

Aktuelle Debatte:

**EU Auswege zwischen Austeritätspolitik und
Transferunion?**

Mit Staatsanleihen unterlegte Verbriefungspapiere (SBBS)

Was motiviert zu solchen synthetischen Eurobonds?

Thomas Reininger

Das Finanzsystem braucht in mehrfacher Weise den Anker eines „sicheren“, „risikofreien“ und hochliquiden Vermögenswertes in gleicher Währung auch außerhalb von Krisen-Zeiten. So zum Beispiel zur Etablierung einer risikofreien Renditestrukturkurve als Referenzgröße oder zur Verwendung in auf der Begebung von Sicherheiten beruhenden Transaktionen zwecks Refinanzierung (Repo-Markt). Im Allgemeinen sollten in einer Volkswirtschaft die vom eigenen Staat begebenen Anleihen diese Rolle erfüllen. Während einer Finanz- und Wirtschaftskrise verstärkt sich die Nachfrage nach einer solchen sicheren Anlagemöglichkeit. Traditionell bedeutete dies also in den meisten Volkswirtschaften die verstärkte Nachfrage nach der Anleihe des eigenen Staates, insbesondere solange der Staat als ausreichend vertrauenswürdig erachtet wurde und der Kapitalverkehr nicht liberalisiert war. Wurde das Risiko eines staatlichen Zahlungsausfalls befürchtet, so entstand eine Kapitalflucht ins Ausland unter Umgehung der Kapitalverkehrsbeschränkungen oder eine Kapitalflucht in Form der Veranlagung in einer Fremdwährung, die unter Umgehung der Devisenverkehrsbeschränkungen am Schwarzmarkt erworben und dann „unter der Matratze“ gehalten wurde. In der Europäischen Union und daher auch im Euroraum besteht jedoch der Grundsatz der Kapitalverkehrsfreiheit als eine der so genannten vier Freiheiten des Binnenmarktes.

Nach dem Beginn der Währungsunion hat es zuerst eine Phase ausgeprägter weiterer Konvergenz der Renditen der Staatsanleihen der Mitgliedsländer gegeben, vor allem aufgrund des Vertrauens in die Eliminierung des Wechselkursrisikos und infolge der Erwartung einer „ever closer union“.

Die von den USA ausgehende globale Finanz- und Wirtschaftskrise führte jedoch ab 2007 zu einer massiven Verunsicherung unter den Finanzakteuren innerhalb und außerhalb des Euroraums, zur Destabilisierung von Bankensektoren und zur starken Belastung der Fiskalhaushalte etlicher Euroraum-Länder sowohl durch die Rezession als auch durch Maßnahmen zur Stabilisierung des Bankensektors. Die „Flucht in einen sicheren Hafen“ zeigte sich im Euroraum in Form der Veranlagung in der deutschen Bundesanleihe. Die Kehrseite war die Schrumpfung der Nachfrage nach den Staatsanleihen anderer Euroraum-Länder und damit die Fragmentierung der Staatsanleihenmärkte, die Renditedivergenz, die Erhöhung des Zahlungsausfallsrisikos und die verstärkte ökonomische Hierarchisierung der Staaten innerhalb der gemeinsamen Währungsunion.

Die Renditedivergenz wurde durch den zögerlichen und kurzfristigen Umgang der Eurogruppe mit der Fiskalkrise in Griechenland markant verschärft. Dadurch wich die optimistische Einschätzung eines zunehmenden fiskalischen Zusammenhalts einer nüchternen Betrachtung des Status quo des Regelwerks, das insbesondere eine No-bail-out-Klausel für die Euroraum-Staaten enthält. Schließlich erodierte auch das Vertrauen, dass das Wechselkursrisiko wirklich dauerhaft eliminiert sei. Hinzu kamen dann selbst-erfüllende Marktdynamiken, spekulative Attacken und Ansteckungseffekte. Diese Flucht-Bewegung erhöhte jedoch zugleich auch die Systemrisiken. Denn parallel zur Fragmentierung der Staatsanleihenmärkte im Euroraum erhöhte sich die Konzentration des Exposures vieler Finanzmarktakteure auf die deutsche Bundesanleihe, und damit auch die Abhängigkeit von allfäl-

ligen unerwarteten negativen Entwicklungen in Deutschland. Im Unterschied zu den USA fehlt eben im Euroraum ein sicherer hochliquider Vermögenswert, der allen Gliedstaaten zugutekommt und nicht ident ist mit der Staatsanleihe eines einzelnen Mitgliedstaates.

Der starke Anstieg der Staatsanleiherenditen einzelner Euroraum-Länder wirkte über mehrere Kanäle negativ auf die Gesamtwirtschaft und die Bankensektoren dieser Volkswirtschaften. Einer dieser Kanäle ist das von Banken (und Versicherungen) gehaltene Volumen an inländischen Staatsanleihen, der so genannte „home bias“ innerhalb des gesamten Portefeuilles gehaltener Staatsanleihen. Der gehaltene Bestand an inländischen Staatsanleihen relativ zur gesamten Bilanzsumme des Bankensektors war zuvor seit 2008 in den meisten Euroraum-Ländern deutlich gestiegen, primär als Folge der schweren Rezession und zusätzlich auch durch das Fungieren der Banken als Gegenpartei für die Verkäufe von inländischen Nichtbanken und ausländischen Investoren, sowie zum Teil durch staatliche Maßnahmen der Bankenstabilisierung in der ersten Phase der Finanzkrise.

In der zweiten Hälfte des Jahres 2011 war somit die Situation im Euroraum gekennzeichnet von der Fragmentierung der Staatsanleihen-Märkte im Euroraum und der negativen Wirkung des Anstiegs der Staatsanleihenrendite in etlichen Euroraum-Ländern. Die unmittelbare Antwort des Eurosystems auf diese Herausforderung war die Bereitstellung sehr hoher Volumina an langfristiger Liquidität durch die sogenannten „long-term refinancing operations“ (LTROs) angekündigt Ende 2011 und Anfang 2012 durchgeführt. Zusammen mit der berühmt gewordenen Londoner Rede des EZB-Präsidenten („The ECB will do whatever it takes to save the euro.“) im Sommer 2012 trugen diese Maßnahmen entscheidend zur Beruhigung der Finanzmarktakteure und zur Einleitung eines erneuten Konvergenzprozesses der Staatsanleihenrenditen im Euroraum bei. Die grundsätzlich erfolgreichen LTRO-Maßnahmen, die wie intendiert auch die Nachfrage der Banken nach Staatsanleihen stärkten und damit die Staatsanleihenmärkte stabilisierten, bewirkten jedoch zugleich eine Verstärkung des „home bias“ der von Banken gehaltenen Bestände an Staatsanleihen. Ab Anfang 2015 führte allerdings die Eurosystem-Politik des „quantitative easing“, also des Aufkaufs von Staatsanleihen durch das Eurosystem auf dem Sekundärmarkt, wieder zu einem größeren Rückgang der Banken-Bestände an Staatsanleihen.

Die krisenbedingt erhöhten Banken-Bestände an (inländischen) Staatsanleihen bildeten jedoch für manche den Ausgangspunkt zur Thematisierung der Regeln der Eigenkapitalunterlegung für Staatsanleihen. Insbesondere deutsche Institutionen drängten und drängen darauf, dass Banken im Euroraum für Bestände an (inländischen) Euro-denominierten Anleihen von Staaten des Euroraums in einem bestimmten Verhältnis Eigenkapital halten sollen, damit so einem hohen Anteil der (inländischen) Staatsanleihen an der Banken-Bilanzsumme entgegengewirkt wird.

Dieser Vorschlag übersieht jedoch unter anderem, dass Banken außerhalb von Krisenzeiten überhaupt keinen Aufbau von Staatsanleihen-Beständen relativ zur Bilanzsumme vornehmen – ganz im Gegenteil. In diesen Zeiten besteht genügend Kreditnachfrage des privaten Sektors und die Banken bevorzugen diese für sie rentablere Kreditvergabe. Umgekehrt ist in Krisenzeiten, in denen ja die private Kreditnachfrage einbricht, das Erschweren staatlicher Schuldenaufnahme und deren Finanzierung ökonomisch wenig konstruktiv. Die Einführung regulatorischer Beschränkungen für das Banken-Exposure gegenüber Staaten hat somit eine tendenziell prozyklische Wirkung. Wird zudem das so genannte Kreditrisiko der Staatsanleihen als Kriterium für das Ausmaß der regulatorischen Beschränkung genommen, dann bedeutet dies gerade in Krisenzeiten eine regulatorische Verstärkung der ökonomisch in dieser Situation bereits gegebenen Hierarchisierung der Staaten des Euroraums.

Aufgrund der Krisen-Erfahrungen und als Alternative zur Anhebung der Eigenkapital-Anforderungen an Banken für gehaltene Anleihen des Staates ihres Landes in Landeswährung fand der Vorschlag von mit Staatsanleihen unterlegten Verbriefungspapieren (sovereign bond-backed securities, SBBS) ein vermehrtes Interesse. Der Vorschlag der Einführung von SBBS zielt nämlich sowohl auf die Schaffung Euroraum-weiter „sicherer“ hochliquider Vermögenswerte als auch auf die erhöhte Diversifikation und Risiko-Reduktion in den von Banken gehaltenen Portefeuilles an Staatsanleihen.

SBBS können theoretisch sowohl von verschiedenen privaten Akteuren gemäß standardisierten Vorgaben der öffentlichen Hand oder von einer öffentlichen Stelle organisiert bzw. arrangiert werden. Der jeweilige Arrangeur würde eine rechtlich eigenständige Zweckgesellschaft errichten, die im Gegenzug zur Übernahme eines diversifizierten Portefeuilles von zugrunde liegenden Staatsanleihen die SBBS begibt, insoweit eine Nachfrage durch Banken bzw. Finanzinvestoren besteht.

SBBS sind keine gewöhnlichen Verbriefungspapiere, sondern sie verbriefen Ansprüche auf die Zahlungsströme (Zinsen und Tilgung) des als Aktiva zugrunde liegenden Staatsanleihen-Portefeuilles. Dabei werden grob gesprochen zwei Arten von SBBS begeben, und zwar eine größere höherrangige Tranche (senior tranche) und eine kleinere niederrangige Tranche (junior tranche). Die erhöhte Sicherheit der senior tranche resultiert daraus, dass ein allfälliger Zahlungsausfall einer der zugrunde liegenden Staatsanleihen in einem ersten Schritt nur die junior tranche trifft, und zwar alle Investoren in die junior tranche gleichermaßen, indem sie geringere Zins- bzw. Tilgungserlöse erhalten. Nur falls der Zahlungsausfall so groß sein sollte, dass er das gesamte ausstehende Volumen an junior tranches übersteigt, würden auch die Zahlungen auf senior tranches vermindert werden.

SBBS sind also formal als Verbriefungspapiere konstruiert, mit denen viele zu Recht auch Probleme während der Finanzkrise assoziieren. Inhaltlich sind sie jedoch insofern völlig anders, als das zugrunde liegende Portefeuille an Vermögenswerten eben nicht in einer Vielzahl von illiquiden und zum Teil notleidenden Krediten (z.B. Konsumkredite für den Autokauf) besteht, sondern in Euroraum-Staatsanleihen, also liquiden Krediten an Staaten des Euroraums, die nach einem transparenten Schlüssel gewichtet sind.

Anders als „echte“ Eurobonds, die von den Euroraum-Staaten gemeinsam begeben würden, implizieren SBBS keine Einführung einer gemeinsamen Haftung für Zahlungsrисiken. Dies können manche als entscheidende Schwäche dieses Konzepts sehen, andere wiederum als wesentliche Stärke, die die politische Durchsetzbarkeit ermöglicht. Ein weiterer Unterschied zu diesen eigentlichen Eurobonds besteht darin, dass SBBS nicht unmittelbar zu neuen öffentlichen Einnahmen führen, sondern nur insoweit, als sie zusätzliche Nachfrage wecken und nicht bloß zur Substitution von sonst direkt nachgefragten Staatsanleihen gekauft werden.

Der Markt für SBBS würde nur schrittweise entwickelt werden können, auch deshalb, weil sie die Liquidität der nationalen Staatsanleihenmärkte nicht beeinträchtigen sollen. Anfänglich wird es hier aufgrund der Größenordnungen auch keine Probleme geben, und längerfristig dürfte ein SBBS-Volumen in der Höhe des bisherigen Staatsanleihen-Kaufprogramms der EZB eine grobe Obergrenze darstellen.

Zurzeit werden die Möglichkeiten der Ausgestaltung und Marktentwicklung von SBBS durch eine hochrangige Arbeitsgruppe des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) im Detail analysiert. Auf dieser Basis plant die Europäische Kommission, Anfang 2018 einen Vorschlag zur Regulierung dieses Produkts vorzulegen.