

Meyer, Dirk

Article — Published Version

ANFA - nationale Geldschöpfung als Sprengsatz für die Währungsunion?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Meyer, Dirk (2016) : ANFA - nationale Geldschöpfung als Sprengsatz für die Währungsunion?, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 96, Iss. 6, pp. 413-421,
<https://doi.org/10.1007/s10273-016-1991-3>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/180773>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Dirk Meyer*

ANFA – nationale Geldschöpfung als Sprengsatz für die Währungsunion?

Die Unterscheidung zwischen gemeinsamen durch die EZB verantworteten geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems und eigenen, nicht-geldpolitischen Operationen der nationalen Notenbanken der Euro-Mitgliedstaaten stellt eine Besonderheit der Europäischen Währungsunion dar. Das jetzt veröffentlichte ANFA (Agreement on Net Financial Assets)-Geheimprotokoll hat die bislang nur wenig beachtete Möglichkeit nationaler Notenbanken zur Geldschöpfung in das öffentliche Interesse gebracht. Der Beitrag zeigt das unterschiedliche Ausmaß der Inanspruchnahme dieser Regelung durch die Mitgliedstaaten auf.

Das sogenannte ANFA-Geheimprotokoll¹ ist eine vertragliche Vereinbarung² über Netto-Finanzanlagen zwischen den 19 nationalen Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (EZB). Es enthält Regeln und Obergrenzen von Wertpapierbeständen, die die nationalen Zentralbanken eigenständig erwerben können. Die Rechtsgrundlage dieser Eigenanlagen steht in Art. 14.4 EZB-Satzung. Zu den hier genannten „anderen Aufgaben“, die die nationalen Zentralbanken 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 nationalen Zentralbanken für ihre Mitarbeiter, der Gegenposition zum Grundkapital und zu Rücklagen stehen sowie „allgemeinen Anlagezwecken“ dienen.³ Darüber hinaus fallen auch Einlagen öffentlicher

Haushalte und internationaler Institutionen hierunter. Durch die Bereitstellung von Zentralbankgeld nimmt die jeweilige nationale Zentralbank eine Geldschöpfung auf eigene Rechnung vor. Die EZB rechtfertigt ANFA mit dem Subsidiaritätsprinzip, nach dem die nationalen Zentralbanken weiterhin alle nicht der einheitlichen Geldpolitik dienenden, sondern nationale Aufgaben erfüllenden Transaktionen selbständig ausführen können.

Die Bilanzsumme des Eurosystems unterliegt 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 nationalen Zentralbanken Informationen über das Anlageportfolio zur Verfügung gestellt werden. Bei Verstößen gegen Ziele und Aufgaben des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) muss er intervenieren. Zusätzlich wurden 2014 Leitlinien für Inlandsgeschäfte der nationalen Zentralbanken herausgegeben, die eine regelkonforme Handhabung der einzelnen Transaktionen sicherstellen sol-

* 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 beiden herzlich.

1 Vgl. hierzu Europäische Zentralbank: Agreement of 19 November 2014 on net financial assets (ANFA-Abkommen), http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_anfa_agreement_19nov2014_f_sign.pdf?208a41defab3909e542d83d497da43d2 (8.2.2016) sowie die Erläuterungen der Europäischen Zentralbank. 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.

2 Den Vertrag haben alle nationalen Notenbanken der Euro-Mitgliedstaaten geschlossen. Der Vertrag nach deutschem Recht liegt nur in englischer Sprache vor und wird alle fünf Jahre, das nächste Mal also 2019, überarbeitet (Art. 7 und 8 ANFA-Abkommen). Das erste ANFA-Abkommen wurde 2003 geschlossen.

3 Insofern käme als Rechtsgrundlage ebenfalls Art. 24 EZB-Satzung infrage, der „Geschäfte für ihren eigenen Betrieb und für ihre Bediensteten“ erlaubt. Vgl. Protokoll (Nr. 4) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (EZB-Satzung).

Prof. Dr. Dirk Meyer hat den Lehrstuhl Ordnungsökonomik am Institut für Volkswirtschaftslehre der Helmut-Schmidt-Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg, inne.

len.⁴ Allerdings werden die ANFA-Geschäfte als Transaktionen der nationalen Zentralbanken auf eigene Rechnung vorgenommen. Eine Eingriffsmöglichkeit der EZB besteht somit nur ex post, was diese Kontrolle im Einzelfall zu einer Pro-forma-Aufsicht mit fragwürdiger Wirkung werden lässt. Zudem besteht 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, die belgische und die finnische Notenbank, die detaillierte Informationen zu ihren nicht zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Portfolios bereitstellen.⁵

Die jährlich neu festgelegten ANFA-Obergrenzen sollen für die einzelnen nationalen Zentralbanken nach den Kapitalanteilen an der EZB bestimmt werden.⁶ In der Praxis scheinen allerdings Abweichungen und Ausnahmeregelungen (waiver clause) der Regelfall zu sein. So gibt es drei Arten von Ausnahmeregelungen (Art. 3 ANFA-Abkommen):

- Anlagespezifische Ausnahmeregelungen schützen bestimmte Anlagebestände, welche die nationalen Zentralbanken aufgrund vertraglicher Beschränkungen oder sonstiger Einschränkungen nicht ohne weiteres veräußern können. Als Beispiel werden Goldbestände einer Zentralbank genannt, die im Zusammenhang mit der Vereinbarung der Zentralbanken über Goldbestände stehen (Anhang IV).
- Gemäß Anhang III des ANFA-Abkommens bestehen historische Ausnahmeregelungen. Diese stellen unabhängig vom Kapitalanteil eines Mitgliedstaates sicher, dass keine Absenkung unter die Höhe der Netto-Finanzanlagen

4 Vgl. die Leitlinien der Europäischen Zentralbank vom 20. Februar 2014 über Inlandsgeschäfte zur Verwaltung von Aktiva und Passiva durch die nationalen Zentralbanken (EZB/2014/9) (2014/304/EU). Beispielsweise sind hier Informations- und Zustimmungspflichten für spezielle Wertpapiergeschäfte vorgesehen.

5 In den Bilanzen der nationalen Zentralbanken 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. Zu den Abweichungen der nationalen Zentralbanken von der Mustergliederung vgl. auch D. Hoffmann: Die EZB in der Krise, Dissertation, Berlin 2015, S. 192. Die ANFA-Netto-Finanzanlagen errechnen sich nach der Definition der Europäischen Zentralbank – 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. Vgl. auch Anhang I des ANFA-Abkommens, in dem die entsprechenden Bilanzpositionen der nationalen Zentralbanken aufgeführt werden, Europäische Zentralbank: Agreement of 19 November 2014 ..., a.a.O.

6 Vgl. Pkt. 3 der Präambel und Art. 5 des ANFA-Abkommens, Europäische Zentralbank: Agreement of 19 November 2014 ..., a.a.O. Gemeint ist der relative Kapitalanteil an der EZB, der als Bezugsgröße das Kapital der Mitgliedstaaten des Eurosystems hat.

erfolgen muss, die „durch ihre historische Ausgangsposition bedingt ist“.⁷

- Eine dynamische Ausnahmeregelung trägt Rechnung, dass die historische Ausnahmeregelung für kleine nationalen Zentralbanken im Zeitverlauf proportional zum Anstieg oder Rückgang der Obergrenze der Netto-Finanzanlagen des Eurosystems angepasst wird.

Es wird immer diejenige Ausnahmeregelung für eine Notenbank wirksam, die ihr die höchst mögliche ANFA-Netto-Finanzanlage gewährt. Bereits die historischen Ausnahmeregelungen können strukturell bedeutende Abweichungen in der Inanspruchnahme von ANFA-Eigengeschäften bezogen auf einen am nationalen Kapitalanteil an der EZB gemessenen Anteil erklären. Anhang III des ANFA-Abkommens spricht jedem Euro-Mitgliedstaat einen fixen Betrag an Netto-Finanzanlagen zu, die für Eigenanlagen genutzt werden können. Die Gesamtsumme für alle 19 Eurostaaten beträgt 397,5 Mrd. Euro. Insbesondere die Ausnahmeregelungen kleinerer Mitgliedstaaten führen zu einem Vielfachen ihrer nationalen EZB-Kapitalschlüssel (vgl. Tabelle 1).

Sollten die ANFA-Netto-Finanzanlagen des Eurosystems, wie ab 2008 geschehen, die Gesamtsumme der Ausnahmeregelung von 397,5 Mrd. Euro übersteigen, können sich diese strukturell angelegten Divergenzen relativieren, aber auch durch weitere nationale Zugriffe verstärken. Schließlich lässt Art. 5 Abs. 3/4 des ANFA-Abkommens temporäre Überschreitungen der nationalen Obergrenzen zu. Als Beispiel werden unter anderem ELA-Notkredite (Emergency Liquidity Assistance) sowie Anforderungen des IWF genannt. Unabhängig von den Ausnahmeregelungen gilt: Nutzt eine nationale Zentralbank 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.⁸ Diese Regelung bietet die Grundlage für weitere Divergenzen.

Umfang der ANFA-Brutto- und -Netto-Finanzanlagen

Bei der Diskussion um ANFA ist es zunächst wesentlich, ob eine Abgrenzung gemäß den Brutto- oder den Netto-

7 Vgl. Art. 3 Abs. 2 des ANFA-Abkommens, Europäische Zentralbank: Agreement of 19 November 2014 ..., a.a.O.

8 Vgl. Pkt. 3 der Präambel sowie Art. 2 Abs. 2 und Art. 4 des ANFA-Abkommens, Europäische Zentralbank: Agreement of 19 November 2014 ..., a.a.O. Die Verteilung der unausgenutzten ANFA-Beträge erfolgt im Rahmen einer sogenannten Kalibrierung im vierten Quartal eines Jahres. Der genaue Mechanismus wird in Anhang II des Abkommens beschrieben. Vgl. auch Deutsche Bundesbank: Zur Bedeutung und Wirkung des Agreement on Net Financial Assets (ANFA) für die Implementierung der Geldpolitik, in: Monatsbericht März 2016, 68. Jg. (2016), H. 3, S. 93 f.

Tabelle 1

Kapitalanteil an der EZB und historische ANFA-Ausnahmeregel (Anhang III)

Euro-Mitgliedstaaten	Kapitalschlüssel EZB (%)	relativer ¹ Kapitalschlüssel EZB (%)	historische Ausnahmeregelung (Mrd. Euro)	historische Ausnahmeregelung (%)	Differenz relativer Kapitalschlüssel und historische Ausnahmeregelung	prozentuale Differenz ²
Belgien	2,48	3,52	15,42	3,88	0,36	10,19
Deutschland	18,00	25,57	71,79	18,06	-7,50	-29,35
Estland	0,19	0,27	1,31	0,33	0,06	20,43
Irland	1,16	1,65	4,63	1,16	-0,49	-29,43
Griechenland	2,03	2,89	21,82	5,49	2,60	90,08
Spanien	8,84	12,56	50,23	12,64	0,08	0,62
Frankreich	14,18	20,14	62,99	15,85	-4,30	-21,32
Italien	12,31	17,49	69,93	17,59	0,10	0,60
Zypern	0,15	0,21	4,14	1,04	0,83	384,84
Lettland	0,28	0,40	3,69	0,93	0,53	131,47
Litauen	0,41	0,59	5,86	1,47	0,89	151,00
Luxemburg	0,20	0,29	4,61	1,16	0,87	302,19
Malta	0,06	0,09	2,53	0,64	0,54	591,47
Niederlande	4,00	5,69	18,41	4,63	-1,06	-18,56
Österreich	1,96	2,79	15,33	3,86	1,07	38,29
Portugal	1,74	2,48	14,07	3,54	1,06	42,92
Slowenien	0,35	0,49	4,86	1,22	0,73	149,12
Slowakei	0,77	1,10	16,95	4,27	3,17	288,69
Finnland	1,26	1,78	8,90	2,24	0,45	25,46
Summe	70,39	100,00	397,46	100,00	0	

¹ Kapitalschlüssel der Unterzeichner des ANFA-Abkommens (Mitglieder des Eurosystems). ² Bezogen auf den relativen Kapitalschlüssel der EZB.

Quellen: ANFA-Abkommen (Anhang III) und <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.de.html>; eigene Berechnungen.

Finanzanlagen auf eigene Rechnung vorliegt. Die EZB verwendet die ANFA-Netto-Finanzanlagen in ihrer Argumentation (Netto-Konzept),⁹ Sie rechtfertigt das Netto-Konzept 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.¹⁰ Wesentlich in ihrer Argumentation ist die Beachtung einer vorgegebenen Höhe eines Liquiditätsdefizits/-überschusses, um eine wirksame geldpolitische Steuerung vornehmen zu können.¹¹ Dabei ergibt sich ein Liquiditätsdefizit aus der Differenz des Banknotenumlaufes sowie den Mindestreserveanforderungen (Liquiditätsbedarf) und den regulären geldpolitischen Maßnahmen zuzüglich den ANFA-Netto-Finanzanlagen (Liquiditäts-

tätsangebot). Um den geldpolitischen Steuerungsspielraum 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. Nur so ließe sich der Zielwert des angestrebten Liquiditätsdefizits problemlos gewährleisten.¹² Alternativ könnte die EZB zwar durch eine Erhöhung der Mindestreservesätze und durch die Ausgabe von Zentralbankschuldverschreibungen für ein Liquiditätsdefizit sorgen. Allerdings erhöhen diese Maßnahmen die Kosten der gemeinsamen Geldpolitik, während die überhöhten ANFA-Eigenanlagen mit national-privatisierten Erträgen einhergehen.¹³ Entsprechend dem Netto-Konzept stiegen die ANFA-Netto-Finanzanlagen von vor Beginn der Finanzmarktkrise 2005 bis Ende 2011 von 314,8 Mrd. Euro auf 599,8 Mrd. Euro und beliefen sich 2014 auf 535,5 Mrd. Euro (vgl. Abbildung 1). Nach neuesten Angaben der EZB

9 Das Nettokonzept umfasst die ANFA-Aktiva (Positionen 1 bis 4, 5, 6, 7 (bis 2007), 7,2 (ab 2008) 8 und 9) abzüglich der ANFA-Passiva (Positionen 2.5 sowie 3 bis 12) der konsolidierten Bilanz des Eurosystems.

10 Zur Begründung vgl. Europäische Zentralbank: Was bedeutet ANFA?, 2015, http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa_qa.de.html (8.2.2016).

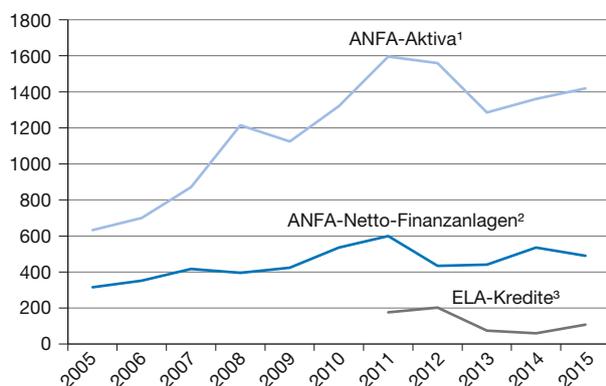
11 „Die Liquiditätsknappheit gegenüber dem Eurosystem – auch ‚Liquiditätsdefizit‘ genannt – bildete die Grundlage für die Umsetzung der Geldpolitik. ANFA sicherte den Fortbestand dieses Liquiditätsdefizits.“ Vgl. Europäische Zentralbank: Was bedeutet ANFA?, a.a.O. Über das Liquiditätsdefizit hat die Zentralbank die Kontrolle über den kurzfristigen Zins, da der Geschäftsbankensektor zur Refinanzierung über die Notenbank gezwungen wird. Vgl. auch Deutsche Bundesbank: Zur Bedeutung und Wirkung ..., a.a.O., S. 91 ff.

12 Genau zu diesem Zweck sei das ANFA-Abkommen beschlossen worden. Zugleich verweist die EZB auf die Möglichkeit, den Banken aufgrund der Finanzkrise mehr Liquidität bereitstellen zu wollen. Für diesen Fall würde die ANFA-Obergrenze der Begrenzung eines Liquiditätsüberschusses Sorge tragen, der von der EZB hinsichtlich ihrer geldpolitischen Ziele als Zielpunkt gesetzt wurde. Vgl. Europäische Zentralbank: Was bedeutet ANFA?, a.a.O.

13 Vgl. Deutsche Bundesbank: Zur Bedeutung und Wirkung ..., a.a.O., S. 92.

Abbildung 1
Nationales Zusatzgeld der nationalen Zentralbanken des Euroraumes

in Mrd. Euro



¹ ANFA-Aktiva: Positionen 1 bis 4, 5.6, 6, 7 (bis 2007), 7.2 (ab 2008), 8 und 9 der konsolidierten Bilanz des Eurosystems. ² ANFA-Netto-Finanzanlagen: Positionen 1 bis 4, 5.6, 6, 7 (bis 2007), 7.2 (ab 2008), 8 und 9 (ANFA-Aktiva) abzüglich der Positionen 2.5 sowie 3 bis 12 (ANFA-Passiva) der konsolidierten Bilanz des Eurosystems. ³ ELA-Kredite: ANFA-Aktiva Position 6.

Quelle: EZB-Jahresberichte (jeweils aktuellste Zahlen), eigene Berechnungen.

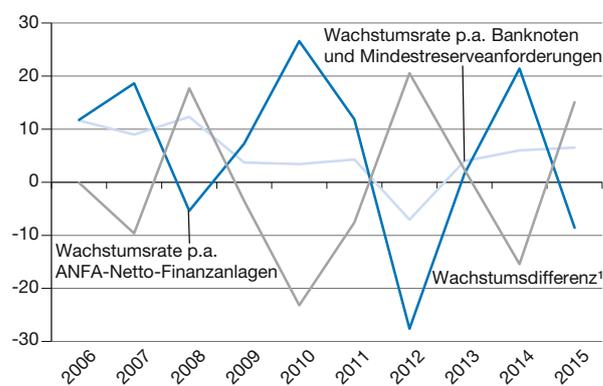
lag das gesamte ANFA-Netto-Volumen Ende 2015 bei 489,7 Mrd. Euro.¹⁴ Dabei hielt sich die EZB gemäß eigenen Aussagen an ihre selbst gestellten Vorgaben: Seit Einführung der Euro-Banknoten 2002 sind die ANFA-Netto-Finanzanlagen jährlich um durchschnittlich 5% gestiegen, während der mit den Banknoten und den Mindestreserveanforderungen verknüpfte Liquiditätsbedarf um 7% gewachsen ist.¹⁵ Die EZB interpretiert dies als einen Hinweis auf einen im Durchschnitt jährlich gestiegenen geldpolitischen Steuerungsspielraum.

Ob die mit diesem Ausweis über einen globalen Zeitraum von 13 Jahren zum Ausdruck gebrachte geldpolitische Steuerungsfähigkeit tatsächlich vorlag, ist jedoch bei näherer Analyse infrage zu stellen. Zieht man die jährlichen Steigerungsraten der Jahre 2006 bis 2015 heran, so entsteht ein differenziertes Bild (vgl. Abbildung 2). Zunächst fällt die große Schwankungsbreite des Spielraums für die geldpolitische Steuerung auf. Die Wachstumsdifferenz als Indikator reicht von 20,5 Prozentpunkten (2012) bis minus 23,2 Prozentpunkten (2010). Geht man von der Arbeitsprämisse eines an den Liquiditätsbedarf gekoppelten und in Relation hierzu konstanten Liquiditätsdefizits aus, so entsteht in

14 Vgl. Europäische Zentralbank: Konsolidierte Bilanz des Eurosystems zum 31. Dezember 2015, Frankfurt a.M. 2016. Die EZB nannte im Dezember 2015 den Betrag von 575 Mrd. Euro; vgl. P. Plickert: Bundesbank: Aus „Anfa“ kein Geheimnis machen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10.12.2015, S. 23. Zu den weiteren Jahresangaben siehe zusätzlich entsprechende Jahresabschlüsse des Eurosystems.
15 Vgl. Europäische Zentralbank: Was bedeutet ANFA?, a.a.O.

Abbildung 2
Banknoten und Mindestreserveanforderungen versus ANFA-Netto-Finanzanlagen

in %, Prozentpunkte



¹ Wachstumsrate der Banknoten plus Mindestreserveanforderungen (Liquiditätsbedarf) abzüglich der Wachstumsrate der ANFA-Netto-Finanzanlagen als Indikator für den Spielraum der geldpolitischen Steuerung.

Quelle: http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa_qa.de.html.

dem hier gewählten zehnjährigen Betrachtungszeitraum in nur vier Jahren tatsächlich ein erweiterter Spielraum für die geldpolitische Steuerung, in fünf Jahren hingegen eine Einschränkung. Lediglich für 2006 würde die Prämisse einem konstanten geldpolitischen Spielraum entsprechen. Ob und in welcher Größenordnung das von der EZB als Zielvorgabe geplante Liquiditätsdefizit jedoch geändert wurde und die getroffene Ceteris-paribus-Annahme damit hinfällig ist, kann aufgrund der Intransparenz nicht nachvollzogen werden.¹⁶ Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Banknoten und der Mindestreserveanforderungen lag von 2006 bis 2015 bei lediglich 5,3%, die Steigerungsrate der ANFA-Netto-Finanzanlagen mit 4,5% nur knapp darunter.¹⁷ Damit ergibt sich über den betrachteten Zeitraum ein jährlich im Durchschnitt deutlich geringerer Anstieg des geldpolitischen Steuerungsspielraumes, als ihn die EZB feststellt. Sodann fällt eine von Jahr zu Jahr starke Schwankung des Indikators auf. Sie beruht hauptsächlich auf einer starken Volatilität der ANFA-Netto-Finanzanlagen.¹⁸ Leider lässt die Datenbasis auch hier keine eindeutige Interpretation und

16 Beispielsweise könnte ein gesunkenes Liquiditätsdefizit/gestiegener Liquiditätsüberschuss als Zielgröße eine höhere Wachstumsrate der ANFA-Netto-Finanzanlagen gegenüber der von Banknoten und Mindestreserveanforderungen rechtfertigen, ohne dass der geldpolitische Spielraum für die regulären Instrumente eingeschränkt wäre. Dies gibt ein Beispiel dafür, dass die Intransparenz der EZB zu einem Glaubwürdigkeitsproblem führen kann.
17 Der Durchschnitt wurde entsprechend für Wachstumsraten als geometrisches Mittel errechnet.
18 Einen Sprung gab es zudem bei den Mindestreserveanforderungen. Der Mindestreservesatz wurde 2012 von 2% auf 1% gesenkt, sodass die Anforderungen um gut 100 Mrd. Euro sanken.

Wertung zu. Zum einen kann eine unstete Zielvorgabe des Liquiditätsdefizits die Schwankungsintensität bewirkt haben. Zum anderen könnte das Ausmaß der regulären Geldpolitik geschwankt haben, da sich die ANFA-Obergrenze als dann ebenfalls schwankende Restgröße ergeben hätte. Schließlich kann bei relativ konstanter Zielvorgabe eine geplante oder ungeplante nationale Zentralbankgeldschöpfung den schwankenden geldpolitischen Spielraum verursacht haben. Letzteres wäre insbesondere problematisch.

Schließlich wäre in den Jahren der Finanzmarkt- und Bankenkrise ein negativer Indikatorwert infolge eines angestrebten Liquiditätsüberschusses durchaus erklärbar, da hier das Liquiditätsangebot stärker steigen müsste als der -bedarf. Aufgrund der bisherigen Intransparenz können auch hierzu keine nachprüfbaren Aussagen gemacht werden.

Demgegenüber gibt das Brutto-Konzept¹⁹ Aufschluss über die tatsächlichen national-autonomen Wertpapier-Ankaufaktivitäten der nationalen Zentralbanken und das in diesem Zusammenhang originär erzeugte Angebot an Liquidität. Da hiermit im Regelfall Zinserträge verbunden sind, gibt ihr Umfang zugleich Hinweise auf die national-internalisierte Seigniorage. Darüber hinaus wird über diesen Ansatz die Art der Wertpapierkäufe, beispielsweise der Umfang angekaufter Staatsanleihen, problematisierbar. Entsprechend diesem Konzept sind in dem betrachteten Zeitraum zwischen 2005 und 2011 die Wertpapierbestände im Eigenportfolio (ANFA-Aktiva) der nationalen Zentralbanken des Euroraumes von 632,6 Mrd. Euro auf 1595,9 Mrd. Euro angestiegen. Ende 2015 betragen sie 1419,0 Mrd. Euro, was unter anderem auf die gesunkenen Notfallliquiditätshilfen (ELA) zurückzuführen ist (vgl. Abbildung 1).

Um die Bedeutung der national-autonom geschaffenen Liquidität zu beurteilen, werden die ANFA-Anlagen auf die Bilanzsumme des Eurosystems bezogen. Der Anteil der national-autonom geschaffenen Liquidität (Netto-ANFA) an der Bilanzsumme sank zwischen 2005 und 2008 zunächst von 30,3% auf 19,0%. Der Wert stieg dann wieder bis auf 26,8% (2010) und sank schließlich 2015 auf 17,6%. Entsprechend dem Brutto-Konzept betrug die national-autonom geschaffene Liquidität (Brutto-ANFA-Aktiva) an der Bilanzsumme 60,9% (2005), stieg auf 66,0% (2010) und belief sich 2014 auf 61,6%. Aktuell beträgt der Anteil 51,0%.²⁰ 41% (2015) des gesamten Liquiditätsbedarfs werden durch die NZBen bereitgestellt. Die Kennzahlen spiegeln die Krise des Eurosystems allerdings nur bedingt wider, da die Bilanzsumme entsprechend den Liquiditätserfordernissen ausgeweitet bzw. angepasst wurde.

19 Das Brutto-Konzept umfasst die ANFA-Aktiva (Positionen 1 bis 4, 5.6, 6, 7 (bis 2007), 7.2 (ab 2008), 8 und 9) der konsolidierten Eurosystem-Bilanz.

20 Eigene Berechnungen aufgrund der konsolidierten Eurosystem-Bilanzen.

Eine spezielle ANFA-Position stellt die Notfallliquiditätshilfe (ELA) dar.²¹ Sie ist eine Kredithilfe nationaler Zentralbanken auf eigene Rechnung zur Stützung heimischer Finanzinstitute, die sich am Interbankenmarkt oder bei der EZB nicht mehr refinanzieren können. Voraussetzung für diese außerordentliche Hilfe ist die Solvenz des Geldinstitutes, das lediglich vorübergehend Liquiditätsprobleme hat. Gegenüber der herkömmlichen Refinanzierung über den Markt oder die EZB wird der Zugang durch einen ermäßigten Zinssatz und niedrigere Sicherheitsanforderungen erleichtert. Da die ELA-Notfallliquidität kurzfristig und krisenbedingt bereitgestellt wird, sind die Bestände zum 31.12. eines jeden Jahres nur bedingt aussagefähig. Ende 2014 wies das Eurosystem einen Umfang von 59,9 Mrd. Euro aus, wobei die Banque de France mit 44,1 Mrd. Euro die größte Position hielt.²² Demgegenüber lagen die Nothilfen für Griechenland, Irland, Portugal und Spanien zwischen Null und 0,4 Mrd. Euro. Den bisherigen Höhepunkt markiert Ende 2012 mit 202,8 Mrd. Euro. Bezogen auf die regulären Refinanzierungsgeschäfte in Höhe von 1126,0 Mrd. Euro hatten die ELA-Nothilfen in diesem Krisenjahr einen Anteil von 18,0%.²³

Große Unterschiede bei nationalen Zentralbanken

Die Zuteilung der ANFA-Obergrenze an die einzelnen nationalen Zentralbanken soll sich an ihren Kapitalanteilen an der EZB orientieren. Die Praxis ergibt jedoch ein anderes Bild. So hatte die Bundesbank 2014 Wertpapiere im Umfang von lediglich 12,5 Mrd. Euro in ihrem nicht-geldpolitischen Wertpapier-Portfolio, entsprechend 1,6% ihrer Bilanzsumme.²⁴ Das Eigenportfolio ist in festverzinslichen gedeckten Euro-Schuldverschreibungen, überwiegend in deutschen Pfandbriefen, angelegt. Staatstitel sind demnach nicht unter den Wertpapieren. Demgegenüber hatte die Banca d'Italia in den entsprechenden Bilanzpositionen 82,2 Mrd. Euro

21 Vgl. hierzu ausführlich D. Meyer: Euro-Geldschöpfung durch die Mitgliedstaaten – Gefahren aus nationalem Zusatzgeld, in: ifo Schnellendienst, 69. Jg. (2016), H. 6, S. 32 f.

22 Vgl. die Position 6 der konsolidierten Bilanz des Eurosystems, Europäische Zentralbank sowie die Jahresabschlüsse der jeweiligen nationalen Zentralbanken, Europäische Zentralbank: Konsolidierte Bilanz des Eurosystems zum 31. Dezember 2014, Frankfurt a.M. 2015. Ende 2015 lagen die ELA-Kredite des Eurosystems bei 107,9 Mrd. Euro.

23 Vgl. die Positionen 5 und 6 der konsolidierten Bilanz des Eurosystems, Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2012, Frankfurt a.M. 2013.

24 Vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2014, Frankfurt a.M. 2015, S. 88. Zum Jahresende 2015 gibt die Deutsche Bundesbank einen Netto-ANFA-Bestand von minus 50 Mrd. Euro an, der vornehmlich durch Einlagen öffentlicher Haushalte sowie sonstiger Finanzintermediäre im Euroraum entstanden sei. Während im Zeitraum 2002 bis 2010 ein relativ stabiler Netto-ANFA-Bestand von ca. 46 Mrd. Euro vorlag, sank dieser in den Krisenjahren 2011 bis 2015 auf durchschnittlich minus 17 Mrd. Euro. Vgl. Deutsche Bundesbank: Zur Bedeutung und Wirkung ..., a.a.O., S. 94.

(15,5%) stehen.²⁵ Hiervon ließen sich lediglich 30 Mrd. Euro durch Pensionsrückstellungen und Eigenkapital erklären. Die Banque de France hielt 79,5 Mrd. Euro (13,8%) in entsprechenden Positionen, ohne dass sich Aussagen über die Art der Anlagen machen lassen. Hohe Bestände an Eigenanlagen gibt es auch in Griechenland, Spanien, Portugal und Irland (vgl. Tabelle 2). Im Zeitraum 2010 bis 2012 lagen bei den Notenbanken in Italien, Griechenland, Portugal, Spanien, den Niederlanden sowie Belgien die Anteile von Staatsschuldpapieren in den entsprechenden Bilanzpositionen zwischen 70% und 97%.²⁶

Die umfänglichsten ANFA-Netto-Finanzanlagen führten 2014 die nationalen Notenbanken von Italien, Frankreich und Spanien (vgl. Tabelle 2).²⁷ Eine Kennziffer zur Erfassung einer ungleichgewichtigen Inanspruchnahme der ANFA-Eigengeschäfte durch die nationalen Zentralbanken bietet das prozentuale Verhältnis ihrer ANFA-Netto-Finanzanlagen zum jeweiligen nationalen Kapitalanteil an der EZB (vgl. Tabelle 2). Dieses beträgt für Irland 376%, für Italien 140%, für Griechenland 136% und für Frankreich 101%. Unterproportional nahmen dies Portugal (87%) und Deutschland (8%) in Anspruch. Die Geldschöpfung verlagert sich zunehmend in diejenigen Länder, in denen die Sicherheitsstandards für Refinanzierungsgeschäfte abgesenkt werden. Es bestehen Parallelen zum Greshamschen Gesetz.²⁸

Intransparenz

Die ANFA-Geschäfte müssen „mit den Zielen und Aufgaben des ESZB vereinbar“ sein (Art. 14.4 EZB-Satzung).

25 Nach anderen Berechnungen führte die italienische Notenbank sogar ca. 125 Mrd. Euro als Eigenanlagen, davon ca. 108 Mrd. Euro in Euro-Staatsanleihen. Vgl. P. Plickert: Bundesbank: Aus „Anfa“ kein Geheimnis machen ..., a.a.O.; und P. Plickert: Heimliches Geld drucken in Rom und Paris, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 7.12.2015, S. 15. Hoffmann ermittelt für Italien einen Anstieg der ANFA-Positionen von ca. 66 Mrd. Euro (2006) auf 112 Mrd. Euro (2012), vgl. D. Hoffmann, a.a.O., S. 190 ff. Nicht unproblematisch ist der im Portfolio enthaltene hohe Anteil an Staatsanleihen von 42 Mrd. Euro bzw. 102 Mrd. Euro. Dies müssen allerdings nicht notwendig Staatstitel des eigenen Landes sein. Denkbar wäre auch, dass Krisenstaaten gegenseitig hochverzinsliche Staatsanleihen erwerben. Vgl. hierzu N. Häring: Warum das heimliche Geld drucken in Rom und Paris wichtig ist, in: Handelsblatt vom 15.12.2015, <http://norberthaering.de/de/27-german/news/514-anfa> (8.1.2016).

26 Vgl. D. Hoffmann, a.a.O., S. 190 ff. Direkter Zugang zu den Anteilen von Staatspapieren ist bei den Jahresabschlüssen in der Regel nicht möglich.

27 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).

28 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. S. Kooths, B. van Roye: Nationale Geldschöpfung zersetzt den Euroraum, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jg. (2012), H. 8, S. 523.

Juristisch gesehen dürften sie damit solange nicht angreifbar sein, wie eine Billigung des EZB-Rates vorliegt und kein Verstoß gegen Art. 123 AEUV besteht. Insbesondere die Unabhängigkeit der EZB und der nationalen Zentralbanken gebieten ein transparentes Geschäftsgebahren. Das ANFA-Zusatzgeld kennzeichnet jedoch Intransparenz. Nicht nur blieben das ANFA-Protokoll und damit die Bedingungen dieser Eigengeschäfte der Öffentlichkeit jahrelang verborgen. Auch müssen die nationalen Zentralbanken keine detaillierte Rechenschaft ablegen. So ist der tatsächliche Umfang der Wertpapierkäufe in den Jahresabschlüssen nicht direkt ersichtlich.²⁹ Zudem sind weder die nationalen Höchstbeträge noch die Anlagen und deren Gegenpositionen hierzu bekannt. Speziell bei den ELA-Nothilfen sind im Regelfall die vom EZB-Rat genehmigten nationalen Obergrenzen, zumeist der tatsächliche Umfang, nicht aber die Konditionen und die eingereichten Sicherheiten öffentlich.³⁰ Die Eigenportfolios werden in den jeweiligen nationalen Jahresabschlüssen lediglich als Sammelpositionen ausgewiesen.

Zwar gelten die International Financial Reporting Standards (IFRS) grundsätzlich auch für die Rechnungslegung im Eurosystem und wurden in zwei Leitlinien zur Rechnungslegung 2010 und 2015 umgesetzt.³¹ Allerdings sind nicht alle Regelungen für die nationalen Jahresabschlüsse bindend. Abweichungen auch hinsichtlich der verpflichtenden Angaben bestehen vor allem bei der Banque de France sowie der Central Bank of Ireland. Hinzu kommt ein Wechsel der Bilanzierungsregeln in den Jahren 2008, 2009, 2010 sowie 2012, der einen Vergleich verschiedener Jahre erschwert. Erst ab 2012 lassen sich einzelne Bilanzpositionen der ELA-Notliquidität (Position 6) sowie den ANFA-Eigengeschäften (vor allem die Positionen 7.2 und 11.3 der nationalen Zentralbanken sowie 7.2 und 9 des konsolidierten Eurosystems) eindeutig zuordnen.³²

Diese Intransparenz untergräbt die Glaubwürdigkeit des ESZB-Systems nicht nur gegenüber der Öffentlichkeit. Sie

29 Die Europäische Zentralbank hat angekündigt, zukünftig die aggregierten ANFA-Netto-Finanzanlagen des Eurosystems zu veröffentlichen. Darüber hinaus wollen die nationalen Zentralbanken jeweils ihre Daten zu den ANFA-Netto-Finanzanlagen offen legen. Vgl. Europäische Zentralbank: EZB erläutert Vereinbarung über Netto-Finanzanlagen (ANFA), <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160205.de.html> (8.2.2016).

30 Siehe hier zumeist die Position 6 der Aktiva in den Jahresabschlüssen.

31 Vgl. die Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 11. November 2010 über die Rechnungslegungsgrundsätze und das Berichtswesen im Europäischen System der Zentralbanken (Neufassung) (EZB/2010/20); sowie die Leitlinie (EU) 2015/1197 der Europäischen Zentralbank vom 2. Juli 2015 zur Änderung der Leitlinie EZB/2010/20 über die Rechnungslegungsgrundsätze und das Berichtswesen im Europäischen System der Zentralbanken (EZB/2015/24). Vgl. auch D. Hoffmann, a.a.O., S. 222 ff.

32 Vgl. auch D. Hoffmann, a.a.O., S. 180, 183, 200 und 235.

Tabelle 2

ANFA-Kennziffern ausgewählter nationaler Zentralbanken

Eigenanlagen (Stand 31.12.2014)

	Kapital- schlüssel EZB (%)	relativer ¹ Kapital- schlüssel EZB (%)	Summe Pos. 7.2/11.3 (Mrd. Euro)	Anteil Pos. 7.2/11.3 an Bilanz- summe (%)	Netto-ANFA ² (Mrd. Euro)	Anteil Netto- ANFA an Bilanz- summe (%)	Anteil an Eurosystem ³ (%)	absolute Differenz ⁴	prozentuale Differenz ⁵
Banque de France	14,18	20,14	79,54	13,80	109,60	19,02	20,39	0,25	1,22
Banca d'Italia	12,31	17,49	82,23	15,50	131,68	24,82	24,50	7,01	40,07
Bank of Greece	2,03	2,89	25,36	24,58	21,17	20,52	3,94	1,05	36,36
Bank of Spain	8,84	12,56	61,77	17,19	78,64	21,89	14,63	2,07	16,49
Bank of Portugal	1,74	2,48	17,96	16,96	11,59	10,95	2,16	-0,32	-12,93
Central Bank of Ireland	1,16	1,65	51,70	63,58	33,34	41,00	6,20	4,55	276,13
Bundesbank	18,00	25,57	12,45	1,62	10,82	1,40	2,01	-23,55	-92,12

¹ Kapitalschlüssel der Unterzeichner des ANFA-Abkommens (Mitglieder des Eurosystems). ² ANFA-Aktiva abzüglich ANFA-Passiva. ³ Anteil Netto-ANFA (nationale Zentralbank) an Netto-ANFA des Eurosystems. ⁴ Differenz aus Anteil Netto-ANFA (nationale Zentralbank) an den Netto-ANFA des Eurosystems (%) und relativem Kapitalschlüssel (%). ⁵ Prozentuale Differenz bezogen auf den relativen Kapitalschlüssel der EZB. Hinweis: Position 11.3 wird bei der EZB mit unter Position 9 geführt.

Quellen: EZB, Jahresberichte der jeweiligen nationalen Zentralbanken sowie der EZB (konsolidiert); Target2-Salden unter <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004859> (1.2.2016), eigene Berechnungen.

kann auch zu Misstrauen der einzelnen nationalen Zentralbanken untereinander führen, da nicht jederzeit sichtbar wird, in welchem Umfang, in welchen Anlagen und für welche Gegenpositionen die jeweilige nationale Zentralbank Wertpapierkäufe auf eigene Rechnung tätigt.

Seigniorage und monetäre Staatsfinanzierung

Jede nationale Zentralbank kann Sondervorteile durch die 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 nationalen Zentralbanken des Eurosystems zu verteilenden monetären Einkünften. Der jeweilige Staatshaushalt wird durch eine entsprechende Gewinnüberweisung alimentiert. Insbesondere bei ANFA-Wertpapierankäufen, die nationale Staatsschuldtitle enthalten, besteht der Eindruck einer monetären Staatsfinanzierung. Diese Ankäufe bewirken 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 Nullzins-Finanzierung. Insbesondere für Krisenstaaten führt dies zu Fehlanreizen hinsichtlich einer Haushaltskonsolidierung. Bei einem Staatskonkurs haftet letztendlich das gesamte ESZB-System anteilig.

Aus nationalem Interesse wird die Geldpolitik zunehmend mit der Fiskalpolitik verschmolzen, ohne dass die EZB

eingreift. So fungierten die ELA-Notkredite im Fall Griechenland (2012; zeitlich eingeschränkt 2014/2015) als monetäre Zwischenfinanzierung, wenngleich die Regeln des Verbots der monetären Staatsfinanzierung nach Art. 123 AEUV formal eingehalten wurden.³³ 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 (2014/2015) 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 nationalen Zentralbanken dieser Staaten mit Unterstützung der EZB wesentlich an sich überschuldete Institute am Leben gehalten. Durch die ELA-Kredite wurden die Kapitalflucht und Barabhebungen Privater finanziert. Im Fall Irland (2013) tolerierte der EZB-Rat eine offensichtliche monetäre Staatsfinanzierung im Umfang von 25 Mrd. Euro durch ein ANFA-Eigengeschäft.³⁴

33 Vgl. die Diskussion Winkler und Meyer zum Lender of Last Resort for Governments durch die EZB, A. Winkler: The ECB as Lender of Last Resort: Banks versus Governments, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Vol. 235/3 (2015), S. 329-338; D. Meyer: Comment on Adalbert Winkler, The ECB as Lender of Last Resort: Banks versus Governments, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Vol. 235/3 (2015), S. 345-347.

34 Vgl. D. Meyer: Euro-Geldschöpfung durch die Mitgliedstaaten ..., a.a.O., S. 34 f.

Folgen für die Krisenstaaten – Gefahren für die EWU

Tendenziell niedrigere Zinsen steigern die Kreditnachfrage seitens des Krisenstaates sowie der dortigen Unternehmen. Die Verwendung des Zusatzgeldes zugunsten der inländischen Nachfrage führt tendenziell zu Lohn- und Preissteigerungen im Krisenstaat. Die Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Ausland sinkt. Für den Fiskus führt der Ankauf von eigenen Staatsanleihen durch die nationale Zentralbank im Rahmen von ANFA zu einer Quasi-Nullzins-Finanzierung, da die Zinserträge dem Staatshaushalt wieder zufließen. Die Einreichung von Staatspapieren als Pfänder für Refinanzierungskredite bei ELA begünstigt den Absatz neuer Staatsschuldenscheine, die sonst keine Käufer gefunden hätten. ANFA-Wertpapierkäufe führen den Krisenstaaten Ressourcen zu, die die inländische Ersparnis substituiert, ein Defizit des Staatshaushaltes ermöglicht sowie inländische Nettoinvestitionen finanziert. Der Bevölkerung des Krisenstaates werden weniger Lasten abverlangt als es marktliche Bedingungen notwendig machen würden.

Durch die Schöpfung nationalen Zusatzgeldes fließen der nationalen Zentralbank Seigniorage-Erträge zu und/oder die Refinanzierung erfolgt zu vergünstigten Konditionen (ELA). Die nationale Geld-/Kreditschöpfung kommt einer quasi-gesamtschuldnerischen Haftung von Eurobonds gleich. Bei einer Staatsinsolvenz haften die Eurostaaten anteilig gemäß ihrem Kapitalschlüssel. Kommt es gar zu einer Auflösung der Eurozone, fällt die EZB bzw. das ESZB als Kontrahent ganz aus.

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 Bail-out für Banken und Staaten missbraucht werden. Einher geht ein hohes Erpressungspotenzial für zukünftige Rettungshilfen.

Handlungsoptionen

Die national-autonome Geldschöpfung erzeugt nationales Zusatzgeld weitgehend unabhängig von der EZB. Im Ergebnis ist die Währungsunion eine Geldannahmegemeinschaft, aber keine vollständige Emissionsgemeinschaft.³⁵

³⁵ Vgl. auch Theurl, die auf ähnliche Strukturelemente historischer Währungsunionen verweist und diese als eine wesentliche Ursache ihres Zusammenbruches wertet, T. Theurl: Die Zukunft des Euro, in: D. Meyer (Hrsg.): Die Zukunft der Währungsunion – Chancen und Risiken des Euros, in: Reihe Wirtschaft aktuell, Bd. 2, Münster 2012, S. 69.

Dies führt dann zu Gefahren, 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 nationaler Seigniorage.

Lässt man die Möglichkeit einer politischen Union mit fiskalischer Zentralisierung in Verbindung mit erheblichen regionalen Umverteilungen als derzeit eher unrealistische Alternative außer Acht,³⁶ so bedarf es strenger, mit Sanktionen belegter Verhaltensregeln, die eine Aushöhlung des Zentralbankmonopols zur Geldschöpfung unmöglich machen.³⁷ Die Geldannahmegemeinschaft muss wieder zu einer vollständigen Emissionsgemeinschaft werden, indem die Geldemission ausschließlich zentral durch das ESZB durchgeführt und kontrolliert wird. Was heißt das für die Möglichkeiten des nationalen Zusatzgeldes? Mit der Ausnahme von ELA-Krediten stehen die ökonomische Notwendigkeit und der übergeordnete Nutzen der ANFA-Eigengeschäfte grundsätzlich infrage. Hierfür spricht auch die Tatsache, dass die Zulässigkeit von nationalen Eigengeschäften vorwiegend historisch begründet wird.³⁸ 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 nationalen Zentralbank (Passivtausch).³⁹ Das Grundkapital der nationalen Zentralbank kann über

³⁶ Vgl. hierzu den aktuellen Vorschlag der Europäischen Kommission: Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden, vorgelegt von J.-C. Juncker in enger Zusammenarbeit mit D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi und M. Schulz, o.O. 2015.

³⁷ Vgl. hierzu auch ausführlich T. Theurl, a.a.O., S. 69 ff., die die Zukunft des Euro anhand von zwölf Lehren aus der Geschichte von Währungsunionen ableitet.

³⁸ Vgl. hierzu ausführlich Deutsche Bundesbank: Zur Bedeutung und Wirkung ..., a.a.O., S. 88-91. So hatte die aggregierte Bilanzsumme des Euroraumes mit Beginn der Währungsunion 1999 einen Umfang von knapp 700 Mrd. Euro. Etwa 525 Mrd. Euro, davon 337 Mrd. Euro Währungsreserven, würden hiervon als nicht geldpolitische Aktiva einzuordnen sein. Vgl. auch die Ausführungen zur historischen ANFA-Ausnahmeregel (Anhang III). Selbst nach Aussage der Deutschen Bundesbank spielen „diese historischen Entstehungsgründe ... heute nur noch eine untergeordnete Rolle, denn in der Folgezeit hat ein Großteil der Notenbanken des Eurosystems auf Basis nationaler Rechtsgrundlagen den Aufbau ihrer nicht geldpolitischen Aktivpositionen – auch für allgemeine Anlage- und Ertragszwecke – betrieben.“ Ebenda, S. 90.

³⁹ Die Verwendung von staatlichen Haushaltsmitteln für die Pensionen würde der Unabhängigkeit der Notenbank widersprechen. Zur Erfüllung ihrer Aufgaben kann die EZB alle erforderlichen Geschäfte vornehmen, speziell auch die den eigenen Betrieb betreffend. Sie besitzt damit Budgethoheit unabhängig von einer parlamentarischen Bewilligung. Vgl. Art. 24 EZB-Satzung, Protokoll (Nr. 4), a.a.O.

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. Auch Einlagen öffentlicher Haushalte sind verzichtbar; sie könnten bei Geschäftsbanken oder der EZB vorgenommen werden. Der Begriff der „allgemeinen Anlagezwecke“⁴⁰ erscheint daher eher als ein Restposten für nicht näher begründbare nationale Geldschöpfungen (Bilanzverlängerung).

Demgegenüber sind ELA-Notkredite als eine spezielle ANFA-Position 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 für Banken.⁴¹ So haben nicht nur die 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. Eine völlige Suspendierung der ELA-Notkredite hätte somit gegebenenfalls hohe volkswirtschaftliche Kosten zur Folge. Um einen Missbrauch hinsichtlich der Stützung insolventer Banken oder einer monetären Zwischenfinanzierung der Staaten entgegenzutreten, 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 gewogen“ werden und für die Genehmigung konkreter ELA-Kredite eine Zweidrittelmehrheit notwendig sein. Begründung: Die dort vorgesehene Stimmengewichtung entspräche dem Haftungsschlüssel bei ausfallenden

Staaten.⁴² 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.

Fazit

Der erhebliche Anteil von ANFA-Wertpapierkäufen von etwa 51% (brutto) bzw. 18% (netto) an der Bilanzsumme des Eurosystems (2015) gefährdet den Grundsatz der Kongruenz von Emissions- und Geldannahmegemeinschaft, der als Stabilitätsvoraussetzung einer Währungsunion gilt. Die Anlagen ermöglichen den nationalen Zentralbanken die Ausgabe von nationalem Zusatzgeld, das unter anderem der monetären (Zwischen-)Finanzierung von Krisenstaaten und/oder der Unterstützung insolventer Banken dient. Es mindert die Anreize für Anpassungen. Die Seigniorage wird national vereinnahmt. Demgegenüber fällt die Haftung bei einer Insolvenz des Krisenstaates den Euro-Mitgliedstaaten anteilig zu. Zudem sind diese Eigengeschäfte weitgehend intransparent. In der Vergangenheit hat der EZB-Rat mehrfach seine Kontrollfunktion nicht wahrgenommen und teilweise wissentlich gegen den AEUV, die EZB-Satzung sowie interne, selbst gesetzte Vorgaben verstoßen. Es besteht die Gefahr, dass die ANFA-Geldschöpfung als Sprengsatz der EWU wirkt. Notwendig wäre deshalb eine klare Eingrenzung der Eigengeschäfte, um die Emissionsgemeinschaft wieder herzustellen.

40 Vgl. Europäische Zentralbank: Was bedeutet ANFA?, a.a.O.

41 Vgl. hierzu A. Winkler, a.a.O., S. 329 f.

42 Die Stimmen der EZB-Direktoren werden mit Null gewichtet.

Title: ANFA – National Money Creation as an Explosive Device for the Currency Union?

Abstract: The so-called ANFA secret protocol brought to the public's attention the previously only little noticed opportunity for national central banks of individual Eurozone members to create money through purchases of securities at their own expense. The ANFA financial assets amount to the significant share of 51% (gross) or rather 18% (net) of the Eurosystem's balance sheet total and 41% of its total liquidity, thereby jeopardising the principle that the communities of the emitting and the moneyaccepting countries should be congruent, which is seen as a stability condition for currency unions. There is a danger that the money creation via ANFA acts as an explosive device for the currency union. It is therefore necessary to clearly limit the own funds portfolio in order to restore the community of money emission.

JEL Classification: E44, E52, E58, E59