wissenschaftlicher Mitarbeiter der Abteilung Makroökonomie im DIW Berlin | gider@diw.de

Rosa María Lastra ist Professorin für Bankrecht an der Queen Mary University in London | r.lastra@qmul.ac.uk

JEL: E42, E43, E52, E58, K20

Keywords: monetary policy transmission, asset purchase programmes, sovereign bond yield spreads, bond market fragmentation, Transmission Protection Instrument, bond market fragmentation

This report is also available in an English version as DIW Weekly Report 40/2022:

www.diw.de/diw_weekly



INTERVIEW



Kerstin Bernoth ist stellvertretende Leiterin der Abteilung Makroökonomie im DIW Berlin

„Wir sehen die Gefahr, dass sich die EZB politischem Druck aussetzt“

1. Frau Bernoth, der Rat der Europäischen Zentralbank hat im Juli dieses Jahres das Transmissionsschutzinstrument TPI angekündigt. Was soll damit erreicht werden?-

Die europäische Zentralbank hat Anfang dieses Jahres begonnen, die äußerst expansive geldpolitische Ausrichtung Schritt für Schritt zurückzufahren. Infolgedessen sind die Staatsanleihezinsen aller Länder gestiegen, jedoch bei hochverschuldeten Ländern stärker als beispielsweise in Kernländern wie Deutschland. Dies hat die Sorge geschürt, dass die Anleihezinsen einzelner Länder durch Marktüberreibungen immer weiter in die Höhe getrieben werden könnten und somit eine einheitliche Geldpolitik gefährdet sein könnte. Das war die Motivation, dieses TPI-Programm anzukündigen, das es der EZB erlaubt, notfalls selektiv Staatsanleihen von einzelnen Ländern aufzukaufen.

2. Ist es nicht normal, dass die Zinsen in hochverschuldeten Ländern aufgrund des Risikos stärker ansteigen?

Ja, die Zinsdifferenzen zwischen Staatsanleihen spiegeln eigentlich unterschiedliche Ausfallrisiken wider. Wenn zum Beispiel ein Investor Anleihen eines Landes mit hoher Staatsverschuldung kauft, verlangt er dafür eine höhere Risikoprämie. Das sind die Zinsdifferenzen, die wir beobachten. Aber die EZB befürchtet, dass die Renditen über diese rational erklärbaren Zinsdifferenzen weiter ansteigen könnten. Und nur in diesem Fall, also wenn es ungerechtfertigte Zinsanstiege geben sollte, möchte die EZB eingreifen.

3. Macht denn die derzeitige Entwicklung der Anleihezinsen den Einsatz des TPI-Programms notwendig? Wir

meinen, dass die aktuellen Renditeunterschiede nicht als ungerechtfertigt angesehen werden können. Wir können sie sehr gut erklären, zum einen mit einer Verschlechterung der Staatsverschuldung der Länder und auch mit einer Zunahme der allgemeinen Risikoaversion der Anleger*innen. In Krisenzeiten ist immer eine Flucht in sichere Häfen und damit ein Ansteigen der Zinsdifferenzen zu beobachten. Noch wichtiger ist, dass derzeit kein Land von den Finanzmärkten diskriminiert und anders behandelt zu werden scheint. Das

zeigt uns, dass der Einsatz des TPI-Programms derzeit nicht erforderlich ist.

4. Das geplante TPI-Programm wird vielfach kritisiert, zum Beispiel was die rechtliche Zulässigkeit angeht. Teilen Sie diese Kritik?

Ja, das angekündigte neue Instrument ist aus rechtlicher, aber auch konzeptioneller Perspektive in mehreren Punkten kritisch zu sehen. Wir sehen die Gefahr, dass sich die EZB politischem Druck aussetzt, weil sie alleine entscheidet, ob die Entwicklung von Staatsanleiherenditen gerade gerechtfertigt ist oder nicht. Zudem entscheidet auch die EZB, ob in diesem Fall das TPI aktiviert wird. Sie hat hier einen erheblichen Ermessensspielraum und das ist aus meiner Sicht problematisch. Die EZB hat nicht das Mandat, eine wirtschaftliche Einschätzung abzugeben. Vielleicht wäre es besser, dies einer externen Institution zu überlassen.

5. Gibt es aus Ihrer Sicht noch weitere Kritikpunkte? Ja,

problematisch ist auch, dass die Ankündigung von TPI in vielerlei Hinsicht sehr vage ist. Der europäische Gerichtshof hat klare Kriterien vorgegeben, die erfüllt sein müssen, damit Anleihekäufe mit dem Verbot der monetären Finanzierung vereinbar sind. Hier schweigt bisher die Ankündigung des TPI. Auch ist es vielen überhaupt nicht klar, warum wir ein neues Instrument brauchen, denn seit 2012 gibt es das Notfallprogramm OMT, das ebenfalls EZB-Käufe von Staatsanleihen einzelner Länder ermöglicht, aber unter strengeren Voraussetzungen. Wann wird nun also OMT benutzt und wann TPI? Das ist nicht deutlich und muss stärker abgegrenzt werden.

Das Gespräch führte Erich Wittenberg.



Das vollständige Interview zum Anhören finden Sie auf www.diw.de/interview

SOEP Papers Nr. 1173

2022 | Thilo N. H. Albers, Charlotte Bartels, Moritz Schularick



Wealth and Its Distribution in Germany, 1895-2018

German history over the past 125 years has been turbulent. Marked by two world wars, revolutions and major regime changes, as well as a hyperinflation and three currency reforms, expropriations and territorial divisions, it provides unique insights into the role of country-specific shocks in shaping long-run wealth dynamics. This paper presents the first comprehensive study of wealth and its distribution in Germany since the 19th century. We combine tax and archival data, household surveys, historical national accounts, and rich lists to analyze the evolution of the German wealth distribution over the long run. We show that the top 1% wealth share has fallen by half, from close to 50% in 1895 to 27% today.

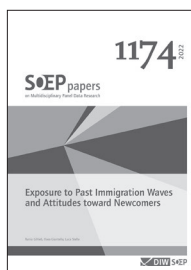
Nearly all of this decline was the result of changes that occurred between 1914 and 1952. The interwar period and the wealth taxation in the aftermath of World War II stand out as the great equalizers in 20th century German history. After unification in 1990, two trends have left their mark on the German wealth distribution. Households at the top made substantial capital gains from rising business wealth while the middle-class had large capital gains in the housing market. The wealth share of the bottom 50% halved since 1990. Our findings speak to the importance of historical shocks to the distribution and valuations of existing wealth in explaining the evolution of the wealth distribution over the long run.

www.diw.de/publikationen/soeppapers



SOEP Papers Nr. 1174

2022 | Rania Gihleb, Osea Giuntella, Luca Stella



Exposure to Past Immigration Waves and Attitudes toward Newcomers

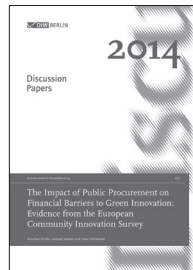
How does previous exposure to massive immigrant inflows affect concerns about current immigration and the integration of refugees? To answer this question, we investigate attitudes toward newcomers among natives and previous immigrants. In areas that in the 1990s received higher inflows of immigrants of German origin—so-called ethnic Germans—native Germans are more likely to believe that refugees are a resource for the economy and the culture, viewing them as an opportunity rather than a risk. Refugees living in these areas report better health and feel less exposed to xenophobia.

www.diw.de/publikationen/soeppapers



Discussion Papers Nr. 2014

2022 | Dorothea Schäfer, Andreas Stephan, Sören Fuhrmeister



The Impact of Public Procurement on Financial Barriers to Green Innovation: Evidence from European Community Innovation Survey

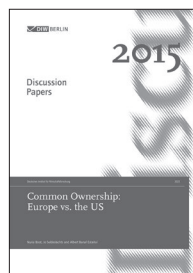
The purpose of this study is to identify whether an innovative company's likelihood of facing financial constraints is different when the company possesses a public procurement contract (PP). Theory suggests that the treatment effects of public procurement, particularly when mediated by the demand-pull effect, may lower a company's funding constraints for innovation. We test this theory and apply extended probit models (eprobit) with treatment and selection to control for an omitted variable bias. Our findings indicate that the treatment effect of PP on the likelihood of facing financial constraints is highly significant and positive. The increased prefunding requirements that usually come along with PP may actually overcompensate the possibly constraint-reducing effects from a demand-pull or certification effect of PP. The treatment effect of PP is particularly strong for internal financial constraints backing the notion, that PP increases the need for upfront funding.

www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere



Discussion Papers Nr. 2015

2022 | Nuria Boot, Jo Seldeslachts, Albert Banal Estanol



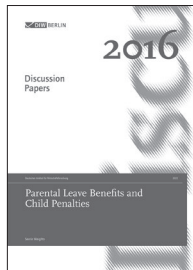
Common Ownership: Europe vs. the US

Common ownership - when an investor holds shares in two or more companies - has recently attracted significant attention from policy-makers and researchers, studying mainly US firms. European firms, however, are different as top investors with large stakes, like governments, founding families and foundations are much more prevalent. This paper takes a well-known common ownership with micro-economic foundations, lambda, capturing managerial incentives, and compares its implications for S&P Europe 350 firms to those of the S&P 500 for the period 2004-2015 by looking at within, across and global lambda patterns of the European and US S&P companies. We find that US companies have a higher lambda, but European firms' lambda become both faster connected within Europe and across with their US counterpart where the latter is even more pronounced. Both patterns can be traced back to US investment managers' increasing global reach.

www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere



Discussion Papers Nr. 2016
2022 | Sevrin Waights



Parental Leave Benefits and Child Penalties

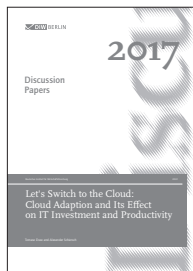
I use the universe of tax returns in Germany and a regression kink design to estimate the impact of the benefit amount available to high-earning women after their first childbirth on subsequent within-couple earnings inequality. Lower benefit amounts result in a reduced earnings gap that persists beyond the benefit period for at least nine years after the birth. The longer-term impacts are driven by couples where the mother earned more than the father pre-birth. Simulations suggest it would take a 50% reduction in the benefit amount to completely eliminate long-run child penalties for sample couples. Lower benefits also reduce take-up of paid leave by mothers, lower the chances of having further children, and

have no impact on marital stability.

www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere



Discussion Papers Nr. 2017
2022 | Tomaso Duso, Alexander Schiersch



Let's Switch to the Cloud: Cloud Adaption and Its Effect on IT Investment and Productivity

The advent of cloud computing promises to improve the way firms utilize IT solutions. Firms are expected to replace large and inflexible fixed-cost investments in IT with more targeted variable spending in cloud solutions. In addition, cloud usage is expected to increase the productivity of firms, as it allows them to quickly customize the IT they require to their specific needs. We assess these assertions using data on a representative sample of firms provided by the German statistical offices for the years 2014 and 2016, which allows to observe who are the cloud users. Our analysis explicitly accounts for the self-selection into cloud adoption within an endogenous treatment regression framework. Broadband availability at the municipality level is used as an exogenous shifter for cloud usage. We show that, while cloud adoption does not impact IT investment in any sectors, it does significantly improve labor productivity for firms in manufacturing and in information and communication services.

www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere





CHRISTIAN VON HIRSCHHAUSEN

Atomkraft: Wir brauchen einen Stresstest 2.0 für die Entsorgung radioaktiver Abfälle

Christian von Hirschhausen ist Forschungsdirektor Internationale Infrastrukturpolitik und Industrieökonomie im DIW Berlin.
Der Kommentar gibt die Meinung des Autors wieder.

Es ist gut, dass es neben all den Hiobsbotschaften der vergangenen Wochen auch eine beruhigende Nachricht gab: Die Stromnetze sind und bleiben stabil, und der „Stresstest“ der vier Stromübertragungsnetzbetreiber im Auftrag des Bundeswirtschaftsministeriums ergab, dass der Beitrag der verbleibenden drei Kernkraftwerke zur Energiegewinnung in kritischen Stunden im kommenden Winter gering wäre. Die Rede ist von einem Äquivalent von 0,5 Gigawatt (GW), also weniger als einem Prozent der Spitzenleistung. Diese geringe Menge geht im Rauschen des europäischen Strombinnenmarktes unter.

Angesichts gut gefüllter Erdgasspeicher sowie der Verfügbarkeit von (leider!) Kohlekraftwerken ist die Versorgungssicherheit auch dann gewährleistet, wenn spätestens im Frühjahr 2023 die letzten Kernkraftwerke abgeschaltet werden. Und dann hat das Experiment Atomkraft ein Ende gefunden. Atomkraft ist teuer, unzuverlässig (siehe Frankreich dieses Jahr) und – insbesondere – risikobehaftet: Trotz gesteigerter Bemühungen um Reaktorsicherheit gibt es bis heute niemanden, der eine Versicherung gegen potenzielle Unfälle anbietet.

Mit den Abschaltungen ist aber die Atomwende mitnichten erfolgreich beendet, im Gegenteil: Sie sind eine notwendige, aber bei weitem nicht hinreichende Bedingung, um die größte – und teuerste – Herausforderung des Atomzeitalters anzugehen, die sichere langfristige Entsorgung der radioaktiven Abfälle. Diese seit Jahrzehnten vernachlässigte Herausforderung tritt nunmehr in den Mittelpunkt: Dabei handelt es sich vor allem um 27 000 Kubikmeter in rund 2 000 Behältern, die derzeit an 16 Zwischenlagerstandorten stehen, die möglichst schnell in ein tiefeingeologisches Endlager verbracht werden müssen. Deren Genehmigungen laufen lange vor Inbetriebnahme des Endlagers aus.

Und genau hier ist ein Stresstest 2.0 notwendig, ist doch der vom Standortauswahlgesetz (2017) vorgegebene Termin der Entscheidung über einen Endlagerstandort, die der Bundestag im Jahr 2031 treffen soll, stark gefährdet. Kein Geringerer als der Präsident der für das Verfahren zuständigen Bundes-

behörde („BASE“, Bundesamt für die Sicherheit der nuklearen Entsorgung) schlug vor einigen Wochen Alarm und konstatierte, dass das Zieldatum 2031 gefährdet sei.

Die Situation birgt Sprengkraft: Tatsächlich sind in Deutschland bereits zwei Anläufe gescheitert, die Entsorgungsproblematik zu lösen. Der dritte Anlauf muss nun rasch zum Erfolg führen. Dieser Erfolg wird jedoch durch viele Vertreter*innen aus Politik und Wirtschaft gefährdet, die fordern, die bestehenden Kraftwerke mit neuen Brennstäben zu versorgen und damit für die nächsten fünf bis sieben Jahre laufen zu lassen. Energiewirtschaftlich würde das wenig bringen (siehe den aktuellen Stresstest). Darüber hinaus mehren sich Forderungen nach einer „technologieoffenen“ Diskussion zum Bau neuer Kernkraftwerke. Der Staat müsste, je nach gewählter Technologielinie, über mehrere Jahrzehnte zwei- bis sogar dreistellige Milliardenbeträge in ein neues „System Atomenergie“ investieren und würde dabei auch das Ziel einer raschen und sicheren Entsorgung ad absurdum führen: Wer heute Neubauten vorschlägt, verschiebt den Endlagerprozess ins nächste Jahrhundert und untergräbt gleichzeitig das bereits heute gering ausgeprägte öffentliche Vertrauen in den Standortauswahlprozess; gleichzeitig werden Diskussionen mit potenziell betroffenen Gemeinden auf Augenhöhe unmöglich.

Das Thema der Entsorgung radioaktiver Abfälle gehört daher in Deutschland auf die Tagesordnung, und zwar ganz oben. Dies beinhaltet auch, dass Politik, Wissenschaft und Verwaltung ihre Kapazitäten nutzen sollten, um den Diskurs von den aktuellen Schattendebatten über Laufzeitverlängerung auf die reale Problematik der Entsorgung umzuschichten. Das muss jetzt passieren, um glaubwürdig zu bleiben und die Bevölkerung mit ins Boot zu nehmen. Warum nicht mit einem weiteren Stresstest die Aktion einleiten mit dem Ziel, die Entsorgungsfrage doch bis 2031 zu entscheiden und dann die nächsten Schritte zu gehen?