

Die Mitgliedschaft in der Europäischen Währungsunion (EWU) kennzeichnet einen Automatismus.<sup>1</sup> Dabei übertragen die Mitgliedstaaten ihre Währungssouveränität auf die Europäische Union (EU). Für die EWU besteht eine *zentrale geld- und währungspolitische Zuständigkeit* in Form des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), das durch das Beschlussorgan der Europäischen Zentralbank (EZB) für die einheitliche Geldpolitik zuständig ist.<sup>2</sup> Dies unterscheidet die EWU von historischen Währungsunionen wie der Lateinischen Münzunion (1865), der Skandinavischen Münzunion (1872) und der Kronenzone (1918). Diese kennzeichneten nationale Notenbanken, deren geldpolitische Zuständigkeit entweder hinsichtlich einer eigenen Geldschöpfung unklar blieb und/oder nicht zugunsten einer einheitlichen Geldpolitik abgetreten war. Dieser institutionelle Mangel war die wesentliche Ursache für inflationäre Geldschöpfungen und Zentralbankgewinne (Seigniorage) der nationalen Notenbanken zulasten der anderen Mitgliedstaaten.<sup>3</sup> Letztendlich führten diese Bedingungen zum Zerfall bzw. zur unregelmäßigen Beendigung dieser Währungsunionen.

Die Finanzmarkt-, Banken- und Staatsschuldenkrise hat offenbart, dass *Formen nationaler Geldschöpfung* auch in der EWU möglich sind und von einzelnen Mitgliedstaaten in unterschiedlicher Intensität und Absicht genutzt werden. Hierzu zählen die Notfall-Liquiditätshilfe (Emergency Liquidity Assistance, ELA), andere Wertpapierkäufe im Rahmen des Agreement on Net Financial Assets (ANFA) sowie im weiteren Zusammenhang auch die Transaktionen über das Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System (Target2). Im Beitrag werden die rechtlichen Grundlagen aufgezeigt, die Regelungen sowie deren Funktionsweise beschrieben und Gemeinsamkeiten wie auch Unterschiede herausgearbeitet. Schließlich steht die Frage einer Bewertung an: Was sind die Gefahren? Kann das quasi-nationale Zusatzgeld als Sprengsatz der EWU wirken? Wie sähen mögliche Handlungsoptionen aus?

### Notfall-Liquiditätshilfe (ELA)

Die *Notfall-Liquiditätshilfe (ELA)* ist eine Kredithilfe nationaler Zentralbanken (NZBen) zur Stützung heimischer Finanzinstitute, die sich am Interbankenmarkt oder bei der EZB nicht mehr refinanzieren können. Gemäß Art. 14.4 EZB-Satzung zählt ELA zu den »anderen Aufgaben«, die die NZBen in eigener Verantwortung auf eigene Kosten und eigenes Risiko wahrnehmen können. Durch die Bereitstellung von Zentralbankgeld nimmt die jeweilige NZB eine Geldschöpfung auf eigene Rechnung vor. Voraussetzung für diese außerordentliche Hilfe ist die Solvenz des Geldinstitutes, das lediglich *vorüberge-*

*hend Liquiditätsprobleme* hat. Gegenüber der herkömmlichen Refinanzierung über den Markt oder die EZB wird der Zugang durch einen ermäßigten Zinssatz und niedrigere Sicherheitsanforderungen erleichtert. Durch die zunächst stattfindende Risikoübernahme der NZB entlastet sich die EZB von möglichen Ausfällen.

kursstabilität im Rahmen des Wechselkursmechanismus II sowie der langfristige Zinssatz. Siehe hierzu im Einzelnen das Protokoll (Nr. 13) über die Konvergenzkriterien. Spezielle Ausnahmeregelungen (Opt-Out-Klauseln) gibt es für Dänemark (Protokoll Nr. 16) und Großbritannien (Protokoll Nr. 15). Vor dem Hintergrund, dass Schweden vor Inkrafttreten der dritten Stufe der EU beiträt, wird die Nichtteilnahme Schwedens am WKM II toleriert. Damit hat dieser EU-Mitgliedstaat die Aufnahmekriterien nicht erfüllt und nimmt für sich ein informelles Opt-Out in Anspruch. Diese Möglichkeit dürfte zukünftig für andere Länder ausgeschlossen sein.

\* Frau Dr. Anja Behrendt und Herr Dr. Arne Hansen haben die Suche und Aufbereitung der Daten sehr hilfreich unterstützt. Hierfür sowie für verschiedene Diskussionsbeiträge danke ich ihnen herzlich.

\*\* Prof. Dr. Dirk Meyer ist Inhaber des Lehrstuhls für Ordnungsökonomik an der Helmut-Schmidt-Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg.

<sup>1</sup> Dementsprechend hat ein Mitgliedstaat der EU bei Erfüllung der vier Aufnahmekriterien den Euro nach Beschluss des Rates für Wirtschaft und Finanzen als gesetzliches Zahlungsmittel einzuführen (Art. 140 Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, AEUV). Zu den vier Aufnahmekriterien gemäß Art. 140 Abs. 1 AEUV zählen die Preisniveaustabilität, der öffentliche Schuldenstand/die Neuverschuldung, eine Wechsel-

<sup>2</sup> »Die Union hat ausschließliche Zuständigkeit ... [in der] c) Währungspolitik für die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist« (Art. 3 Abs. 1 AEUV). »Die grundlegenden Aufgaben des ESZB bestehen darin, die Geldpolitik der Union festzulegen und auszuführen« (Art. 127 Abs. 2 AEUV). »Das ESZB wird von den Beschlussorganen der Europäischen Zentralbank, nämlich dem Rat der Europäischen Zentralbank und dem Direktorium, geleitet.« (Art. 129 Abs. 1 AEUV).

<sup>3</sup> Vgl. Meyer (2012a, S. 20 ff.). So verblieb die Emission der Banknoten autonom bei den Zentralbanken der Mitgliedstaaten. Entsprechend intensiv wurde diese Möglichkeit der Geldschöpfung genutzt.



programms bei der weiterhin ausbleibenden Freigabe einer 31 Mrd. Euro-Tranche aus dem Rettungsfonds verlängert werden. Wohl auch um den währungspolitischen Anstand zu wahren, kauften die neuen Geldmarktpapiere überwiegend Londoner Banken, die diese an griechische Geschäftsbanken weiter veräußerten, um sie schließlich zur Refinanzierung wiederum bei der griechischen Notenbank einzureichen. De facto handelte es sich um eine monetäre Staatsfinanzierung im Notkreislauf von griechischer Zentralbank, griechischen Geschäftsbanken und Staat. (vgl. Abb. 1).

*Griechenland (2014/15):* Zum Ende des zweiten Hilfsprogramms im Dezember 2014 stand eine letzte Tranche über 1,8 Mrd. Euro der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) noch aus. Darüber hinaus wurde die Freigabe von 10,9 Mrd. Euro an nicht benötigten Hilfgeldern des griechischen Bankenrettungsfonds diskutiert. Aufgrund der sich hinziehenden Verhandlungen, einer Fristverlängerung für die Programmmittel bis Ende Februar 2015, der Verlängerung des Hilfsprogramms bis zum 30. Juni 2015 sowie der Neuwahlen mit Regierungswechsel wurde die Finanznot Griechenlands zusehends größer. Als Griechenland Anfang Juli eine Kreditrate in Höhe von 1,6 Mrd. Euro des Internationalen Währungsfonds (IWF) nicht bediente, erklärte die EFSF das Land für zahlungsunfähig.<sup>8</sup> In dieser Voraussicht beschloss der EZB-Rat bereits Anfang Februar, keine griechischen Staatspapiere mehr als Sicherheit zu akzeptieren. Ein Austritt aus dem Euro wurde sowohl von griechischer, wie auch von deutscher Regierungsseite ins Gespräch gebracht. Die griechische Bevölkerung bereitete sich auf dieses Szenario durch Barabhebungen und Überweisungen ins Ausland entsprechend vor.

Damit wies die Griechenlandkrise 2014/15 gegenüber 2012 eine veränderte Sachlage auf. Zum einen brauchte der Staat infolge seiner chronischen Nähe zur Insolvenz Liquiditätshilfen als *monetäre Zwischenfinanzierung* für die ausbleibende Tranche des Rettungsfonds. Allerdings hat die EZB im Gegensatz zur Krise 2012 auf Hinweis der Bankenaufsicht – und wohl auch nach öffentlicher Kritik der Bundesbank – griechischen Banken den Ankauf von T-Bills seit März 2015 verboten.<sup>9</sup> Eine quasi-monetäre Staatsfinanzierung über kurzlaufende ELA-Notkredite war danach nicht mehr ohne weiteres möglich.

Zum anderen kam es durch den *Bank-run auf Raten* wegen des drohenden Euroaustritts im Finanzsektor zu erheblichen *Mittelabflüssen*. Von November 2014 bis Juni 2015 flossen etwa 40 Mrd. Euro von den Banken ab; dies entsprach ca. 20% der gesamten Bankeinlagen. Da die Banken nach Bewertung des Marktes zudem über eine völlig *ungenügende*

*Kapitalbasis* verfügten, war eine Liquiditätsversorgung über den Interbankenmarkt nicht mehr möglich. Neben der Pfandsperre der EZB für griechische Staatspapiere, die bislang von den Banken im Umfang von 12 Mrd. Euro als Sicherheiten für ihre Refinanzierungen eingesetzt wurden, entfielen auch staatlich garantierte Bankanleihen<sup>10</sup> in Höhe von 38 Mrd. Euro als Pfänder. Dies erklärt den Anstieg von ELA-Hilfen von 60 Mrd. Euro (Februar 2015) auf 90,5 Mrd. Euro (Juli 2015). Gleichzeitig musste die griechische Notenbank die Sicherheitsabschläge nach Vorgabe der EZB von 30 auf 45% des Nominalwertes der Pfänder erhöhen.

Das Problem der Genehmigung der ELA-Notkredite lag an der infrage stehenden Voraussetzung von ›solventen Finanzinstituten‹ und ›vorübergehenden Liquiditätsproblemen‹ (vgl. Europäische Zentralbank 2015a). Schon der versperrte Zugang zum Interbankenmarkt mag als Hinweis für eine ungenügende Kapitalbasis gelten, die durch eine kurzfristige Liquiditätszufuhr nicht geheilt werden kann. Zwar galten die griechischen Banken nach Prüfung der EZB noch im Herbst 2014 als ›solide finanziert‹ (vgl. Plickert 2015a). Als Eigenkapital wurden jedoch auch Steuerforderungen (Steuergutachten für Verlustvorträge) gegenüber dem griechischen Staat als Eigenkapital gewertet. Man nutzte eine Ausnahmeregelung von Basel III, die dies für eine Übergangszeit zuließ. 13 Mrd. Euro, entsprechend etwa 25% des Eigenkapitals, hätten demnach keine Werthaltigkeit mehr gehabt, wäre der Staat zahlungsunfähig geworden. Zudem waren 40% aller Kredite notleidend.<sup>11</sup>

*Zypern (2013):* Die zyprische Krise erklärt sich aus einem überdimensionierten Bankensektor in Verbindung mit einer sehr engen Verflechtung mit den griechischen Finanzinstituten. So hielten zyprische Banken Schuldpapiere im Nominalwert von 6,4 Mrd. Euro des griechischen Staates und dortiger Banken. Dies entsprach 39% des Bruttoinlandsproduktes (BIP) Zyperns. Entsprechend stark wurden die Banken durch den griechischen Schuldenschnitt im März 2012 getroffen. Wertberichtigungen schmälerten deren *Kapitalbasis* einschneidend. Ein *Bank-run auf Raten*, Kapitalflucht und ein sinkender Marktwert zyprischer Staatsanleihen für Sicherheiten bei der EZB brachten den Bankensektor zusätzlich in *Liquiditätsschwierigkeiten*. Der Rekapitalisierungsbedarf der Bank of Cyprus wurde im März 2013 auf 3,4 Mrd. Euro, der der Laiki Bank auf 5,1 Mrd. Euro geschätzt. Von März 2012 wurde die ELA-Nothilfe von 150 Mio. Euro innerhalb eines Jahres auf 9,4 Mrd. Euro erhöht, entsprechend 57% des BIP bzw. 10% der Bilanzsumme aller zyprischen Geschäftsbanken. Zur gleichen Zeit ging die reguläre Refinanzierung von 6 auf 0,4 Mrd. Euro zurück (vgl.

<sup>8</sup> Nach den Regularien des IWF handelte es sich zunächst um einen Zahlungsverzug, dem eine Reihe weiterer Schritte von einer Mahnung bis zum endgültigen Ausschluss folgen würden.

<sup>9</sup> Im Februar 2015 warnte die Bundesbank davor, dass der Ankauf von T-Bills durch griechische Geschäftsbanken einer monetären Staatsfinanzierung entspräche und damit eine anstehende Staatsinsolvenz verschleiern würde (vgl. Deutsche Bundesbank 2015a, S. 30).

<sup>10</sup> Der ehemalige griechische Finanzminister Varoufakis nannte diese Schuldpapiere ›Phantomanleihen‹: Ein bankrotter Staat stützt angeschlagene Banken, die den Staat kurzfristig über T-Bills finanzieren (vgl. Plickert 2015a).

<sup>11</sup> Bei einer Gesamtsumme der Kredite von 210 Mrd. Euro bestand für ca. 80 Mrd. Euro ein Verzug bei Tilgung und Zinsen. Dem standen Rückstellungen von lediglich 40 Mrd. Euro gegenüber (vgl. Plickert 2015a).

Plickert 2013a). Die Refinanzierung über Marktkredite musste zulasten von Notenbankkrediten substituiert werden.

Die Laiki Bank erhielt davon bis zum Zusammenbruch im März 2013 etwa 9,2 Mrd. Euro an ELA-Krediten. Überwiegend ›besser informierte Investoren‹ nutzten dies zur Kapitalflucht. Bereits im Jahr 2012 brachten sie etwa 10 Mrd. Euro ins Ausland (vgl. Plickert 2013b). Da die Laiki Bank nicht zu retten war und deren wirtschaftlich gesunder Teil von der Bank of Cyprus übernommen wurde, wurde Kritik an den ELA-Hilfen als ein Verstoß gegen die EZB-Regeln laut. Die EZB lehnte jegliche Verantwortung mit der Begründung ab, diese Geschäfte würden in der Verantwortung der zyprischen Zentralbank liegen und die Prüfung durch die zyprische Bankenaufsicht erfolgen. Allerdings lag die Aufsicht beim EZB-Rat, der zugleich die Kredite hätte stoppen können.

### Bewertung

ELA-Notkredite sind zur Sicherung der Finanzstabilität einzelner Banken oder des Bankensektors eines Landes durchaus sinnvoll, wenn es sich um kurzfristige, gegebenenfalls durch extern bedingte Ursachen veranlasste Abflüsse von Einlagen handelt. In diesem Sinne handelt die nationale Zentralbank mit Genehmigung der EZB als *Lender of Last Resort (LoLR) für Banken* (vgl. Winkler 2015, S. 329 f.). So haben nicht nur die sogenannten Krisenländer ELA in der jüngsten Vergangenheit genutzt. Auch die Bundesbank hat in der Finanzkrise ELA-Notkredite vergeben, um das deutsche Bankensystem mit 50 Mrd. Euro zu stabilisieren; ähnlich die Niederlande, um die Institute ING und Dexia zu unterstützen. Die Bedingungen hierfür sind jedoch klar definiert: Die Solvenz der unterstützten Institute muss gegeben sein, und die Liquiditätshilfen dürfen nur zeitlich begrenzt vergeben werden.

Die exemplarische Analyse ergab jedoch ein anderes Bild. So fungierten die ELA-Notkredite im Fall Griechenland (2012; zeitlich eingeschränkt 2014/15) als *monetäre Zwischenfinanzierung*, wenngleich die Regeln des Verbots der monetären Staatsfinanzierung nach Art. 123 AEUV formal eingehalten wurden.<sup>12</sup> Eine Staatsinsolvenz und gegebenenfalls ein Austritt aus dem Euro konnten damit (vorläufig) abgewendet werden. Weiteren fiskalischen Rettungsmaßnahmen wurde dadurch erst der Weg eröffnet. Im Fall Griechenland (2014/15) sowie Zypern (2013) stand vorrangig die Vermeidung des Zusammenbruchs der nationalen Bankensysteme im Vordergrund. Aufgrund der isolierten Risiken – ein Großteil der fraglichen Kredite befand sich im Besitz öffentlicher Haushalte bzw. des ESZB – wäre die Finanzstabilität des Eurosystems kaum gefährdet gewesen. Da der Kapitalmangel einzelner Geschäftsbanken bereits frühzeitig bekannt war, haben die NZBen dieser Staaten mit Unterstützung der EZB wissentlich an sich *überschuldete Insti-*

*tute* am Leben gehalten. Durch die ELA-Kredite wurden die *Kapitalflucht und Barabhebungen* Privater finanziert, die sich damit der sogenannten Haftungskaskade entziehen konnten.<sup>13</sup> Im Fall Griechenland (2014/15) sind 25 Mrd. Euro des 86 Mrd. Euro umfassenden dritten Hilfspaketes für die Rekapitalisierung der Banken vorgesehen, die die ELA-Hilfen letztendlich vollständig substituieren konnten.<sup>14</sup> Zwar tragen die Kosten und Risiken der ELA-Maßnahmen die NZBen. Im Fall einer Staatsinsolvenz würden die Verluste jedoch das ESZB und jedes Euromitglied im Umfang seines Kapitalanteils an der EZB belasten – eine *quasi-gesamtschuldnerische Haftung*. In den betrachteten Fällen war dieses Risiko durchaus als hoch zu bewerten.<sup>15</sup>

### Agreement on Net Financial Assets (ANFA)

Das sogenannte *ANFA-Geheimprotokoll*<sup>16</sup> ist eine Vereinbarung über Netto-Finanzanlagen zwischen den 19 NZBen und der EZB. Es beinhaltet Regeln und Obergrenzen von Wertpapierbeständen, die die NZBen eigenständig erwerben können. Die Rechtsgrundlage besteht wie bei den ELA-Krediten in Art. 14.4 EZB-Satzung. Zu den ›anderen Aufgaben‹, die die NZBen in eigener Verantwortung, auf eigene Kosten und eigenes Risiko im Rahmen von ANFA-Wertpapierkäufen wahrnehmen können, zählen Anlagen, die im Zusammenhang mit Währungsreserven, Pensionsfonds bzw. Pensionsrückstellungen der NZBen für ihre Mitarbeiter, der Gegenposition zum Grundkapital und zu Rücklagen stehen sowie ›allgemeinen Anlagezwecken‹ dienen.<sup>17</sup> Die EZB rechtfertigt ANFA mit dem Subsidiaritätsprinzip, nach dem die NZBen

<sup>12</sup> Vgl. die Diskussion Winkler (2015) und Meyer (2015) zum Lender of Last Resort for Governments durch die EZB.

<sup>13</sup> Während in Zypern bei der Abwicklung der Laiki Bank auf Druck der Troika eine Beteiligung der Gläubiger (Inhaber von Anleihen der Bank sowie von Spareinlagen über 100 000 Euro) stattfand, hat Griechenland die Frist zur Umsetzung der EU-Abwicklungsrichtlinie zum 1. Januar 2015 verstreichen lassen.

<sup>14</sup> Nach dem Stresstest der EZB vom Oktober 2015 werden die notwendigen Rekapitalisierungsmittel auf 14,4 Mrd. Euro veranschlagt.

<sup>15</sup> So schrieb Varoufakis in seinem Blog (<http://yanisvaroufakis.eu/>) im Januar 2015, kurz vor seiner Ernennung zum Finanzminister: »Das ELA-System gestattet einfach nur den bankrotten Banken, die ein bankrotter Fiskus nicht zu retten vermag, sich von der Bank of Greece Geld gegen Pfänder zu leihen, die nicht viel wert sind.« (eigene Übersetzung).

<sup>16</sup> Vgl. hierzu das Agreement of 19. November 2014 on net financial assets sowie die Erläuterungen der Europäischen Zentralbank (2015c). Zu dem Protokoll scheinen bis zur Veröffentlichung am 5. Februar 2016 nur wenige hochrangige Personen des ESZB-Systems Zugang gehabt zu haben. Der Verfasser wandte sich am 4. Januar 2016 an die Bundesbank, um auf der Basis des Informationsfreiheitsgesetzes Einblick in dieses Dokument der EZB zu bekommen. Mit Ablauf der gesetzlichen Antwortfrist am 3. Februar hat die EZB den Wortlaut des Protokolls nach einstimmigem Beschluss vom 3. Februar am 5. Februar veröffentlicht.

<sup>17</sup> Die ANFA-Netto-Finanzanlagen errechnen sich nach der Definition der Europäischen Zentralbank (2015c) – bezogen auf die Gliederung der konsolidierten Bilanz des Eurosystems – auf der Aktivseite aus der Summe der Bilanzpositionen 1 bis 4, 5.6, 6, 7.2, 8 und 9 abzüglich der Positionen 2.5 sowie 3 bis 12 auf der Passivseite. Siehe auch Anhang I des ANFA-Abkommens. In den Bilanzen der NZBen finden sich die ANFA-Wertpapierkäufe im Regelfall in den Positionen 7.2 Wertpapiere in Euro von Ansässigen/Sonstige Wertpapiere sowie 11.3 Sonstige Aktiva/Finanzanlagen wieder. Ausnahmen bilden beispielsweise die Banque de France sowie die Central Bank of Ireland, wo die ANFA-Positionen teilweise nur aus den Erläuterungen erschlossen werden können oder sie als Sammelposten mit anderen Wertpapierpositionen verschmolzen sind.

weiterhin alle nicht der einheitlichen Geldpolitik dienenden, sondern nationale Aufgaben erfüllenden Transaktionen selbstständig ausführen können.<sup>18</sup>

Zwar unterliegt die Bilanzsumme des Eurosystems durch Festlegung der ANFA-Obergrenze der Kontrolle des EZB-Rates. Dieser Höchstbetrag ergibt sich als Restgröße aus den geldpolitisch relevanten Steuerungsgrößen wie dem Bargeldumlauf, dem Umfang der geldpolitischen Outright-Geschäfte und anderen Parametern. Satzungsgemäß übt der EZB-Rat auch die Kontrolle darüber aus, dass keine monetäre Staatsfinanzierung vorliegt. So dürfen keine Käufe von Staatsanleihen am Primärmarkt vorliegen oder Transaktionen, die diese Regelung umgehen. Hierzu sollen ihm von den NZBen Informationen über das Anlageportfolio zur Verfügung gestellt werden. Bei Verstößen gegen Ziele und Aufgaben des ESBZ muss er intervenieren.

Die Aufteilung der ANFA-Obergrenze auf die einzelnen NZBen soll gemäß dem *Grundsatz der Kapitalanteile* an der EZB erfolgen. In der Praxis scheinen allerdings Abweichungen und *Ausnahmeregelungen* (waiver clause) der Regelfall zu sein.<sup>19</sup> Nutzt eine NZB ihre individuelle Obergrenze nicht vollständig aus oder plant bereits zu Jahresanfang einen niedrigeren Betrag, so stehen die unausgenutzten ANFA-Beträge denjenigen nationalen Notenbanken zur Verfügung, die höhere Wertpapierankäufe wünschen.

#### *ANFA in der Praxis*

Ende 2015 lag das gesamte ANFA-Volumen (netto) bei 489,7 Mrd. Euro gegenüber 535,5 Mrd. Euro zum 31. Dezember 2014.<sup>20</sup> Die Bundesbank hatte Wertpapiere im Umfang von 12,5 Mrd. Euro in ihrem nicht-geldpolitischen Wertpapierportfolio, entsprechend 1,6% ihrer Bilanzsumme.<sup>21</sup> Das Eigenportfolio ist in festverzinsliche gedeckte Euro-Schuldverschreibungen, überwiegend in deutschen Pfandbriefen, angelegt. Staatstitel sind demnach nicht unter den Wertpapieren. Demgegenüber hatten die Banca d'Italia in den entsprechenden Bilanzpositionen 82,2 Mrd. Euro (15,5%) stehen; die Banque de France hielt 79,5 Mrd. Euro (13,8%). Hohe Bestände an Eigenanlagen bestehen auch

in Griechenland (25,4 Mrd. Euro/24,6%), Spanien (61,8 Mrd. Euro/17,2%), Portugal (18,0 Mrd. Euro/17,0%) und Irland (51,7 Mrd. Euro/63,6%).<sup>22</sup> Aussagen über die Art der Anlagen lassen die Jahresabschlüsse grundsätzlich nicht zu. Nach Hoffmann lagen im Zeitraum 2010 bis 2012 die Anteile von Staatsschuldpapieren in den entsprechenden Bilanzpositionen bezüglich der Notenbanken in Italien, Griechenland, Portugal, Spanien, den Niederlanden sowie Belgien zwischen 70% und 97%.<sup>23</sup>

#### *ANFA am konkreten Beispiel*

Einen besonderen Fall bietet *Irland (2013)*, der zugleich einen Bezug zwischen ELA-Notkrediten und ANFA-Staatsanleihekäufen deutlich werden lässt. 2010 vergab der irische Staat eine Kapitaleinlage in Form eines Schuldscheines an die Anglo Irish Bank in Höhe von 30 Mrd. Euro zur geordneten Abwicklung des Geldinstitutes. Die Anglo Irish Bank reichte den Schuldschein an die irische Zentralbank im Rahmen eines ELA-Notkredites als Sicherheit weiter, um sich zu refinanzieren. Die beabsichtigte Abwicklung der Bank dürfte bereits den ELA-Bedingungen einer solventen Bank mit lediglich kurzfristigen Liquiditätsproblemen widersprochen haben. Auch aufgrund der nachträglichen Konditionenerleichterungen für die griechischen Rettungskredite im Frühjahr 2012 bestand 2013 in der irischen Bevölkerung großer Unmut über die hohen Annuitäten zur Bedienung des Schuldscheines, da vornehmlich ausländische Anleihegläubiger durch die Abwicklung bevorteilt wurden. Um die Jahresrate von 3,1 Mrd. Euro Ende März 2013 zu vermeiden – sie entsprach in etwa den Haushaltskürzungen und Steuererhöhungen von 2012 – und um eine Streckung der Tilgung von zehn auf mehr Jahre zu erreichen, wäre eine Umschuldung notwendig geworden. Ein langfristiger Zahlungsaufschub hätte jedoch nach Meinung des EZB-Rates gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung verstoßen, da der Staat durch die Notenbank eine Entlastung erfahren hätte (vgl. Theurer, Kafsack und Ruhkamp 2013). Obwohl die Verhandlungen mit der EZB durch das Direktoriumsmitglied Asmussen bereits ca. eineinhalb Jahre liefen, wurde der Schritt einer *Umschuldung* in einer Art ›Nacht- und Nebel-Aktion‹ der irischen Regierung und des Parlaments einseitig vollzogen: Der Schuldschein wurde in langlaufende Staatsanleihen umgewandelt, der Tilgungszeitraum bis 2053 verlängert und der Zinssatz reduziert. Einher ging ein gesunkener Barwert der Schuld, d.h. eine monetäre Staatsfinanzierung.

Die neuen Anleihen werden als ANFA-Wertpapiere bilanziert. Das technische Problem hierbei: Die für Irland geltende

<sup>18</sup> Vgl. hier sowie für die nachfolgenden Ausführungen das Agreement of 19. November 2014 on net financial assets und die Erläuterungen der Europäischen Zentralbank (2015c).

<sup>19</sup> Europäische Zentralbank (2015c). Siehe gleichlautend auch Art. 3.2 des ANFA-Abkommens sowie die Anhänge III und IV.

<sup>20</sup> Vgl. Europäische Zentralbank (2016; 2015c), eigene Berechnungen. Vgl. auch Plickert (2015b), der im Dezember 2015 den Betrag von 575 Mrd. Euro seitens der EZB genannt bekam. Siehe ebenfalls Europäische Zentralbank (2015b). Soweit nicht anders vermerkt, beziehen sich die folgenden Angaben auf den Stand 31. Dezember 2014 und sind – bei eigenen Berechnungen – den jeweiligen Jahresabschlüssen der NZBen entnommen.

<sup>21</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2015b). In ihrer Bilanz, Unterposition 11.3 Sonstige Aktiva/Finanzanlagen, sind Wertpapiere in Höhe von 12,452 Mrd. Euro aufgeführt, die als »Gegenposten zum Grundkapital, zur gesetzlichen Rücklage, zur Rückstellung für allgemeine Wagnisse und zu den langfristigen Pensions- und Beihilferückstellungen« (ebenda, S. 88) stehen.

<sup>22</sup> Berechnungen des Autors aufgrund entsprechender Bilanzpositionen 7.2 und 11.3 der NZBen sowie dortiger Erläuterungen. Die Prozentangaben beziehen diese Wertpapierbestände auf die Bilanzsumme.

<sup>23</sup> Vgl. Hoffmann (2015, S. 190 ff.). Ein direkter Zugang zu den Anteilen von Staatspapieren ist in den Jahresabschlüssen im Regelfall jedoch nicht möglich.

ANFA-Obergrenze wurde stark überschritten. Auch wegen der vom EZB-Rat selbst als monetäre Staatsfinanzierung gewerteten Transaktion hätte dieser sofort einschreiten müssen. Stattdessen hat der EZB-Rat die Lösung »einstimmig zur Kenntnis genommen«, was de facto einer Billigung in folge politischen Drucks gleichkommt.<sup>24</sup>

### Bewertung

Insbesondere die *Unabhängigkeit* der EZB und der NZBen gebieten ein transparentes Geschäftsgebaren. Das ANFA-Zusatzgeld kennzeichnet jedoch *Intransparenz*. Nicht nur blieben das ANFA-Protokoll und damit die Bedingungen dieser Eigengeschäfte der Öffentlichkeit jahrelang verborgen. Auch über den konkreten Umfang sowie die Art der Wertpapiere müssen die NZBen keine detaillierte Rechenschaft ablegen.

Sodann kann jede NZB *Sondervorteile* durch den mit den Eigengeschäften erzielten Seigniorage verbuchen. Sie sind eine zusätzliche Einnahmequelle nationaler Notenbanken, die mit eigener Geldschöpfung Wertpapiererträge generieren. Die entstehenden Gewinne unterliegen nicht den zwischen den NZBen des Eurosystems zu verteilenden monetären Einkünften. Der jeweilige Staat wird durch eine entsprechende Gewinnüberweisung bevorteilt. Darüber hinaus bewirken Ankäufe von Staatschuldpapieren tendenziell eine *Zinssenkung*. Eine Marktkontrolle für Staatskredit findet deshalb nur eingeschränkt statt. Da die Zentralbank die Zinserträge an den Staatshaushalt abführt, erlangt der Fiskus quasi eine *Nullzinsfinanzierung*. Aus nationalem Interesse wird die Geldpolitik zunehmend mit der Fiskalpolitik verschmolzen, ohne dass die EZB eingreift. Den ELA-Notkrediten gleich, haftet letztendlich bei einem Staatskonkurs das gesamte ESZB-System anteilig.

### Target2-Salden

Target2 ist ein Verbund der NZBen des Euroraumes zu einem *einheitlichen Zahlungsverkehrssystem*, um Überweisungen in Echtzeit zwischen den einzelnen NZBen abzuwickeln.<sup>25</sup> Die den Zahlungen zugrunde liegenden Transaktionen Privater sind beispielsweise grenzüberschreitende Warenlieferungen, Dienstleistungen, Wertpapiertransaktio-

nen oder Zahlungen in Verbindung mit einem Kredit, aber auch Überweisungen zum Zwecke einer Kapitalflucht. Zudem werden Zahlungen öffentlicher Stellen sowie Offenermarktgeschäfte über Target2 abgerechnet. Da die Zahlungsein- und -ausgänge zwischen den jeweiligen Notenbanken am Ende eines Geschäftstages im Regelfall mit einen *positiven/negativen Saldo* schließen, entstehen entsprechende Verbindlichkeiten/Forderungen. Gemäß den Target2-Regularien wird die Gegenposition dieser Salden am Tagesende auf die EZB übertragen, so dass die Forderung/Verbindlichkeit der einzelnen nationalen Notenbank gegenüber der EZB besteht.

Ende 2014 hatte die EZB Verbindlichkeiten gegenüber den NZBen des Euroraums aus dem Target2-Zahlungsverkehr in Höhe von 605,0 Mrd. Euro, entsprechend 27,4% der Bilanzsumme des Eurosystems.<sup>26</sup> Mit 460,8 Mrd. Euro hatte die Bundesbank hieraus die größte Gläubigerposition inne, entsprechend 59,8% ihrer Bilanzsumme. Die größten Kreditpositionen führten die Banca d'Italia mit 208,9 Mrd. Euro (39,4%) sowie die Banco de España mit 189,9 Mrd. Euro (52,8%). Die Bank of Greece besaß einen Negativsaldo in Höhe von 49,3 Mrd. Euro (47,8%). Ende 2015 sind die EZB-Verbindlichkeiten aus Target2 auf 730,5 Mrd. Euro angestiegen.

### Target2-Saldo am Beispiel

Am Beispiel des griechischen Logistikunternehmens Geodis, das einen Mercedes-Actros-Lkw aus Deutschland für 100 000 Euro beziehen will, sollen die Vorgänge hinsichtlich der Schaffung nationalen Zusatzgeldes analysiert werden.<sup>27</sup> Über das Konto der Alpha Bank weist Geodis den Kaufpreis an den deutschen Händler an. Die Ausführung der Überweisung macht ein ausreichendes Guthaben an *Zentralbankgeld* bei der Alpha Bank notwendig. Hierzu bestehen verschiedene Möglichkeiten:

- Die Bank verfügt über ein Zentralbankguthaben bei der Bank of Greece.
- Die Bank kann sich auf dem Interbankenmarkt mit Zentralbankgeld versorgen und damit ihr Konto bei der Bank of Greece auffüllen.

<sup>24</sup> Vgl. hierzu und zu dem Zitat Theurer und Ruhkamp (2013). In ihren Erläuterungen zu ANFA stellt die Europäische Zentralbank (2015c) demgegenüber fest: »Bislang ist es noch nie zu einer ungerechtfertigten Abweichung von den Obergrenzen für Netto-Finanzanlagen gekommen.« Indirekt wurde mit der Umschuldung zu günstigeren Konditionen auch gegen die früheren Auflagen des ELA-Notkredites verstoßen.

<sup>25</sup> Über Target2 werden sowohl nationale wie auch grenzüberschreitende Zahlungen in Zentralbankgeld vorgenommen. Für die nachfolgenden Ausführungen sind nur die Zahlungsvorgänge zwischen einzelnen nationalen Zentralbanken des Eurosystems von Bedeutung. In geringem Umfang übernehmen einzelne Notenbanken des Eurosystems auch Zahlungsabwicklungen für Nicht-Mitglieder, so beispielsweise für Dänemark, Polen, Bulgarien und Rumänien.

<sup>26</sup> In der EZB-Bilanz wird unter der Position Sonstige Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten (netto) lediglich der Saldo aus den Forderungen an die NZBen des Euroraums aus dem Target2-Zahlungsverkehr, den Verbindlichkeiten gegenüber den NZBen des Euroraums aus dem Target2-Zahlungsverkehr sowie den Verbindlichkeiten gegenüber den NZBen des Euroraums im Zusammenhang mit der Gewinnvorauszahlung der EZB aufgeführt. Siehe Europäische Zentralbank (2015d), S. 40. Für die weiteren Angaben siehe die Jahresabschlüsse der jeweiligen NZBen. Dort sind die Target2-Positionen zumeist unter 9.4 Forderungen innerhalb des Eurosystems/Sonstige Forderungen bzw. 9.3 Sonstige Verbindlichkeiten verbucht. Die Prozentangaben in Klammern beziehen sich auf die Bilanzsumme der berichteten NZB. Weiteres siehe im Abschnitt »ELA, ANFA und Target2-Salden im Vergleich«.

<sup>27</sup> Auf die Darstellung der Vorgänge im Einzelnen wird hier verzichtet. Siehe hierzu beispielsweise Sinn und Wollmershäuser (2011, S. 13 f.).

- c) Die Bank reicht der Notenbank Wertpapiere als Sicherheit ein und bekommt dafür einen regulären Zentralbankkredit.
- d) Die Bank gilt als kurzfristig illiquide und bekommt einen ELA-Notkredit bei der Bank of Greece.
- e) Die Bank ist überschuldet, bekommt aber trotzdem einen ELA-Notkredit bei der Bank of Greece.

In allen fünf Fällen führt die *Anweisung* des Betrages über die Alpha Bank an die Bank of Greece zu einer *Geldvernichtung* in Griechenland. Umgekehrt findet durch die Zahlung der Bundesbank an die Commerzbank, die den Betrag auf das Konto des Händlers gutschreibt, eine *Geldschöpfung* in Deutschland statt. Die mit dieser Transaktion verbundene Target-Forderung der Bundesbank in Höhe von 100 000 Euro gegenüber der griechischen Notenbank wird am Tagesende zu einer Forderung gegenüber der EZB. Entsprechend verhält es sich bei der Bank of Greece mit der Target-Verbindlichkeit. In allen Fällen beansprucht die Alpha Bank mehr Zentralbankgeld, als sie für ihre Inlandsgeschäfte benötigt. Nur im Fall a verfügt die Bank über das für die Ausführung notwendige Zentralbankgeld. In allen anderen Fällen b-e muss sich die Bank für das Importgeschäft zusätzliches Basisgeld beschaffen. Über reguläre geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geschieht dies entweder direkt über die Notenbank (Fall c) oder indirekt über den Interbankenmarkt (Fall b). Erst bei der Vergabe von ELA-Krediten durch die griechische Zentralbank (Fall d/e) hat die griechische Notenbank für *eigen initiiertes nationales Zusatzgeld* gesorgt, wobei der Fall e ein Rechtsverstoß darstellt.<sup>28</sup>

Die obige Feststellung bedarf jedoch einer Relativierung. Die ›besonderen Politiken‹ der EZB, wie eine Vollzuteilung bei einem auf 0,00%/p.a. abgesenkten Hauptrefinanzierungssatz unter länderspezifisch abgesenkten Sicherheiten, sind vor dem Hintergrund der Banken- und Staatsschuldenkrise auf die Krisenmitglieder ausgerichtet. Insofern gelangen die dortigen Banken durch diese Maßnahmen an Refinanzierungen, die sie sonst nicht bekommen würden. Von daher kann man auch hier von nationalem Zusatzgeld sprechen, dessen Quantifizierung jedoch schwer fällt, da die Referenz fehlt.

<sup>28</sup> An dieser Stelle wird wiederum die Verbindung zur ELA-Notfallliquidität deutlich: Ein Teil der Target-Salden entsteht erst durch diese besondere nationale Refinanzierungsquelle. Dies unterscheidet die Analyse/Bewertung der Target-Salden bei Sinn und Wollmershäuser (2011, S. 1, 10 ff.). Die Autoren stellen ohne eine Unterscheidung zu treffen fest, Target-Salden »messen das Zusatzgeld, das ihre Notenbanken über das Maß hinaus verleihen haben, das für die eigene, innere Geldversorgung benötigt wurde.« Ebenda, S. 1. Neben dem bei der Bank vorhandenem Zentralbankgeld (Fall a) beschreiben die Fälle b/c jedoch reguläre geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte, die unabhängig vom Einfluss der griechischen Zentralbank durch die Konditionenvorgabe der EZB stattfinden. Erst die Kombination mit ELA-Krediten (Fall d/e) ermöglicht grenzüberschreitende Transaktionen, die regulär nicht stattfinden würden. Kooths und van Roye (2012, S. 523) verweisen in diesem Zusammenhang auf Parallelen zum Greshamschen Gesetz, indem sich die Geldschöpfung zunehmend in diejenigen Länder verlagert, in denen die Sicherheitsstandards für Refinanzierungsgeschäfte abgesenkt werden.

### *Bewertung der Target2-Salden*

Problematisch wird dieses nationale Zusatzgeld deshalb, weil die Krisenstaaten hierdurch Importe und Vermögensobjekte/-titel aus den Kernländern erlangen, die sie mangels marktgängiger privater Finanzierung nicht erlangen können. Darüber hinaus wird die Bundesbank durch das Target-System zur Annahme einer Euroforderung gegen die EZB genötigt, die als Gegenposition zu einer ebenfalls erzwungenen sekundären Geldschöpfung<sup>29</sup> aufgrund der Überweisung des griechischen Importeurs entsteht. Der *erzwungene Kapitalexpert* ist ein Substitut für den privaten Kapitalexpert, der mangels Sicherheiten/Vertrauen nicht stattfindet.<sup>30</sup> Nicht nur die *Werthaltigkeit* der Euroforderung steht gerade bei Instabilitäten des Eurosystems infrage. Bei einem Ausfall Griechenlands haftet Deutschland anteilig oder muss im Falle eines Zusammenbruches des Eurosystems einen Totalausfall seiner Target2-Forderungen in Kauf nehmen. Zudem kommt die *niedrige Verzinsung* der Target2-Forderung zum Hauptrefinanzierungssatz einer Besteuerung gegenüber privaten Kapitalmarktkonditionen gleich.

Besonders problematisch werden Target2-Salden im Zusammenhang mit *ELA-Kredit* (Fall d/e) und einer hierdurch ermöglichten Kapitalflucht. Hierbei finanziert das Eurosystem gegebenenfalls indirekt die Abwicklung einer Bank, die gemäß der Haftungskaskade auch Kunden mit Einlagen über 100 000 Euro treffen würde. Zugleich sichert der Mechanismus die Einlagen der Anleger in Krisenstaaten vor einer Entwertung durch eine drohende Währungsumstellung.<sup>31</sup> Die Beispiele Griechenland (2014/15) und Zypern (2013) wurden oben ausgeführt.

### **ELA, ANFA und Target2-Salden im Vergleich**

Gemeinsam ist den drei geldpolitischen Maßnahmen eine *Intransparenz* gegenüber der Öffentlichkeit. Bezüglich ANFA ist der tatsächliche Umfang der Wertpapierkäufe in den Jahresabschlüssen nicht direkt ersichtlich.<sup>32</sup> Zudem sind weder die nationalen Höchstbeträge, noch die Anlagen und deren Gegenpositionen hierzu bekannt. Bei den

<sup>29</sup> Die Geldschöpfung wird als sekundär bezeichnet, da die primäre Geldschöpfung bereits im Rahmen der Liquiditätsversorgung der Alpha Bank stattfand. Nach der Geldvernichtung durch die Anweisung der Zahlung durch die griechische Notenbank schöpft die Bundesbank in Deutschland quasi zum zweiten Mal und erzwungenermaßen den Betrag als Basisgeld. Zur Problematik im Detail vgl. Sinn und Wollmershäuser (2011, S. 18).

<sup>30</sup> Vgl. Sinn und Wollmershäuser (2011, S. 27). Sie sehen dies als einen systemgefährdenden Konstruktionsfehler von Target2 an, der eine Selbstbedienung der Krisenstaaten zulasten der Kernländer ermöglicht (vgl. ebenda S. 3 f.; Kooths und van Roye 2012, S. 520 ff.).

<sup>31</sup> Interessant wäre die Frage, ob im Falle des geplanten Europäischen Einlagensicherungssystems etwaige Währungsverluste bis 100 000 Euro bei einem Euroaustritt übernommen würden.

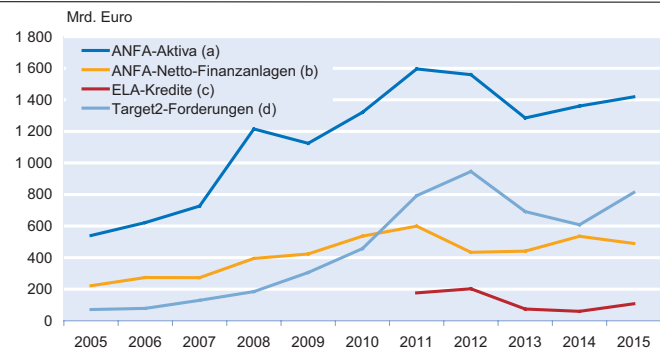
<sup>32</sup> Die Europäische Zentralbank hat angekündigt, zukünftig die aggregierten ANFA-Netto-Finanzanlagen des Eurosystems zu veröffentlichen. Darüber hinaus wollen die NZBen jeweils ihre Daten zu den ANFA-Netto-Finanzanlagen offen legen (vgl. Europäische Zentralbank (2015e).

ELA-Nothilfen als spezielle ANFA-Position sind im Regelfall die vom EZB-Rat genehmigten nationalen Obergrenzen, zumeist der tatsächliche Umfang, nicht aber die Konditionen und die eingereichten Sicherheiten öffentlich.<sup>33</sup> Als Eigengeschäfte werden die Anlagen beider Maßnahmen in den jeweiligen nationalen Jahresabschlüssen als Sammelpositionen ausgewiesen. Auf die Höhe der Target2-Forderungen/Verbindlichkeiten verweist die EZB lediglich in ihren Erläuterungen zum Jahresabschluss.<sup>34</sup> Die nationalen Target2-Nettosalden sind den Bilanzen jeder NZB mit entsprechendem zeitlichen Verzug der Veröffentlichung zu entnehmen.<sup>35</sup>

Gemäß dem *Bruttokonzept*<sup>36</sup> sind von vor Beginn der Finanzmarktkrise 2005 bis Ende 2011 die *Wertpapierbestände im Eigenportfolio* (ANFA-Aktiva) der NZBen des Euroraumes von 540,3 Mrd. Euro um 1 055,6 Mrd. Euro auf 1 595,5 Mrd. Euro angestiegen. Ende 2015 betragen sie 1 419,0 Mrd. Euro, was unter anderem auf die gesunkenen ELA-Nothilfen zurückzuführen ist (vgl. Abb. 2). Demgegenüber vertritt die EZB das *Netto-Konzept*. Sie rechtfertigt das Nettokonzept damit, dass das Aufrechnen aller nicht mit der Geldpolitik zusammenhängenden Aktiva und Passiva die gesamte Liquidität misst, die eine Zentralbank über ihre nicht geldpolitischen Operationen bereitstellt.<sup>37</sup> Demnach stiegen die ANFA-Nettofinanzanlagen in dem betrachteten Zeitraum 2005 bis 2011 von 222,4 Mrd. Euro auf 599,8 Mrd. Euro und beliefen sich 2015 auf 489,7 Mrd. Euro. Die national-autonom geschaffene Liquidität (netto) hat aktuell einen Anteil von 17,6 % an der Bilanzsumme des Eurosystems. Entsprechend dem Bruttokonzept betragen die ANFA-Aktiva 51,0 % bezogen auf die Bilanzsumme.<sup>38</sup>

Die *Target2-Forderungen bzw. Verbindlichkeiten (netto)* sind von den Eigenportfolios getrennt zu betrachten, da sie zum einen überwiegend auf einer regulären Refinanzierung durch die NZBen beruhen, zum anderen eine Überlagerung mit der außergewöhnlichen Refinanzierung über ELA-Kredite

**Abb. 2**  
Nationales Zusatzgeld der NZBen des Euroraumes und Target2-Saldo gemäß dem Ausweis der konsolidierten Bilanz des Eurosystems



(a) Positionen 1 bis 4, 5.6, 6, 7 (bis 2007), 7.2 (ab 2008) und 9 der konsolidierten Bilanz des Eurosystems. (b) Positionen 1 bis 4, 5.6, 6, 7 (bis 2007), 7.2 (ab 2008) und 9 (ANFA-Aktiva) abzüglich der Positionen 2.5 sowie 3 bis 12 (ANFA-Passiva) der konsolidierten Bilanz des Eurosystems. (c) Position 6. (d) Summe im Eurosystem.

Quelle: EZB-Jahresberichte (jeweils aktuellste Zahlen); Euro Crisis Monitor/Universität Osnabrück; Berechnungen des Autors.

stattfindet. Aufgrund der erzwungenen sekundären Geldschöpfung bei der Target-finanzierenden NZB zählen diese Salden dennoch zu den »besonderen Geldpolitiken« national-autonom initiiert Geldschöpfung der Notenbank des importierenden Landes und können damit im weiteren Sinne dem nationalen Zusatzgeld zugerechnet werden. Die Target2-Salden stiegen von 71,5 Mrd. Euro (2005) auf 946,1 Mrd. Euro (2012) und fielen seitdem wieder auf 812,7 Mrd. Euro (2015) (vgl. Abb. 2).<sup>39</sup> Der Anteil an der Bilanzsumme des Eurosystems stieg entsprechend von 6,9% (2005) auf 31,9% (2012) und sank leicht auf 29,2% (2015).

Die national-autonome Geldschöpfung erzeugt *nationales Zusatzgeld* weitgehend unabhängig von der EZB. Im engeren Sinne trifft dies zwar nur bei Geschäften auf Rechnung und Risiko der nationalen Notenbank zu, d.h. auf ANFA und speziell auf ELA. Im weiteren Sinne sind jedoch auch die negativen Target2-Salden der NZBen nationales Zusatzgeld, soweit die »besonderen Politiken« der EZB (quantitatives/qualitatives Easing) hier einen Anstieg der Geldschöpfungsaktivitäten gerade mit Blick auf die Krisenländer möglich machen. Im Ergebnis ist die Währungsunion eine *Geldannahmegemeinschaft*, aber keine vollständige *Emissionsgemeinschaft*.<sup>40</sup> Dies führt dann zu Gefahren,

<sup>33</sup> Vgl. hier die Position 6 in den Jahresabschlüssen.  
<sup>34</sup> Vgl. Europäische Zentralbank (2015d, S. 40). Erst seit September 2015 führt die EZB eine öffentlich zugängliche Statistik der monatlichen Target2-Salden der Euro-Mitgliedstaaten unter <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004859> (aufgerufen am 27. Januar 2016). Bis zu diesem Zeitpunkt wurden sie vom Institut für empirische Wirtschaftsforschung an der Universität Osnabrück unter <http://www.eurocrisismonitor.com/Data.htm> (aufgerufen am 27. Januar 2016) öffentlich bereitgestellt.  
<sup>35</sup> Die Deutsche Bundesbank (2015b, S. 74, 87) führt den positiven Nettosaldo in ihrer Bilanz in der Unterposition 9.4 Forderungen innerhalb des Eurosystems/Sonstige Forderungen auf.  
<sup>36</sup> Das Bruttokonzept umfasst die ANFA-Aktiva (Positionen 1 bis 4, 5.6, 6, 7 (bis 2007), 7.2 (ab 2008) und 9 der konsolidierten Bilanz des Eurosystems). Das Nettokonzept umfasst die ANFA-Aktiva abzüglich der ANFA-Passiva (Positionen 2.5 sowie 3 bis 12).  
<sup>37</sup> Vgl. zur Begründung Europäische Zentralbank (2015c).  
<sup>38</sup> Vgl. Europäische Zentralbank (2016), eigene Berechnungen.

<sup>39</sup> Im Regelfall weichen die Forderungen und die Verbindlichkeiten aus Target 2 bei der EZB voneinander ab. Hintergrund sind vornehmlich geldpolitische Transaktionen zwischen der EZB und den NZBen. So weist die Europäische Zentralbank (2009, S. 246–248) für das Jahr 2008 unter der Position Sonstige Intra-Eurosystem-Forderungen (netto) Back-to-back-Swapgeschäfte im Zusammenhang mit liquiditätszuführenden Transaktionen in US-Dollar zwischen der EZB und den NZBen im Volumen von 234,1 Mrd. Euro aus. Diese erklären die außergewöhnlich hohe Differenz zwischen den Forderungen an die NZBen des Euroraums (420,8 Mrd. Euro) und den Verbindlichkeiten gegenüber den NZBen des Euroraums (185,5 Mrd. Euro) aus dem Target2-Zahlungsverkehr fast vollständig. Die hier und in der Abbildung 2 gewählten Daten sind die Verbindlichkeiten der EZB, entsprechend die Forderungen der NZBen des Eurosystems aus Target2.  
<sup>40</sup> Vgl. auch Theurl (2012, S. 69), die auf ähnliche Strukturelemente historischen Währungsunionen verweist und diese als eine wesentliche Ursache ihres Zusammenbruches wertet.



wenn ein mangelnder Common Sense und/oder die fiskalisch-ökonomische Heterogenität der Mitgliedstaaten nationalen Interessen Vorrang gebietet: die Substitution einer marktlich-fiskalischen Staatsfinanzierung über Steuern und Marktkredite durch eine fiskalisch-unterstützte sowie eine rein monetäre (Zwischen-)Finanzierung des Staatshaushalts; die Rettung überschuldeter Banken sowie die Finanzierung einer Kapitalflucht/eines Bank-runs; die Erzielung nationale Seigniorage.

Welche *Folgen* hat das nationale Zusatzgeld insbesondere in den Krisenstaaten und für die EWU?

- Tendenziell niedrigere Zinsen steigern die Kreditnachfrage seitens des Krisenstaates sowie der dortigen Unternehmen. Für den Fiskus führt der Ankauf von eigenen Staatsanleihen durch die NZB im Rahmen von ANFA zu einer *Quasi-Nullzinsfinanzierung*, da die Zinserträge dem Staatshaushalt wieder zufließen. Die Einreichung von Staatspapieren als Pfänder für Refinanzierungskredite bei ELA und Target2 begünstigt den *Absatz neuer Staatsschuld-papiere*, die sonst keine Käufer gefunden hätten.
- Der erzwungene Kapitalexport der Kernländer zugunsten der Finanzierung von Importdefiziten ermöglicht den Krisenstaaten einen *Ressourcenzufluss*, der (a) die inländische Ersparnis substituiert, (b) ein Defizit des Staatshaushalts ermöglicht sowie (c) inländische Nettoinvestitionen finanziert.<sup>41</sup> Der Bevölkerung des Krisenstaates werden weniger Lasten abverlangt als es marktliche Bedingungen notwendig machen würden.
- Die Verwendung des Zusatzgeldes zugunsten der inländischen Nachfrage führt tendenziell zu *Lohn- und Preissteigerungen* im Krisenstaat. Die Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Ausland sinkt.
- Würde die primäre Geldschöpfung nicht im Krisenstaat im Rahmen der Target2-Kredite über eine Besicherung mit heimischen Staatstiteln, sondern in den Kernländern über die Einreichung von Anleihen dortiger Unternehmen stattfinden, würde deren Kreditzugang erleichtert werden. Investitionen von Unternehmen der Kernländer werden deshalb erschwert. Die Target2-Salden beeinflussen somit auch den *Kreditzugang* und die *Produktion* im Euroraum (vgl. Sinn und Wollmershäuser 2011, S. 29).
- Durch die Schöpfung nationalen Zusatzgeldes fließen der NZB *Seigniorage-Erträge* zu (ANFA, ELA) und/oder die Refinanzierung erfolgt zu *vergünstigten Konditionen* (ELA, Target2). Die nationale Geld-/Kreditschöpfung kommt einer *quasi-gesamtschuldnerischen Haftung* von Eurobonds gleich. Bei einer Staatsinsolvenz haften die Eurostaaten anteilig gemäß ihrem Kapitalschlüssel.

<sup>41</sup> Gemäß der volkswirtschaftlichen Verwendungsrechnung finanziert die Ersparnis der privaten Haushalte und der Unternehmen die volkswirtschaftlichen Nettoinvestitionen, ein Staatsdefizit sowie einen Exportüberschuss.

Kommt es gar zu einer Auflösung der Eurozone, fällt die EZB bzw. das ESZB als Kontrahent ganz aus.<sup>42</sup>

*Ergebnis:* Das nationale Zusatzgeld führt zu einer Krisenperpetuierung und gegebenenfalls sukzessiver *Krisenintensivierung*. Es entbindet von den Kosten und Sanktionen einer regelwidrigen Staatschulden- und nicht wettbewerbskonformer Wirtschaftspolitik. Die Währungsunion kann im Sinne nationaler Interessen in Verbindung mit einer Kostenexternalisierung für einen nicht regelkonformen *Bailout für Banken und Staaten* missbraucht werden (vgl. Meyer 2015). Einher geht ein hohes Erpressungspotenzial für zukünftige Rettungshilfen.

### Handlungsoptionen

Lässt man die Möglichkeit einer politischen Union mit fiskalischer Zentralisierung in Verbindung mit erheblichen regionalen Umverteilungen als derzeit eher unrealistische Alternative außer Acht<sup>43</sup>, so bedarf es strenger, mit Sanktionen belegten Verhaltensregeln, die eine Verletzung monetärer Ordnungsinterdependenzen durch eine Aushöhlung des Zentralbankgeldschaffungsmonopols unmöglich machen.<sup>44</sup> Die Geldannahmegemeinschaft muss wieder zu einer vollständigen Emissionsgemeinschaft werden, indem die Geldemission ausschließlich zentral durch das ESZB durchgeführt und kontrolliert wird. Dies betrifft sowohl institutionelle Konstruktionsfehler als auch Managementfehler »im Krisenmodus«, die auf eine fiskalisch motivierte, die Unabhängigkeit der EZB gefährdende Geldpolitik hinauslaufen. Was heißt das für die Möglichkeiten des nationalen Zusatzgeldes?

*ELA-Notkredite:* Eine völlige Suspendierung der ELA-Notkredite hätte gegebenenfalls hohe volkswirtschaftliche Kosten zur Folge. Im Fall einer nicht selbst verschuldeten, kurzfristigen Instabilität einzelner Großbanken könnte bei ausbleibenden Liquiditätshilfen die Finanzstabilität des gesamten Bankensektors eines Landes oder sogar der Eurozone gefährdet werden. Um einen Missbrauch hinsichtlich der Stützung insolventer Banken oder einer monetären Zwischenfinanzierung der Staaten entgegen zu treten, wären jedoch folgende Restriktionen überlegenswert:

- In Anlehnung an Art. 10.3 EZB-Satzung sollte der Beschluss »im EZB-Rat nach den Anteilen der nationalen Zentralbanken am gezeichneten Kapital der EZB gewo-

<sup>42</sup> Damit entsteht im Falle von Verhandlungen über Euro-Rettungshilfen der Mitgliedstaaten oder gar Austrittsverhandlungen ein hohes Erpressungspotenzial der Krisenstaaten (vgl. auch Kooths und van Roye 2012, S. 524).

<sup>43</sup> Vgl. hierzu den aktuellen Vorschlag der Europäischen Kommission (2015).

<sup>44</sup> Vgl. hierzu auch ausführlich Theurl (2012, S. 69 ff.), die die Zukunft des Euro anhand von zwölf Lehren aus der Geschichte von Währungsunionen ableitet.

gen« werden und für die Genehmigung konkreter ELA-Kredite eine Zweidrittelmehrheit notwendig sein. Begründung: Die dort vorgesehene Stimmengewichtung entspräche dem Haftungsschlüssel bei ausfallenden Staaten.<sup>45</sup> Für den Gegenbeschluss einer sofortigen Aufhebung sollte eine einfache Mehrheit genügen. Dies würde den Zugang eines Landes zu ELA-Krediten erschweren.

- Um eine Inanspruchnahme seitens der in Liquiditätsnöten befindlichen Bank zu ermöglichen, müssten zwar die Sicherheiten der eingereichten Pfänder gegenüber einer herkömmlichen Refinanzierung abgesenkt werden. Da die Bank jedoch als solvent gilt, könnte der Kreditzins entsprechend der eingereichten Sicherheiten einen Risikoaufschlag enthalten. Ein subventionierter Zins wäre nicht zu rechtfertigen.
- Es sollte uneingeschränkte Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit bestehen.

*ANFA:* Im Gegensatz zu den ELA-Krediten steht die ökonomische Notwendigkeit der weiteren ANFA-Eigengeschäfte grundsätzlich infrage. So ist kaum einsichtig, warum Rückstellungen für Pensionen und Beihilfen über eine eigene Geldschöpfung (Bilanzverlängerung) finanziert werden. Die Alternative wäre eine Alimentierung aus dem Jahresüberschuss bzw. aus den Rücklagen der NZB (Passivtausch). Das Grundkapital der NZB kann über Steuermittel des Staates aufgebracht und eingestellt werden. Lediglich für die Gegenposition der Einstellung des Jahresüberschusses in die Rücklagen wäre ein Wertpapierkauf im Rahmen eines Eigengeschäftes notwendig. Der Ankauf von nationalen Währungsreserven könnte über einen Aktivtausch stattfinden. Der Begriff der »allgemeinen Anlagezwecke«<sup>46</sup> erscheint daher eher als ein Restposten für nicht näher begründbare nationale Geldschöpfungen (Bilanzverlängerung).

*Target2-Salden:* Ohne die Target-Salden müssten die Defizite der Leistungsbilanz eines Landes den marktfähigen Kapitalimporten entsprechen. Entsprechend sind beispielsweise in den USA negative Salden des Interdistrict Settlement Accounts durch *Goldzertifikate* oder goldgedeckte, marktfähige Wertpapiere mit üblicher Verzinsung abzulösen.<sup>47</sup> Eine entsprechende Target-Regel würde nicht nur den Ressourcen abgebenden Mitgliedstaat schützen, sondern auch automatisch zu einem Rückgang der Importüberschüsse des Krisenstaates führen. In Anlehnung an diese Regelung sollten die zum relativ niedrigen Hauptrefinanzierungssatz verzinsten Target2-Salden mindestens einmal jährlich durch

marktgängige, sichere und gegebenenfalls besicherte Wertpapiere abgelöst werden. Wesentliches Kriterium ist die *Marktgängigkeit* der Forderung, denn diese garantiert eine marktliche Bewertung des Vermögenswertes, der als Gegenwert für den Importüberschuss geleistet wird. Das unterschiedliche Risiko des Wertpapieres würde sich im Zins bzw. im Kurswert widerspiegeln. Da hochspekulative Schuldpapiere aber zumeist bei starker Schwankung auf eine gewisse Marktenge treffen, ist auch das Kriterium der *Sicherheit* durchaus von Relevanz.<sup>48</sup> Eine *Realwertsicherung* durch goldbesicherte Wertpapiere wie historisch in den USA oder über immobilienbesicherte Pfandbriefe ist bei Wertverfall der Sicherheit demgegenüber ein eher vernachlässigbares Kriterium.

## Fazit

ELA-Notkredite, ANFA und die Target2-Salden ermöglichen den NZBen die Ausgabe von nationalem Zusatzgeld, das unter anderem der monetären (Zwischen-)Finanzierung von Krisenstaaten und/oder der Unterstützung insolventer Banken dient. Darüber hinaus finanziert es Kapitalflucht und gewährt einen subventionierten Kreditzugang für Importe. Das nationale Zusatzgeld unterstützt eine Krisenperpetuierung und mindert die Anreize für Anpassungen. Die mit der Geldschöpfung der NZB einhergehende Seigniorage wird von ihr vereinnahmt. Demgegenüber fällt die Haftung bei einer Insolvenz des Krisenstaates den Euro-Mitgliedstaaten anteilig zu. Anhand ausgewählter Krisensituationen wurde gezeigt, dass der EZB-Rat seine Kontrollfunktion nicht wahrgenommen hat und teilweise wissentlich gegen den AEUV, die EZB-Satzung sowie internen, selbst gesetzten Vorgaben verstoßen hat. Die Behebung dieser strukturellen Ordnungsmängel sollte eine Kongruenz von Geldannahmegergemeinschaft und vollständiger Emissionsgemeinschaft im Fokus haben.

## Literatur

### Artikel und Monographien

Deutsche Bundesbank (2015a), *Monatsbericht* Februar, 67(2).

Deutsche Bundesbank (2015b), *Geschäftsbericht* 2014, Frankfurt am Main.

Europäische Kommission (2015), *Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden*, vorgelegt von Jean-Claude Juncker in enger Zusammenarbeit mit Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi und Martin Schulz, Brüssel.

Europäische Zentralbank (2009), *Jahresabschluss 2008*, Frankfurt am Main.

Europäische Zentralbank (2013), *Jahresbericht 2012*, Frankfurt am Main.

<sup>45</sup> Die Stimmen der EZB-Direktoren werden mit null gewichtet.

<sup>46</sup> Vgl. Europäische Zentralbank (2015c).

<sup>47</sup> Vgl. hierzu im Einzelnen Sinn und Wollmershäuser (2011, S. 4, 41 f., 48 ff.). Im Rahmen der Lockerung der Kreditpolitik ist diese strenge Regel allerdings erheblich aufgeweicht worden. So werden auch US-Staatsanleihen sowie hypotheckenbesicherte Wertpapiere anerkannt. Die Marktgängigkeit als wesentlicher Unterschied zum Target2-System bleibt jedoch weiterhin bestehen.

<sup>48</sup> Demgegenüber betonen Sinn und Wollmershäuser (2011, S. 50) die Marktgängigkeit der Forderung.

Europäische Zentralbank (2015a), »Verfahren für die Gewährung von Notfall-Liquiditätshilfe (Emergency Liquidity Assistance – ELA)«, verfügbar unter: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402\\_elaprocedures.de.pdf?1d27f62d7c0f2824d59d593f9c758604](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.de.pdf?1d27f62d7c0f2824d59d593f9c758604), aufgerufen am 22. Dezember 2015.

Europäische Zentralbank (2015b), *Konsolidierte Bilanz des Eurosystems zum 31. Dezember 2014*, Frankfurt am Main.

Europäische Zentralbank (2015c), »Was bedeutet ANFA?«, verfügbar unter: [http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa\\_qa.de.html](http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa_qa.de.html), aufgerufen am 8. Februar 2016.

Europäische Zentralbank (2015d), *Jahresabschluss 2014*, Frankfurt am Main.

Europäische Zentralbank (2015e), »EZB erläutert Vereinbarung über Netto-Finanzanlagen (ANFA)«, verfügbar unter: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160205.de.html>, aufgerufen am 8. Februar 2016.

Europäische Zentralbank (2016), *Konsolidierte Bilanz des Eurosystems zum 31. Dezember 2015*, Frankfurt am Main.

Hoffmann, D. (2015), *Die EZB in der Krise*, Dissertation, Berlin.

Institut für empirische Wirtschaftsforschung an der Universität Osnabrück (2016), »Euro Crisis Monitor«, verfügbar unter: <http://www.eurocrisismonitor.com/Data.htm>, aufgerufen am 27. Januar 2016.

Kooths, St. und . B. van Roye (2012), »Nationale Geldschöpfung zersetzt den Euroraum«, *Wirtschaftsdienst* 92(8), 520–526.

Meyer, D. (2012a), *EURO-Krise – Austritt als Lösung?*, Reihe Wirtschaft aktuell, Bd. 1, LIT Verlag, Münster.

Meyer, D. (Hrsg.) (2012b), *Die Zukunft der Währungsunion – Chancen und Risiken des Euros*, Reihe Wirtschaft aktuell, Bd. 2, LIT Verlag, Münster.

Meyer, D. (2015), »Comment on Adalbert Winkler, The ECB as Lender of Last Resort: Banks versus Governments«, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 235(3), 345–347.

Plickert, Ph. (2013a), »Zypers Banken auf Notkredit angewiesen«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 15. Januar, 9.

Plickert, Ph. (2013b), »Kritik an EZB-Notkrediten für Pleitebank auf Zypern«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 25. Juni, 11.

Plickert, Ph. (2015a), »Konkursverschleppung durch die EZB«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 25. Juni, 15.

Plickert, Ph. (2015b), »Bundesbank: Aus «Anfa» kein Geheimnis machen«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 10. Dezember, 23.

Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), »Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB«, Ifo Working Paper Nr. 105.

Theurer, M., H. Kafsack und St. Ruhkamp (2013), »Hilfe für den Musterschüler«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 30. Januar, 11.

Theurer, M. und St. Ruhkamp (2013), »Irland bekommt 25 Jahre Zahlungsaufschub«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 8. Februar, 13.

Theurl, T. (2012), »Die Zukunft des Euro«, in: D. Meyer (Hrsg.) (2012b), *Die Zukunft der Währungsunion – Chancen und Risiken des Euros*, Reihe Wirtschaft aktuell, Bd. 2, LIT Verlag, Münster, 61–81.

Winkler, A. (2015), »The ECB as Lender of Last Resort: Banks versus Governments«, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 235(3), 329–338.

## Rechtsquellen

Agreement of 19. November 2014 on net financial assets (ANFA-Abkommen), verfügbar unter: [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_anfa\\_agreement\\_19nov2014\\_f\\_sign.pdf?208a41defab3909e542d83d497da43d2](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_anfa_agreement_19nov2014_f_sign.pdf?208a41defab3909e542d83d497da43d2), aufgerufen am 8. Februar 2016.

Protokoll (Nr. 4) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (EZB-Satzung).

Protokoll (Nr. 13) über die Konvergenzkriterien.

Protokoll (Nr. 15) über einige Bestimmungen betreffend das Vereinigte Königreich Grossbritannien und Nordirland.

Protokoll (Nr. 16) über einige Bestimmungen betreffend Dänemark.

Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), Fassung aufgrund des am 1. Dezember 2009 in Kraft getretenen Vertrages von Lissabon (Konsolidierte Fassung bekanntgemacht im ABl. EG Nr. C 115 vom 9. Mai 2008, S. 47) zuletzt geändert durch die Akte über die Bedingungen des Beitritts der Republik Kroatien und die Anpassungen des Vertrags über die Europäische Union, des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union und des Vertrags zur Gründung der Europäischen Atomgemeinschaft (ABl. EU L 112/21 vom 24.4.2012) m.W.v. 1. Juli 2013.

Vertrag über die Europäische Union (EUV), Fassung aufgrund des am 1. Dezember 2009 in Kraft getretenen Vertrages von Lissabon (Konsolidierte Fassung bekanntgemacht im ABl. EG Nr. C 115 vom 9. Mai 2008, S. 13), zuletzt geändert durch die Akte über die Bedingungen des Beitritts der Republik Kroatien und die Anpassungen des Vertrags über die Europäische Union, des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union und des Vertrags zur Gründung der Europäischen Atomgemeinschaft (ABl. EU L 112/21 vom 24. April 2012) m.W.v. 1. Juli 2013.