



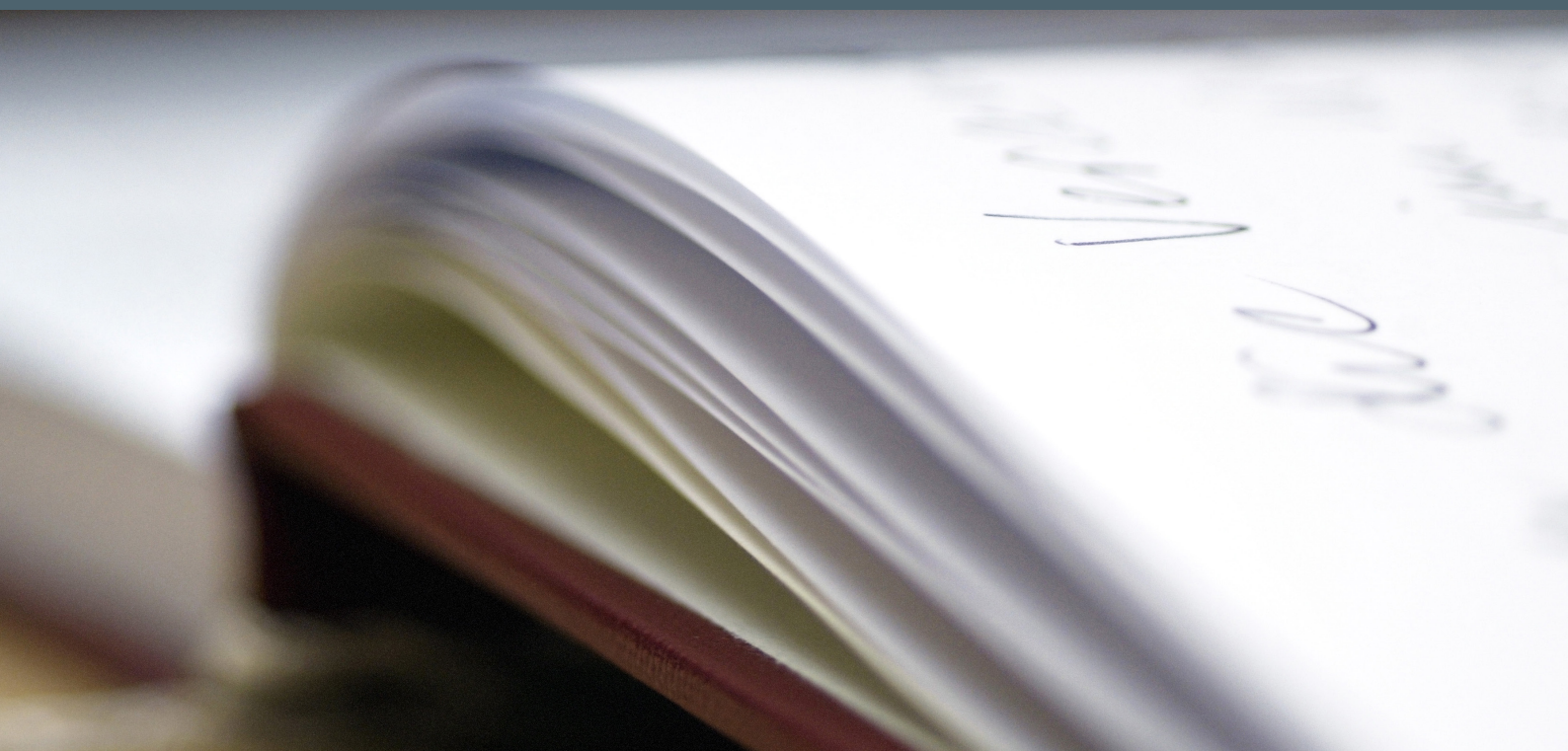
Bundesministerium
der Finanzen

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



Der Staat als privilegierter Schuldner –

Ansatzpunkte für eine Neuordnung der öffentlichen Verschuldung
in der Europäischen Währungsunion

Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirats
beim Bundesministerium der Finanzen

Februar 2014

Gliederung

Kurzfassung	3
I. Einleitung	5
II. Staatliche Privilegien beim Zugang zum Kapitalmarkt	7
2.1 Staatsschulden in der Bankenregulierung	7
2.2 Offenmarktgeschäfte – Staatsschulden als Sicherheiten	9
2.3 Direkte Finanzierung durch die Zentralbank	10
2.4 Finanzhilfen und Haftungsübernahme für staatliche Anleihen	11
2.5 Transparenz	12
2.6 Besteuerung	12
III. Konsequenzen der staatlichen Privilegien	14
3.1 Falsche Investitionsanreize für den Staat	15
3.2 Aufweichung der Budgetrestriktion	15
3.3 Verdrängung des privaten Kredits	16
3.4 Herausbildung systemischer Risiken	16
3.5 Der Staat als Bankier	20
IV. Abbau der Privilegien und staatliche Konsolidierung	21
V. Schlussfolgerungen	23

Kurzfassung

Die Finanzkrise 2007/2008 und die nachfolgende Krise in der Europäischen Währungsunion haben die gegenseitige Abhängigkeit von Staat und Finanzinstituten, insbesondere Banken, deutlich vor Augen geführt. Einerseits muss der Staat bei finanziellen Schwierigkeiten von Banken massiv intervenieren, um größere Zusammenbrüche zu vermeiden. Andererseits sind es unter anderem die von den Banken gehaltenen Staatsanleihen selbst, die durch Zweifel an der Zahlungsfähigkeit oder Zahlungsbereitschaft eines Staates Banken in die Schieflage bringen können.

Eine zentrale Ursache für die Verstrickung zwischen dem Staat und dem Bankensektor liegt in der künstlich verstärkten Bevorzugung des Staates als Schuldner auf dem Kapitalmarkt. Neben den genuine Vorteilen des Staates als Schuldner, die aus der Kontinuität des Staates, dem Zugriff auf Zwangsabgaben und der Größe der Märkte für Staatsschuldtitel resultieren, gibt es eine Vielzahl von besonderen institutionellen Privilegien, die durch Gesetze, Regulierungsbehörden oder auf administrativem Weg zu Stande kommen.

So wird Staatsanleihen im Rahmen der Eigenkapitalregulierung für Banken in der Europäischen Union systematisch ein besonderer Status eingeräumt. Die geltenden Richtlinien sehen zwar grundsätzlich vor, dass Banken je nach dem Risiko des

Forderungsausfalls ihrer Anlagen vermehrt Eigenkapital vorhalten müssen (Risikogewichtung). Im Rahmen von Basel II gilt aber für Investitionen in Staatsanleihen des Europäischen Wirtschaftsraums eine Nullgewichtung. Dies gilt auch für die Schulden spezieller öffentlicher Einrichtungen und für nachgeordnete Gebietskörperschaften. Auch nach der Umsetzung der als Basel III bezeichneten Empfehlungen besteht die Nullgewichtung fort, auch wenn sie sich hier nur auf die Mitgliedsstaaten der Europäischen Union bezieht.

Auch in der Offenmarktpolitik der Europäischen Zentralbank werden Staatsanleihen bevorzugt behandelt. Zwar werden von der Europäischen Zentralbank (EZB) bei der Hereinnahme von Staatsanleihen Abschläge vom Kurswert vorgenommen. Diese Abschläge fallen aber bei Staatsanleihen unter sonst gleichen Umständen geringer aus. Auch durch Ankäufe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt können Staatsschulden eine Privilegierung erfahren. Zwar stehen die aktuellen Maßnahmen der EZB im Zusammenhang mit der Krisenbewältigung. Grundsätzlich führen solche Maßnahmen aber zu einer Privilegierung der Verschuldung von Ländern, bei denen Zweifel an der Tragfähigkeit der Verschuldung bestehen.

Besondere Regelungen für Staatsschulden können auch bei der steuerlichen Behandlung von Staatsanleihen bestehen. So wurde in der Diskussion um die Besteuerung von Finanztransaktionen in Europa der Vorschlag gemacht, Staatsanleihen durch einen ermäßigten Steuersatz zu privilegieren.

Soweit die Kreditfinanzierung für öffentliche Haushalte durch die genannten Maßnahmen gegenüber den sonst herrschenden Marktbedingungen erleichtert wird, entstehen für die Entscheidungsträger in den öffentlichen Haushalten falsche Signale über die Kosten der Staatsausgaben. Das führt zu vermehrten Staatsausgaben und einer stärkeren Verschuldung. Wenn ungünstige Kursentwicklungen von Staatsanleihen regelmäßig durch Eingriffe der Zentralbank abgefedert werden, ergibt sich eine Aufweichung der Budgetbeschränkung des Staates. Auch bei subnationalen Gebietskörperschaften verdrängt der privilegierte Zugang zum Kapitalmarkt Vorsorgemaßnahmen wie die Schaffung von Rücklagen und befördert eine riskante Finanzpolitik.

Besonderes Augenmerk verdient die Privilegierung der Staatsschulden im Rahmen der Bankenregulierung. Sie gibt den Banken Anreize, die Funktion des Gläubigers für die öffentliche Hand auszuweiten und befördert nicht nur eine übermäßige Ausdehnung des Bankensektors in diesem Bereich, sondern auch eine übersteigerte Exposure des Finanzsektors gegenüber den mit Staatsschulden verbundenen Zahlungsrisiken. Sie schafft zudem einen Zielkonflikt zwischen der öffentlichen Hand als Regulator der Finanzinstitute und der öffentlichen Hand als Kreditnehmer.

Vor diesem Hintergrund spricht sich der Beirat für eine grundsätzliche Neuordnung des Verhältnisses zwischen Staat und Banken aus. Als Leitlinie dient dabei, dass die staatliche Schuldenaufnahme auf gleiche

Art und Weise behandelt werden sollte wie eine private.

In seinen Empfehlungen kritisiert der Beirat die pauschale Freistellung für Anleihen der öffentlichen Hand von den Eigenkapitalvorschriften für Banken, die Sonderregelungen bezüglich der Vorschriften über Liquiditätsstandards/-puffer von Banken für Anleihen der öffentlichen Hand und die pauschale Freistellung der Anleihen der öffentlichen Hand von Regelungen zu Großkrediten. Diese Formen der Privilegierung leisten dem Aufbau systemischer Risiken Vorschub und sollten nach Auffassung des Beirats beseitigt werden.

Schuldtitel gegen Private und die öffentliche Hand sollen steuerlich möglichst gleich behandelt werden, das gilt sowohl im Hinblick auf die Besteuerung von Zinseinkünften als auch bei der Besteuerung von Transaktionen.

Die Europäische Zentralbank muss eine marktgerechte Bewertung der Risiken von Staatsanleihen für die Zwecke der Offenermarktpolitik vornehmen. Auch gegenseitige Haftungsgarantien und Schuldendiensthilfen in der Währungsunion führen zu einer unbegründeten Privilegierung der öffentlichen Verschuldung, die eine ineffiziente Ausweitung der Staatstätigkeit nach sich zieht und die finanzpolitische Eigenverantwortung unterminiert.

Das starke Engagement der Banken in der Finanzierung der Staatsschulden hat ungünstige Effekte auf die Kreditversorgung der privaten Wirtschaft. Die Ausweitung der Geschäftstätigkeit von Förderbanken bietet hier keine geeignete Abhilfe. Durch eine Rückführung der staatlichen Schuldnerprivilegien könnten die Kredite der Banken verstärkt wieder der Finanzierung von privaten Investitionen zugeführt werden. So würde der Staat das Ziel der Verbesserung der Finanzierung privater Unternehmen ohne den Umweg über Förderbanken auf einem direkten und marktkonformen Wege erreichen.

I. Einleitung

Die Finanzkrise 2007/2008 und die nachfolgende Krise in der Europäischen Währungsunion haben die gegenseitige Abhängigkeit von Staat und Finanzinstituten, insbesondere Banken, deutlich vor Augen geführt. Einerseits muss der Staat bei finanziellen Schwierigkeiten von Banken massiv intervenieren, um größere Zusammenbrüche zu vermeiden, und es wird vielfach gefordert, dass der Staat die Banken und andere auf dem Kapitalmarkt agierende Finanzinstitute effektiver reguliert. Andererseits sind es unter anderem die von den Banken gehaltenen Staatsanleihen selbst, die durch Zweifel an der Zahlungsfähigkeit oder Zahlungsbereitschaft eines Staates Banken in die Schieflage bringen können.

Eine zentrale Ursache für die Verstrickung zwischen dem Staat und dem Bankensektor liegt in der besonderen Stellung des Staates als Schuldner auf dem Kapitalmarkt. Die Kontinuität des Staates ermöglicht es dem Staat, eine sehr langfristige Perspektive bezüglich der Finanzierung zu wählen. Der Zugriff auf Steuern und andere Zwangsabgaben und die Gestaltungsmacht, die der Staat in der Besteuerung hat, stellen ihn mit hoher Zahlungsfähigkeit als Schuldner aus.¹ Zudem ist der Staat ein großer

Schuldner. Die Märkte für Staatsschuldtitel sind hoch entwickelt. Viele Staatsschuldtitel sind verbriefte und handelbar. Die Märkte für viele Staatsschuldtitel sind durch hohe Liquidität gekennzeichnet. Staaten stehen unter genauer Beobachtung vieler Marktteilnehmer, deren Berichte und Einschätzungen zur Transparenz beitragen. Zwar gibt es aufgrund der Souveränität und der damit verbundenen Möglichkeit einer staatlichen Zahlungsverweigerung gegenüber den Kreditgebern auch besondere Risiken für Anleger. Solange die Finanzpolitik sich auf einem langfristig tragfähigen Pfad bewegt oder dies zumindest von den Akteuren auf dem Kapitalmarkt unterstellt werden kann, bieten Staatsanleihen aber eine vergleichsweise sichere Geldanlage, was sich auch ohne eine besondere Privilegierung in einer relativ niedrigen Verzinsung von Staatsanleihen niederschlägt. Zudem würde eine tatsächliche Zahlungsverweigerung eines Staates seine Möglichkeiten einschränken, wieder an den Kapitalmarkt zurückzukehren. Staaten haben daher ein Interesse, als vertrauenswürdige Schuldner aufzutreten.

1. Hinzu kommt, zumindest außerhalb einer Währungsunion, die prinzipielle Möglichkeit des Staates, seine Zentralbank als „*lender of last resort*“ zu nutzen.

Die aufgeführten genuinen Vorteile des Staates bei der Kreditaufnahme sind unbestritten – sie stehen nicht im Zentrum dieser Stellungnahme. Allerdings gibt es eine Vielzahl von besonderen institutionellen Privilegien, die durch Gesetze, Regulierungsbehörden oder auf administrativem Weg zu Stande kommen. So kann der Staat administrativ und gesetzgeberisch auf die verschiedenen Kapitalgeber Einfluss nehmen und Staatsschuldtiteln durch solche Eingriffe eine höhere Attraktivität geben. Außerdem kann er die Offenlegungspflichten gestalten, denen er sich als Schuldner unterwerfen muss. Weiterhin kann er in den Markt zu Zwecken der „Kurspflege“ eingreifen und nicht zuletzt Banken und andere Bereiche der Finanzindustrie zum Kauf von Staatsschuldtiteln veranlassen. Durch solche Regelungen und Institutionen baut der Staat seine bevorzugte Stellung als Schuldner auf dem Kapitalmarkt weiter aus und befördert damit möglicherweise die problematische gegenseitige Abhängigkeit zwischen den öffentlichen Finanzen und dem Bankensektor.

In der vorliegenden Stellungnahme wird zunächst ein Überblick gegeben, wo im Einzelnen besondere Sachverhalte vorliegen, die dem Staat bevorzugt Zugang zu Kredit verschaffen. Anschließend werden die Probleme dieser Privilegien erörtert und es wird diskutiert, ob der Abbau der Privilegien im Konflikt steht mit der aktuell durch Konsolidierungsbedarfe gekennzeichneten Situation vieler Länder in der Europäischen Währungsunion. Abschließend werden finanzpolitische Empfehlungen formuliert.

II. Staatliche Privilegien beim Zugang zum Kapitalmarkt

2.1 Staatsschulden in der Bankenregulierung

Der Einzelstaat, im Falle der Währungsunion auch eine supranationale Institution,² nimmt in der Regulierung des Bankensektors und in der Bankenaufsicht wichtige Funktionen wahr. Die staatliche Aufgabe besteht dabei darin, durch Regulierung und Aufsicht auf ein stabiles Finanzsystem hinzuwirken. Ein zentrales Element der Regulierung ist die Festsetzung von Mindestvorgaben für das in der Bank vorhandene Eigenkapital. Die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht entwickelten und in Europa geltenden Richtlinien (Basel II) sehen dabei vor, dass Banken je nach dem Risiko des Forderungsausfalls ihrer Anlagen vermehrt Eigenkapital vorhalten müssen (Risikogewichtung). Auf diese Weise soll die Stabilität der Banken verbessert und der Anreiz, riskantere Ausleihungen zu tätigen, verringert werden. Dies ist

ein zentrales Anliegen des Staates, der sich aufgrund seiner Verantwortung für die gesamtwirtschaftliche Stabilität einer Übernahme von Risiken im Fall einer drohenden Finanzkrise kaum entziehen kann. Allerdings gibt es im Rahmen der Bankenregulierung pauschale Sonderregelungen für Staatsschulden. Dies gilt auch für die Schulden spezieller öffentlicher Einrichtungen und für nachgeordnete Gebietskörperschaften.

Bereits im Rahmen von Basel II galt bei Anwendung des Kreditrisiko-Standardansatzes (KSA) für Investitionen in Staatsanleihen des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) eine Nullgewichtung. Auch nach der Umsetzung der als Basel III bezeichneten Empfehlungen besteht die Nullgewichtung fort, auch wenn sie sich hier nur auf die Mitgliedsstaaten der Europäischen Union bezieht.³ Diese Regelung ist festgehalten in Art. 114 (4) der *Capital Requirement Regulation* (CRR) der Europäischen Union, die seit dem 1. Januar 2014 unmittelbar geltendes

2. Im Zuge der Diskussion über die Schaffung einer europäischen Bankenunion wurde schon beschlossen, die Aufsicht über besonders große oder systemrelevante Banken von den nationalen Behörden auf die europäische Ebene, in diesem Fall die EZB, zu übertragen. Über die Einführung eines gemeinsamen europäischen Restrukturierungs- und Insolvenzverfahrens für Banken wird gegenwärtig diskutiert. Diese Neuerungen auf europäischer Ebene ändern nichts grundsätzlich an der nachfolgenden Diskussion über die Privilegierung von Staaten als Schuldner. Deshalb wird im Folgenden nur falls sachlich unbedingt notwendig unterschieden, ob es sich um den Einzelstaat als Regulierungshandelnden oder um eine supranationale Institution handelt.

3. Nach einer Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich vom Oktober 2011 wählten nur 36 der 90 europäischen Banken, die im Jahr 2011 am europaweit durchgeführten Stresstest teilnahmen, den IRBA zur Bewertung der Risiken aus Staatsanleihen. Bei der Bewertung anderer Risiken wie zum Beispiel bei den Krediten an Privat- und Firmenkunden wurden demgegenüber wesentlich häufiger der IRBA gewählt. Diese Zahlen legen den Schluss nahe, dass Banken von der Ausnahmemöglichkeit bei Staatsanleihen regen Gebrauch machen und dadurch eine Nullgewichtung bei diesen Investitionen erzielen.

Recht in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union ist.⁴ Bei Anwendung des auf einem internen *Rating* basierenden Ansatzes (IRBA) gibt es zwar grundsätzlich keine Nullgewichtung. Allerdings sieht Art. 150 (1) CRR die Ausnahmemöglichkeit vor, für Investitionen in Staatsanleihen der Mitgliedstaaten nicht etwa den auf einem internen *Rating* basierenden Ansatz (IRBA), sondern den Kreditrisiko-Standardansatz (KSA) anzuwenden. Das bedeutet im Ergebnis, dass weiterhin eine Nullgewichtung für diese Staatsanleihen gilt. Staatsanleihen wird also in der Eigenkapitalregulierung für Banken in der Europäischen Union systematisch ein besonderer Status eingeräumt. Dies widerspricht der mit Basel II begonnenen Strategie der Regulierung, nach der bei vermehrten Risiken auch vermehrt Eigenkapital vorgehalten werden muss.

Im Rahmen von Basel III wurde neben der Anpassung der Eigenkapitalregulierung eine Einführung von Liquiditätsstandards/-puffern beschlossen. Dazu gehören die *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) und die *Net Stable Funding Ratio* (NSFR). Diese sollen sicherstellen, dass Banken in Krisenzeiten über ausreichend Mittel verfügen, um auch ohne zusätzliche Mittelaufnahme den Geschäftsbetrieb fortsetzen zu können. Während sich die *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) auf die Sicherstellung der Liquidität über einen kurzfristigen Zeitraum von 30 Tagen bezieht, zielt die *Net Stable Funding Ratio* (NSFR) auf einen längerfristigen Horizont von einem Jahr ab, über den in Krisenzeiten zuverlässig Liquidität zur Verfügung stehen soll. Es muss betont werden, dass die Einzelheiten für beide Maßnahmen zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Stel-

lungnahme noch nicht endgültig beschlossen worden sind, allerdings zeichnen sich bereits Umrisse ab. Im Rahmen der *Liquidity Coverage Ratio* (LCR), die zwischen den Jahren 2015 und 2019 eingeführt werden soll, sollen Banken mögliche Zahlungsausgänge durch Investitionen in hochliquide Bilanzaktiva decken. Dabei gibt es zwei Arten von Aktiva, die sogenannten *Level 1* und *Level 2 Assets*. Während *Level 1 Assets* unbegrenzt und ohne Abschlag auf ihren Marktwert berücksichtigt werden, dürfen *Level 2 Assets* nur einen bestimmten Anteil an der *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) ausmachen. Zudem wird bei diesen Aktiva ein Abschlag auf ihren Marktwert vorgenommen. Die gegenwärtig dafür angesetzten Werte liegen bei 40 % für den Anteil und 15 % für den Abschlag. Nach gegenwärtigem Stand sieht es so aus, dass Banken unter bestimmten Voraussetzungen Staatsanleihen in beliebiger Höhe als *Level 1 Assets* anrechnen dürfen.⁵ Diese Anforderungen führen konkret dazu, dass Banken weitere Anreize erhalten, in Staatsanleihen zu investieren, um die regulatorisch erforderliche Liquidität vorhalten zu können. Den Staatsanleihen wird auch hier ein besonderer Status eingeräumt.

Staatsanleihen werden darüber hinaus auch in den Regelungen zu Großkrediten privilegiert.⁶ Laut Artikel 400 Absatz 1 der CRR werden Kredite an Zentralregierungen, die ein KSA-Risikogewicht von 0 % aufweisen, nicht auf die Großkreditobergrenze von 25 % des haftenden Eigenkapitals nach Artikel 395 der CRR angerechnet.

4. Die Nullgewichtung gilt allerdings nur für Staatsanleihen von Mitgliedsstaaten, die auf deren eigener Währung lauten und in dieser Währung refinanziert sind. Gemäß Art. 114 CRR kann die Nullgewichtung übergangsweise noch bis 2017 auch für Fremdwährungsanleihen von Mitgliedsstaaten angewandt werden. Ab 2018 sind zumindest für Fremdwährungsanleihen von Mitgliedsstaaten schrittweise die vollen Risikogewichte anzusetzen.

5. Zu diesen Voraussetzungen zählen insbesondere ein Risiko von 0 % für diese Staatsanleihen unter dem Kreditrisiko-Standardansatz und ein nachgewiesener hoher Grad an Liquidität selbst in Stressszenarien.

2.2 Offenmarktgeschäfte – Staatsschulden als Sicherheiten

Anleihen und Schuldverschreibungen von privaten und öffentlichen Schuldnern werden regelmäßig von der Zentralbank als Sicherheit akzeptiert und beliehen, teilweise auch von der Zentralbank gekauft oder verkauft mit dem Ziel, die Versorgung mit Zentralbankgeld zu steuern. Diese Offenmarktpolitik spielt eine wichtige Rolle in der Transmission der Geldpolitik. Sie eröffnet aber je nach ihrer Ausgestaltung die Möglichkeit, Staatsschuldtitel aus der Perspektive von Gläubigern attraktiver zu machen. Staatsanleihen werden beispielsweise für Banken attraktiver als andere Schuldtitel gleicher Bonität, wenn die Zentralbank Staatsanleihen zu besonders günstigen Konditionen als Sicherheiten für Zentralbankkredite akzeptiert.

Zwar werden von der Europäischen Zentralbank bei der Hereinnahme von Staatsanleihen Abschläge vom Kurswert vorgenommen. Diese Abschläge richten sich im Wesentlichen nach der Kreditqualität, also dem *Rating* des eingereichten Wertpapiers, und nach dessen Liquidität.⁷ Hinzu kommen weitere Faktoren wie die Laufzeit des Wertpapiers und die Gestaltung der Zinszahlung (periodische Zahlungen oder *Zero Coupon Bonds*). Staatsanleihen mit eingeschränkter Kreditqualität erhalten demnach zwar höhere Abschläge. Staatsanleihen genießen aber dennoch

einen prinzipiellen Vorteil gegenüber anderen Wertpapieren wie zum Beispiel Unternehmensanleihen. Dieser Vorteil ergibt sich aus der Bewertung der Liquidität. Staatsanleihen werden unabhängig von ihrer tatsächlichen Liquidität von der EZB pauschal der ersten von fünf Liquiditätskategorien zugeordnet, für die die Abschläge *ceteris paribus* am geringsten ausfallen.⁸ Zum Vergleich: Unternehmensanleihen werden nur der dritten Liquiditätskategorie zugeordnet. Damit genießen insbesondere Länder mit weniger liquiden Staatsanleihen, d.h. vor allem kleinere Länder mit geringeren Emissionsvolumina, bei der Berechnung der Abschläge ein Privileg.

Im Zuge der Bekämpfung der Finanzkrise im Euroraum hat die Europäische Zentralbank zudem die selbst gesetzten Standards an die Bonität von Kreditsicherheiten für Staatsschuldspapiere Zug um Zug mit dem Bonitätsverfall dieser Papiere gesenkt. So gelten zum Beispiel seit dem 3. Mai 2010 zumindest vorübergehend keine Mindest-Ratings mehr für griechische Staatsanleihen, seit dem 31. März 2011 nicht mehr für irische Staatsanleihen und seit dem 7. Juli 2011 nicht mehr für portugiesische Staatsanleihen. Auch im Frühjahr 2012 hat die Europäische Zentralbank griechische Staatsschuldtitel als Sicherheiten akzeptiert, obgleich private Marktteilnehmer diesem Kreditnehmer das Vertrauen weitgehend entzogen hatten – und dies nicht zu Unrecht, wie die erzwungene Umschuldung der Gläubiger

6. Diese Privilegien finden sich nicht nur bei der Regulierung von Banken, sondern in ähnlicher Form auch bei der Regulierung von Versicherungen. Auch wenn hier im Rahmen der Bemühungen um Solvency II noch keine finalen Festlegungen vorgenommen worden sind, so sind die Kapitalanforderungen für Investitionen in Staatsanleihen in den Vorschlägen der Europäischen Kommission (vgl. *Quantitative Impact Study QIS5 Technical Specifications*) geringer als für Investitionen in andere Anleihen mit identischem Rating.

7. Siehe hierzu EZB (2010)

http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/sp090728_1annex.en.pdf?ff68824a19c646820791eae7ba2b48aa

8. Hier und im Folgenden wird zwischen den Maßnahmen der europäischen Zentralbank EZB und der im System der Europäischen Zentralbanken (ESZB) zusammengeschlossenen Zentralbanken nicht unterschieden.

im März 2012 gezeigt hat. Die EZB hat zudem Banken im Rahmen von *Long-term refinancing operations* (LTROs) mit langfristiger Liquidität in erheblichem Ausmaß versorgt, möglicherweise in der Absicht oder Hoffnung, dass diese Liquidität größtenteils in die Finanzierung von Staatskrediten fließt.

Zwar mögen Stützungsmaßnahmen der Europäischen Zentralbank in der aktuellen Krise als pragmatische Notmaßnahme gerechtfertigt sein. Es besteht aber Anlass zur Sorge, dass hier Präzedenzfälle geschaffen werden. So könnten auch in der Zukunft bei Zweifeln an der Tragfähigkeit der Verschuldung eines Landes Interventionen erfolgen, die staatliche Gläubiger in der Europäischen Währungsunion privilegieren.

2.3 Direkte Finanzierung durch die Zentralbank

Die direkte Finanzierung des öffentlichen Defizits durch die Zentralbank wird seit langem kontrovers diskutiert. In der Europäischen Währungsunion ist sie gemäß §123 AEUV untersagt. Die vertraglichen Regelungen erlauben indessen ein Engagement der EZB am Sekundärmarkt, also den Ankauf von Staatsschuldtiteln, die zuvor von natürlichen oder juristischen Personen des privaten Sektors erworben wurden. Prinzipiell könnten die EZB und die Regierungen Europas das direkte Kreditfinanzierungsverbot unterlaufen, indem beispielsweise eine Neuemission, die vom Kapitalmarkt nicht aufgenommen wird, durch ein im Staatsbesitz befindliches, aber von der Rechtsform her privatwirtschaftlich organisiertes Kreditinstitut erworben wird und von dort aus an die EZB weitergereicht

wird. Dies würde eine erhebliche Privilegierung der Staatsverschuldung darstellen. Die Finanzierungsbedingungen für den betreffenden Staat würden sich gegenüber einer Finanzierung über den privaten Kapitalmarkt verbessern. Der betreffende Staat könnte seine Schulden selbst dann finanzieren, wenn ohne diese Interventionen die privaten Kapitalmärkte dem Staat weitere Kredite verweigern würden. Dies setzt allerdings voraus, dass die EZB zur Aufnahme dieser Titel auch tatsächlich bereit ist.

Im Zuge der Ereignisse seit Mai 2010 haben über das *Securities Market Programme* (SMP) umfangreiche Ankäufe der EZB im Sekundärmarkt stattgefunden. Das zum Stand November 2013 sich noch im Portfolio der EZB befindliche Volumen beläuft sich auf über €184 Milliarden.⁹ Insofern solche Ankäufe private Nachfrage nach bereits emittierten Staatsschulden verdrängen, schaffen sie Nachfrage nach Staatsschuldtiteln, die durch Neuemissionen befriedigt werden kann. Ankäufe am Sekundärmarkt erhöhen also die Kreditaufnahmefähigkeit des privaten Sektors für Staatsschulden der Eurostaaten: Sie erhöhen die Nachfrage und senken so den Preis, den diese Staaten für Neuemissionen zahlen müssen. In der jüngeren Entwicklung hat die EZB Ankäufe auf dem Sekundärmarkt zwar stark reduziert, hat aber im September 2012 angekündigt, dass sie ggf. unbegrenzt Anleihen der Eurostaaten aufkaufen wird. Die Ankäufe und Ankündigungen lösen Zinseffekte aus, die Budgetwirkungen entfalten. Sie führen je nach Richtung der Zinsänderungen für die Staatsverschuldung zu Entlastungen für die Staatshaushalte einiger Mitgliedsstaaten der Eurozone und zu Belastungen in anderen. Zwar stehen die aktuellen Maßnahmen der EZB im Zusammenhang mit der Krisenbewältigung. Grundsätzlich führen solche

9. Die tatsächlichen Ankäufe der EZB über das SMP beliefen sich auf einen höheren Betrag. Die Gesamtsumme des sich noch im Portfolio befindlichen Anleihevolumens sinkt durch das Ausbleiben weiterer Käufe über das SMP und die Tilgung der Anleihen kontinuierlich.

Maßnahmen aber zu einer Privilegierung der Verschuldung von Ländern, bei denen Zweifel an der Tragfähigkeit der Verschuldung bestehen.

2.4 Finanzhilfen und Haftungsübernahme für staatliche Anleihen

Insbesondere im Kontext von Währungsunionen aber auch im Hinblick auf subnationale Gebietskörperschaften kommt es verschiedentlich zu institutionellen Vereinbarungen zwischen Regierungen, die den Zugang zum Kapitalmarkt auch in schwierigen Umständen offenhalten sollen. Diese Thematik lässt sich im Kontext der bundesdeutschen Finanzverfassung erläutern. Die Interpretation des „bündischen Prinzips“ durch das Bundesverfassungsgericht als gegenseitiges Hilfegebot zumindest im Sinne der „ultima ratio“ verschafft auch Ländern und nachgelagerten Gebietskörperschaften mit extremen Haushaltsnotlagen Zugang zum Kapitalmarkt zu Bedingungen, die sich an der Bonität der Bundesländer-Gemeinschaft orientieren. Diese Regelung ist indessen nicht unumstritten, weil sie im Widerspruch zur finanzpolitischen Eigenverantwortung steht.

In der Europäischen Währungsunion ist die Haftungsübernahme formell ausgeschlossen. Allerdings besteht eine begrenzte Absicherung öffentlicher Schulden durch die Schaffung europäischer Fonds zur Bereitstellung von Liquidität und zur Umschuldung von Staatsanleihen (ESFS und ESFM sowie ESM). Zudem erlaubt der erweiterte Artikel 136 des Vertrags von Lissabon unspezifische Eingriffe, wenn sie für den Erhalt der Eurozone erforderlich sind. Weitergehende konkrete Vorschläge zur

gegenseitigen Haftung, beispielsweise durch die Einrichtung von Eurobonds, würden die gegenseitige Haftung noch weiter ausweiten. Jedes Mitgliedsland in der Währungsunion hätte dann als Schuldner das Privileg, dass die Bedienung und Rückzahlung nicht nur von dem Land zugesagt wird, welches die jeweilige Anleihe begibt, sondern auch von den anderen Mitgliedsländern. Zwar stünde diesem Vorteil in einer Haftungsgemeinschaft auch ein Anstieg der Haftungsrisiken für die Kredite der anderen Länder gegenüber. Dennoch ergeben sich Anreizeffekte und Umverteilungseffekte, die eine Privilegierung bewirken. Anreizeffekte entstehen bei gegenseitiger Haftung, weil ein Land, das eine zusätzliche Verschuldung eingeht, eine negative Externalität auf die anderen Länder ausübt. Es trägt deshalb nicht die volle Last der zusätzlichen Schulden und kann sich günstiger verschulden. Umverteilungseffekte entstehen zugunsten der Länder mit hoher Verschuldung. Sie gewinnen von der Haftungszusage, weil sie sich statt zu ihrer eigenen Bonität zur Bonität des Durchschnitts verschulden.

2.5 Transparenz

Eine eher formale Privilegierung auf dem Kapitalmarkt resultiert auch aus den gesetzlichen Vorschriften zur Transparenz. So nimmt der Staat seine eigenen Anleihen von den Vorschriften zur Publizitätspflicht und zur Prospekthaftpflicht teilweise aus. Entsprechende Ausnahmen bestehen zunächst bei den Publizitätsvorschriften im Wertpapierprospektgesetz.¹⁰ Über die Platzierung von Anleihen hinaus bestehen auch keine Verpflichtungen zur Abgabe von halbjährlichen und jährlichen Finanzberichten oder von Zwischenberichten entsprechend des Wertpapierhandelsgesetzes.¹¹ Auch in Bezug auf Missbrauchsvorschriften zur Vermeidung von Insidergeschäften bestehen Ausnahmen.¹² Inwieweit es durch solche Ausnahmen gelingen kann, dauerhaft eine Begünstigung staatlicher Verschuldung zu sichern, ist angesichts des internationalen Wettbewerbs um Anleger allerdings fraglich. Unter den Bedingungen perfekter Kapitalmärkte wird mangelnde Transparenz lediglich den Risikoaufschlag staatlicher Anleihen erhöhen.¹³

2.6 Besteuerung

Verschiedentlich begünstigt der Staat auch durch die Ausgestaltung des Steuersystems die private Geldanlage in Staatsanleihen. Eine entsprechende Begünstigung kann beispielsweise vorliegen, wenn der Staat eine gegenüber anderen Anlagen geringere Besteuerung von Erträgen aus Staatsanleihen vorsieht, so dass sich die erforderliche Vorsteuerrendite zugunsten des Staates verringert. Eine solche Zinssteuersubvention kann sich auf spezifische Schuldtitel erstrecken, wie im Falle der USA, wo Bonds der Bundesstaaten und anderer Gebietskörperschaften von föderalen Steuern freigestellt sind. In Deutschland gibt es solche offenen steuerlichen Privilegien für Staatsanleihen zwar nicht, andere europäische Länder bieten aber spezielle steuerliche Vergünstigungen für die Anlage in Staatsanleihen (Norregard, 1996).

Bei der Beurteilung steuerlicher Privilegien muss indessen berücksichtigt werden, dass den steuerlichen Begünstigungen auch Mindereinnahmen gegenüber stehen. In einem Zentralstaat mit einem zentralen Budget, in das alle Steuern einfließen und aus dem öffentliche Ausgaben einschließlich möglicher Zinsausgaben bestritten werden, und mit einer homogenen Investorengruppe, die von einer Zinsbesteuerung einheitlich betroffen sind, würden sich Steuerfreistellung und Einnahmenminderung gerade saldieren, Nettozinsen nach Steuern würden durch die Freistellung unverändert bleiben und auch die Anreizeffekte im öffentlichen Sektor würden sich gerade saldieren. Die steuerliche Privilegierung wäre

10. Siehe hierzu C. Kersting, 2013, The Case for Abolishing Sovereign Debtor's Privileges, 48 *Tex.Int'l L.J.*, im Erscheinen, S.3.

11. Siehe Kersting, 2013, S.5f.

12. Siehe Kersting, 2013, S.7f.

13. Vgl. Bernoth, K., und G. B. Wolff, 2008, Fool The Markets? Creative Accounting, Fiscal Transparency and Sovereign Risk Premia, *Scottish Journal of Political Economy*, 55(4), 465-487.

dann wirkungslos.¹⁴ In einem Föderalstaat sind die Steuerausfälle der Gebietskörperschaft, die eine steuerbegünstigte Anleihe begibt, in der Regel kleiner als der Begünstigungseffekt. In diesen Fällen führt die steuerliche Begünstigung zu verzerrten Preissignalen, was die tatsächliche Höhe der Zinskosten der betreffenden Anleihe angeht. Ähnliches gilt im Fall der Begünstigung ausländischer Kapitalgeber durch Freistellungen von heimischen Quellensteuern. Entsprechend werden mitunter steuerliche Ermäßigungen und Anreize für internationale Investoren eingeführt, die dann beispielsweise von lokalen Quellensteuern ausgenommen sind.¹⁵ Bei einem Ausgleich der Nachsteuerrenditen ergibt sich für die emittierende Regierung ein Rückgang der Kapitalkosten. Effektive steuerliche Vergünstigungen können auch im Rahmen von Transaktions- oder Stempelsteuern erfolgen, indem Transaktionen bei alternativen Anlagen stärker besteuert werden.¹⁶ Auch in der Diskussion um die Besteuerung von Finanztransaktionen in Europa wurde der Vorschlag gemacht, Staatsanleihen steuerlich durch einen ermäßigten Steuersatz zu privilegieren.¹⁷

14. Möglich sind indes Verschiebungen in der Besitzstruktur der Staatspapiere, da der Vorteil aus einer Steuerbefreiung für Investoren mit hohem Steuersatz besonders groß ist. Darüber hinaus eröffnen steuerbefreite Staatsanleihen dem Staat gegebenenfalls die Möglichkeit, die künftigen Finanzierungslasten heutiger Kredite allein durch Aufnahme neuer Kredite zu bestreiten. Das ist dann der Fall, wenn der steuerbefreite Zins auf Staatsanleihen unterhalb der Wachstumsrate liegt. Wenn zugleich die durchschnittliche Vorsteuerrendite privater Anlageformen oberhalb dieser Rate liegt, werden indessen künftige Generationen durch eine solche Verschuldungsstrategie systematisch schlechter gestellt. Siehe dazu B.U. Wigger, 2009, A note on public debt, tax-exempt bonds, and Ponzi games, *Journal of Macroeconomics*, 31, 492-499.

15. Siehe H. Huizinga, 1994, International interest withholding taxation: Prospects for a common European policy, *International Tax and Public Finance*, 1(3), 277-291.

16. Vgl. C.M.Reinhart und M.B.Sbrancia, 2011, a.a.O.

17. EU Kommissar A.Semetas am 1.7.2013 vor dem EU Parlament: "I still believe that, for reasons of tax neutrality, both government bonds and pension funds should remain in the scope of the directive. For those two categories of products, however, a reduced rate, coupled with a rendezvous clause could constitute a suitable way forward which should be further examined."

III. Konsequenzen der staatlichen Privilegien

Die genannten Privilegien haben unterschiedliche Ansatzpunkte und unterschiedliche Auswirkungen. Die privilegierte Stellung der Staatsanleihen in der Bankenregulierung, Finanzhilfen und Privilegien, die sich im Rahmen der Offenmarktpolitik und der Kurspflege der Zentralbank ergeben, verschaffen vor allem stärker risikobehafteten öffentlichen Anleihen einen Vorteil gegenüber alternativen Anleihen mit gleichem Ertrag und gleichen Risiken. Andere Privilegien, beispielsweise im Rahmen der Besteuerung verbessern die Position auch von staatlichen Schuldnern, die ein geringeres Risiko aufweisen. Je nach der Elastizität der Kreditnachfrage führt dies unter normalen Kapitalmarktbedingungen zu einem Preiseffekt im Sinne einer geringeren Verzinsung staatlicher Anleihen und/oder zu einem Volumeneffekt im Sinne einer Verlagerung der Portfolioanteile zwischen privatem und öffentlichem Kreditvolumen zu Lasten des privaten Sektors.

Mit Privilegien des Staates als Schuldner mag vordergründig das Ziel verbunden sein, die Finanzierungslasten für den Staat gering zu halten. Insoweit als aus der Privilegierung besonders niedrige Zinsen resultieren, kommt es dann zunächst zu einer Entlastung des öffentlichen Haushaltes, und auch die Kosten möglicher kreditfinanzierter öffentlicher Projekte sinken. Ein erleichterter Zugang zu Krediten bietet auch hoch-

verschuldeten Ländern Vorteile durch geringere Zinslasten. Solchen Vorteilen stehen aber schwerwiegende Nachteile gegenüber, wie im Folgenden noch ausgeführt wird.

Die Literatur zur politischen Ökonomie hat zudem auf verschiedene Fehlanreize hingewiesen, die in einer repräsentativen Demokratie zu einem übermäßigen Anstieg der Staatsschulden führen können. Die Privilegierung des staatlichen Zugangs zum Kapitalmarkt dürfte dieses Problem vergrößern. Die ohnehin bestehenden Probleme bei der Implementierung nachhaltiger öffentlicher Haushalte und für die langfristige Finanzstabilität würden dann verschärft.

3.1 Falsche Investitionsanreize für den Staat

Soweit die Kreditfinanzierung für öffentliche Haushalte durch die genannten Maßnahmen gegenüber den sonst herrschenden Marktbedingungen erleichtert wird, entstehen für die Entscheidungsträger in den öffentlichen Haushalten falsche Signale, was die Opportunitätskosten von Staatsausgaben angeht. Das führt zu falschen Preissignalen für die Politik und in der Folge zu einer stärkeren Verschuldung.¹⁸ Der Zinssatz für öffentliche Kredite ist eine zentrale Entscheidungsgröße insbesondere für die Bewertung der Folgewirkungen staatlicher Politik. So hat eine Verzerrung dieses Zinssatzes beispielsweise Konsequenzen bezüglich der staatlichen Vermögenspolitik. Wenn der Staat aufgrund der Privilegierung öffentlicher Schulden einen zu niedrigen Zinssatz bei der Berechnung von Vermögenswerten ansetzt, ergeben sich bei dem Kauf von Unternehmen fiskalische Vorteile und bei Verkauf und Privatisierungen entsprechend Nachteile. Auch bei der Entscheidung über langfristig wirksame Infrastrukturprojekte führt ein zu niedriger Zinssatz möglicherweise zu Fehlentscheidungen. Aus solchen Gründen ist mit einer ineffizienten Ausweitung von öffentlicher Verschuldung und Staatstätigkeit zu rechnen.

3.2 Aufweichung der Budgetrestriktion

Die staatlichen Privilegien auf dem Kapitalmarkt verschaffen dem Staat einen verbesserten Zugang und eine stärkere Absicherung durch den Kapitalmarkt. Dies reduziert den Anreiz, Maßnahmen zu einer Stabilisierung des öffentlichen Haushalts zu ergreifen. Ein Beispiel hierfür ist die nationale Finanzpolitik innerhalb der Europäischen Währungsunion. Diese operierte seit Jahren zwar mit Vorgaben von 60 % des Bruttoinlandsprodukts für die maximale Höhe der Quote der Staatverschuldung und von 3 % für das Defizit. Diese Regelungen haben die Verschuldungsneigung der Staaten nicht wirksam begrenzen können, so dass sich der verbliebene Spielraum für fiskalpolitische Impulse als viel zu gering erwies, als die Mitgliedstaaten 2009 in eine massive Rezession gerieten. So folgte auf die zunächst erfolgreiche Bekämpfung des Konjunkturerinbruchs die europäische Schuldenkrise mit den bekannten gravierenden Problemen. Dies hat die Europäische Zentralbank veranlasst, durch verschiedene Eingriffe in die Finanzmärkte darauf hinzuwirken, dass sich die Kurse für die Staatsschulden der Krisenländer erholen und entsprechend die Risikoaufschläge zurückbilden. Diese Politik hat unmittelbare Effekte auf den Spielraum der Finanzpolitik der betroffenen Länder. Zwar hat sich aufgrund der Krise der Eurozone eine Notsituation ergeben. Es ist aber davon auszugehen, dass Mitgliedsländer im Rahmen ihrer Finanzpolitik in Betracht ziehen, dass die Europäische Zentralbank auch in der Zukunft im Falle einer gravierenden Haushaltsnotlage ungünstige Kursentwicklungen durch entsprechende Kurspflege abzufedern hilft. Dies würde den Spielraum

18. Siehe die Diskussion um *tax-exempt municipal bonds*, z.B. R. H. Gordon, and J. B. Slemrod, 1989, *An Empirical Examination of Municipal Financial Policy* in Harvey S. Rosen, Hrsg., *Studies in State and Local Public Finance*, University of Chicago Press, S. 53 - 82.

für eine Ausdehnung der Budgetbeschränkung eröffnen.

Auch innerhalb eines Landes, insbesondere bei subnationalen Gebietskörperschaften, verdrängt der Zugang zum Kapitalmarkt Vorsorgemaßnahmen wie die Schaffung von Rücklagen und kann zu einer risikanten Anlagepolitik führen. Hierfür liefern spektakuläre Fehlinvestitionen im Zusammenhang mit Großprojekten der deutschen Bundesländer aufschlussreiches Anschauungsmaterial. Der Kapitalmarktzugang des Staates führt im Zusammenhang mit der Funktion der öffentlichen Hand als Eigentümer von Finanzinstituten auch zu gravierenden Steuerungsproblemen. Die mehr als unbefriedigende *Performance* vieler Landesbanken, nicht nur in der aktuellen Finanzkrise, und der Zusammenbruch der Industrie Kredit Bank haben wiederholt vor Augen geführt, dass das *Management* in Finanzinstituten, die durch öffentliches Eigentum in den Genuss staatlicher Privilegien gelangen, unzureichend beaufsichtigt wird.¹⁹

3.3 Verdrängung des privaten Kredits

Eine Begünstigung staatlicher Verschuldung führt unter normalen Kapitalmarktbedingungen zu einem Anstieg der Zinsen für andere Schuldner und wird über einen Anstieg der Kapitalkosten auch negative

Effekte auf die Konsum- und Investitionstätigkeit der privaten Wirtschaft und auf das Wachstum ausüben. In Zeiten, in denen die private Kreditnachfrage schwach ist, beispielsweise in einer Rezession, dürften entsprechende Verdrängungseffekte zwar gering sein; allerdings kann eine Ausweitung staatlicher Verschuldung unter solchen Umständen auch ohne besondere Privilegien erfolgen, insbesondere wenn in der Vergangenheit nur eine maßvolle Staatsverschuldung entstanden ist.

3.4 Herausbildung systemischer Risiken

Über die Verzerrung der Kosten der öffentlichen Verschuldung hinaus ist die besondere Behandlung öffentlicher Anleihen im Rahmen der Bankenregulierung eine Quelle von Fehlanreizen auch im Bankenbereich. So wird durch die Anlage in unsicheren Staatsanleihen im Erfolgsfalle ein wesentlich höherer Ertrag erzielt als durch die Anlage in öffentlichen Anleihen vergleichsweise sicherer Länder. Bei der Regulierung über den Kreditrisikostandardansatz muss indessen nicht mehr regulatorisches Eigenkapital vorgehalten werden.²⁰ Dies erzeugt für Banken einen starken Anreiz, gerade besonders riskante Anleihen von öffentlichen Schuldnern zu halten, was der Zielsetzung der Bankenregulierung diametral entgegensteht.²¹

19. Vgl. hierzu Hau, H. und M. Thum, 2009, Subprime Losses and Boardroom (In-)Competence: Private vs. Public Banks in Germany, *Economic Policy* 60, 701-752.

20. Dass die adäquate Bewertung des Risikos öffentlicher Anleihen nicht einfach ist und dass gerade auch externe Rating-Agenturen in der Vergangenheit Schwierigkeiten bei der Beurteilung dieser Anleihen hatten, ist kein hinreichender Grund für eine Fortsetzung der bisherigen Praxis. Inwieweit es möglich ist, eine adäquate Bewertung verschiedener Anlagen für die Zwecke der Bankenregulierung vorzunehmen, wird in der Fachliteratur kontrovers diskutiert. Ein alternativer Ansatz wäre die Vorgabe einer generellen Eigenkapitalquote (vgl. A.R.Admati, P.M.DeMarzo, M.F.Hellwig und O.Pfleiderer, 2012, *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: „Why Bank Equity is not Expensive*, MPI, Bonn). Auch hier wäre dann aber zu fordern, dass Staatsanleihen von der Verpflichtung, entsprechendes Eigenkapital bereitzustellen, nicht pauschal ausgenommen werden.

21. Siehe auch A. Kassow, 2010, *The Interaction between Sovereign Debt and Risk Weighting under the CRD*, European Parliament IP/A/ECON/NT/2010-08.

Während die institutionelle Privilegierung von Staatsschulden bei der Regulierung in Staaten mit einer eigenen Währung oft als unproblematisch angesehen wird,²² entstehen in der Europäischen Währungsunion aus der Privilegierung zweifelsohne erhebliche Risiken für das Finanzsystem.

Staatsschuldtitel spielen im Kreditportfolio von europäischen Banken eine bedeutende Rolle. Der Sachverständigenrat (SVR 2011) hat bereits in seinem Jahresgutachten 2011 darauf hingewiesen, dass Banken über 35 % der Europäischen Staatsschuldtitel halten. Abbildung 1 zeigt die Investitionen in Staatsanleihen der 61 europäischen Banken, die ihre Bestände im Rahmen des sogenannten Stresstests der *European Banking Authority* (EBA) im Dezember 2011 offenlegen mussten.²³ Die Abbildung zeigt die Investitionen in Anleihen des Staates, in

denen die jeweiligen Banken beheimatet sind (in blau), und in Anleihen anderer Staaten (in rot). Die Investitionen in Staatsanleihen werden dabei im Verhältnis zum Buchwert des Eigenkapitals der Banken zum 31.12.2011 dargestellt. Die Abbildung zeigt, dass die analysierten griechischen Banken durchschnittlich knapp 370 % ihres Eigenkapitals in griechische Staatsanleihen investiert haben. Aber auch in anderen Ländern der Peripherie des Euroraums wie Portugal, Spanien und Italien liegt dieser Wert bei über 100 %. Der durchschnittliche Wert für deutsche Banken ist mit annähernd 400 % sogar höher als in jedem anderen europäischen Land. Banken investieren demnach substantiell in Anleihen des Staates, in dem sie beheimatet sind. Bemerkenswert ist im Übrigen auch das vereinzelt sehr hohe Auslandsengagement wie beispielsweise in Zypern.

22. So wird im Regelfall eines Nationalstaates mit eigener Währung unterstellt, dass es bei Staatsanleihen kein Ausfallrisiko gibt (*counterparty risk*), vgl. M. K. Brunnermeier, A. Crockett, C. A. Goodhart, A. Persaud, H.S. Shin, 2009, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, London. Dies kann allerdings im Rahmen der europäischen Währungsunion nicht unterstellt werden, vgl. hierzu P. Krugman, 2013, *Currency Regimes, Capital Flows, and Crises*, Paper presented at the 14th Jacques Polak Annual Research Conference, IMF.

23. Der Stresstest wurde für 65 Banken durchgeführt. Für zwei Banken liegen keine Bilanzdaten vor, die beiden belgischen Banken werden aufgrund des negativen Eigenkapitals bei Dexia nicht berücksichtigt. Die Daten für die griechischen Banken, die in diesem Stresstest nicht berücksichtigt wurden, stammen aus dem Jahr 2010.

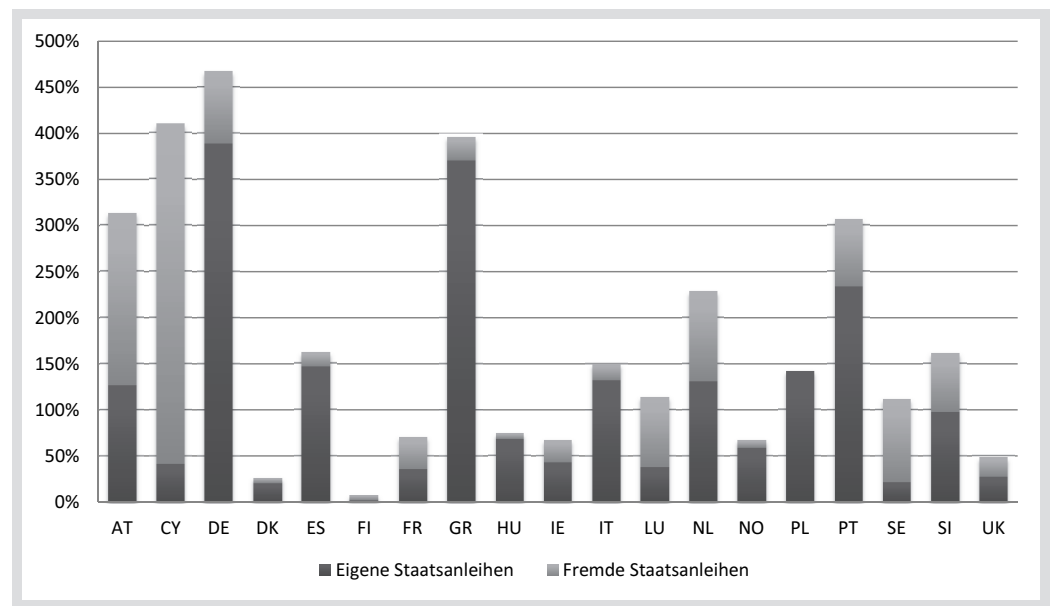


Abbildung 1: Investitionen in Staatsanleihen seitens der 61 europäischen Banken, die am EBA-Stresstest im Dezember 2011 beteiligt waren, in % des Buchwerts des Eigenkapitals zum 31.12.2011. Bei mehreren Banken in einem Land ergibt sich der dargestellte Prozentsatz als gleichgewichteter Durchschnitt der Prozentsätze aller Banken in diesem Land. Quelle: <http://www.eba.europa.eu/capitalexercise/2011/2011-EU-Capital-Exercise.aspx>, in Anlehnung an Acharya, Viral V. und S. Steffen, 2012, *The Greatest Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks*, Working Paper. AT-Österreich, CY-Zypern, DE-Deutschland, DK-Dänemark, ES-Spanien, FI-Finnland, FR-Frankreich, GR-Griechenland, HU-Ungarn, IE-Irland, IT-Italien, LU-Luxemburg, MT-Malta, NL-Niederlande, NO-Norwegen, PL-Polen, PT-Portugal, SE-Schweden, SI-Slowenien, UK-Vereinigtes Königreich.

Abbildung 2 zeigt entsprechende Werte für den letzten, im Oktober 2012 veröffentlichten Stresstest. Die hier verwendete Methode ist identisch mit derjenigen in Abbildung 1. Abbildung 2 zeigt, dass Banken auch zu diesem Zeitpunkt in großem Umfang Staatsanleihen halten; in vielen Ländern halten Banken deutlich über 100 % des Buchwerts ihres Eigenkapitals in Staatsanleihen. Zwei Länder verdienen eine besondere Bemerkung: Griechenland ist in diesem Stresstest nicht mehr enthalten, da die Daten griechischer Banken zu diesem Zeitpunkt nicht mehr publiziert werden. Der Wert in Zypern ist im Vergleich zum Stand Dezember 2011 deutlich gesunken, was mit dem in Griechenland im März 2012 durchgeführten Schuldenschnitt unter dem sogenannten *Private Sector Involvement* (PSI) zusammenhängt. In den anderen Ländern der Peripherie des Euroraums liegt der Wert weiterhin bei über 100 %.

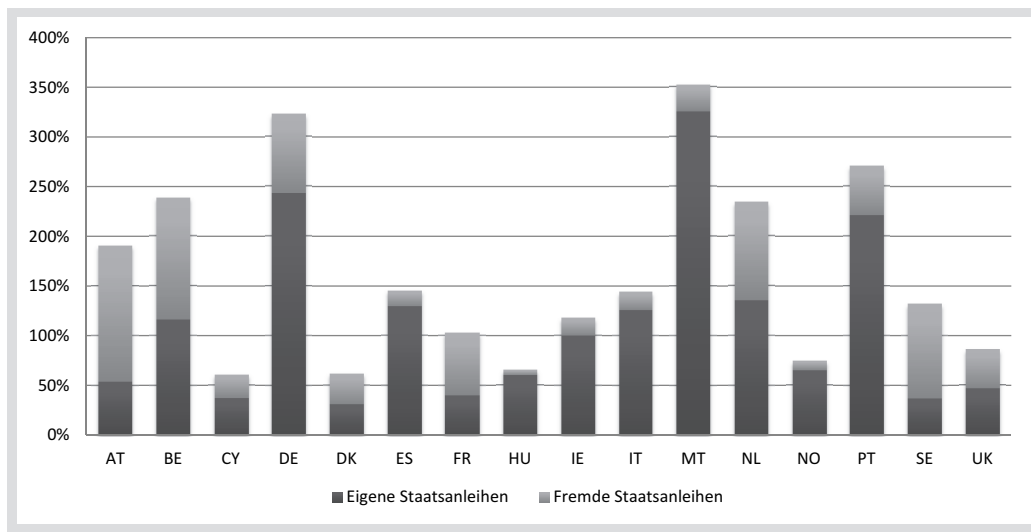


Abbildung 2: Investitionen in Staatsanleihen seitens der 61 am letzten, im Oktober 2012 veröffentlichten EBA-Stresstest beteiligten europäischen Banken, in % des Buchwerts des Eigenkapitals zum 31.12.2011. Bei mehreren Banken in einem Land ergibt sich der dargestellte Prozentsatz als gleichgewichteter Durchschnitt der Prozentsätze aller Banken in diesem Land. Quelle:

<http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-capital-exercise/final-results>, in Anlehnung an Acharya, Viral V. und S. Steffen, 2012, *The Greatest Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks*, Working Paper.

AT-Österreich, BE-Belgien, CY-Zypern, DE-Deutschland, DK-Dänemark, ES-Spanien, FR-Frankreich, HU-Ungarn, IE-Irland, IT-Italien, MT-Malta, NL-Niederlande, NO-Norwegen, PT-Portugal, SE-Schweden, UK-Vereinigtes Königreich.

Der Aufbau solch großer Portfoliopositionen untergräbt die eigentliche Zielsetzung der Bankenregulierung. Es besteht die Gefahr, dass sich systemische Risiken herausbilden, dass der Anfälligkeit des Finanzsystems für Krisen Vorschub geleistet wird und dass der Staat in seinen Handlungsfunktionen eingeschränkt wird. Im europäischen Kontext gibt es hierfür viele Beispiele. So hat in der Diskussion um einen angemessenen Umgang mit der extremen Haushaltsnotlage in Griechenland im Frühjahr 2010 die gemessen an einem ausgewogenen Portfolio überhöhte Anfälligkeit (*Exposure*) französischer und deutscher Banken gegenüber Ausfällen in griechischen Staatsanleihen eine wichtige Rolle gespielt. Auch dass eine Insolvenz des griechischen Staats einen Großteil der griechischen Banken in die Insolvenz geführt

hätte, war ein wichtiges Argument dafür, dass die ordnungspolitisch konsequente Staatsinsolvenz durch internationale Rettungsmaßnahmen abgewendet wurde.

Dass in der Folge der Finanzkrise die Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedsstaats der Europäischen Währungsunion als ein unkalkulierbares Systemrisiko angesehen wird, ist daher nicht zuletzt Folge des privilegierten Zugangs der Mitgliedsländer der Währungsunion zum Kapitalmarkt. Weil die Zahlungsunfähigkeit durch massive Interventionen seitens der Mitgliedsländer der Währungsunion bekämpft wird, ist zu befürchten, dass es durch Haftungsübernahmen und Zentralbankinterventionen zu einer weiteren Verfestigung der privilegierten Stellung der Mitgliedsländer als Schuldner auf dem Kapitalmarkt kommt.

Eine Privilegierung der staatlichen Verschuldung, die den Banken Anreize gibt, die Funktion des Gläubigers für die öffentliche Hand auszuweiten, befördert nicht nur eine übermäßige Ausdehnung des Bankensektors in diesem Bereich, sondern auch eine übersteigerte *Exposure* des Finanzsektors gegenüber den mit Staatsschulden verbundenen Zahlungsrisiken. Sie schafft auch einen Zielkonflikt zwischen der öffentlichen Hand als Regulator der Finanzinstitute und der öffentlichen Hand als Kreditnehmer. Dieser Zielkonflikt wird besonders deutlich in der politischen Diskussion um die Mindesteigenkapitalvorschriften im Rahmen von Basel III. So wird vielfach eine Verschlechterung der Kreditbedingungen erwartet, wenn die Regelungen verschärft werden. Eine solche Beurteilung der Situation ist indessen vordergründig und zieht die gesamtwirtschaftlichen Rückwirkungen nicht hinreichend in Betracht.²⁴ Dies gilt insbesondere bei einem Rückzug der Geschäftsbanken aus der Finanzierung des öffentlichen Sektors. Wenn Banken wieder stärker im Bereich der Privatwirtschaft als Kapitalgeber fungieren, können sich die Finanzierungsbedingungen insbesondere für den privaten Sektor verbessern.

3.5 Der Staat als Bankier

Unterstellt man, dass eine Ausweitung der staatlichen Kreditaufnahme nicht in vollem Umfang durch zusätzliche Ersparnisbildung privater Haushalte oder Kapitalimporte ausgeglichen wird, dann besteht eine Konkurrenz zwischen staatlicher Kreditaufnahme und der Finanzierung privater Investitionen.

Die politische Antwort auf eine mangelhafte Versorgung von Unternehmen mit

Kredit war in der Vergangenheit vielfach die Ausweitung staatlicher Aktivität im Bereich von Förderprogrammen und öffentlichen Banken. Besonderes Augenmerk verdient in diesem Zusammenhang die Rolle des Staates als Eigentümer von Finanzinstituten. Neben der im Fall eines drohenden Zusammenbruchs möglicherweise erforderlichen temporären, teilweisen oder völligen Übernahme von Finanzinstituten durch den Staat gibt es in vielen Ländern dauerhaft Finanzinstitute im öffentlichen Eigentum, deren Auftrag die Durchführung von Sonderprogrammen zur Wirtschaftsförderung beispielsweise im Bereich von kleinen und mittleren Unternehmen ist. In Deutschland ist hier vor allem die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) zu nennen, die gerade in den Jahren seit der Finanzkrise stark im Kreditgeschäft zugelegt hat.

Bei der Beurteilung solcher staatlicher Institutionen zur Behebung von mangelnder Kreditversorgung darf indes nicht übersehen werden, dass der Staat durch seine Privilegierung auf dem Kapitalmarkt selbst zu einer mangelnden Versorgung der privaten Wirtschaft mit Krediten beiträgt. Durch eine Rückführung der staatlichen Schuldnerprivilegien könnten die Kredite der Banken verstärkt wieder der Finanzierung von privaten Investitionen zugeführt werden. So kann der Staat das Ziel der Verbesserung der Finanzierung privater Unternehmen ohne den Umweg über Förderbanken auf einem direkten und marktkonformen Wege erreichen. Banken könnten auf diese Weise auch zu ihrem Kerngeschäft zurückfinden. Zu den traditionellen Kernkompetenzen des Bankgeschäfts gehört schließlich neben der Risiken-, Fristen- und Losgrößentransformation insbesondere auch die Risikobewertung im Kreditvergabegeschäft.

24. Admati und Hellwig (2013) weisen darauf hin, dass die Risiken im Bankensektor sinken, wenn von den Banken eine stärkere Refinanzierung durch Eigenkapital eingefordert wird. Hieraus ergeben sich geringere Risikoprämien auch für das eingesetzte Eigenkapital. Vgl. A.Admati und M.Hellwig, 2013, *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton, USA.

IV. Abbau der Privilegien und staatliche Konsolidierung

Im Zuge der Wirtschafts- und Finanzkrise hat sich die finanzpolitische Situation in verschiedenen Mitgliedsländern gravierend verschlechtert, und es stellen sich hohe Anforderungen an die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte zur Wiederherstellung der Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung. Bei hohen Ausgaben und geringem Wachstum sind die Mitgliedsländer gehalten, Haushalte zu beschließen, die zumindest strukturell ausgeglichen sind. Vor diesem Hintergrund ist nachvollziehbar, dass die Privilegierung des Staates als Schuldner bislang als Problem wenig wahrgenommen wird. Vielmehr werden Maßnahmen diskutiert, die darauf abzielen, die Finanzierungslast der Staatsverschuldung weiter zu senken. In diesem Umfeld erscheint der Abbau von Privilegien des Staates als Schuldner als kontraproduktiv. Eine solche Sichtweise greift allerdings aus verschiedenen Gründen zu kurz.

Für die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung kommt es keineswegs nur auf die Zinslast an. Vielmehr spielen auch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und die Wachstumsperspektive eine zentrale

Rolle. Wenn der privilegierte Zugang des Staates zum Kapitalmarkt negative Effekte auf die Konsum- und Investitionstätigkeit der privaten Wirtschaft ausübt und dadurch das Wachstum beeinträchtigt wird, ist für die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung wenig gewonnen.

In seiner Stellungnahme zur Entwicklung der Eurozone hat der Wissenschaftliche Beirat darauf hingewiesen, dass das gegenseitige Abhängigkeitsverhältnis zwischen Banken und Staaten gerade in der europäischen Währungsunion ein wesentliches Hindernis ist für die Schaffung einer langfristig tragfähigen Ordnung der öffentlichen Finanzen.²⁵ Die Privilegierung des Staates als Schuldner indessen verfestigt die gegenseitige Abhängigkeit zwischen dem Bankensektor und dem Staat. Es mag für den Staat anhand der Privilegien zunächst einfacher sein, sich am Kapitalmarkt Mittel zu verschaffen. Zugleich aber wird die Leistungsfähigkeit und Stabilität des Bankensektors weiter beeinträchtigt. Dies beeinträchtigt die mittel- und langfristigen Wachstumsperspektiven und steht so einer Konsolidierung entgegen.

25. Vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim BMF, 2012, Fiskalpolitische Institutionen in der Eurozone, Berlin. Auch die aktuelle Diskussion zur Schaffung einer europäischen Bankenunion wird mit dem Ziel geführt, dieses Abhängigkeitsverhältnis zu mildern oder zu beenden. Einzelne der hier beschriebenen Privilegien staatlicher Schuldner und die daraus folgenden Probleme sind zwar Bestandteil der gegenwärtigen Diskussion, es bleibt allerdings abzuwarten ob sich die gebotenen sachgerechten Lösungen durchsetzen werden.

Aus kurzfristiger Perspektive mag man entgegenhalten, dass ein Abbau der Privilegien in der angespannten Finanzlage vieler Mitgliedsländer konjunkturpolitisch schädlich ist, weil höhere Zinslasten weitere Anpassungen in den öffentlichen Haushalten erforderlich machen würden. Allerdings besteht vielfach auch kurzfristig kein Zielkonflikt zwischen der Konsolidierung und dem Abbau der Privilegien. Eine durchgreifende Verbesserung der Stabilität und Leistungsfähigkeit des Bankensektors kann über die Erwartungsbildung auch positive Effekte auf die konjunkturelle Entwicklung haben. Im Hinblick auf die Offenmarktgeschäfte, die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und die Finanzhilfen könnte der Abbau der bestehenden Privilegierung graduell erfolgen, um die Konsolidierung in den Krisenländern nicht zu gefährden. Befürchtungen, dass die Abschaffung der Privilegierung der Staaten bei der Risikogewichtung zu einer Beeinträchtigung der wirtschaftlichen Gesundung des angeschlagenen Bankensektors führen würde, kann durch Bestandsschutzklauseln (*Grandfathering*) entgegengetreten werden. So könnte für den Bestand der Staatsanleihen vereinbart werden, dass die Regelungen des Kreditrisiko-Standardansatzes weiterhin gelten, dass aber neu ausgegebene Anleihen nicht weiter privilegiert werden.

Angesichts der fortgesetzten Schwierigkeiten der Eurozone, die Finanz- und Wirtschaftskrise zu überwinden, kann eine konsequente Aufgabe staatlicher Privilegien in der Verschuldung als ein Signal fungieren, dass die Eurozone eine ernsthafte Neuordnung der Finanzen betreibt. Hierdurch könnten Kräfte für den wirtschaftlichen Aufschwung in Europa freigesetzt werden.

V. Schlussfolgerungen

Die in der europäischen Staatsschuldenkrise zum Vorschein gekommene gegenseitige Abhängigkeit zwischen den Staatsfinanzen und der finanziellen Stabilität von Banken hat die Bedeutung einer durchgreifenden Regulierung von Finanzinstitutionen eindringlich unterstrichen. In der wirtschafts- und finanzpolitischen Diskussion weitgehend unberücksichtigt bleibt aber, dass der Weg zu einer solchen Regulierung auch durch Institutionen und Eigeninteressen des Staates behindert wird, der sich in vielfältiger Weise einen bevorzugten Zugang zum Kapitalmarkt absichert. Dies ist nicht nur mit einer ineffizienten Expansion der Staatstätigkeit verbunden, sondern birgt letztlich das Risiko, dass die Stabilität des Finanzsystems insgesamt, auch unter Einschluss der Staatsfinanzen, beeinträchtigt wird. So kann als Folge der Privilegierung des staatlichen Zugangs zum Kapitalmarkt eben dieser Zugang verschüttet werden und der finanzielle Spielraum verloren gehen, den der Staat benötigt, um in Wirtschaftskrisen stabilisierend einzugreifen.

Vor diesem Hintergrund spricht sich der Beirat für eine grundsätzliche Neuordnung des Verhältnisses zwischen Staat und Banken aus. Als Leitlinie dient dabei, dass die staatliche Schuldenaufnahme auf gleiche Art und Weise behandelt werden sollte wie eine private. Dabei sind die folgenden Eckpunkte zu berücksichtigen:

1. Zentrales Element einer Reform der Europäischen Währungsunion muss die Robustifizierung des Bankensektors gegen Zahlungsausfälle bei Staatsschulden sein.
2. Die pauschale Freistellung für Anleihen der öffentlichen Hand von den Eigenkapitalvorschriften für Banken fördert den Aufbau von Klumpenrisiken im Bankensektor. Dies gilt auch im Hinblick auf Sonderregelungen bezüglich der Vorschriften über Liquiditätsstandards/-puffer von Banken für Anleihen der öffentlichen Hand und für die pauschale Freistellung der Anleihen der öffentlichen Hand von Regelungen zu Großkrediten. Diese Formen der Privilegierung leisten dem Aufbau systemischer Risiken Vorschub und sollten beseitigt werden.
3. Schuldtitel gegen Private und die öffentliche Hand sollen steuerlich möglichst gleich behandelt werden, das gilt sowohl im Hinblick auf die Besteuerung von Zinseinnahmen als auch bei der Besteuerung von Transaktionen.
4. Die Europäische Zentralbank muss eine marktgerechte Bewertung der Risiken von Staatsanleihen für die Zwecke der Offenmarktpolitik vornehmen.

5. Gegenseitige Haftungsgarantien und Schuldendiensthilfen in der Währungsunion führen auch zu einer unbegründeten Privilegierung der öffentlichen Verschuldung, die eine ineffiziente Ausweitung der Staatstätigkeit nach sich zieht und die finanzpolitische Eigenverantwortung unterminiert.

6. Durch Aufgabe seiner Privilegien als Schuldner kann der Staat einen wichtigen Beitrag für die Schaffung eines leistungsfähigen Kapitalmarktes erbringen. Die Ausweitung der Geschäftstätigkeit staatlicher Förderbanken ist hierfür kein Ersatz.

Verzeichnis der Mitglieder des Wissenschaftlichen Beirat beim Bundesministerium der Finanzen

Prof. Dr. Kai A. Konrad (Vorsitzender)	München
Prof. Dr. Thiess Büttner (Stellv. Vorsitzender)	Nürnberg-Erlangen
Prof. Dr. Dieter Brümmerhoff	Rostock
Prof. Dr. Lars P. Feld	Freiburg/Br.
Prof. Dr. Lutz Fischer	Hamburg
Prof. Nicola Fuchs-Schündeln, PhD	Frankfurt/M.
Prof. Dr. Clemens Fuest	Mannheim
Prof. Dr. Heinz Grossekkettler	Münster/W.
Prof. Dr. Günter Hedtkamp	München
Prof. Dr. Klaus Dirk Henke	Berlin
Prof. Dr. Johanna Hey	Köln
Prof. Dr. Bernd Friedrich Huber	München
Prof. Dr. Wolfgang Kitterer	Köln
Prof. Dr. Jan Pieter Krahn	Frankfurt/M.
Prof. Dr. Gerold Krause Junk	Hamburg
Prof. Dr. Alois Oberhauser	Freiburg/Br.
Prof. Dr. Rolf Peffekoven	Mainz
Prof. Dr. Helga Pollak	Göttingen
Prof. Dr. Wolfram F. Richter	Dortmund
Prof. Jörg Rocholl, PhD	Frankfurt/M.
Prof. Dr. Ulrich Schreiber	Mannheim
Prof. Dr. Hartmut Söhn	Passau
Prof. Dr. Christoph Spengel	Mannheim
Prof. Dr. Klaus Stern	Köln
Prof. Dr. Marcel Thum	Dresden
Prof. Dr. Christian Waldhoff	Berlin
Prof. Dr. Alfons Weichenrieder	Frankfurt/M.
Prof. Dr. Dietmar Wellisch	Hamburg
Prof. Dr. Wolfgang Wiegand	Regensburg
Prof. Volker Wieland, PhD	Frankfurt/M.
Prof. Dr. Berthold Wigger	Karlsruhe
Prof. Dr. Horst Zimmermann	Marburg/Lahn

Stand: Februar 2014

Impressum

Herausgeber

Bundesministerium der Finanzen
Referat für Öffentlichkeitsarbeit
Wilhelmstr. 97, 10117 Berlin

Stand

Februar 2014

Bildnachweis

Ilja C. Hendel

Redaktion

Wissenschaftlicher Beirat
beim Bundesministerium der Finanzen

Weitere Informationen im Internet unter

www.bundesfinanzministerium.de

Diese Broschüre ist Teil der Öffentlichkeitsarbeit der Bundesregierung. Sie wird kostenlos abgegeben und ist nicht zum Verkauf bestimmt.

