

# **Risikoaufschläge für Staatsschulden. Ergebnis von Unsicherheit oder von (akkumulierten) Defiziten?**

Jahrestagung der Keynes-Gesellschaft in  
Linz, Februar 2012

Dr. Toralf Pusch, Institut für  
Wirtschaftsforschung Halle (IWH)

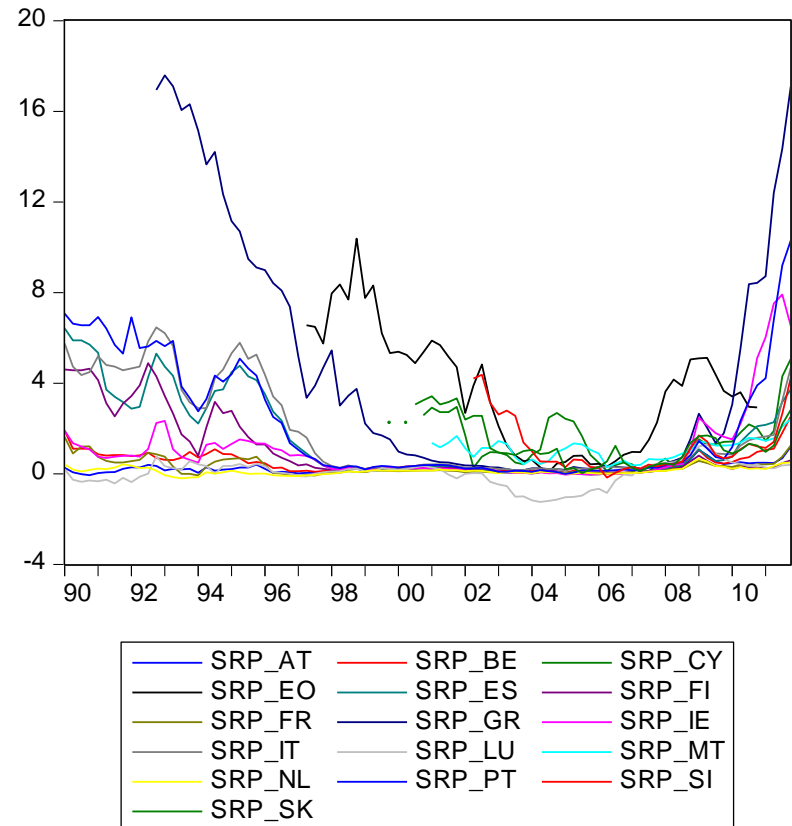
## Gliederung

1. Einführung: Risikoaufschläge auf Staatsverschuldung in Europa
2. Theorie der Risikoaufschläge
  - a) orthodoxe vs. keynesianische Sichtweisen
  - b) institutioneller Rahmen – Regulierung des Finanzsektors (Einfluss der Ratingagenturen)
3. Empirische Strategien zur Untersuchung der Risikoaufschläge
4. Die Rolle der Unsicherheit in der Eurokrise
5. Offene Forschungsfragen
6. Fazit

# 1. Einführung: Risikoaufschläge (sovereign risk premia) auf Staatsverschuldung in Europa

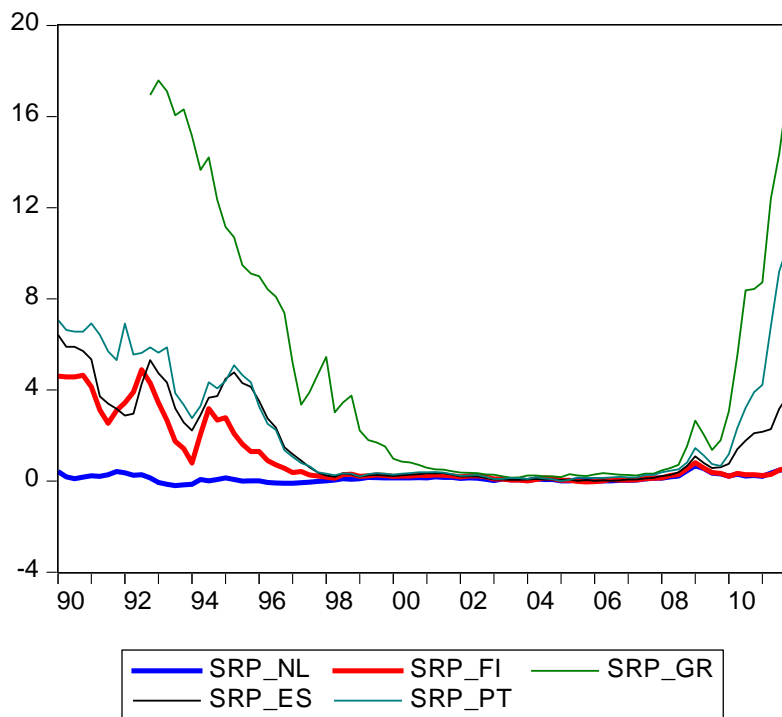
Differenzen von Zinssätzen  
langfristiger nationaler  
Schuldenpapiere, z.B.:

$$srp_{GR} = i_{GR} - i_{DE}$$

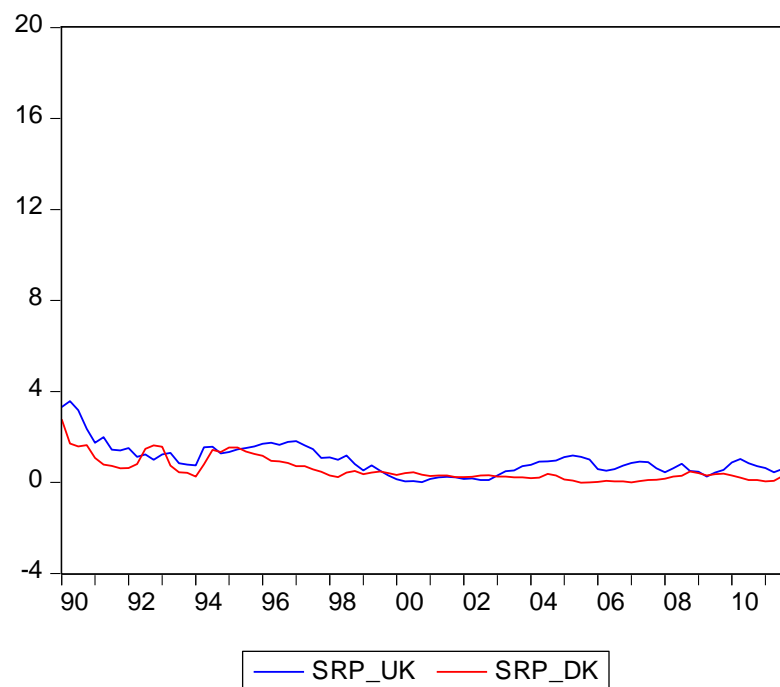


## Einige Beispiele

Südliche vs. nördliche Euro-Mitgliedsländer



2 EU-Mitgliedsländer ohne Euro mit unterschiedlicher Krisenperformance



## 2. Orthodoxe und keynesianische Sichtweisen der Problematik

### **Sichtweise der allgemeinen Gleichgewichtstheorie:**

Risikoprämien sind eine Maßzahl für erhöhte Ausfallwahrscheinlichkeiten staatlicher Schulden (implizite Annahmen: kalkulierbare Wahrscheinlichkeiten, rationale Portfolio-Optimierung)

In empirischen Studien: Fokus auf „*fundamentale Faktoren*“

- Schuldenstand
- Defizit
- Transaktionskosten (Liquidität des Marktes)

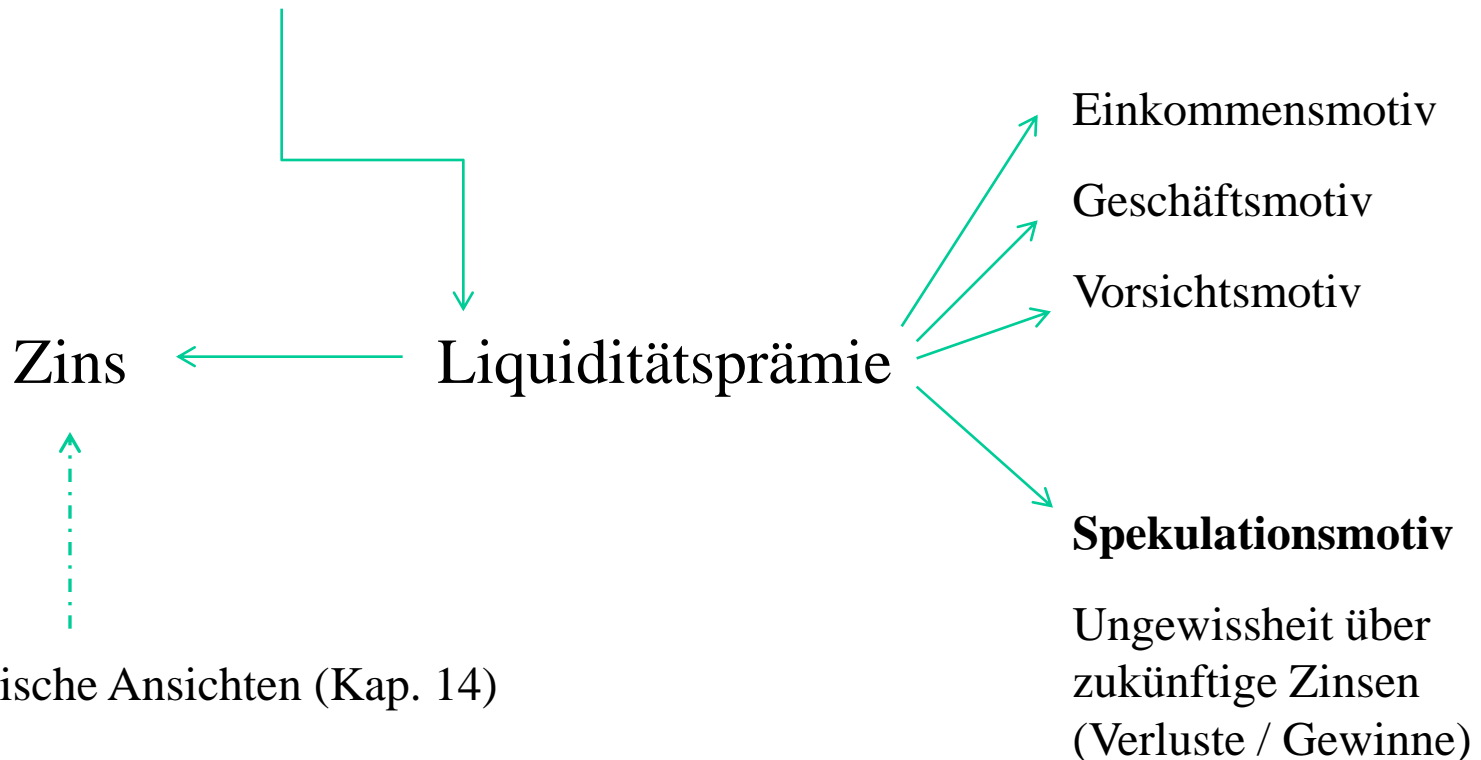
**Keynesianische Sichtweise:** Risikoprämie auf Staatsschulden ließen sich Anlehnung an die Theorie des Zinses (Allgemeine Theorie...) entwickeln. Dies schließt einen Beitrag subjektiv erwarteter Ausfallwahrscheinlichkeiten nicht aus.

*Zusätzlich sollten aber betrachtet werden:*

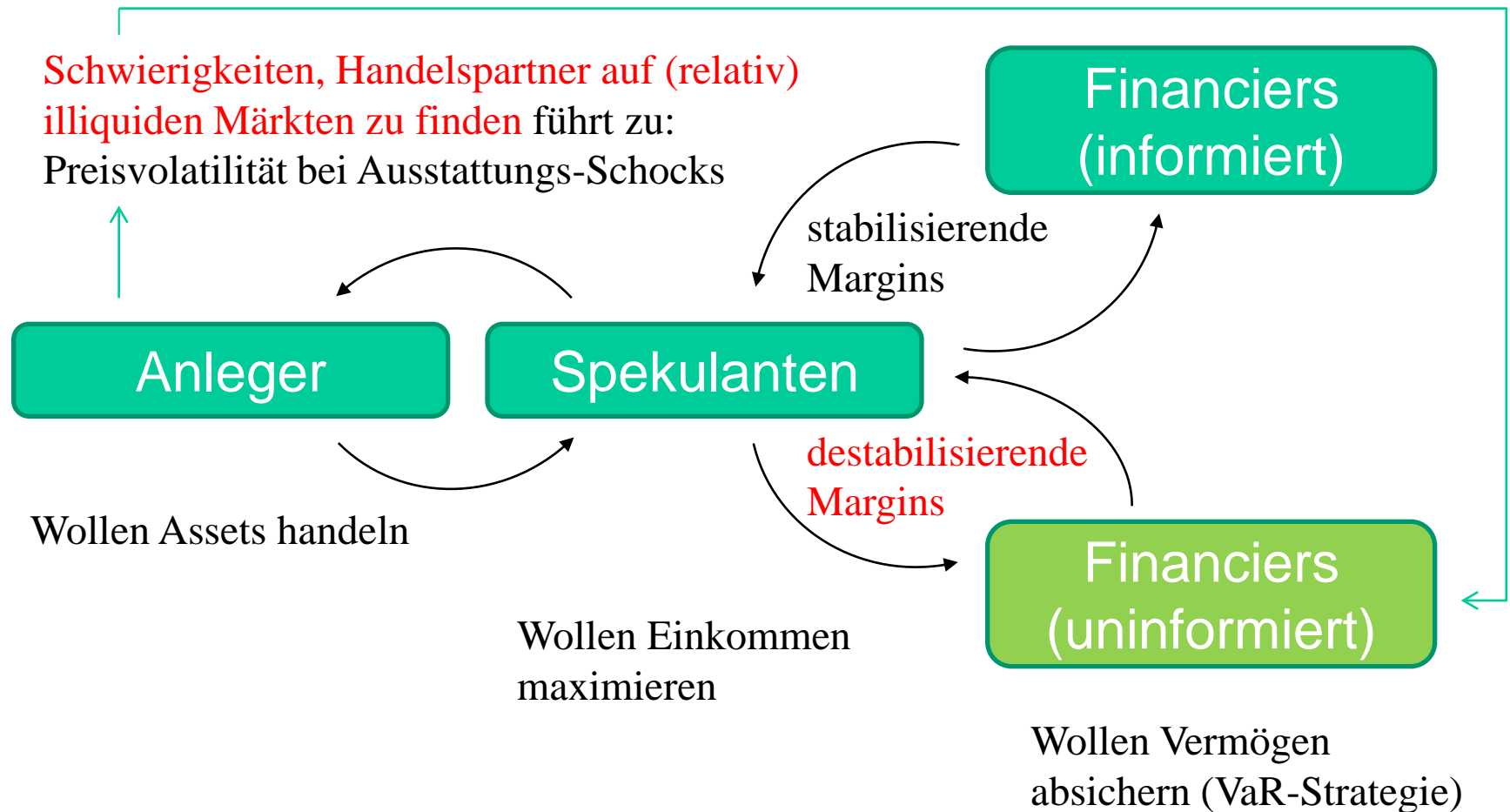
- **Fundamentale Unsicherheit** über die Stabilität der wirtschaftlichen Entwicklung im Allgemeinen (BIP und damit die Steuerbasis) und der Vermögenmärkte im Speziellen (Banken, Euro-USD etc.)
- Nachfrage nach **liquiden Benchmark-Bonds** in Zeiten erhöhter Unsicherheit
- Möglichkeit von **Herdenverhalten** (sozusagen Bulls und Bears auf den Märkten), bei Staatsschuldenpapieren kann es fluchtartige Bewegungen geben – das ist die viel diskutierte **Flight to Safety**.

# Zins bei Keynes

Warum wird **Geld** gehalten bzw. aufgegeben? (Kap. 13/15 AT)



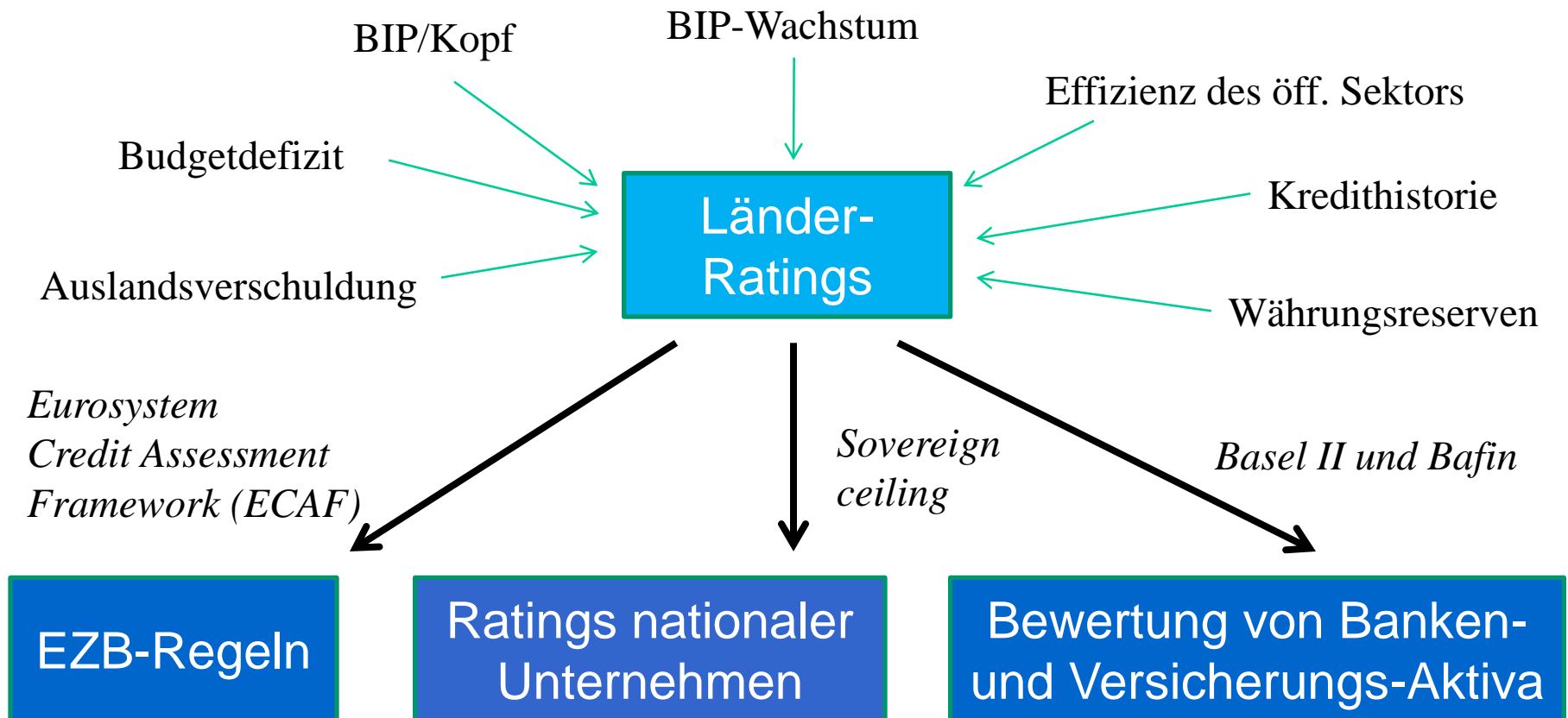
### Exkurs: Das Brunnermeier-Pedersen-Modell (2009)





### Exkurs: Rolle des institutionellen Rahmens (Finanzmarkt-Reg.)

Quelle: Afonso et al. (2007), Käfer und Michaelis (2012)



### 3. Empirische Strategien zur Untersuchung der Risikoaufschläge

#### **Vielzahl an ökonometrischen Methoden:**

- längerfristige Zusammenhänge oder kurzfristige Schwankungen
- parametrische, nichtparametrische, semiparametrische...
- Techniken zur Untersuchung von Kausalitäten

#### **Ökonometrische Techniken sind aber nicht ohne Probleme:**

- Henne oder Ei-Problem (Endogenität)
- ruhige /unruhige Perioden, Strukturbrüche etc.  
Gibt es feste Zusammenhänge?
- Nichtlinearitäten, ausgelassene Variablen etc. etc....

#### Übliches Vorgehen in vielen Studien:

Kombination von volatilen und weniger volatilen Maßzahlen in Panelstudien (deutsche/US-Bundesstaaten, EU etc.):

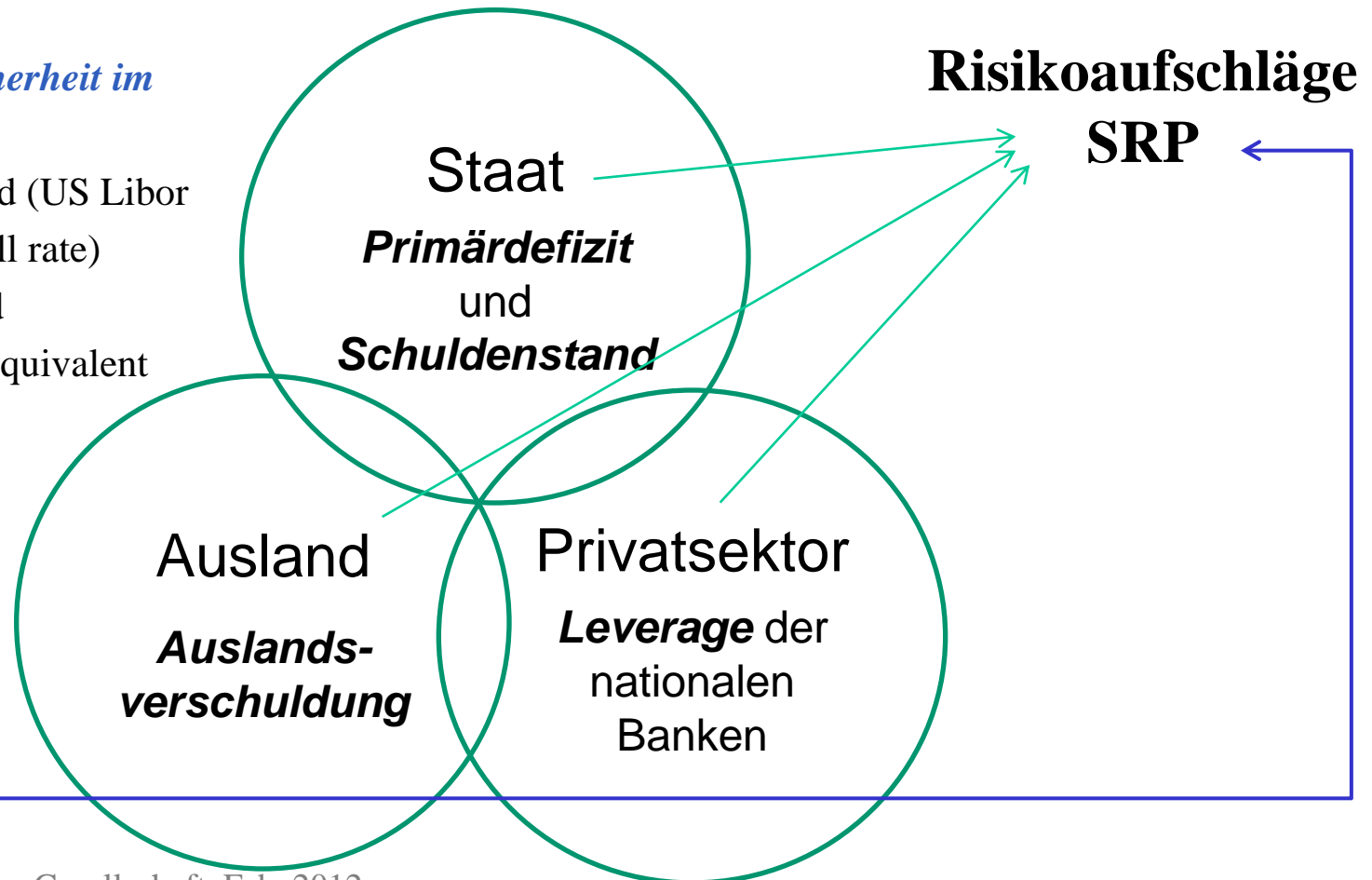
- Schuldenstände (wenig volatil, z.B. von Hagen et al.)
- Defizite (etwas volatiler, vor allem bei Quartalsdaten)
- Transaktionskosten
- Proxies für Unsicherheit an den Finanzmärkten:
  - US BBB corporate bond index
  - VIX (US stock volatility index) etc.
  - *Diese werden aber nicht theoretisch eingebettet.*
- *evtl.* Interaktionsterme für Unsicherheit und andere Faktoren

## 4. Die Rolle der Unsicherheit in der Eurokrise

Angenommene Wirkungszusammenhänge:

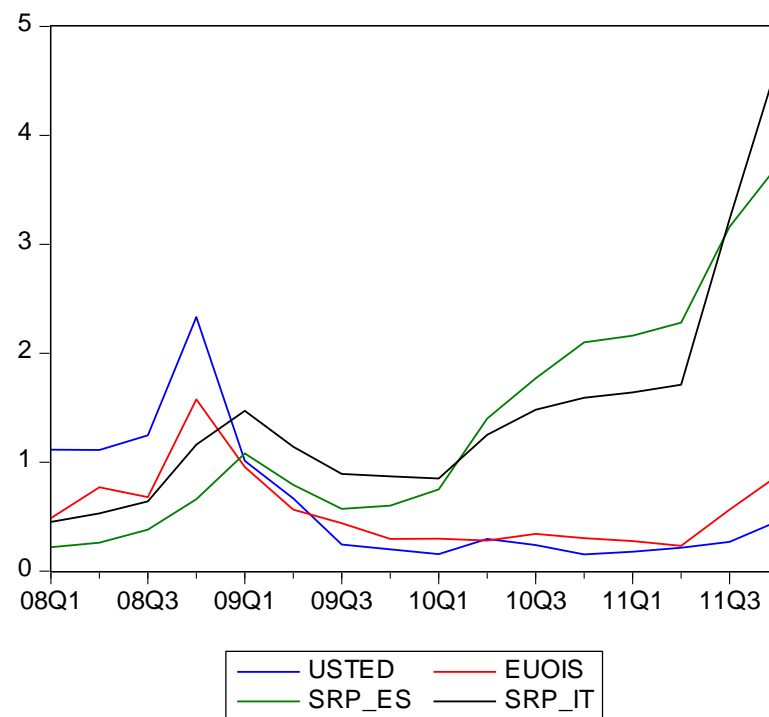
Maßzahlen für *Unsicherheit im Finanzsektor*:

- **US-TED** spread (US Libor – US treasury bill rate)
- **EU OIS** spread (Europäisches Äquivalent zum US TED)



### Vorgehen:

1. Basis-Schätzung ohne Unsicherheit (*nur „fundamentals“*)
2. Schätzung mit USTED  
bzw. EUOIS



### 1. Basis-Schätzung ohne Unsicherheit (*nur „fundamentals“*)

(EGLS Panel mit cross section weights, 12 EWU-Staaten)

	Parameter
Konstante	0.11***
<b>Inland</b>	
BIP (Wachstum, Quartal)	-0.09***
<b>Staat</b>	
Primärüberschuss (Quartal-2)	-1.22*
Schuldenstand (Änderung, Q-6 ggü. Q-9)	2.48***
<b>Banken</b>	
Leverage (Änderung, Quartal-1)	-0.06
<b>Ausland</b>	
Auslandsverschuldung (Änderung in Q-1 ggü. Q-5)	0.07
Euro-Kurs (Änderung in Q-1 ggü. Q-5)	0.82***
<b>Unsicherheit</b>	
-	
Adj. R <sup>2</sup>	0.38
L-R-Stat. Prob.	0.01
n	174
# Länder	12
Schätzzeitraum	2008-2011

### 2. Schätzung mit USTED bzw. EUOIS

	Parameter
Konstante	0.29
<b>Inland</b>	
BIP (Wachstum, Quartal)	-0.03
<b>Staat</b>	
Primärüberschuss (Quartal-2)	-0.53
Schuldenstand (Änderung Q-6 ggü. Q-9)	1.30**
<b>Banken</b>	
Leverage (Änderung, Quartal-1)	-0.06**
<b>Ausland</b>	
Auslandsverschuldung (Änderung in Q-1 ggü. Q-5)	0.18**
Euro-Kurs (Änderung in Q-1 ggü. Q-5)	0.67***
<b>Unsicherheit</b>	
USTED	-0.52***
USTED <sup>2</sup>	0.26***
D(USTED)	0.78***
D(USTED <sup>2</sup> )	-0.34***
D(EUOIS)	0.27**
AR(1)	0.50***
AR(2)	-0.21*
Adj. R <sup>2</sup>	0.56
L-R-Stat. Prob.	0
n	172
# Länder	12
Schätzzeitraum	2008:1-2011:4

### Gegenüberstellung

	ohne Unsicherheit	mit Unsicherheit
Konstante	0.11***	0.29
<b>Inland</b>		
BIP (Wachstum, Quartal)	-0.09***	-0.03
<b>Staat</b>		
Primärüberschuss (Quartal-2)	-1.22*	-0.53
Schuldenstand (Änderung, Q-6 ggü. Q-9)	2.48***	1.30**
<b>Banken</b>		
Leverage (Änderung, Quartal-1)	-0.06	-0.06**
<b>Ausland</b>		
Auslandsverschuldung (Änderung in Q-1 ggü. Q-5)	0.07	0.18**
Euro-Kurs (Änderung in Q-1 ggü. Q-5)	0.82***	0.67***
<b>Unsicherheit</b>		
USTED	-	-0.52***
USTED <sup>2</sup>	-	0.26***
D(USTED)	-	0.78***
D(USTED <sup>2</sup> )	-	-0.34***
D(EUOIS)	-	0.27**
AR(1)	-	0.50***
AR(2)	-	-0.21*
Adj. R <sup>2</sup>	0.38	0.56
L-R-Stat. Prob.	0.01	0
n	174	172
# Länder	12	12
Schätzzeitraum	2008:1-2011:4	2008:1-2011:4



## 5. Offene Forschungsfragen

*Allgemein:* ein besseres Verständnis der Transmission von Unsicherheiten vom Privatsektor bzw. Außensektor zum Staatssektor

- Berücksichtigung der kontraktiven Effekte von Austeritätspolitik
- internationale Dimension der Kapitalflüsse, Interaktion mit dem Wechselkurs
- Berücksichtigung außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte

## Fazit

- **Rolle der Unsicherheit** in bisherigen Untersuchungen der Risikoprämie unter „fundamentale Faktoren“ untergeordnet und nicht theoretisch begründet („*risk appetite*“)
- empirisch zeigt sich, dass **Unsicherheit im Finanzsektor** eine entscheidende Treibkraft der Eurokrise ist
- Faktoren wie Staatsdefizite, Schuldenstände und Auslandsverschuldung sind ebenfalls bedeutsam; mögliche Endogenitäten und Beziehungen zur Unsicherheit erfordern weitere Untersuchungen