

**Brief des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen an  
den Bundesminister der Finanzen, Dr. Wolfgang Schäuble**

Berlin am 20.1.2017

**Ursachengerechte Therapie des Staaten-Banken-Nexus**

Seit Beginn der krisenhaften Entwicklungen in der Eurozone im Jahr 2010 wurde von vielen Seiten auf den sogenannten Staaten-Banken-Nexus hingewiesen, der als Kernproblem bei der Überwindung der Krise und der Stabilisierung der Eurozone angesehen wird. Es besteht eine enge Verflechtung von Staaten und Banken, die einen möglichen Teufelskreis befeuert:

- 1) Wenn Banken in Probleme gerieten, dann mussten Staaten diese Banken allzu häufig retten, gerade wenn Banken als systemrelevant betrachtet wurden. Verluste im Bankenbereich wurden damit sozialisiert, also vom privaten auf den öffentlichen Bereich übertragen. In der Folge stiegen die Ausfallrisiken der Staatsschulden.
- 2) Wenn andersherum Staaten, zum Beispiel durch eine ausufernde staatliche Verschuldung und/oder die Notwendigkeit großer Rettungspakete für Banken, Finanzierungsengpässe aufwiesen, dann gerieten diejenigen Banken in Probleme, die zuvor größere Bestände an Anleihen dieser Staaten erworben hatten.

Im Zuge der Krise haben Experten und die Politik der Frage große Aufmerksamkeit gewidmet, wie dieser Nexus durchbrochen werden kann. Die Schaffung der gemeinsamen Bankenaufsicht und –abwicklung durch den Single Supervisory Mechanism (SSM), die Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) und den Single Resolution Mechanism (SRM) soll beispielsweise dazu beitragen, dass der Staat

besser vor Bankenrisiken geschützt wird. Weniger sichtbar sind die regulatorischen Fortschritte hingegen bei der Frage, wie die Anfälligkeit von Banken gegenüber Staatsschuldenkrisen verringert werden kann. Im Kern müssten die Banken dazu veranlasst werden, ihre Investitionsrisiken zu senken und ihre Fähigkeit zur Absorption eventueller Verluste zu erhöhen.

Der Wissenschaftliche Beirat beim BMF hat bereits im Jahr 2014 darauf hingewiesen, dass für die Anfälligkeit der Banken gegenüber Staatsschuldenkrisen größtenteils die Politik selbst verantwortlich ist, und unter anderem drei Änderungen in der Regulierung vorgeschlagen: (1) Höhere Eigenkapitalanforderungen generell, (2) die regulatorische Verhinderung von „Klumpenrisiken“ in den Bankbilanzen, die aus dem einseitigen Investment in Staatsschuldtitel des eigenen Landes resultieren (Home Bias<sup>1</sup>), und vor allem (3) die Beseitigung der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln als Anlageform, insbesondere die Abschaffung der Befreiung dieser Kreditvergabe von Kapitalunterlegungsvorschriften.<sup>2</sup>

Eine Veränderung der Bankenregulierung, die diesen drei Punkten Rechnung trägt, würde Banken veranlassen, ihr Portfolio an Staatsschuldtiteln generell zu reduzieren, den bestehenden starken Home Bias zu verringern und so den Diversifikationsgrad zu erhöhen. Zugleich würden Banken durch größere Eigenkapitalausstattung weniger anfällig sein gegenüber möglichen Anlageverlusten im Fall von Schuldenkrisen einzelner Staaten. Es kann bei dieser Problemlösung dem privaten Finanzsektor überlassen bleiben, ob die gewünschte Portfoliodiversifikation durch entsprechende Investitionen der Einzelbanken erfolgt oder ob Investmenthäuser den Banken bei dieser Portfoliodiversifikation durch die Schaffung entsprechender Derivate (Bündelung und Tranchierung von Anleihen) behilflich sind.

---

<sup>1</sup> Der Home Bias bezeichnet das Phänomen, dass Anleger eine deutlich stärkere Präferenz für heimische Anlagen aufweisen als es die Vorteile der internationalen Portfolio-Allokation nahelegen.

<sup>2</sup> Der Staat als privilegierter Schuldner – Ansatzpunkte für eine Neuordnung der öffentlichen Verschuldung in der Europäischen Währungsunion, Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen, 02/2014.

In der aktuellen Diskussion steht die Abschaffung der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln nicht im Vordergrund. Zur Stabilisierung der Eurozone wird stattdessen derzeit diskutiert so genannte Sovereign Bond-Backed Securities (SBBS) einzuführen<sup>3</sup>. Dabei wird das Ziel verfolgt, über die Verbriefung von Staatsanleihen und die Tranchierung in Senior und Junior Bonds eine Anlageklasse zu schaffen, die es Banken in Form der Senior Bonds erlaubt, ein sicheres und gleichzeitig diversifiziertes Portfolio von Staatsanleihen zu halten. Außerdem soll verhindert werden, dass es im Krisenfall zu einer Kapitalflucht von finanziell schwächeren in finanziell solidere Staaten kommt. Dadurch soll eine bessere Resilienz erreicht und die Notwendigkeit für Bankenrettungen verringert werden. Davon würden alle Staaten in der Eurozone profitieren – auch Deutschland mit seiner exportorientierten Wirtschaft. Der Vorschlag sieht im Gegensatz zu Eurobonds keine explizite gemeinsame Haftung der Mitgliedstaaten für ihre Staatsschulden vor, da die Anleihen nach wie vor von den einzelnen Staaten emittiert werden.

Die Einführung von SBBS als Reformmaßnahme für die Eurozone vorzuschlagen, ist insofern überraschend, als es bereits heute jederzeit möglich wäre, derartige Produkte anzubieten. Wenn es tatsächlich eine Nachfrage nach einer in diesem Sinne sicheren Anlageklasse gäbe, dann sollte der im Vorschlag beschriebene Mechanismus des Kaufs der Staatsanleihen und der Emission der beiden Tranchen bereits heute von einer privaten Institution angeboten werden können. Ein Grund dafür, dass es aus privater Initiative nicht zur Bereitstellung solcher SBBS gekommen ist, könnte in der regulatorischen Privilegierung der Staatsanleihen liegen. SBBS sind derzeit für Banken weniger attraktiv: Staatsschuldtitel selbst erfordern keine Kapitalunterlegung und unterliegen keinen Großkreditgrenzen. Tranchen verbrieftes Wertpapiere unterliegen hingegen beiden Restriktionen. Dieser Nachteil mag erklären, weshalb die Bündelung und das Tranchieren von Staatsanleihen bislang keine Rolle auf den privaten Kapitalmärkten spielt. Die oben genannten Vorschläge des Beirats beseitigen diese

---

<sup>3</sup> Dieses Konzept geht zurück auf einen Reformvorschlag von Brunnermeier, M.; Langfield, S.; Pagano, M.; Reis, R.; Van Nieuwerburgh, S.; Vayanos, D. (2016). ESBies: Safety in the tranches, Working Paper 21 (September 2016), ESRB Board.

Diskriminierung verbrieftter Wertpapiere, aber nicht durch eine Erweiterung der Privilegierung auch für solche Derivate, sondern ursachengerecht durch die Abschaffung der Privilegierung für das Halten von Staatsschuldtiteln selbst.

Der genannte regulatorische Zusammenhang erklärt aber nicht vollständig, warum solche Finanzprodukte sich bislang am Markt nicht entwickelt haben. Denn nicht-regulierte Akteure am Kapitalmarkt, insbesondere private Anleger, unterliegen keinen Anlagerestriktionen und könnten SBBS nachfragen. Aktuell gibt es eine solche Nachfrage aber offenbar nicht. Das unterstreicht, wie wichtig es ist, die Privilegierung der Staatsanleihen abzubauen. Wenn das gelingt, wird sich am Markt zeigen, ob es eine hinreichende Nachfrage nach SBBS gibt. Entscheidend ist hierfür, ob derartige Produkte sich bei neutraler Kapitalmarktregulierung – also risikogerechter Regulierung ohne unbegründete Privilegierung oder Diskriminierung von Staatsanleihen oder verbrieften Anlageprodukten wie SBBS – am Markt und ohne weitere staatliche Eingriffe durchsetzen. Hingegen ist davor zu warnen, die Finanzmarktregulierung gar mit dem Ziel zu reformieren, das Halten von SBBS attraktiver zu machen, beispielsweise indem die vorhandenen Privilegien für Staatsanleihen auf SBBS ausgeweitet werden.

Hinzu kommen weitere Probleme, die gegen regulatorische Reformen zur Etablierung von SBBS sprechen. Die bisherigen Regeln und Institutionen im Euroraum sind vor allem in Krisensituationen – also genau dann, wenn Regeln und Institutionen sich bewähren müssen – unter starken politischen Druck geraten. Man denke an die verbreitete Missachtung der Stabilitätskriterien für Staatsschulden und das großzügige Vorgehen der Europäischen Kommission bei festgestellten Defizitverfehlungen wie auch die Frage der strikten Anwendung der BRRD. Hierbei handelt es sich um Beispiele für eine mangelnde Glaubwürdigkeit von Regeln, die ihre Einhaltung unterminiert. Bei SBBS ist eine ähnliche Entwicklung zu befürchten, sie könnten zum Einfallstor für eine umfassende und demokratisch nicht legitimierte Vergemeinschaftung von Staatsschulden werden. Die Erfahrung der Verletzung bestehender Regeln und

Gesetze auf europäischer Ebene ist bei der Bewertung auch dieses Vorschlags zu beachten.

Das Instrument der SBBS ist besonders anfällig für politische Einflussnahme. Es ist zwar prinzipiell privatwirtschaftlich konstruiert, aber bei einem deutlichen Renditeanstieg von Anleihen einzelner Staaten, der politisch als nicht mehr akzeptabel erscheint, würde schnell der Ruf nach staatlicher Intervention in die Preisbildung entstehen. Mit dem Verweis auf vermeintliches Marktversagen wäre damit stets ein wohlfeiles Argument gegeben, um alles Notwendige dafür zu tun, dass auch finanziell weniger solide Staaten ihre Anleihen zu günstigen Konditionen absetzen können. Zudem kann sich bei einer staatlichen oder privaten, aber auf Betreiben der europäischen Politik errichteten Verbriefungsinstitution die Erwartung bilden, dass im Zweifel Zahlungsausfälle aus Reputationsgründen vermieden und somit die Anleger entschädigt werden – auf Kosten der Gemeinschaft der beteiligten Mitgliedsstaaten. Das Ergebnis einer solchen Intervention wäre die Einführung von Eurobonds durch die Hintertür.

Neben diese grundsätzlichen Risiken, die aus der unzureichenden Verlässlichkeit europäischer Verabredungen resultieren, treten gravierende Probleme, die sich aus der praktischen Umsetzung ergeben. (1) Es entstehen erhebliche Transaktionskosten unterschiedlicher Art, die umso größer ausfallen, je mehr Staaten sich an den SBBS beteiligen. (2) Es entstehen Counterparty Risks durch die Institution, die die Staatsschuldentitel aufkauft, transformiert und in Gestalt von Zertifikaten weiterverkauft. (3) Es entsteht durch die Komplexität der vertraglichen Beziehungen ein erhebliches Maß von Intransparenz und rechtlicher Unsicherheit.

Die genannten Punkte werfen erhebliche Zweifel auf, ob die Einführung von Sovereign Bond-Backed Securities einen Schritt in die richtige Richtung darstellt. Jedenfalls sind neue Risiken und offene Fragen zu erkennen. Dazu gehört vor allem die Gefahr, dass in diesem Reformprozess die regulatorische Privilegierung der Staatsverschuldung noch ausgedehnt wird, statt sie abzubauen, wie es zur Verhinderung künftiger Krisen

dringend notwendig wäre. Der Beirat empfiehlt aus diesen Gründen eine ursachengerechte Herangehensweise und eine Auflösung des Staaten-Banken-Nexus durch das oben beschriebene Maßnahmenbündel, in dessen Mittelpunkt Anreize zu einer Portfoliodiversifikation der Banken in Verbindung mit einer verbesserten Kapitalausstattung stehen. Auf diese Maßnahmen sollte sich die Wirtschaftspolitik in Europa konzentrieren.