

ANFA-Protokoll – Gefahren für die Währungsunion durch nationale Geldschöpfung

Prof. Dr. Dirk Meyer

Institut für Volkswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Ordnungsökonomik

Helmut-Schmidt-Universität, Hamburg

Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) muss wieder die Hoheit über die Geldemission haben. Dazu bedarf es strenger, mit Sanktionen belegter Verhaltensregeln, die eine Verletzung monetärer Ordnungsinterdependenzen durch eine Aushöhlung des Zentralbankgeldschaffungsmonopols unmöglich machen.

Ein wesentliches ordnungspolitisches Merkmal der Europäischen Währungsunion (EWU) stellt ihre dezentral-föderale Struktur bei zentraler Leitungsinstanz dar. So besteht der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) als oberstes Beschlussorgan aus dem Direktorium sowie den Präsidenten aller nationalen Zentralbanken (NZBen). Zudem erfolgt vielfach eine Aufgabenteilung zwischen der EZB und den NZBen, so im Falle der Bankenaufsicht, der Sicherstellung der Finanzstabilität und der statistischen Datenerfassung. Auch die Unterscheidung zwischen gemeinsamen geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems, durchgeführt und in der Verantwortung der EZB, und nicht-geldpolitischen Operationen der nationalen Notenbanken der Euro-Mitgliedstaaten auf eigene Initiative und Rechnung, stellt unter diesem Blickwinkel eine Besonderheit der EWU dar. Das sogenannte ANFA-Geheimprotokoll, das erst unter Berufung einiger Personen – so auch des Autors – auf das Informationsfreiheitsgesetz hin veröffentlicht wurde, hat diese bislang nur wenig beachtete Möglichkeit nationaler Notenbanken zur Geldschöpfung auf eigene Rechnung in das öffentliche Interesse gebracht.

Der Beitrag gibt einen Überblick zu den rechtlichen Grundlagen und zeigt das Ausmaß der Inanspruchnahme dieser Regelung durch die Mitgliedstaaten auf. Gefährden die ANFA-Maßnahmen etwa die geldpolitische Steuerung der EZB? Werden hiermit gar Rechtsverstöße gegen europäisches Recht eröffnet?

Agreement on Net Financial Assets (ANFA)

Das ANFA-Protokoll¹ ist eine vertragliche Vereinbarung über Netto-Finanzanlagen zwischen den 19 NZBen und der EZB. Es beinhaltet Regeln und Obergrenzen von Wertpapierbeständen, die die NZBen eigenständig auf der Grundlage von Art. 14.4 EZB-Satzung erwerben können. In dem entsprechenden Umfang erhöhen sie die Zentralbankgeldmenge. Zwar unterliegt die Bilanzsumme des Eurosystems durch Festlegung der ANFA-Obergrenze der Kontrolle des EZB-Rates. Allerdings werden die ANFA-Geschäfte als Transaktionen der NZBen auf eigene Rechnung vorgenommen. Eine Eingriffsmöglichkeit der EZB besteht nur ex post, was diese Kontrolle im Einzelfall zu einer Pro-forma-Aufsicht mit fragwürdiger Wirkung werden lässt. Zudem bestand bislang bei den meisten Zentralbanken gegenüber der Öffentlichkeit Intransparenz, da keinerlei Hinweise über die Hintergründe und die Art der Wertpapierkäufe gegeben werden. Eine Ausnahme bilden die deutsche, belgische und die finnische Notenbank, die detaillierte Informationen zu ihren nicht zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Portfolios bereitstellen. Ob diesbezüglich hinreichende Kenntnisse der NZBen untereinander bestehen, darüber kann nur spekuliert werden, da offiziell nur der EZB-Rat Informationsrechte besitzt.

Die Aufteilung der jährlich neu festgelegten ANFA-Obergrenze auf die einzelnen NZBen soll gemäß dem Grundsatz der Kapitalanteile an der EZB erfolgen. Drei Arten von Ausnahmeregelungen führen jedoch zu erheblichen Abweichungen:

- „Anlagespezifische Ausnahmeregelungen“ (Anhang IV) schützen bestimmte Anlagepositionen wie bspw. Goldbestände, welche die NZBen aufgrund vertraglicher Beschränkungen oder sonstiger Einschränkungen nicht ohne Weiteres veräußern können.
- Des Weiteren bestehen „historische Ausnahmeregelungen“ (Anhang III). Diese stellen unabhängig vom Kapitalanteil eines Mitgliedstaates sicher, dass keine Absenkung unter die Höhe der Netto-Finanzanlagen erfolgen muss, die zum Zeitpunkt der Euro-Einführung bestand.
- Eine „dynamische Ausnahmeregelung“ bestimmt, dass die historische Ausnahmeregelung für kleine NZBen im Zeitverlauf proportional zum Anstieg oder Rückgang der Obergrenze der Netto-Finanzanlagen des Eurosystems angepasst wird.

Zudem wird immer diejenige Ausnahmeregelung für eine Notenbank wirksam, die ihr die höchst mögliche ANFA-Netto-Finanzanlage gewährt. Schließlich lässt das ANFA-Abkommen temporäre Überschreitungen der nationalen Obergrenzen zu. Als Beispiel werden unter anderem ELA-Notkredite (Emergency Liquidity Assistance,

¹ Siehe hierzu das Agreement of 19. November 2014 on net financial assets (ANFA-Abkommen) sowie die Erläuterungen der Europäischen Zentralbank, Was bedeutet ANFA?, 2015, http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa_qa.de.html (Abrufdatum 02.06.2016).

ELA) sowie Anforderungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) genannt. Unabhängig von den Ausnahmeregelungen gilt: Nutzt eine NZB ihre individuelle Obergrenze nicht vollständig aus oder plant bereits zu Jahresanfang einen niedrigeren Betrag, so stehen die nicht ausgenutzten ANFA-Beträge denjenigen nationalen Notenbanken zur Verfügung, die höhere Wertpapierankäufe wünschen. Diese Regelung bietet die Grundlage für weitere Divergenzen.

Anteil der ANFA-Liquidität zur Deckung des gesamten Liquiditätsbedarfs

Wie groß ist der Anteil, den die NZBen zur Deckung des Liquiditätsbedarfes der Banken beitragen? Als eine mögliche Kennziffer für den Umfang der ANFA-Aktivitäten gilt der ANFA-Liquiditätsanteil am gesamten Liquiditätsbedarf.² Konkret werden hier die ANFA-Netto-Finanzanlagen des Eurosystems zum Liquiditätsbedarf, bestehend aus dem Banknotenumlauf und den Mindestreserveanforderungen, ins Verhältnis gesetzt. 2005 und 2006 wurde demnach der gesamte Liquiditätsbedarf zu 44 Prozent durch die NZBen bereitgestellt. Zwischenzeitlich stieg der Anteil 2007 auf 48 Prozent, um 2008 und 2009 auf knapp über 40 Prozent abzusinken. In den Krisen Jahren 2010 und 2011 stieg der Anteil dann auf bis zu 54,7 Prozent. Dies spiegelt vornehmlich den krisenbedingten „nationalen“ Liquiditätsbedarf wider, der durch ELA-Notkredite an illiquide bzw. insolvente Banken sowie durch den Ankauf von Staatsschuldpapieren zur Stützung quasi-überschuldeter Staaten durch die eigene Notenbank befriedigt wurde. Ab 2012 ging der Anteil wieder auf einen Wert etwas oberhalb der 40 Prozent-Marke zurück, allerdings stieg er dann 2014 nochmals auf 48 Prozent an, um in 2015 wieder auf 41 Prozent zu fallen. Im Ergebnis beruht ein erheblicher Teil des Geldangebotes auf nationaler, wenngleich vom Eurosystem genehmigter Geldschöpfung auf eigene Rechnung. Die einhergehende Seigniorage aus vornehmlich Zinserträgen kann national vereinnahmt und gegebenenfalls dem Haushalt überwiesen werden. Demgegenüber trifft das Risiko des Zahlungsausfalles der angekauften Wertpapiere im Falle einer Staatsinsolvenz oder gar eines Zusammenbruches des Eurosystems die Mitgliedstaaten insgesamt.

Die Kennziffer kann jedoch allenfalls als Indikator für den Umfang einer nationalen Geldschöpfung in der Währungsunion gelten. Mangels Informationen über die Art der Anlagen lassen sich keine Rückschlüsse auf konkrete Risiken ableiten. Für eine Bewertung des geldpolitischen Spielraumes müssten neben den Wachstumsraten des Liquiditätsbedarfes und der ANFA-Maßnahmen auch die internen Zielvorgaben des EZB-Rates hinsichtlich eines angestrebten Liquiditätsdefizites/überschusses bekannt sein.

² Die folgenden Angaben sind aus den konsolidierten Bilanzen des Eurosystems errechnet. Vgl. auch Philipp König/Kerstin Bernoth, *The Eurosystem's Agreement on Net Financial Assets (ANFA): Covert Monetary Financing or Legitimate Portfolio Management?*, in: *DIW Economic Bulletin*, No. 12+13, 2016, Seiten 141–150, Seite 145.

Auswirkungen auf die geldpolitische Steuerung durch die EZB

Die EZB steuert ihre Geldpolitik zentral über die Knappheit an Liquidität. Mit Hilfe eines geplanten Liquiditätsdefizits, alternativ eines Liquiditätsüberschusses, erhält sie Einfluss auf den kurzfristigen Zins, da der Geschäftsbankensektor zur Refinanzierung über die Notenbank gezwungen ist. Dabei ergibt sich ein Liquiditätsdefizit aus der Differenz des Banknotenumlaufes sowie den Mindestreserveanforderungen (Liquiditätsbedarf) und den regulären geldpolitischen Maßnahmen zuzüglich den ANFA-Netto-Finanzanlagen (Liquiditätsangebot). Der geldpolitische Steuerungsspielraum resultiert aus der Wachstumsrate des Liquiditätsbedarfs abzüglich der Wachstumsrate der ANFA-Netto-Finanzanlagen als Teil des Liquiditätsangebotes. Um diesen über die regulären geldpolitischen Instrumente in gleichem Umfang zu behalten, dürften die ANFA-Netto-Bestände im Zeitablauf maximal mit der Rate wachsen, mit der auch die Nachfrage nach Banknoten und die Mindestreserveanforderungen (Liquiditätsbedarf) wachsen würden. Dabei hielt sich die EZB gemäß eigenen Aussagen an ihre selbst gestellten Vorgaben: Seit Einführung der Euro-Banknoten im Jahr 2002 sind die ANFA-Netto-Finanzanlagen jährlich um durchschnittlich 5 Prozent gestiegen, während der mit den Banknoten und den Mindestreserveanforderungen verknüpfte Liquiditätsbedarf um 7 Prozent gewachsen ist.³ Die EZB interpretiert dies als einen Hinweis für einen im Durchschnitt jährlich gestiegenen geldpolitischen Steuerungsspielraum.

Eigene Berechnungen für den Zeitraum 2006 bis 2015 geben ein differenzierteres Bild.⁴ Zunächst fällt die große Schwankungsbreite des Spielraums für die geldpolitische Steuerung auf. Dieser Wachstumsdifferenz-Indikator reicht von 20,5 Prozentpunkten (2012) bis minus 23,2 Prozentpunkten (2010). Sodann entsteht in nur vier Jahren tatsächlich ein erweiterter Spielraum für die geldpolitische Steuerung, in fünf Jahren hingegen eine Einschränkung. Lediglich für 2006 bestand ein unveränderter geldpolitischer Spielraum. Ob und in welcher Größenordnung das von der EZB als Zielvorgabe geplante Liquiditätsdefizit gegebenenfalls geändert wurde, kann aufgrund der Intransparenz nicht nachvollzogen werden. Darüber hinaus lag die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Banknoten und der Mindestreserveanforderungen in diesem Zeitraum bei lediglich 5,3 Prozent, die Steigerungsrate der ANFA-Netto-Finanzanlagen mit 4,5 Prozent nur knapp darunter. Damit ergibt sich ceteris paribus über den hier betrachteten Zeitraum der Eurokrise ein jährlich im Durchschnitt deutlich geringerer Anstieg des geldpolitischen Steuerungsspielraumes, als ihn die EZB feststellt.

Die umfänglichsten ANFA-Netto-Finanzanlagen führten 2014 die nationalen Notenbanken von Italien mit 131,7 Milliarden Euro (24,8 Prozent), Frankreich mit 109,6 Milliarden Euro (19,0 Prozent) und Spanien mit 78,6 Milliarden Euro (21,9 Prozent),

³ Vgl. Europäische Zentralbank, a. a. O.

⁴ Vgl. ausführlich Dirk Meyer, ANFA – Nationale Geldschöpfung als Sprengsatz für die Währungsunion?, in: Wirtschaftsdienst, 96. Jahrgang, 2016, erscheint demnächst.

während die Bundesbank nur 18,8 Milliarden Euro (1,4 Prozent) aufführte.⁵ Die Zuteilung der ANFA-Obergrenze auf die einzelnen NZBen soll sich an ihren Kapitalanteilen an der EZB orientieren. Die Praxis ergibt jedoch ein anderes Bild. Eine Kennziffer zur Erfassung einer ungleichgewichtigen Inanspruchnahme der ANFA-Eigengeschäfte durch die NZBen bietet das prozentuale Verhältnis ihrer ANFA-Netto-Finanzanlagen zum jeweiligen nationalen Kapitalanteil an der EZB. Dieses beträgt für Irland 378 Prozent, Italien 141 Prozent, Griechenland 137 Prozent und Frankreich 102 Prozent. Eine unterproportionale Inanspruchnahme besteht für Portugal (87 Prozent) und Deutschland (8 Prozent). Indem sich die Geldschöpfung zunehmend in diejenigen Länder verlagert, in denen die Sicherheitsstandards für Refinanzierungsgeschäfte unter anderem über ELA-Kredite und minderwerthaltige Aktiva abgesenkt werden, ergeben sich Parallelen zum *Gresham'schen* Gesetz – schlechtes Geld verdrängt gutes Geld.⁶

Beispiel Irland

Einen Fall der monetären Staatsfinanzierung bietet Irland (2013), der zugleich einen Bezug zwischen ELA-Notkrediten für vorübergehend illiquide Banken 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 Milliarden 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 Milliarden Euro Ende März 2013 zu vermeiden – sie entsprach in etwa den Haushaltskürzungen und Steuererhöhungen von 2012 – und um eine Streckung der Tilgung von 10 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. Obwohl die Verhandlungen mit der EZB durch das Direktoriumsmitglied *Jörg Asmussen* bereits rund

5 Die Angaben in Klammern beinhalten als Kennziffer die ANFA-Netto-Finanzanlagen bezogen auf die jeweilige Bilanzsumme der Notenbank, also den Anteil der national-autonom geschaffenen Liquidität (netto). Siehe auch die zeitliche Entwicklung der nationalen ANFA-Netto-Finanzanlagen bei Philipp König/Kerstin Bernoth, a. a. O., Seiten 145 ff. für die Jahre 2001 bis 2014.

6 Zwar bleibt der Wert des in Griechenland geschöpften Euro gegenüber einem in Deutschland geschöpften Euro gleich, sieht man von in der Vergangenheit bereits praktizierten Kapitalverkehrskontrollen einmal ab. Dennoch ist die Werthaltigkeit der Aktiva in den Krisenstaaten tendenziell geringer, indem beispielsweise statt deutscher Staatspapiere griechische, ausfallgefährdete Papiere als Wertpapiere von den Notenbanken angekauft werden. Vgl. auch Stefan Kooths/Björn van Roye, Nationale Geldschöpfung zersetzt den Euroraum, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jahrgang, Heft 8, 2012, Seiten 520–526, Seite 523.

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.

Für die Transaktion wurde ein trickreiches Vorgehen gewählt: Die Auffanggesellschaft für die Bankenaltlasten, die unter anderem auch für die Abwicklung der Anglo Irish Bank fungierte, wurde für insolvent erklärt. Nicht der Zwang des Marktes, sondern die Opportunität des irischen Parlamentes führte somit zur Insolvenz. Damit fiel der als Pfand im Besitz der irischen Notenbank befindliche Schuldschein des irischen Staates der Notenbank zur Verwertung zu. Diese tauschte den Schuldschein auf politischen Druck in acht langlaufende Staatsanleihen im Nominalwert von 25 Milliarden Euro um. Der Tilgungszeitraum wurde bis 2053 verlängert und war damit etwa viermal so lang wie zuvor. Zudem wird die erste Rate erst 2038 fällig.

Was sind die pekuniären Wirkungen dieser Umschuldung? Der Tilgungsaufschub sowie die Verlängerung der Rückzahlung des Kredites führen in Verbindung mit einer Absenkung des Zinssatzes zu einem erheblich geringeren Barwert der neuen Schuldtitel. Allein für die folgenden zehn Jahre dürfte die Umschuldung den irischen Staat von Anleiheemissionen in Höhe von 20 Milliarden Euro entsprechend 12 Prozent des BIP 2013 entlasten. Dies ermöglichte Irland den vorzeitigen Ausstieg aus dem Hilfsprogramm im Dezember 2013. Anders ausgedrückt: Die Umschuldung wirkt wie ein Vorschuss auf zukünftige Notenbankgewinne. Der Tausch eines relativ wertvollen Schuldscheines gegen Staatsanleihen mit längerer Laufzeit und niedrigerer Verzinsung macht bei der irischen Notenbank Wertberichtigungen notwendig, die über die Auflösung von Rücklagen finanziert werden müssen.

Die neuen Anleihen werden als ANFA-Wertpapiere bilanziert. Das technische Problem hierbei: Die für Irland geltende ANFA-Obergrenze wurde 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 infolge politischen Drucks gleichkommt.

Beispiel Griechenland

Die Griechenlandkrise (2014/15) zeigt,⁷ wie über ANFA-Positionen eine monetäre staatliche Zwischenfinanzierung, das Überleben insolventer Banken und eine Kapitalflucht ermöglicht wurden. Aufgrund einer ausstehenden letzten Tranche über 1,8 Milliarden Euro des zweiten Hilfsprogramms, 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

⁷ Für weitere Beispiele vgl. Dirk Meyer, Euro-Geldschöpfung durch die Mitgliedstaaten – Gefahren aus nationalem Zusatzgeld, in: ifo-Schnelldienst, 69. Jahrgang, Heft 6, 2016, Seiten 30–40.

Regierungswechsel wurde die Finanznot Griechenlands zusehends größer. Als Griechenland Anfang Juli eine Kreditrate in Höhe von 1,6 Milliarden Euro des IWF nicht bediente, erklärte die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) das Land für zahlungsunfähig. 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.

Griechenland stand vor zwei Problemen: Erstens 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. Diese wurden bis dato zur Refinanzierung an die Notenbank weitergereicht – eine Art monetärer Notkreislauf zur griechischen Staatsfinanzierung. Diese quasi-monetäre Staatsfinanzierung über kurzlaufende ELA-Notkredite war danach nicht mehr ohne weiteres möglich. Zweitens kam es durch den Bank-Run auf Raten wegen des drohenden Euro-Austritts im Finanzsektor zu erheblichen Mittelabflüssen. Von November 2014 bis Juni 2015 flossen etwa 40 Milliarden Euro von den Banken ab; dies entsprach rund 20 Prozent 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 Milliarden Euro als Sicherheiten für ihre Refinanzierungen eingesetzt wurden, entfielen auch staatlich garantierte Bankanleihen in Höhe von 38 Milliarden Euro als Pfänder. Dies erklärt den Anstieg der ELA-Hilfen von 60 Milliarden Euro (Februar 2015) auf 90,5 Milliarden Euro (Juli 2015), die eine wesentliche ANFA-Position darstellen. Gleichzeitig musste die griechische Notenbank die Sicherheitsabschläge nach Vorgabe der EZB von 30 auf 45 Prozent des Nominalwertes der Pfänder erhöhen.

Das Problem der Genehmigung der ELA-Notkredite lag in der infrage stehenden Voraussetzung von „solventen Finanzinstituten“ und „vorübergehenden Liquiditätsproblemen“. 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“. Als Eigenkapital wurden jedoch auch Steuerforderungen (Steuerzugschriften für Verlustvorträge) gegenüber dem griechischen Staat als Eigenkapital gewertet. Man nutzte eine Ausnahmeregelung von Basel III, die dies für eine Übergangszeit zuließ. 13 Milliarden Euro, entsprechend etwa 25 Prozent des Eigenkapitals, hätten demnach keine Werthaltigkeit mehr gehabt, wäre der Staat zahlungsunfähig geworden. Zudem waren 40 Prozent aller Kredite notleidend.

Schlussfolgerungen

Im Ergebnis ist die Währungsunion eine Geldannahmegemeinschaft, aber keine vollständige Emissionsgemeinschaft. Die mit dem ANFA-Abkommen eröffnete national-autonome Geldschöpfung erzeugt nationales Zusatzgeld weitgehend unabhängig von der EZB. Die Eurostaaten nutzen diese Möglichkeit in ganz unterschiedlichem Ausmaß. Insbesondere in den Krisenstaaten finanzieren die nationalen Notenbanken einen notleidenden Bankensektor sowie einen an liquiden Mitteln knappen Staat mit einer Euro-Geldschöpfung auf eigene Rechnung bei fragwürdigen Sicherheiten. Dies wird dann gefährlich, wenn mangelndes Gemeinschaftsdenken oder die fiskalisch-ökonomische Heterogenität der Mitgliedstaaten nationalen Interessen Vorrang einräumen: die Substitution einer marktlich-fiskalischen Staatsfinanzierung durch eine fiskalisch-unterstützte sowie eine rein monetäre (Zwischen-)Finanzierung des Staatshaushalts; die Rettung überschuldeter Banken sowie die Finanzierung einer Kapitalflucht oder eines Bank-runs; die Erzielung nationaler Seigniorage. Abgesehen von Fehlanreizen für eine solide Haushaltsfinanzierung kommen die Staaten durch die entstehenden Notenbankgewinne nicht nur in den Genuss dieser ordnungs- und geldpolitisch fragwürdigen Maßnahmen. Im Falle eines Staatsbankrotts fallen die Lasten den verbleibenden Staaten des Eurosystems anteilig zu.

Lässt man die Möglichkeit einer politischen Union mit fiskalischer Zentralisierung in Verbindung mit erheblichen regionalen Umverteilungen als derzeit eher unrealistische Alternative außer Acht, so bedarf es strenger, mit Sanktionen belegter Verhaltensregeln, die eine Verletzung monetärer Ordnungsinterdependenzen durch eine Aushöhlung des Zentralbankgeldschaffungsmonopols unmöglich machen. Die Geldannahmegemeinschaft muss wieder zu einer vollständigen Emissionsgemeinschaft werden, indem die Geldemission ausschließlich zentral durch das ESZB durchgeführt und kontrolliert wird. ■