

Politische Determinanten staatlicher Ausfallrisiken

Stefan Eichler

Staatliche Zahlungsausfälle haben nicht selten politische Ursachen. Während ökonomische Rahmenbedingungen wie etwa Wirtschaftswachstum, Finanzstabilität oder globale Investorenstimmungen die Zahlungsfähigkeit eines Staates beeinflussen, wird die tatsächliche Rückzahlung von Staatsschulden letztendlich von der einheimischen Regierung entschieden. Die Zahlungswilligkeit einer Regierung spielt daher eine entscheidende Rolle für das Risiko eines staatlichen Zahlungsausfalls. In diesem Artikel wird der Einfluss politischer Faktoren auf das staatliche Ausfallrisiko für 27 Schwellen- und Entwicklungsländer im Zeitraum von 1996 bis 2009 untersucht. Die Auswertung von Anleihedaten zeigt, dass Investoren ein höheres Ausfallrisiko fürchten, falls ein Land politisch instabil ist oder von einer Rechts- bzw. Linkspartei regiert wird. Der Einfluss politischer Faktoren auf das staatliche Ausfallrisiko eines Landes sinkt mit dessen Grad an Demokratie und Integration in die Weltwirtschaft.

JEL-Klassifikation: G01, G12, G15, G18

Schlagwörter: staatliches Ausfallrisiko, politische Variablen, Schwellen- und Entwicklungsländer, Staatsanleihen

Wie politische Faktoren staatliche Ausfallrisiken beeinflussen können

Die europäische Finanzkrise hat schmerzlich bewusst gemacht, dass nicht nur Unternehmen und große Banken, sondern auch Staaten zahlungsunfähig werden können. Das Risiko eines Staatsbankrotts wird jedoch nicht allein von den ökonomischen Ursachen der Zahlungsunfähigkeit bestimmt. Letztlich ist es die politische Führung eines Landes, die entscheidet, ob und wann Schulden zurückgezahlt werden. Am Beispiel der 2015 gewählten Syriza-Regierung kann der politische Einfluss auf das Risiko eines staatlichen Zahlungsausfalls verdeutlicht werden. Abbildung 1 zeigt die Zinsaufschläge griechischer Staatsanleihen relativ zu deutschen Staatspapieren von Januar 2014 bis April 2015. Nachdem Griechenland infolge etlicher Rettungspakete bereits Reformfortschritte erreicht hatte und die Risikoaufschläge im Tief bis auf vier Prozentpunkte abgesunken waren, wurde am 25.01.2015 in einer vorgezogenen Parlamentswahl die Syriza-Partei stärkste Kraft. Seit Beginn der Spekulationen über eine vorgezogene Parlamentswahl im Oktober 2014 bis zur Bildung der von Syriza geführten Regierung Ende Januar 2015 stiegen die Risikoaufschläge auf griechische Staatsanleihen von sechs auf über zehn Prozentpunkte. Neben radikalen Forderungen nach einer Einstellung des Schuldendienstes sorgte das Zurückdrehen von Reformen am Anfang der Syriza-Regierungszeit für eine steigende Gefahr eines Staatsbankrotts und damit für höhere Risikoaufschläge.

Zudem führten die kurzen Regierungszeiten und ständigen politischen Proteste zu einer höheren generellen politischen Instabilität.

Der Fall Griechenlands steht exemplarisch dafür, wie politische Faktoren staatliche Ausfallrisiken beeinflussen können. Jedoch lassen sich daraus keine allgemeinen Schlussfolgerungen ziehen. Im Folgenden werden Ergebnisse einer Forschungsarbeit berichtet, die dieses Phänomen für eine größere Anzahl von Schwellen- und Entwicklungsländern untersucht.¹ Diese Staaten bieten mit ihren volatilen politischen Systemen und ihrer langen Geschichte staatlicher Zahlungsausfälle eine bessere Datengrundlage.

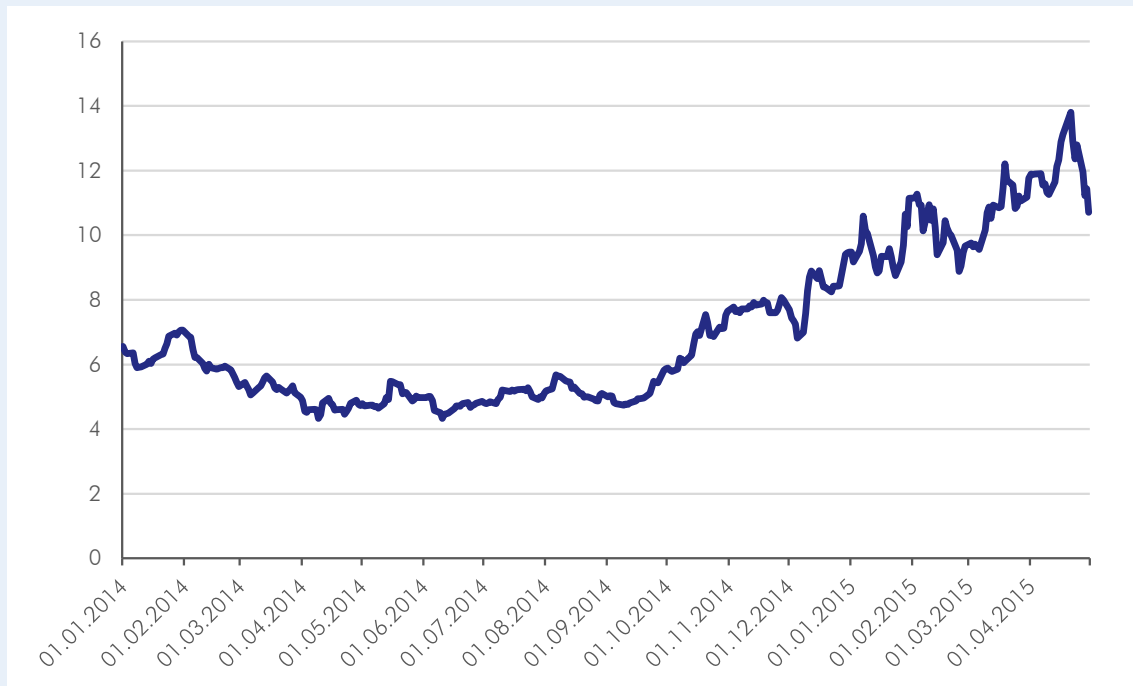
Bisher vorhandene Studien in diesem Bereich nutzen zur Messung des Risikos eines staatlichen Zahlungsausfalls überwiegend Kreditratings (insbesondere der Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch). Im Unterschied dazu liegt der Fokus der vorliegenden Studie auf Risikoprämien, die in den Effektivzinsen von Staatsanleihen eingepreist sind. Gegenüber Ratings bietet diese marktbasiertere Messung des staatlichen Ausfallrisikos etliche Vorteile. Neben der hohen Datenfrequenz liefern Marktdaten eine kontinuierliche Schätzung des Ausfallrisikos. Zudem sind die Risikoprämien verschiedener Länder und Zeiträume gut vergleichbar und transparent, wohingegen die staatlichen Kreditratings der Agenturen in vielerlei Hinsicht eine Black Box darstellen.

¹ Vgl. Eichler, Stefan: The Political Determinants of Sovereign Bond Yield Spreads, in: *Journal of International Money and Finance*, Vol. 46, 2014, 82-103.

Abbildung 1

Risikoaufschläge auf griechische Staatsanleihen (relativ zu Deutschland)

Differenz zwischen der Verzinsung griechischer und deutscher zehnjähriger Staatsanleihen, in Prozentpunkten



Quelle: Datastream.

Empirische Analyse: Investoren honorieren Regierungen der Mitte und politische Stabilität

Zur Analyse der politischen Determinanten staatlicher Ausfallrisiken werden 27 Schwellen- und Entwicklungsländer im Zeitraum von 1996 bis 2009 untersucht. Staatliche Ausfallrisiken werden mittels Risikoprämien auf einheimische Staatsanleihen relativ zu US-Staatsanleihen, basierend auf dem Emerging Market Bond Index von JP Morgan,² gemessen.

Politische Faktoren werden mittels der Database of Political Institutions der Weltbank klassifiziert.³ Zudem kommen eine Vielzahl makroökonomischer, finanzieller und globaler Kontrollvariablen zum Einsatz, welche im Folgenden jedoch nicht weiter besprochen werden. Im Rahmen einer Panel-Regressionsanalyse werden fixe länder- und zeitspezifische Effekte sowie robuste Standardfehler berücksichtigt.

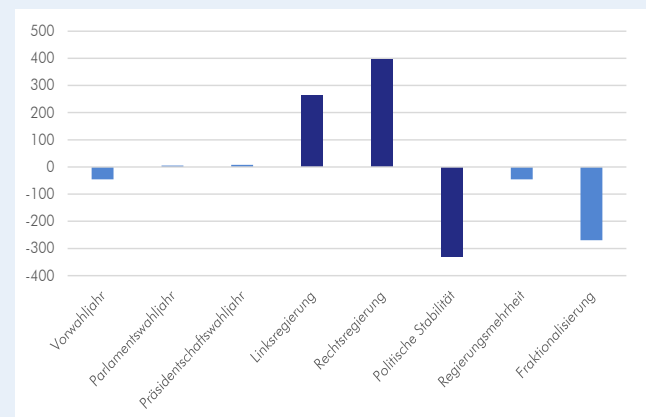
Die Ergebnisse der Regressionskoeffizienten (in Basispunkten) für das gesamte Länderset sind in Abbildung 2

dargestellt.⁴ Es kann kein signifikanter Effekt von Wahlen festgestellt werden. Während Ratingagenturen Staatsanleihen in Wahljahren oft herabstufen, weicht das von Investoren wahrgenommene Ausfallrisiko in Wahl- oder Vorwahljahren nicht von den übrigen Jahren ab.

Abbildung 2

Einfluss politischer Faktoren

Veränderung des Risikoaufschlags in Abhängigkeit von politischen Faktoren, in Basispunkten (100 Basispunkte = ein Prozentpunkt)



Anmerkung: Statistisch signifikante Werte sind mit dunklen Balken bezeichnet, statistisch insignifikante mit hellen Balken.

2 Für Erläuterungen zu diesem Index vgl. den Eintrag „EMBI“ im Online-Lexikon der Financial Times: <http://lexicon.ft.com/Term?term=EMBI>.

3 Zugang zur Datenbank bietet unter anderem die Inter-American Development Bank: <https://mydata.iadb.org/Reform-Modernization-of-the-State/Database-of-Political-Institutions-2015/ngy5-9h9d>.

4 Es werden jeweils nur die Ergebnisse für ausgewählte politische Determinanten wiedergegeben. Für eine detailliertere Darstellung sei auf Eichler (2014) verwiesen.

Investoren scheinen zu erwarten, dass auf eine expansive Fiskalpolitik vor der Wahl typischerweise eine fiskalische Konsolidierung nach der Wahl folgt.

Die politische Ideologie der Regierung spielt hingegen für Investoren eine entscheidende Rolle für die Bepreisung von Staatsanleihen. Die Regressionskoeffizienten zeigen, dass Länder mit einer Linksregierung (Rechtsregierung)⁵ durchschnittlich um 2,6 Prozentpunkte (3,9 Prozentpunkte) höhere Risikoaufschläge zahlen müssen als Länder, die von Zentrumsparteien regiert werden. Neben der Erwartung einer pragmatischeren Regierungsführung von Zentrumsregierungen könnten Investoren damit rechnen, dass ideologisch motivierte Zahlungsausfälle bei diesen Ländern weniger wahrscheinlich sind.

Auch der Index für politische Stabilität liefert einen signifikanten Erklärungsbeitrag für das staatliche Ausfallrisiko. Ein um zwei Punkte höherer Index für politische Stabilität (dies entspricht bspw. für das Jahr 2009 dem Unterschied zwischen dem stabilen Chile und dem krisengeschüttelten Venezuela) ist mit einer Reduzierung der Risikoprämie um 6,6 Prozentpunkte verbunden.

Investoren schätzen politische Stabilität aus vielerlei Gründen. Zum einen erhöhen häufige irreguläre Regimeveränderungen das Risiko, dass sich die gegenwärtige Regierung nicht an die von der Vorgängerregierung aufgenommenen Staatsschulden gebunden fühlt. Jedoch führen auch häufige demokratische Regierungswechsel im Zuge von Misstrauensvoten oder vorgezogenen Wahlen zu einem höheren Ausfallrisiko, da Investoren mutmaßen, dass sich für die politischen Akteure solcher Länder der Anreiz zu einer langfristig ausgelegten, sparsamen Fiskalpolitik verringert.

Überprüft wurde auch, ob die Handlungsfähigkeit der amtierenden Regierung das Ausfallrisiko beeinflusst. Fiskalische Konsolidierung oder Wirtschaftsreformen, so die These, setzen eine handlungsfähige Regierung mit einem starken Mandat voraus. Es kann jedoch kein signifikanter Effekt der Stärke der Regierungsmehrheit im Parlament auf das wahrgenommene Ausfallrisiko gefunden werden; auch der Grad der Fraktionalisierung⁶ der Regierungskoalition hat keinen statistisch signifikanten Einfluss.

5 Die politische Ausrichtung der Regierungsparteien wird anhand der Database of Political Institutions der Weltbank vorgenommen. Im Falle Deutschlands würde eine CDU-geführte Bundesregierung etwa als rechte Regierung klassifiziert, eine SPD-geführte Bundesregierung gälte als links.

6 Die Variable Fraktionalisierung ist ein Herfindahl-Index der Stimmgewichte einzelner Parteien innerhalb einer Regierungskoalition, wobei höhere Werte eine konzentriertere Machtverteilung angeben.

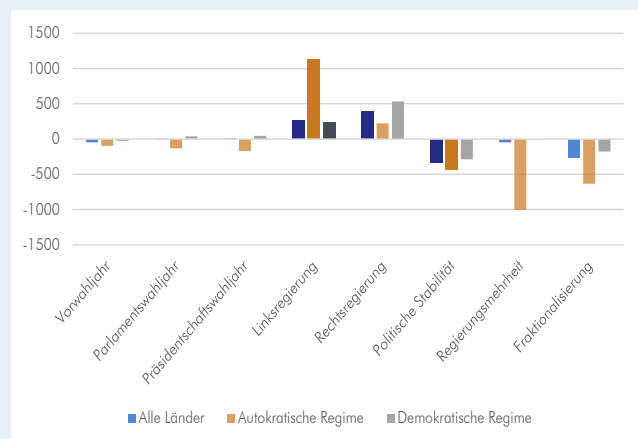
Ländergruppen unterscheiden sich hinsichtlich der Relevanz politischer Faktoren

Um die Effekte politischer Faktoren auf das staatliche Ausfallrisiko für Ländersets mit unterschiedlichen Charakteristika zu untersuchen, werden Interaktionsmodelle benutzt. In Abbildung 3 sind die Ergebnisse bezüglich des Einflusses der politischen Faktoren jeweils für relativ autokratische sowie für relativ demokratische Systeme aufgeführt.⁷

Es ist zu erkennen, dass politische Stabilität das staatliche Ausfallrisiko in relativ autokratischen Staaten treibt, wohingegen in relativ demokratischen Staaten kein signifikanter Effekt ermittelt werden kann. Anleiheinvestoren scheinen zu antizipieren, dass häufige Regimewechsel insbesondere in autokratischen Staaten zu Zahlungs-

Abbildung 3
Einfluss politischer Faktoren – demokratische vs. autokratische Regime

Veränderung des Risikoaufschlags in Abhängigkeit von politischen Faktoren, in Basispunkten (100 Basispunkte = ein Prozentpunkt)



Anmerkung: Statistisch signifikante Werte sind mit dunklen Balken bezeichnet, statistisch insignifikante mit hellen Balken.

ausfällen führen, da eine neue Regierung sich ggf. nicht mehr an die von der Vorgängerregierung aufgenommenen Staatsschulden gebunden fühlt. Im Gegensatz dazu spielt in relativ demokratischen Staaten politische Stabilität eine geringere Rolle für staatliches Ausfallrisiko, da in aller Regel Konsens über die Wichtigkeit fiskalischer Vertragstreue über politische Lager hinweg besteht.

In Abbildung 4 werden die Ergebnisse für Ländersets dargestellt, die sich nach dem Grad der Integration in

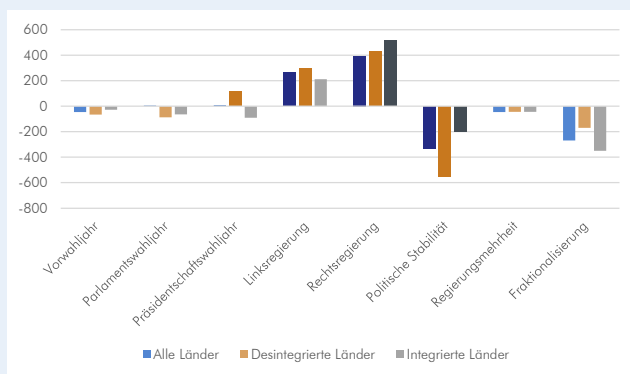
7 Die Aufteilung der Länder erfolgt nach dem Polity-IV-Index, wobei Länder mit einem Indexwert über 5 als demokratisch, Länder mit einem Indexwert von gleich oder unter 5 als autokratisch klassifiziert werden (vgl. Fearon, J. D.; Laitin, D. D.: Ethnicity, Insurgency, and Civil War, in: *American Political Science Review*, Vol. 97 (1), 2003, 75-90).

die Weltwirtschaft (gemessen am Anteil des Außenhandels am Bruttoinlandsprodukt) unterscheiden. Generell ist das staatliche Ausfallrisiko stärker von politischen Faktoren (insb. Wahlzyklen, politische Ideologie, politische Stabilität) abhängig, wenn ein Land weniger in die Weltwirtschaft integriert ist. Außenhandel scheint nach Meinung der Investoren die politische Zahlungswilligkeit zu erhöhen, da stark integrierte Staaten stärker unter einem staatlichen Schuldenausfall leiden, etwa im Zuge internationaler Wirtschaftsanktionen oder Einschränkungen von Handelskrediten.

Abbildung 4


Einfluss politischer Faktoren – integrierte vs. desintegrierte Länder

Veränderung des Risikoaufschlags in Abhängigkeit von politischen Faktoren, in Basispunkten (100 Basispunkte = ein Prozentpunkt)



Anmerkung: Statistisch signifikante Werte sind mit dunklen Balken bezeichnet, statistisch insignifikante mit hellen Balken.

Ländergruppen zeitigt, dass politische Faktoren in demokratischen Staaten weniger relevant für die Bepreisung von Staatsanleihen sind als in autokratischen Regimen. Zudem spielen politische Faktoren in offenen, in die Weltwirtschaft integrierten Staaten eine geringere Rolle für die Risikoprämien als in wenig integrierten Staaten.

Die für die Demokratie konstituierenden *checks and balances* scheinen die Ausfallrisiken aus Sicht der Anleiheinvestoren von politischen Faktoren unabhängiger zu machen. Eine stärkere Integration in die Weltwirtschaft erhöht für das Schuldnerland das Verlustpotenzial eines Staatsbankrotts und wirkt daher als ökonomische *checks and balances*. Unterm Strich scheinen Regierungswechsel mit ihrem (parteiideologisch motivierten) Umsteuern in der Fiskalpolitik in offenen Demokratien weniger Ausfallrisiken zu produzieren als in wenig integrierten Autokratien. 

Schlusswort

Die Ergebnisse der Studie legen nahe, dass die in Anleihepreisen enthaltenen Risikoprämien von politischen Faktoren wie politischer Stabilität und der politischen Ausrichtung der Regierung abhängig sind. Das Risiko, dass sich neue Regierungen nicht mehr an die aufgenommenen Staatsschulden ihrer Vorgängerregierungen gebunden fühlen und Schulden nicht (oder nur teilweise) zurückzahlen, führt demnach zu höheren Risikoprämien. Die praktische Relevanz dieses Zusammenhangs wird dadurch unterstrichen, dass Staaten neue Staatsanleihen gerade zum Effektivzins ausgeben werden, der am Finanzmarkt gebildet wird. Der Preis für die Refinanzierung politisch verantworteter Neuverschuldung wird mithin also durch das politische System selbst mitbestimmt.

Allerdings wäre es zu kurz gegriffen, anhand dieser Befunde von Kosten der Demokratie für die Staatsfinanzierung zu sprechen. Eine Unterscheidung von



Professor Dr. Stefan Eichler

Abteilung Finanzmärkte

Stefan.Eichler@iwh-halle.de