

Verdeckte Staatsfinanzierung oder erlaubte Portfoliosteuerung? Das ANFA-Abkommen des Eurosystems

Von Philipp König und Kerstin Bernoth

Neben der Durchführung geldpolitischer Operationen nehmen die nationalen Zentralbanken des Eurosystems eine Reihe von nationalen Aufgaben in eigener Verantwortung wahr. Dazu zählt auch die Verwaltung ihrer Portfolios. Damit dies nicht in Konflikt mit der Durchführung der gemeinsamen Geldpolitik gerät, gibt das „Agreement on Net Financial Assets“ (ANFA) den nationalen Zentralbanken eine Obergrenze für ihre Nettofinanzanlagen (NFA) vor. Ankäufe von Staatsanleihen im Rahmen des ANFA haben in der Öffentlichkeit zu dem Vorwurf geführt, dass dies eine verdeckte Finanzierung fiskalischer Defizite durch die „Druckerpresse“ der nationalen Notenbanken darstelle. Dieser Bericht erläutert zunächst die NFA-Vereinbarung und zeigt auf, in welchem Umfang verschiedene nationale Zentralbanken Wertpapierkäufe im Rahmen des ANFA getätigt haben. Darauf aufbauend wird der Frage nachgegangen, inwiefern der Vorwurf monetärer Staatsfinanzierung gerechtfertigt ist. Auch wenn es Anzeichen dafür gibt, dass einige Nationalbanken in den letzten Jahren die Bestände an Staatsanleihen in ihren Bilanzen ausgeweitet haben, reicht dies nicht aus, um eine verdeckte monetäre Haushaltsfinanzierung zu belegen. Die öffentliche Debatte über das NFA-Abkommen weist allerdings auf ein deutliches Transparenzdefizit des Eurosystems, insbesondere der nationalen Notenbanken, hin. Um das Vertrauen in die europäische Geldpolitik nicht zu gefährden und Transparenz sowie Kommunikation zu verbessern, sollten Informationen über die Bilanzentwicklung der nationalen Zentralbanken detaillierter und regelmäßiger veröffentlicht werden.

Die Ausgestaltung der europäischen Währungsunion erforderte bei ihrer Schaffung, nationale Notenbanken mit voneinander abweichenden nationalen Aufgaben und verschiedenen geldpolitischen Instrumenten zu einem gemeinsamen Zentralbanksystem zusammenzuführen. Dabei entschied man sich für eine dezentrale Lösung, bei der die Notenbanken der Euro-Mitgliedsstaaten im sogenannten Eurosystem zusammengeschlossen wurden.¹ Geldpolitische Beschlüsse werden seitdem einheitlich und für alle Mitgliedsländer verbindlich durch den Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) gefasst, in dem die Präsidenten der nationalen Notenbanken vertreten sind. Die Durchführung der gemeinsamen Geldpolitik, zum Beispiel die Vergabe von Krediten an Geschäftsbanken, geschieht jedoch dezentral durch die jeweiligen nationalen Notenbanken.

Zum Zeitpunkt der Schaffung der gemeinsamen Währung wäre es politisch wohl kaum durchsetzbar gewesen, die Notenbanken der einzelnen Länder in einer gemeinsamen Zentralbank aufgehen zu lassen. Ferner erschien es sinnvoll, den Geschäftsbanken im Euroraum nationale Ansprechpartner in Form der nationalen Notenbanken mit entsprechender Expertise zuzuweisen, anstatt eine zentrale Behörde mit der Abwicklung geldpolitischer Geschäfte zu betrauen. Außerdem übten die nationalen Notenbanken neben ihren geldpolitischen Funktionen auch andere Aufgaben aus, wie zum Beispiel die Bankenaufsicht, die durch die Schaffung einer gemeinsamen Währung nicht automatisch entfielen.²

Die Statuten des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und der EZB sehen die eigenständige Wahr-

¹ Im Report der Delors-Gruppe, sowie in den Protokollen des Committee of Governors und in den Stellungnahmen unterschiedlicher Beteiligter ist dabei häufig von einer „föderalen“ beziehungsweise „föderativen“ Struktur die Rede, siehe unter anderem van den Berg, C. (2004): The Making of the Statute of the European System of Central Banks. Dissertationsschrift, Universität Amsterdam, 321. Jedoch erscheint der Begriff „dezentral“ in diesem Zusammenhang passender, siehe Hahn, H., Härde, U. (2010): Währungsrecht. München.

² Siehe dazu Scheller, H. (2004): The European Central Bank – History, Role and Functions. Europäische Zentralbank, Frankfurt a. M.

nehmung nationaler Aufgaben durch die nationalen Zentralbanken weiterhin ausdrücklich vor, solange dies nicht mit der Geldpolitik der Gemeinschaft in Konflikt gerät. Um zu gewährleisten, dass insbesondere das Portfoliomanagement nationaler Zentralbanken mit der Durchführung der gemeinsamen Geldpolitik vereinbar ist, besteht zwischen den nationalen Zentralbanken und der EZB eine Vereinbarung, die die Nettofinanzanlagen in den Bilanzen nationaler Notenbanken beschränkt – das ANFA. Das Abkommen gibt eine Obergrenze für den Saldo derjenigen Bilanzpositionen vor, die nicht durch die gemeinsame Geldpolitik bestimmt werden, wie zum Beispiel Gold- und Fremdwährungsreserven.

Bis zum Beginn dieses Jahres war das NFA-Abkommen vertraulich. Nach einer öffentlichen Debatte³, in der den Notenbanken vorgeworfen wurde, mit ihren im Rahmen des ANFA getätigten Anleihekäufen möglicherweise das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung zu verletzen, wurde die Vereinbarung Anfang Februar 2016 veröffentlicht.⁴

Nationale Zentralbanken können eigenständige Aufgaben wahrnehmen

Die vorrangige Aufgabe der nationalen Zentralbanken ist die Durchführung der Geldpolitik mit dem gemeinsamen Ziel der Preisstabilität im Euroraum. Darüber hinaus ist es den nationalen Notenbanken nach Art. 14.4 der Statuten des ESZB und der EZB aber weiterhin gestattet, auf eigene Verantwortung und Rechnung nationale Aufgaben wahrzunehmen, solange dies die gemeinsame Geldpolitik nicht beeinträchtigt. Dazu zählen unter anderem die Aufsicht über im Inland zugelassene Kreditinstitute, die Wahrung der Finanzstabilität, die Vergabe von Notfallliquidität oder die Bereitstellung von Statistiken, Daten und wirtschaftlichen Analysen.

Ferner fungieren eine Reihe nationaler Zentralbanken als „Fiskalagenten“ für ihre jeweiligen Regierungen und tätigen für diese finanzielle Transaktionen, helfen bei der Begebung von Staatsanleihen oder wickeln als „Hausbanken“ ihrer Regierungen deren Zahlungsverkehr ab.⁵

Im Zusammenhang mit dem ANFA ist schließlich die Verwaltung der Fremdwährungsreserven und Goldbestände von besonderer Bedeutung. Zum Zwecke des Portfoliomanagements und der Gewinnerzielung für ihre Eigen-

tümer⁶ halten die Nationalbanken neben Gold- und Währungsreserven eine Vielzahl an Wertpapieren, darunter Anleihen und in geringem Umfang auch Aktien.

Die NFA-Portfolios der nationalen Zentralbanken weisen erhebliche Unterschiede auf. Die verschiedenen Anlagestrategien dürften zum einen Ausdruck unterschiedlicher Präferenzen und Eigentümerstrukturen sein, lassen sich aber teilweise auch historisch erklären. So verständigten sich zum Beispiel verschiedene europäische Zentralbanken im seit 1999 geltenden Goldabkommen, etwaige Goldverkäufe zu begrenzen und zu koordinieren, um Marktturbulenzen gering zu halten. Zentralbanken wie die Bundesbank oder die niederländische Zentralbank, die vor der Einführung des Euro bereits große Goldbestände hielten, verfügen daher noch immer über einen großen Goldvorrat. Dagegen hielten Länder wie Irland, Italien, Spanien oder Portugal, die im europäischen Währungssystem ihre heimischen Währungen an die Deutsche Mark gekoppelt hatten, große DM-Vermögen, die bei Einführung der Gemeinschaftswährung in Euro konvertiert wurden. Somit war der Bestand an in Euro notierten Wertpapieren in den Bilanzen dieser Notenbanken zu Beginn der Währungsunion verhältnismäßig hoch.

Das NFA-Abkommen verhindert Konflikte mit der gemeinsamen Geldpolitik

Zur Erreichung seines Preisstabilitätsziels setzt die Europäische Zentralbank die Leitzinsen fest. Zur effizienten Zinssteuerung agiert das Eurosystem unter einem strukturellen Liquiditätsdefizit.⁷ Der Bankensektor im Ganzen ist in einem solchen Fall auf regelmäßige liquiditätszuführende Geschäfte des Eurosystems angewiesen, um seinen Liquiditätsbedarf zu decken.⁸

⁶ Die Eigentümerschaft der nationalen Zentralbanken ist nicht einheitlich geregelt. So sind zum Beispiel die Banca d'Italia oder die Bank of Greece als Aktiengesellschaften organisiert, während die Bundesbank nach § 2 BBankG eine bundesunmittelbare juristische Person des öffentlichen Rechts ist, deren Grundkapital dem Bund zusteht. Siehe auch Papadia, F., Valimäki, T. (2010): Functioning of the Eurosystem Framework since 1999. In: Mercier, P., Papadia, F. (Hrsg.): The Concrete Euro. Oxford, 253.

⁷ Alternativ könnte die Zentralbank den Zins auch unter einem strukturellen Liquiditätsüberschuss steuern. In diesem Fall müsste sie durch Ausgabe von Termineinlagen Liquidität absorbieren. Dieses Verfahren wäre technisch komplizierter und kostspieliger für die Zentralbank. Der Begriff Liquidität wird hier gleichbedeutend mit Zentralbankgeld verwendet.

⁸ Der Liquiditätsbedarf wird bestimmt durch die Mindestreserven, die die Banken im Durchschnitt über einen festgelegten Zeitraum (Mindestreserveperiode) auf ihren Reservekonten bei der Notenbank halten müssen, die von den Banken gewünschten Überschussreserven, das heißt Guthaben, die als Puffer gegen unerwartete Schocks vorgehalten werden sowie den „autonomen Liquiditätsfaktoren“, bei denen es sich um liquiditätsverändernde Faktoren handelt, die nicht im Rahmen der Geldpolitik gesteuert werden. Zu Letzteren zählen auch Anlagen, die im Rahmen der NFA-Ankäufe erworben werden. Die technischen Details des Implementierungsrahmens des Eurosystem finden sich in EZB (2011): The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area – General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures. Februar 2011, www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/gendoc201102en.pdf.

³ www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/politiker-fordern-offenlegung-des-anfa-geheimabkommens-derezb-13955388.html.

⁴ www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_anfa_agreement_19nov2014_f_sign.pdf.

⁵ Hahn und Härde (2010) führen aus, dass der Terminus „Fiskalagent“ im Unionsrecht nicht definiert ist. Welche Aufgaben in diesem Zusammenhang wahrgenommen werden dürfen, kann aus VO (EG) 3603/93 vom 13.12.1993, insbesondere Art. 5 und Art. 7 abgeleitet werden.

Kasten

Festlegung der jährlichen NFA-Obergrenzen¹

Im ersten Schritt wird, basierend auf der Festlegung des Mindestliquiditätsdefizits durch den Gouverneursrat, die Obergrenze für sämtliche NFA-Käufe im Euroraum entsprechend des Kapitalschlüssels des Eurosystems auf die nationalen Zentralbanken verteilt. Dabei darf der so ermittelte Anspruch der einzelnen Zentralbanken nicht unter einen historisch festgelegten Wert fallen (*historical waivers*).

Da nicht alle nationalen Zentralbanken von diesem ermittelten Anspruch (*entitlement*) Gebrauch machen wollen, wird ein Teil des ungenutzten Spielraums (*unused leeway*) Notenbanken zugewiesen, die über ihren Anspruch hinaus Käufe durchführen wollen.²

Dies geschieht im zweiten Schritt, bei dem die endgültigen individuellen Obergrenzen (*ceilings*) festgelegt werden. Das Verfahren wägt die Interessen der Notenbanken, die Spielräume vergeben, gegen die derjenigen ab, die ungenutzte Spielräume erhalten. Bei der Zuweisung der NFA-Spielräume handelt es sich um eine jährliche Umverteilung von Bestandsgrößen. Notenbanken, die in einem Jahr zusätzliche Spielräume erhalten haben, könnten gezwungen werden, Vermögenswerte

¹ Im Folgenden werden lediglich die Eckpunkte des Verfahrens beschrieben. Für die technisch aufwändigeren Details siehe Annex II des NFA-Abkommens, www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_anfa_agreement_19nov2014_f_sign.pdf.

² Wenn mehr ungenutzter Spielraum zur Verfügung steht, als von nationalen Notenbanken nachgefragt wird, behalten die nationalen Notenbanken ihre ungenutzten Spielräume.

wieder zu liquidieren, falls andere Notenbanken ihre Spielräume im Folgejahr zurückfordern. Dem beugt das Abkommen vor, da Notenbanken, die Spielraum abgegeben haben, diesen nicht auf einmal zurückerhalten können. Um für diese Notenbanken jedoch das Risiko zu senken, dass sie in Folge unvorhergesehener Entwicklungen in ihren Bilanzen ihren individuellen Spielraum überschreiten, wird diesen ein Sicherheitspuffer zugewiesen, um etwaige Verletzungen der NFA-Vereinbarung auszuschließen.

Die Umverteilung der NFA-Spielräume orientiert sich wiederum am Kapitalschlüssel des Eurosystems. Zugleich wird berücksichtigt

(i) dass sämtliche Ankäufe in der Summe nicht die für das gesamte Eurosystem ermittelte Obergrenze überschreiten dürfen, mithin also das vorab festgelegte strukturelle Liquiditätsdefizit aufrechterhalten bleibt,

(ii) dass nationalen Zentralbanken, die im laufenden Jahr freigeordnete Spielräume vergeben haben, entweder der Spielraum des Vorjahres zuzüglich etwaiger Zuwächse ihrer (im ersten Schritt ermittelten) Ansprüche und des Sicherheitspuffers zugewiesen wird, oder, wenn dieser Betrag den neuen Anspruch übersteigt, der neue Anspruch zugewiesen wird,

(iii) dass alle anderen nationalen Zentralbanken mindestens ihren Anspruch, höchstens aber ihre gewünschten Spielräume zugewiesen bekommen.

Führen nationale Notenbanken im Rahmen ihrer nationalen Aufgaben An- und Verkäufe von Vermögenswerten durch, kann dies die Umsetzung der gemeinsamen Geldpolitik erschweren. Der Ankauf von Vermögenswerten erhöht die im Umlauf befindliche Menge an Zentralbankgeld. Dadurch reduziert sich automatisch der Liquiditätsbedarf des Bankensektors im Euroraum und verkleinert das strukturelle Liquiditätsdefizit, so dass eine effiziente Zinssteuerung behindert werden kann.⁹

⁹ Erwirbt eine Notenbank zum Beispiel eine Anleihe im Wert von 100 Euro, dann verbucht sie diese unter der entsprechenden Rubrik auf der Aktivseite ihrer Bilanz. Der Kaufpreis in Höhe von 100 Euro wird auf dem Reservekonto der Bank des Verkäufers auf der Passivseite der Zentralbankbilanz gutgeschrieben. Die Bilanz der Notenbank verlängert sich um 100 Euro. Der Bankensektor verfügt nun über zusätzliches Zentralbankgeld in Höhe von 100 Euro, sein Liquiditätsbedarf und das strukturelle Liquiditätsdefizit im Euroraum sinken um diesen Betrag. Lediglich wenn die zusätzlichen 100 Euro Zentralbankgeld vollständig in Form von Banknoten in den Umlauf gelangen, lässt der Ankauf durch die Zentralbank das Liquiditätsdefizit unverändert.

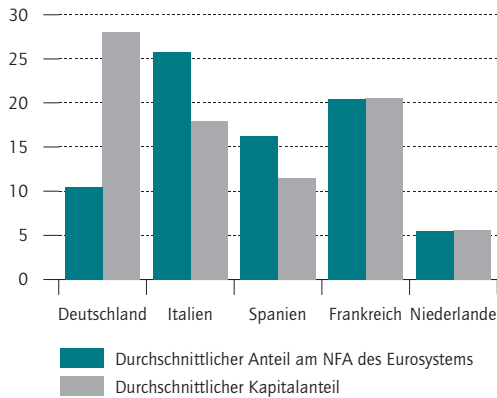
Um eine Beeinträchtigung der Umsetzung der gemeinsamen Geldpolitik zu verhindern, haben die nationalen Notenbanken und die EZB das NFA-Abkommen abgeschlossen, das den nationalen Zentralbanken eine Obergrenze für Nettofinanzanlagen (*Net Financial Assets*) vorgibt. Nettofinanzanlagen umfassen den Saldo der Vermögenswerte in der Notenbankbilanz, die nicht im Zusammenhang mit der Durchführung der Geldpolitik stehen (haupt- und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte sowie strukturelle Geschäfte) beziehungsweise nicht durch den Zahlungsverkehr (Bargeldumlauf und Target-Salden) oder die Mindestreservepflicht beeinflusst werden.

Diese Obergrenze wird für jede Nationalbank jährlich neu berechnet. Dabei legt der Gouverneursrat der EZB zunächst ein Mindestliquiditätsdefizit für das Folgejahr fest, woraus eine Obergrenze für die NFA-Position in der konsolidierten Bilanz des Eurosystems abgeleitet wird. In einem zweistufigen Verfahren werden dann die individuel-

Abbildung 1

Tatsächliche NFA-Positionen und nationaler Anteil an gesamten NFA gemäß Kapitalschlüssel

In Prozent, Durchschnitt der Jahresendwerte 2002–2014



Quellen: EZB, Statistical Data Warehouse; Nationale Zentralbanken; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2016

Der Anteil der nationalen Zentralbanken an den Nettofinanzanlagen des Eurosystems weicht vor allem für Deutschland, Italien und Spanien deutlich von dem Kapitalanteil dieser Länder ab.

Abbildung 2

Vereinfachte konsolidierte Bilanz des Eurosystems

Aktiva	Passiva
Refinanzierungsgeschäfte	Banknotenumlauf
Geldpolitische Portfolios	Mindestreserven
Net Financial Assets	Einlagenfazilität Überschussreserven

Quelle: Darstellung des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2016

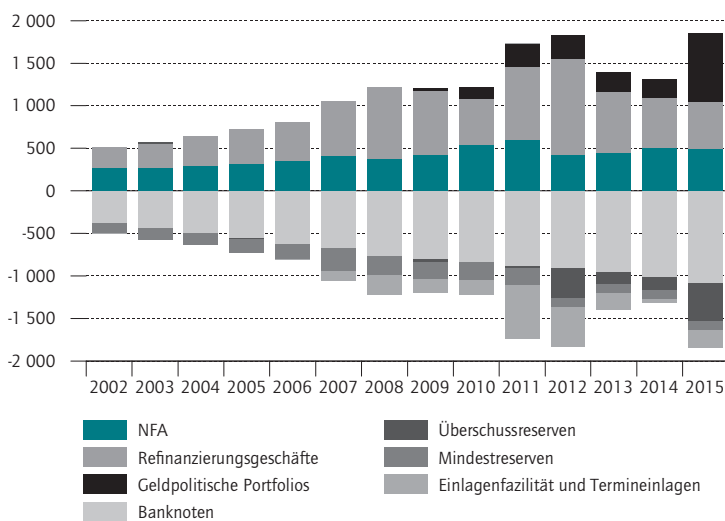
Die Bilanz des Eurosystems weist auf der Aktivseite die Positionen aus, die dem Bankensektor Liquidität zuführen, auf der Passivseite stehen Positionen, die dem Bankensektor Liquidität entziehen.

len Ankaufspielräume unter Berücksichtigung der von den einzelnen nationalen Zentralbanken gewünschten NFA-Ankäufe festgelegt (Kasten). Die Aufteilung der Ankaufspielräume auf die nationalen Zentralbanken orientiert sich grundsätzlich am Kapitalschlüssel des Eurosystems, das heißt, die Bundesbank könnte theoretisch aufgrund ihres höheren Kapitalanteils eine absolut höhere NFA-Position ausweisen als beispielsweise die niederländische Zentralbank. In der Praxis zeigen sich erhebliche Abweichungen von dieser proportionalen Aufteilung, verursacht durch die unterschiedlichen nationalen Aufgaben und Zielsetzungen der Notenbanken (Abbildung 1).

Abbildung 3

Konsolidierte Bilanz des Eurosystems

In Milliarden Euro



Quellen: EZB (Weekly Financial Statement, Jahresendwerte); Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2016

Der zusätzliche Liquiditätsbedarf durch die Ausweitung des Bargeldumlaufs wurde vor allem anhand von Refinanzierungsgeschäften und geldpolitischen Portfolios gedeckt.

Konsolidierte NFA-Position im Eurosystem nahezu konstant

Die konsolidierte Bilanz des Eurosystems weist auf der Aktivseite die Positionen aus, die dem Bankensektor Liquidität zuführen, während die Positionen auf der Passivseite (mit Ausnahme der Überschussreserven) dem Bankensektor Liquidität entziehen. Die NFA-Position wird auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz des Eurosystems saldiert. Die Aktivseite kann daher aufgespalten werden in die NFA-Position sowie in die Forderungen aus geldpolitischen Geschäften, Krediten und Wertpapierkäufen. Auf der Passivseite werden der Banknotenumlauf,¹⁰ die Mindestreservehaltung der Geschäftsbanken sowie sonstige Verbindlichkeiten aus geldpolitischen Geschäften (Überschussreserven, Einlagefazilität und Termineinlagen) aufgeführt (Abbildung 2).

¹⁰ Eine Zunahme des Banknotenumlaufs (außerhalb des Bankensektors) entzieht dem Bankensektor Liquidität, da Banken zur Ausgabe der Noten Zentralbankgeld von ihren Reservekonten in Bargeld umwandeln müssen. Je größer der Banknotenumlauf, desto höher wird folglich der aggregierte Liquiditätsbedarf des Bankensektors.

Seit Einführung des Euro ist insbesondere der Banknotenumlauf stark gewachsen (Abbildung 3). Zwischen 2002 und 2015 stieg dieser um rund 190 Prozent auf gut 1 080 Milliarden Euro und führte so zu einer erheblichen Zunahme des Liquiditätsbedarfs des Bankensektors. Die NFA-Position wurde dagegen nur um gut 80 Prozent auf knapp 500 Milliarden Euro ausgeweitet, während der restliche Teil des gestiegenen Liquiditätsbedarfs vor allem durch zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte gedeckt wurde. Aber auch die geldpolitischen Wertpapierportfolios, zum Beispiel die Programme zum Ankauf von Staatsanleihen, haben seit der Finanzkrise zur Ausweitung der Liquidität beigetragen.

Abbildung 4 stellt die NFA-Position des Eurosystems in Relation zur Summe aus Banknotenumlauf und Mindestreserven dar. Die so normalisierte Größe zeigt, welchen Anteil die NFA-Positionen bei der Bereitstellung der Liquidität im Euroraum leisten. Zwischen 2002 und 2015 lag der Beitrag im Durchschnitt bei rund 45 Prozent. Während des Höhepunkts der Krise stieg er auf knapp über 50 Prozent, anschließend ging er aber wieder zurück. Insgesamt liegt der Beitrag der NFA-Position zur Liquiditätsbereitstellung seit 2002 bei durchschnittlich 45 Prozent; die Zusammensetzung der NFA hat sich allerdings verändert.

Zerlegt man die NFA-Position des Eurosystems in ihre Bestandteile, so zeigt sich, dass Gold- und Fremdwährungsreserven nach wie vor den größten Teil der NFA-Aktiva ausmachen (Abbildung 5). Dennoch geht ihr Anteil seit geraumer Zeit zurück – zugunsten von in Euro notierten Wertpapieren, unter anderem Geldmarktpapieren und Anleihen, darunter auch Staatsanleihen.¹¹ Die NFA-Passiva werden weitgehend durch sonstige Verbindlichkeiten bestimmt, die unter anderem das Eigenkapital der Notenbanken, Risikorückstellungen sowie die Neubewertungen von Vermögenswerten enthalten.

Nationale NFA-Positionen entwickeln sich unterschiedlich

Die NFA-Positionen der einzelnen Notenbanken des Eurosystems haben sich von ihrer Höhe und Zusammensetzung sehr unterschiedlich entwickelt (Abbildung 6).¹² So wird die NFA-Position der Bundesbank auf der Aktivseite vor allem durch Gold- und Fremdwährungsreserven bestimmt. Gemessen am deutschen Kapitalanteil am

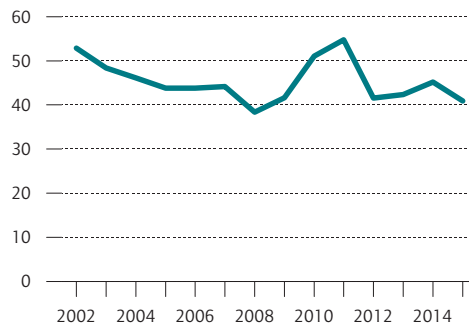
¹¹ Die Position „General Government Debt“ (Forderungen an Staaten) umfasst dabei Staatsanleihen, die sich vor Beginn der Währungsunion bereits in den Büchern der nationalen Zentralbanken befanden.

¹² Unsere Auswahl beschränkt sich hier auf die fünf Nationalbanken mit dem größten Kapitalanteil am Eurosystem, nämlich Bundesbank, Banque de France, Banca d'Italia, Banco d'España, De Nederlandsche Bank sowie auf die Central Bank of Ireland, bei der seit geraumer Zeit der Verdacht besteht, dass sie die NFA-Vereinbarung verletzt.

Abbildung 4

NFA-Position des Eurosystems

In Prozent von Banknotenumlauf und Mindestreserven



Quellen: EZB (Weekly Financial Statement, Jahresendwerte); Berechnungen des DIW Berlin.

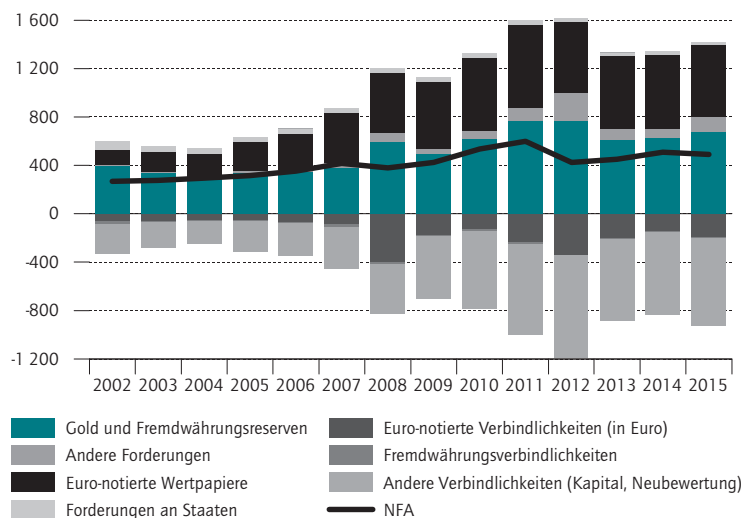
© DIW Berlin 2016

Die NFA-Position des Eurosystems lag zwischen 2002 und 2015 bei durchschnittlich 45 Prozent in Relation zur Liquiditätsbereitstellung.

Abbildung 5

NFA-Position des Eurosystems zerlegt in einzelne Komponenten

In Milliarden Euro



Quellen: EZB (Weekly Financial Statement, Jahresendwerte); Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2016

Der Anteil der Gold- und Fremdwährungsreserven ging in den letzten Jahren zugunsten von in Euro notierten Anleihen zurück.

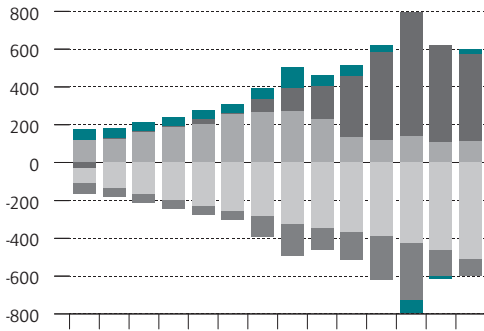
Eurosystem ist die NFA-Position sehr niedrig und war kurzzeitig sogar negativ. Auch die NFA-Position der niederländischen Zentralbank ist im Zeitverlauf relativ konstant geblieben und zeigt ebenfalls einen hohen Anteil an Gold- und Fremdwährungsreserven.

Abbildung 6

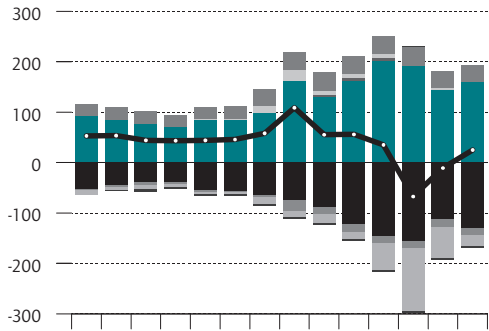
Bilanzen und NFA-Positionen ausgewählter Zentralbanken des Eurosystems

In Milliarden Euro

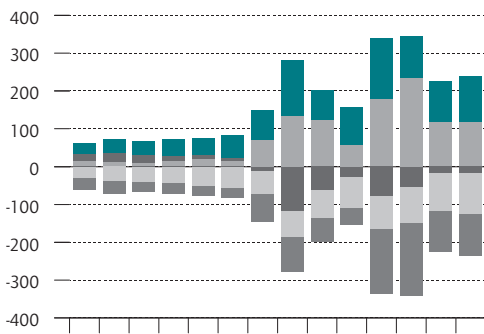
Bundesbank: Bilanzentwicklung



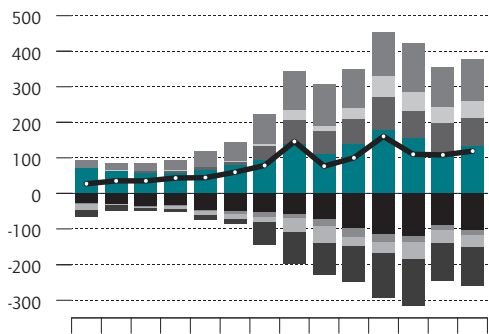
Bundesbank: NFA-Position



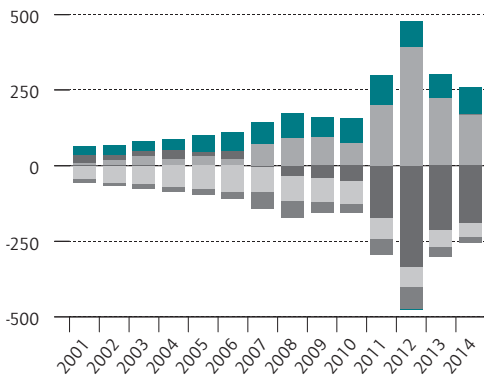
Banque de France: Bilanzentwicklung



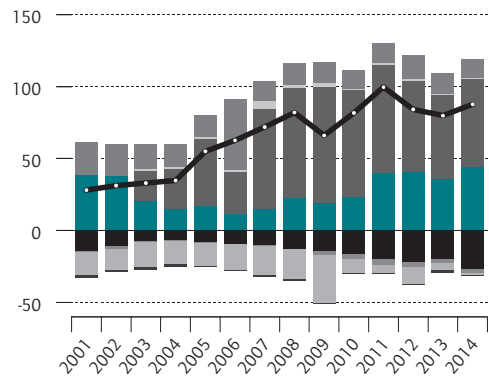
Banque de France: NFA-Position



Banco de España: Bilanzentwicklung



Banco de España: NFA-Position



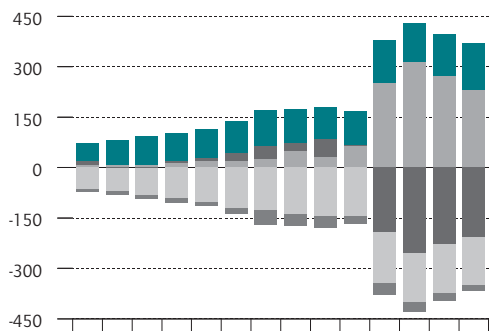
- Geldpolitische Operationen
- Target 2 Saldo
- Banknotenumlauf
- Reservekonten, Terminguthaben und Einlagenfazilität
- Nettofinanzanlagen (NFA)

- Gold- und Fremdwährungsreserven
- Wertpapiere
- Andere Forderungen in Euro
- Andere Aktiva
- Eigenkapital Neubewertungen und Rückstellungen
- Fremdwährungsverbindlichkeiten
- Verbindlichkeiten in Euro
- Andere Verbindlichkeiten
- Nettofinanzanlagen (NFA)

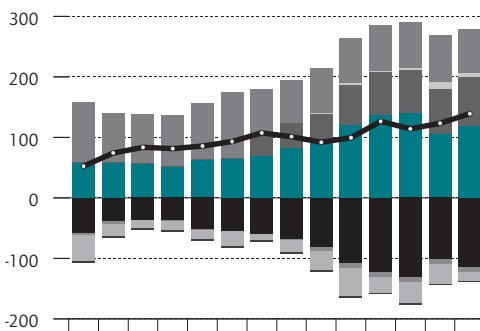
Quelle: Nationale Zentralbanken (Jahresberichte).

Die Bilanzen der Nationalbanken haben sich sehr unterschiedlich entwickelt. Die NFA-Positionen werden aber vielfach durch Gold- und Fremdwährungsreserven sowie Wertpapiere bestimmt.

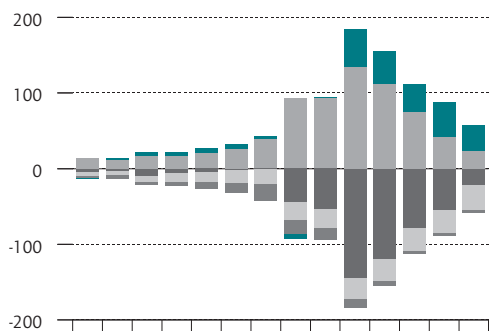
Banca d'Italia: Bilanzentwicklung



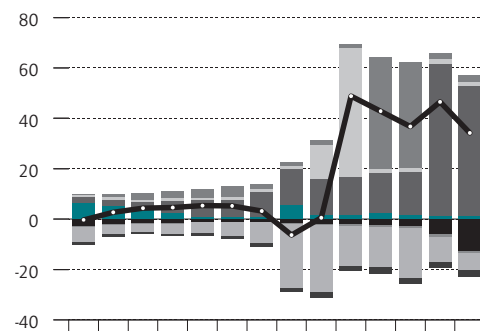
Banca d'Italia: NFA-Position



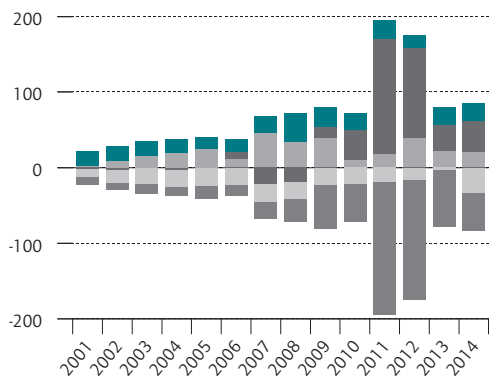
Central Bank of Ireland: Bilanzentwicklung



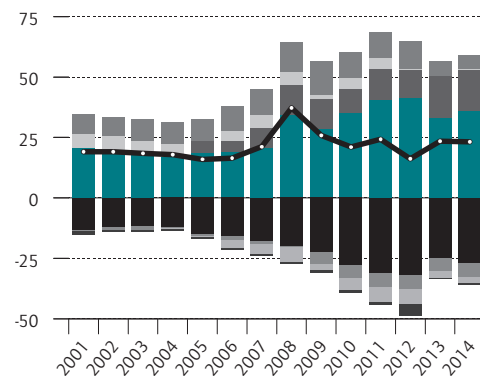
Central Bank of Ireland: NFA-Position



De Nederlandsche Bank: Bilanzentwicklung



De Nederlandsche Bank: NFA-Position



- Geldpolitische Operationen
- Target 2 Saldo
- Banknotenumlauf
- Reservekonten, Terminguthaben und Einlagenfazilität
- Nettofinanzanlagen (NFA)

- Gold- und Fremdwährungsreserven
- Wertpapiere
- Andere Forderungen in Euro
- Andere Aktiva
- Eigenkapital Neubewertungen und Rückstellungen
- Fremdwährungsverbindlichkeiten
- Verbindlichkeiten in Euro
- Andere Verbindlichkeiten
- Nettofinanzanlagen (NFA)

Dagegen werden die NFA-Aktiva der anderen hier betrachteten Notenbanken inzwischen zu einem großen Teil durch heimische Wertpapiere bestimmt. Insbesondere die spanische NFA-Position hat seit 2004 deutlich zugenommen, wobei die spanische Notenbank zunächst die in Euro notierten Wertpapiere deutlich aufstockte, in jüngerer Vergangenheit aber auch zunehmend Fremdwährungsreserven aufbaute. Die Entwicklung der NFA-Position der Bank of Ireland ist besonders auffallend, da sie zwischen 2009 und 2010, als die irische Bankenkrise ihren Höhepunkt erreichte, sprunghaft anstieg. Bis 2013 dürfte diese Entwicklung maßgeblich durch die Vergabe von Notfallliquidität verursacht worden. Die Notfallkredite wurden 2013 eingestellt, als die irische Notenbank im Zuge der Liquidierung der irischen Bankenabwicklungsgesellschaft von dieser ein größeres Portfolio an staatlich besicherten Papieren und Staatsanleihen übernahm. Die irische Notenbank kündigte zwar an, dass sie beabsichtige, das Portfolio schnell wieder zu veräußern, hat dies aber bis heute nur in geringem Umfang umgesetzt.¹³

Findet durch NFA-Käufe eine verbotene Haushaltsfinanzierung statt?

Ein wesentliches Grundprinzip der gemeinsamen Währung in Europa ist das in Artikel 123 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) verankerte Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung.¹⁴ Es dient unter anderem der strikten Trennung von Finanz- und Geldpolitik und wahrt die Glaubwürdigkeit und Integrität der gemeinsamen Geldpolitik.

Eine monetäre Haushaltsfinanzierung liegt vor, wenn eine Notenbank des Euroraums einem Mitgliedsstaat Kredite zur Verfügung stellt oder dessen Schuldverschreibungen direkt auf dem Primärmarkt, also unmittelbar bei der erstmaligen Ausgabe der Anleihen vom Staat erwirbt. Darüber hinaus dürfte wohl auch dann ein Fall monetärer Finanzierung vorliegen, wenn eine nationale Notenbank einem insolventen Finanzinstitut, das eigentlich durch andere nationalstaatliche Behörden zulasten des Fiskus abgewickelt werden müsste, Kapital zuführt oder es über einen hinreichend langen Zeitraum mit minderbesicherten Notfallkrediten versorgt.

Ankäufe von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt zu geldpolitischen Zwecken oder die Entgegennahme von Staatsanleihen als Besicherung für Refinanzierungsgeschäfte der Notenbank fallen nicht unter das Verbot der

monetären Haushaltsfinanzierung, solange dies keiner Umgehung des Artikels 123 gleichkommt.¹⁵

Hinsichtlich einer etwaigen Umgehung des Verbots wird zum einen gelegentlich angeführt, dass Sekundärmarktankäufe bereits durch ihre Wirkung auf die Anleihepreise und der damit verbundenen Verbesserung der Refinanzierungsbedingungen den Staat einer Marktdisziplinierung entziehen könnten. Somit komme die Wirkung der Sekundärmarktankäufe einem Primärmarktankauf gleich und könne folglich eine Umgehung darstellen. Zum anderen drohe der Unterschied zwischen Primär- und Sekundärmarktankäufen zu verschwimmen, wenn eine Notenbank zu viele Staatsanleihen ankaufe und mithin der bestimmende Käufer solcher Schuldtitel würde.¹⁶ Allerdings dürfte es sehr schwer sein, diese Einwände in der Praxis einer rigorosen justitiablen Prüfung zu unterwerfen. So sind zum Beispiel sinkende Zinsen von Staatsanleihen im Zuge geldpolitisch motivierter Anleihekäufe kaum hinreichend, um eine monetäre Staatsfinanzierung zu belegen. Zu vorschnell könnte dabei das *Mittel* beziehungsweise der Übertragungskanal geldpolitischer Impulse mit dem *Zweck* einer verbotenen monetären Finanzierung verwechselt werden. Ebenso dürfte es in der Praxis kaum möglich sein, den kritischen Anleihebestand festzustellen, ab dem eine Zentralbank zum bestimmenden Käufer auf dem Sekundärmarkt wird.¹⁷

Hinsichtlich der (zu nicht geldpolitischen Zwecken erworbenen) NFA-Portfolios macht das NFA-Abkommen den nationalen Zentralbanken keine explizite Vorgabe über deren Zusammensetzung. Jedoch stellt auch die NFA-Vereinbarung in Punkt (13) der Präambel heraus, dass NFA-Käufe Artikel 123 AEUV unterliegen, solche Käufe also nicht zum Zwecke der monetären Haushaltsfinanzierung missbraucht werden dürfen. Darüber hinaus sieht das Abkommen keine weitergehenden Einschränkungen beziehungsweise Ausgestaltungen von Wertpapierankäufen vor, die eine etwaige Umgehung des Artikels 123 von vorneherein explizit unterbinden

¹⁵ So führte zum Beispiel der EuGH in seiner Stellungnahme zu den *Outright Monetary Transactions* aus, dass „[...] das ESZB nicht rechtmäßig Staatsanleihen an den Sekundärmärkten unter Voraussetzungen erwerben [darf], die seinem Tätigwerden in der Praxis die gleiche Wirkung wie ein unmittelbarer Erwerb von Staatsanleihen [...] verleihen, und auf diese Weise die Wirksamkeit des in Art. 123 Abs. 1 AEUV festgelegten Verbots in Frage stellen.“ Urteil des EuGH vom 16. Juni 2015, Rechtssache C-62/14, curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=165057&mode=req&pageIndex=1&dir=&occ=first&part=1&text=&doclang=DE&cid=972873. Zur Vermeidung einer Umgehung des Verbots monetärer Finanzierung, siehe bereits VO (EG) 3603/93 vom 13. 12. 1993, Abs. 7.

¹⁶ Siehe zum Beispiel die Ausführungen zur monetären Haushaltsfinanzierung in Feld, L., Fuest, C., Haucap, J., Schweitzer, H., Wieland, V., Wigger, B. (2016): *Das entgrenzte Mandat der EZB – Das OMT-Urteil des EuGH und seine Folgen*. Stiftung Marktwirtschaft, Kronberger Kreis.

¹⁷ Siehe die entsprechenden Äußerungen von Bundesbankpräsident Jens Weidmann im Interview mit der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 29. 1. 2016, www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Interviews/2016_01_29_weidmann_faz.html.

¹³ Siehe unter anderem Central Bank of Ireland (2014): *Annual Report 2013*. www.centralbank.ie/publications/Documents/Central%20Bank%20of%20Ireland%20Annual%20Report%202013.pdf

¹⁴ Siehe unter anderem Issing, O. (2008): *The Birth of the Euro*. Cambridge, 54 ff.

sollen. Allerdings überwacht die EZB regelmäßig die getätigten Ankäufe der nationalen Zentralbanken und überprüft, ob diese dem Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung genügen. Das Ergebnis dieser Prüfung wird im Jahresbericht der EZB veröffentlicht. Die tatsächlichen Durchgriffsmöglichkeiten der EZB-Organen im Falle einer etwaigen Verletzung des Artikels 123 dürften dabei aber eher begrenzt sein. Obwohl der Gouverneursrat solche Käufe unterbinden kann, ist die Hürde mit einer Zweidrittelmehrheit recht hoch. Würde sich die nationale Zentralbank weigern, den Anweisungen Folge zu leisten, müsste wohl ein aufwändigeres Verfahren, bis hin zur Klage vor dem EuGH, angestrengt werden.

In diesem Zusammenhang ist es aufschlussreich, den Bestand an Staatsanleihen zu betrachten, den die Mitglieder des ESZB seit Einführung des Euro in ihren Bilanzen halten (Abbildung 7).¹⁸ Das Volumen heimischer Wertpapiere in den Notenbankbilanzen war in der Anfangsphase der gemeinsamen Währung auf dem Niveau von vor Einführung des Euro eingefroren.¹⁹ Entsprechend stiegen auch die Bestände an Staatsanleihen zwischen 1999 und 2002 nur geringfügig. Seit 2003 wurden diese Bestände stärker ausgeweitet. Seit 2010 dürfte der wesentliche Teil zusätzlich angekaufter Staatspapiere auf die außerordentlichen geldpolitischen Ankaufprogramme zurückzuführen sein. Gleichzeitig sind, wie oben beschrieben, aber auch genau diejenigen NFA-Aktivposten einiger nationaler Notenbanken angestiegen, in denen Staatsanleihen verbucht werden.

Jedoch dürfte dies kaum hinreichen, eine verdeckte monetäre Haushaltsfinanzierung festzustellen. Zum einen stellen Schuldtitel des Staates auch für Notenbanken eine wichtige Anlage zum Zwecke der Bilanzsteuerung und des Portfoliomanagements dar.²⁰ Zum anderen ist aus den öffentlich zugänglichen Bilanzkennzahlen nicht ersichtlich, welche Notenbank Staatspapiere welcher Länder hält. Ohne genaue Detailkenntnisse der einzelnen Notenbankbilanzen ist für Außenstehende keine gesicherte Aussage über die Rechtmäßigkeit der Anleihekäufe möglich. Jedoch hat die EZB genauen Einblick in die einzelnen NFA-Transaktionen der nationalen Notenbanken und überwacht die Einhaltung des Verbots monetärer Staatsfinanzierung. Aus Sicht der EZB bestehen gegenwärtig lediglich im Fall von Irland begründete Zweifel an der

¹⁸ Diese Daten sind nicht für die einzelnen Notenbanken öffentlich zugänglich, so dass eine detailliertere Analyse auf Ebene der einzelnen Länder beziehungsweise nationalen Zentralbanken unterbleiben muss.

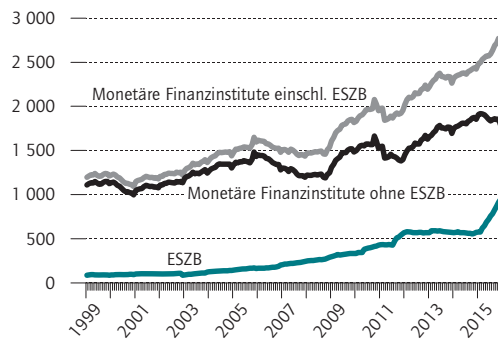
¹⁹ Papadia, F., Valimäki, T. (2010), a. a. O., 253, weisen darauf hin, dass die EZB in den ersten Jahren der gemeinsamen Währung Ankäufe heimischer Wertpapiere beschränkte, um die Funktionsfähigkeit ihres neu entwickelten geldpolitischen Instrumentariums nicht zu beeinträchtigen.

²⁰ Siehe dazu auch Engler, P., Große Steffen, C. (2014): Sichere Anleihen für die Währungsunion: Stärkung des Bailout-Verbots durch ein stabileres Finanzsystem. DIW Wochenbericht Nr. 36/2014, 827-837.

Abbildung 7

Staatsanleihen im Besitz des ESZB

In Milliarden Euro



Quellen: ECB (Statistical Data Warehouse, Weekly Financial Statement); Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2016

Seit Einführung des Euro ist der Bestand an Staatsanleihen in den Bilanzen der ESZB-Notenbanken stetig gewachsen.

Vereinbarkeit der Abwicklung der irischen Banken mit dem Verbot der monetären Finanzierung.²¹

Darüber hinaus haben die nationalen Zentralbanken durch die expliziten Obergrenzen für die Nettofinanzanlagen kaum eine Möglichkeit, durch NFA-Käufe von Staatsanleihen die Marktbedingungen für ihre jeweiligen Heimatländer dauerhaft günstiger zu gestalten.

Schlussfolgerungen

Das NFA-Abkommen zwischen der EZB und den nationalen Notenbanken des Eurosystems ist ein wesentlicher Baustein in der dezentralen Konstruktion der gemeinsamen Währung und Geldpolitik. Es dient der Vereinbarkeit der gemeinsamen Geldpolitik mit den nationalen Aufgaben der Notenbanken. Der Vorwurf, dass unter dem Deckmantel der NFA-Vereinbarung eine verdeckte monetäre Haushaltsfinanzierung stattfindet, ist derzeit unbegründet. Dennoch kann man in diesem Zusammenhang die Frage aufwerfen, ob die Ausgestaltung der NFA-Käufe noch zeitgemäß ist. Bereits die Tatsache, dass die Öffentlichkeit gegenüber den Handlungsmotiven nationaler Zentralbanken misstrauisch wird, birgt für die Geldpolitik im Euroraum das Risiko, ihr wichtigstes Gut zu verlieren: ihre Glaubwürdigkeit.

Um dies zu vermeiden, könnten die Freiheiten nationaler Notenbanken zum eigenmächtigen Kauf und Ver-

²¹ Die EZB weist seit 2013 in ihren Jahresberichten darauf hin, dass Zweifel an der Einhaltung des Art. 123 im Fall von Irland bestehen und forderte bereits die Central Bank of Ireland dazu auf, entsprechende Maßnahmen zu ergreifen.

kauf von Finanzanlagen stärker beschnitten werden, zum Beispiel im Rahmen einer zentraleren Organisation des Eurosystems. Eine solche weitergehende Zentralisierung erscheint allerdings sowohl politisch als auch praktisch nur schwer umsetzbar. Zuvorderst müsste dann auch beantwortet werden, welche nationalen Institutionen für die Wahrnehmung der Aufgaben zuständig sein sollen, die derzeit von den nationalen Zentralbanken übernommen werden. So erfordern zum Beispiel das Management der nationalen Gold- und Währungsreserven oder die Wahrnehmung der Tätigkeiten eines „fiskalischen Agenten“ eine mit Finanzmitteln und Expertise ausgestattete Institution, die nicht kurzerhand neu geschaffen werden kann.

Eine Begrenzung der NFA-Käufe der Nationalbanken wäre grundsätzlich auch möglich, wirft aber einige praktische Probleme auf. Um eine effektive und effiziente Zinssteuerung zu gewährleisten, sollte die bereitgestellte Menge an Zentralbankgeld zumindest in Nichtkrisenzeiten nicht zu groß werden. Anderenfalls besteht die Gefahr von Preisverzerrungen auf dem Interbankenmarkt, so dass der Leitzins nur noch bedingt als Signal der geldpolitischen Ausrichtung der Zentralbank tauglich ist.²² In der gegenwärtigen Situation äußerst niedriger Inflation, in der die Zentralbank an der Nullzinsschranke operiert

²² Papadia, F., Valimäki, T. (2010), a. a. O., 325 ff.; Eisenschmidt, J., Hirsch, A., Linzert, T. (2009): Bidding behaviour in the ECB's main refinancing operations during the financial crisis. Working Paper Nr. 1052. Europäische Zentralbank, Frankfurt a. M.

Philipp König ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter der Abteilungen Konjunkturpolitik und Makroökonomie am DIW Berlin | pkoenig@diw.de

und ohnehin darauf abzielt, eine gewisse Überschussliquidität aufrecht zu erhalten, dürfte dieser Einwand zwar nicht greifen. Sollte die Zentralbank jedoch wieder in den Modus von vor der Krise zurückkehren, würde eine Begrenzung der NFA-Käufe die zentrale Schaffung beziehungsweise Aufrechterhaltung eines geldpolitischen Wertpapierportfolios des Eurosystems erfordern, mit dem das Liquiditätsdefizit gesteuert werden kann.²³

In jedem Fall sollte das Eurosystem seine Glaubwürdigkeit durch eine Stärkung der Transparenz verbessern. Die Portfoliozusammensetzung der nationalen Notenbanken und ihre Strategien zur Bilanzsteuerung sind für Außenstehende nicht nachvollziehbar. Eine Reihe nationaler Notenbanken verzichtet sogar darauf, regelmäßig in kürzeren Abständen differenzierte Bilanzdaten zur Verfügung zu stellen und legt lediglich einmal im Jahr eine grob gegliederte Bilanz vor. Diese Intransparenz hat dazu beigetragen, dass den Notenbanken der Vorwurf gemacht wurde, im Rahmen der NFA-Käufe monetäre Haushaltsfinanzierung zu betreiben. Auch wenn dieser Vorwurf in seiner Allgemeinheit derzeit wohl nicht zutrifft, wäre es der Glaubwürdigkeit der Notenbanken zuträglich, wenn im Hinblick auf die Zusammensetzung ihrer Investments größere Transparenz bestehen und die entsprechenden Daten, wenigstens mit einer gewissen Zeitverzögerung, veröffentlicht würden.

²³ Alternativ könnte das Volumen längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte deutlich erhöht werden.

Kerstin Bernoth ist Stellvertretende Leiterin der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | kbernoth@diw.de

THE EUROSISTEM'S AGREEMENT ON NET FINANCIAL ASSETS (ANFA): COVERT MONETARY FINANCING OR LEGITIMATE PORTFOLIO MANAGEMENT?

Abstract: As well as implementing the common monetary policy, the national central banks (NCBs) which, together with the European Central Bank (ECB) form the Eurosystem, are also responsible for performing a range of national tasks. Among other things, these include the management of their financial assets portfolios. To ensure that this function does not interfere with the implementation of the single monetary policy, the Agreement on Net Financial Assets (ANFA) limits the total net amount of financial assets (NFA) the NCBs are permitted to hold. National central bank purchases of government bonds under ANFA have led to public accusations that this was tantamount to covert monetary financing of fiscal deficits through the "printing press" by the national central banks. The present report first

explains the Agreement on Net Financial Assets and shows the volume of securities purchased by the different NCBs under ANFA. Based on this, it examines the extent to which the accusation of monetary financing may be justified. Although there have been indications of certain national banks increasing the government bond holdings on their balance sheets in recent years, this does not provide sufficient evidence of monetary financing. However, the public debate on ANFA clearly highlights the Eurosystem's lack of transparency, particularly that of the NCBs. To ensure that confidence in European monetary policy is not undermined and both transparency and communication are improved, more detailed information on the development of NCBs' balance sheets must be published more regularly.

JEL: E52, E58, E44

Keywords: Monetary policy, central banking, financial markets



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e. V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
83. Jahrgang

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tomaso Duso
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Dr. Kati Krähnert
Prof. Dr. Lukas Menkhoff
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner

Chefredaktion

Sabine Fiedler
Dr. Kurt Geppert

Redaktion

Sylvie Ahrens-Urbaneck
Renate Bogdanovic
Dr. Franziska Bremus
Sebastian Kollmann
Dr. Peter Krause
Marie Kristin Marten
Ilka Müller
Dr. Wolf-Peter Schill

Lektorat

Dr. Christoph Große Steffen

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74
77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. (01806) 14 00 50 25
20 Cent pro Anruf
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Serviceabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.