

Zur Bedeutung und Wirkung des Agreement on Net Financial Assets (ANFA) für die Implementierung der Geldpolitik

Neben ihren in der ESZB-Satzung verankerten gemeinsamen Aufgaben können die nationalen Zentralbanken des Eurosystems auch eigenständig Aufgaben auf Basis nationaler Rechtsgrundlagen wahrnehmen. Die Unterscheidung zwischen gemeinsamer Geldpolitik und in nationaler Verantwortung liegenden nicht geldpolitischen Tätigkeiten ist eine Besonderheit der Europäischen Währungsunion und nicht vergleichbar mit dem institutionellen Gefüge anderer Währungsräume.

Eine wichtige Bestimmungsgröße für die effiziente Durchführung der gemeinsamen Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet ist die strukturelle Liquiditätsposition des Bankensektors gegenüber dem Eurosystem. Sowohl durch geldpolitische Operationen als auch durch nicht geldpolitische Geschäfte der nationalen Zentralbanken kann Zentralbankgeld geschaffen werden. Beide Arten von Geschäften verändern die Liquiditätsposition des Bankensektors.

Um in diesem besonderen Umfeld sicherzustellen, dass die nicht geldpolitischen Aktivitäten der nationalen Zentralbanken mit der gemeinsamen Geldpolitik des Eurosystems vereinbar sind, haben die nationalen Zentralbanken des Eurosystems und die EZB eine vertragliche Absprache getroffen – das Agreement on Net Financial Assets (ANFA). Es regelt in Verbindung mit den vom EZB-Rat festgelegten geldpolitischen Parametern den maximal zulässigen Gesamtumfang nicht geldpolitischer Bilanzaktivitäten (Netto-Finanzaktiva) im Eurosystem und verteilt diesen auf die nationalen Zentralbanken. In der Vergangenheit wurde dadurch sichergestellt, dass das Bankensystem gegenüber dem Eurosystem ein strukturelles Liquiditätsdefizit aufwies.

Die Bundesbank hat bislang lediglich in vergleichsweise geringem Umfang nicht geldpolitische Netto-Finanzaktiva gehalten. Zum Jahresende 2015 überstieg das Volumen der nicht geldpolitischen Passivpositionen sogar das Volumen der nicht geldpolitischen Aktivpositionen, sodass die Netto-Finanzaktiva per saldo mit – 50 Mrd € negativ waren.

Das ANFA ist ein sinnvolles Instrument, um die Vereinbarkeit der Geschäfte der nationalen Zentralbanken auf nationaler Rechtsgrundlage mit der Aufgabenerfüllung des Eurosystems im Rahmen der gemeinsamen Geldpolitik zu gewährleisten. Die Veröffentlichung des ANFA durch die EZB Anfang Februar 2016 ist zu begrüßen, denn Transparenz fördert die Glaubwürdigkeit von Zentralbanken und damit das Vertrauen in die Nachhaltigkeit ihrer geldpolitischen Aufgabenerfüllung.

Besonderheiten einer Währungsunion – zur Notwendigkeit einer Vereinbarung über nicht geldpolitische Netto-Finanzaktiva

Die EZB hat Anfang Februar 2016 das Agreement on Net Financial Assets¹⁾ (ANFA) veröffentlicht, das eine vertragliche Absprache aller Zentralbanken des Eurosystems ist. Übergeordnetes Ziel des ANFA ist es, sicherzustellen, dass die nicht geldpolitischen Aktivitäten der nationalen Zentralbanken mit der gemeinsamen Geldpolitik des Eurosystems vereinbar sind. Die Unterscheidung zwischen geldpolitischen Aufgaben, die gemeinsam und nach einheitlichen Regeln vom Eurosystem wahrgenommen werden, und nicht geldpolitischen Operationen, die sonstige nationale Aufgaben einer einzelnen Zentralbank widerspiegeln, ist eine Besonderheit der Europäischen Währungsunion und nicht vergleichbar mit dem institutionellen Rahmen anderer, einzelstaatlicher Währungsräume. Das Entstehen und die Ausgestaltung des ANFA lassen sich auf besondere rechtliche und ökonomische Entstehungsgründe zurückführen.

Wahrnehmung nationaler Aufgaben auf eigene Rechnung wurde bei Gründung der Währungsunion bewusst zugelassen, ...

Bei Gründung der Währungsunion beschlossen die Mitgliedstaaten, nur die Aufgaben und Funktionen der Zentralbanken auf die Gemeinschaftsebene zu übertragen, die zur Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik im gesamten Euro-Raum erforderlich sind. Dies bedeutet, dass die nationalen Zentralbanken als unabhängige Institutionen neben ihren in der ESZB-Satzung verankerten gemeinsamen Aufgaben auch nationale Aufgaben auf Basis nationaler Rechtsgrundlagen eigenständig wahrnehmen können. Diese nationalen Aufgaben können beispielsweise auf der Aktivseite der Notenbankbilanz den Erwerb nicht geldpolitischer Wertpapiere für allgemeine Anlagezwecke oder auf der Passivseite die Hereinnahme von Einlagen öffentlicher Haushalte oder anderer Notenbanken und internationaler Institutionen umfassen.²⁾

Gemäß Artikel 14.4 ESZB-Satzung müssen aber alle nicht geldpolitischen Tätigkeiten mit den Aufgaben und Zielen des ESZB vereinbar sein.³⁾ Sofern die Geschäfte der nationalen Zentralbanken auf eigene Rechnung Liquiditätswirkung haben, können sie in Konflikt mit der geldpolitisch gewünschten Liquiditätsposition⁴⁾ stehen. Würde der EZB-Rat (mit einer Zweidrittelmehrheit) bestimmte Geschäfte nationaler Zentralbanken auf eigene Rechnung beispielsweise als nicht vereinbar mit der Ausrichtung der Geldpolitik einschätzen, müsste er diese nach Artikel 14.4 ESZB-Satzung untersagen. In diesem Zusammenhang kann das ANFA als freiwilliges, selbstbindendes Abkommen der Eurosystem-Notenbanken interpretiert werden. Es trägt präventiv dazu bei, dass EZB-Ratsbeschlüsse auf Basis von Artikel 14.4 ESZB-Satzung in der Regel nicht notwendig werden, indem es einen beschränkenden Rahmen für den aus nicht geldpolitischen Tätigkeiten resultierenden Liquiditätseffekt liefert. Dennoch bleibt die jederzeitige Möglichkeit zum Einschreiten des EZB-Rats nach Artikel 14.4 ESZB-Satzung unberührt.

Zu Beginn der Währungsunion 1999 hatte das Eurosystem eine aggregierte Bilanzsumme von knapp 700 Mrd €. Knapp drei Viertel dieses Betrages entfielen auf nicht geldpolitische Aktiva (vgl. Schaubild auf S. 90), die sich in unterschiedlicher Höhe auf die einzelnen nationalen Zentralbanken verteilten. Auch die offiziellen Währungsreserven (d. h. nicht in Euro denominierte

... darf aber die Durchführung der Geldpolitik nicht beeinträchtigen

Entstehungsgründe für das Halten von Finanzanlagen für nicht geldpolitische Zwecke gehen auf die Zeit vor Euro-Einführung zurück

1 Vgl.: EZB, Agreement of 19 November 2014 on Net Financial Assets (https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_anfa_agreement_19nov2014_f_sign.pdf).

2 Daneben führt die Bundesbank auch nationale Aufgaben aus, die nicht bilanzwirksam sind. Hierzu zählt z. B. die Marktpflege für Bundeswertpapiere als Fiskalagent für den Bund.

3 Vgl.: Art. 14.4 ESZB-Satzung: „Die nationalen Zentralbanken können andere als die in dieser Satzung bezeichneten Aufgaben wahrnehmen, es sei denn, der EZB-Rat stellt mit Zweidrittelmehrheit der abgegebenen Stimmen fest, dass diese Aufgaben nicht mit den Zielen und Aufgaben des ESZB vereinbar sind. Derartige Aufgaben werden von den nationalen Zentralbanken in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung wahrgenommen und gelten nicht als Aufgaben des ESZB.“

4 Die Liquiditätsposition des Bankensystems ist ein zentraler Ansatzpunkt für die Durchführung der Geldpolitik, vgl.: Deutsche Bundesbank, Strukturelle Liquiditätsposition des Bankensystems, Monatsbericht, Juni 2015, S. 36 f.

Aktiva) der nationalen Zentralbanken, die auf Grundlage des Unionsrechts vom Eurosystem gehalten und verwaltet werden, fallen in der Logik des ANFA in diese Kategorie. Sie machten seinerzeit mit rund 337 Mrd €⁵⁾ den wesentlichen Anteil an der aggregierten Bilanz des Eurosystems aus. Neben den geldpolitischen Geschäften für den einheitlichen Euro-Währungsraum in Höhe von damals 185 Mrd € machten zu diesem Zeitpunkt auch in Euro denominated Wertpapiere, die für nicht geldpolitische Zwecke gehalten wurden, einen signifikanten Teil der Eurosystem-Bilanz aus. Die historischen Entstehungsgründe für das Halten dieser Portfolios werden im Folgenden näher erläutert.

Die von nationalen Zentralbanken vor Stufe 3 der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU)⁶⁾ gehaltenen, in den Vorgängerwährungen des Euro denominierten Finanzanlagen lassen sich grob in drei Kategorien einteilen.

Erstens hielten die nationalen Zentralbanken Wertpapiere mit engem Bezug zu ihrer in Stufe 2 der EWWU durchgeführten Geldpolitik. Dabei handelte es sich vornehmlich um geldpolitische Wertpapierbestände in Form von Staatsanleihen (denominiert in jeweiliger heimischer Währung) sowie um Wertpapierbestände, die als Währungsreserven gehalten wurden und in den Währungen späterer Euro-Mitgliedsländer denominiert waren (insbesondere auf D-Mark und Französische Francs lautende Papiere). In Stufe 2 der EWWU wurden die Geldpolitiken der Mitgliedstaaten zwar eng koordiniert, verblieben aber in nationaler Verantwortung. Mit EWWU-Eintritt verloren diese Wertpapierbestände den Charakter nationaler geldpolitischer Papiere beziehungsweise Währungsreserven: Für die Durchführung der Geldpolitik benötigte das Eurosystem zu Beginn der EWWU keine Wertpapiere, da der ursprüngliche geldpolitische Implementierungsansatz ausschließlich auf befristeten Refinanzierungsgeschäften beruhte. Daher wurden diese Wertpapiere mit Einführung der Gemeinschaftswäh-

rung als „heimische, nicht geldpolitische Aktiva“ deklariert. Der Wertpapierbestand, der originär aufgrund eines Bezugs zur Geldpolitik vor der Währungsunion entstanden ist, belief sich auf rund 22 Mrd €. Er wurde im aggregierten Bilanzausweis des Eurosystems in der damaligen Aktivposition 6 „Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet“ ausgewiesen.⁷⁾

Zweitens wiesen manche nationale Zentralbanken auch in ihrer jeweiligen Heimatwährung denominated „heimische Aktiva“ ohne direkten Bezug zur Geldpolitik aus. Diese wurden zum Beispiel zu Zwecken der Wertpapierleihe oder zur Marktpflege verwendet. Daneben hielten manche nationale Zentralbanken schon vor Stufe 3 der EWWU Portfolios zu Anlagezwecken, die explizit als Gegenposten zum Grundkapital, den Rücklagen und Pensionsrückstellungen deklariert waren. Im aggregierten Bilanzausweis des Eurosystems sind diese sogenannten „Eigenmittelportfolios“ Bestandteil der Finanzanlagen im damaligen Aktivposten 8

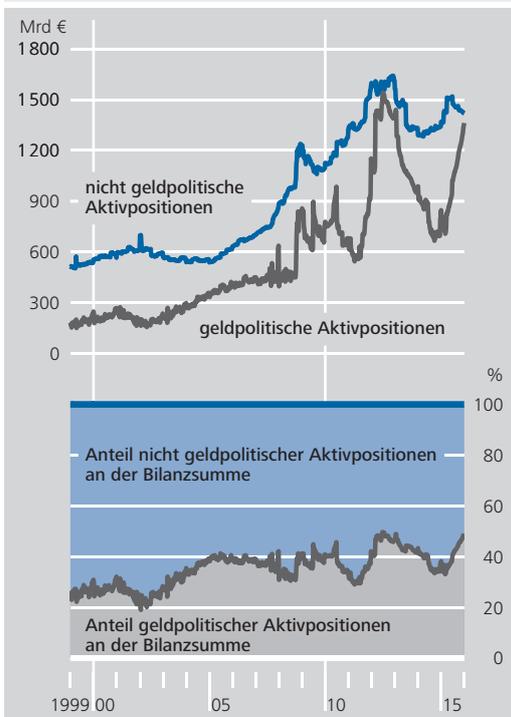
5 Währungsreserven werden hier aus Vereinfachungsgründen in einer weiten bilanziellen Abgrenzung definiert und umfassen die Aktivpositionen 1 „Gold und Goldforderungen“, 2 „Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ und 3 „Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet“. Zur genauen statistischen Abgrenzung der Währungsreserven vgl.: EZB (2000), *Statistical Treatment of the Eurosystem's international reserves* (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/statintreserves.pdf>).

6 Die Verwirklichung der EWWU verlief ab dem 1. Juli 1990 in drei Stufen. Vgl.: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.de.html>. Mit Beginn der 3. Stufe der EWWU am 1. Januar 1999 wurde der Euro als Gemeinschaftswährung eingeführt und die Durchführung der gemeinsamen Geldpolitik auf das Europäische System der Zentralbanken übertragen.

7 Vgl.: EZB, *Konsolidierte Eröffnungsbilanz des Eurosystems vom 1. Januar 1999* (<http://www.ecb.europa.eu/press/pdf/wfs/1999/fs990101en.pdf>) sowie die dazugehörigen Erläuterungen (http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1999/html/pr990105_1.en.html). Zu Aktivposition 6 wird ausgeführt: „Partly related to previous monetary policy operations are also holdings of marketable securities issued by euro area residents and denominated in euro (asset item 6) which amounted to € 21.6 billion“. Gemäß dem derzeit gültigen Bilanzgliederungsschema entspricht dies der Aktivposition 7.2. Die Bundesbank hat beim Eintritt in die EWWU keine solchen Wertpapiere gehalten, vgl. *Eröffnungsbilanz vom 1. Januar 1999* (http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Geschaeftsberichte/1998_geschaeftsbericht.pdf).

Geldpolitische und nicht geldpolitische Aktivpositionen des Eurosystems

Wochenwerte



Quelle: EZB.
 Deutsche Bundesbank

„Sonstige Aktiva“.⁸⁾ Die gesamten sonstigen Aktiva beliefen sich zu Beginn der Währungsunion Eurosystem-weit auf 85 Mrd €, wobei die Finanzanlagen einen nicht unerheblichen Teil davon ausmachten.

Drittens hielten manche nationale Zentralbanken auch Altbestände aus der Umwandlung ehemaliger, nicht handelbarer oder den Marktbedingungen nicht entsprechender Forderungen gegen die öffentliche Hand in lang laufende, marktfähige Staatstitel. Die letztgenannte Position resultierte aus dem Übergang zu den Anforderungen des Artikels 104 Maastricht-Vertrag (heute: Art. 123 AEUV), der seit 1994 eine Einstellung der Kreditvergabe der Notenbank an den Staat gebietet (Verbot der monetären Staatsfinanzierung). Diese Papiere beliefen sich Eurosystem-weit auf rund 60 Mrd € und wurden im aggregierten Bilanzausweis des Eurosystems im Aktivposten 7 „Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte“ ausgewiesen.⁹⁾ Die jeweiligen Staaten haben sich

mittels individueller Abbaupfade verpflichtet, diese Schuld gegenüber ihren Notenbanken graduell abzuschmelzen.

Diese historischen Entstehungsgründe spielen 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. Am aktuellen Rand belaufen sich die nicht geldpolitischen Aktivpositionen im Eurosystem auf rund 1 400 Mrd € und machen einen Anteil von knapp über 50% der konsolidierten Bilanzsumme aus (vgl. nebenstehendes Schaubild).

Den nationalen Zentralbanken gesteht das ANFA eine selbständige Verwaltung nationaler Portfolios zu. Der Aufbau solcher Portfolios führt im Ergebnis genauso zur Bereitstellung von Zentralbankgeld, das heißt Schaffung von Liquidität, wie die Durchführung geldpolitischer Geschäfte. Solange sichergestellt ist, dass die Zinssätze und insbesondere die Liquidität am Markt weiterhin mit dem zur Verfügung stehen-

ANFA zum Schutz der Geldpolitik

⁸ Vgl.: EZB, a. a. O. In den Erläuterungen zu Aktivposition 8 heißt es: „The position other assets is a collective item including, in particular, [...] and other financial assets (e.g. equity shares, participating interests, investment portfolios related to central banks' own funds, pension funds and severance schemes or securities held due to statutory requirements) [...]“. Gemäß dem derzeit gültigen Bilanzgliederungsschema werden Eigenmittelpartfolios in der Unterposition „Finanzanlagen“ der Aktiva 11 abgebildet. Die Bundesbank hat beim Eintritt in die EWWU kein Eigenmittelportfolio gehalten.

⁹ Vgl.: EZB, a. a. O. In den Erläuterungen zu Aktivposition 7 heißt es: „General government debt denominated in euro shows outstanding non-marketable claims on euro area governments stemming from before 1 January 1994, from which date onwards EU NCBs could no longer provide credit facilities to governments or make direct purchases of debt instruments from governments. This debt will have to be redeemed by governments in due course.“ Gemäß dem derzeit gültigen Bilanzgliederungsschema entspricht dies der Aktivposition 8. Die Bundesbank hat beim Eintritt in die EWWU eine Forderung gegenüber dem Bund in Höhe von rd. 4,4 Mrd € ausgewiesen. Deren Entstehung geht auf die Währungsreform im Jahr 1948 zurück. In Zusammenhang mit Art. 104 des Maastricht-Vertrages ist festgelegt worden, dass die Ausgleichsforderungen ab dem Jahr 2024 in zehn Jahresraten getilgt werden (vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Ausgleichsforderungen aus der Währungsreform von 1948 und Fonds zum Ankauf von Ausgleichsforderungen, Monatsbericht, November 1995, S. 55–69).

den geldpolitischen Instrumentarium in angemessener Weise beeinflusst werden können, ist dies für die Liquiditätssteuerung nicht problematisch.¹⁰⁾ Die aus dem Aufbau von nicht geldpolitischen Portfolios zur Verfügung gestellte Liquidität deckt einen Teil des Liquiditätsbedarfs des Bankensystems im Euro-Raum, was bei der volumenmäßigen Kalibrierung zuteilungsbegrenzter geldpolitischer Operationen entsprechend berücksichtigt wird. Grundsätzlich beeinflussen jedoch nicht nur Wertpapiergeschäfte, sondern alle bilanzwirksamen nicht geldpolitischen Geschäfte einer Zentralbank die Liquiditätsposition des Bankensektors. Um zu verhindern, dass die Liquidität am Markt durch diese Geschäfte in einem geldpolitisch nicht gewünschten Umfang steigt, ist es erforderlich, die Veränderung aller nicht geldpolitischen Positionen zu überwachen.

In den Anfangsjahren der Währungsunion hat sich daher eine umfassendere Sicht auf die Liquiditätseffekte aus nicht geldpolitischen Tätigkeiten entwickelt. Im Jahr 2002, also drei Jahre nach Beginn der Währungsunion, kam der EZB-Rat zu dem Schluss, dass künftig eine gemeinsame Koordinierung nicht nur der Entwicklung der in Euro denominierten Wertpapierpositionen, sondern aller nicht geldpolitischen Bilanzpositionen der nationalen Zentralbanken vorteilhaft wäre. Um die Geldpolitik wirksam zu schützen, schlossen die an der Währungsunion teilnehmenden nationalen Zentralbanken und die EZB daher Anfang 2003 die Vereinbarung über Netto-Finanzaktiva (ANFA).

Grundsätzliche Rolle des ANFA im Zusammenhang mit der Implementierung der Geldpolitik

Die Zentralbank kann die kurzfristigen Zinsen am Markt dadurch steuern, dass sie den Geschäftsbanken geldpolitische Kredite zu einem bestimmten Zinssatz (dem Leitzins) anbietet. Das Eurosystem bezeichnet solche Kreditopera-

tionen als liquiditätsbereitstellende Operationen oder Refinanzierungsgeschäfte. Die Geschäftsbanken haben ein besonderes Interesse an der Nutzung dieser Geschäfte, wenn sich das Bankensystem in einem sogenannten strukturellen Liquiditätsdefizit gegenüber dem Eurosystem befindet.¹¹⁾ Zentralbankguthaben und Banknoten sind Bestandteile des sogenannten Zentralbankgeldes. Der Banknotenumlauf trägt grundsätzlich zur strukturellen Liquiditätsnachfrage des Bankensystems bei. Bargeldabhebungen der Bankkundschaft führen dazu, dass die Geschäftsbanken sich neue Bargeldvorräte bei der Zentralbank beschaffen müssen, wodurch ihre Zentralbankguthaben abnehmen. Auch die vom Eurosystem festgesetzte Mindestreservepflicht trägt zu einer Liquiditätsnachfrage des Bankensystems bei.

Im Grundsatz wird die Umsetzung der Geldpolitik über ein strukturelles Liquiditätsdefizit angestrebt.¹²⁾ Die Zentralbank kann ein bestehendes strukturelles Liquiditätsdefizit des Bankensystems dadurch bewahren, dass sie den Umfang nicht geldpolitischer Aktivpositionen in der Notenbankbilanz begrenzt. Der Banknotenumlauf auf der Passivseite ist dabei ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Länge der Zen-

Strukturelles Liquiditätsdefizit als ursprünglicher Ansatzpunkt für die Durchführung der Geldpolitik durch das Eurosystem

¹⁰ Instrumente zur Durchführung von Offenmarktgeschäften sollen ein ordnungsgemäßes Funktionieren des Geldmarkts gewährleisten und den Banken helfen, ihren Liquiditätsbedarf reibungslos und in gut organisierter Weise zu decken. Vgl.: Leitlinie (EU) 2015/510 der Europäischen Zentralbank vom 19. Dezember 2014 über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems (EZB/2014/60), Erwägungsgründe 9 und 13 (http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_091_r_0002_de_txt.pdf).

¹¹ Die strukturelle Liquiditätsposition des Bankensystems gegenüber dem Eurosystem lässt sich über die Zentralbankbilanz ermitteln. Übersteigt die Höhe der liquiditätsabsorbierenden Faktoren (z. B. Banknotenumlauf und Mindestreserve) die Höhe der liquiditätsbereitstellenden Faktoren (d. h. autonome Faktoren und geldpolitische Wertpapierportfolios), besitzt das Bankensystem ein strukturelles Liquiditätsdefizit, das durch geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte gedeckt wird. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Strukturelle Liquiditätsposition des Bankensystems, Monatsbericht, Juni 2015, S. 36 f.

¹² Vgl.: Agreement of 19 November 2014 on Net Financial Assets, Präambel (1): „The implementation of the single monetary policy is more efficiently achieved if the euro area banking sector has a liquidity deficit vis-à-vis the Eurosystem. A liquidity deficit allows for the continuous provision of liquidity by way of Eurosystem monetary policy operations.“

tralbankbilanz und auch ihr Wachstum im Zeitverlauf. Auf der Aktivseite verändert sich entsprechend der Umfang der geldpolitischen, liquiditätsbereitstellenden Operationen.¹³⁾ Wären in der Vergangenheit die nicht geldpolitischen Wertpapierbestände der nationalen Zentralbanken übermäßig angewachsen, hätte sich im Euro-Raum ein struktureller Liquiditätsüberschuss ergeben können. Zwar kann das Eurosystem auch in einem solchen Umfeld wieder ein strukturelles Liquiditätsdefizit erzeugen, indem es die Mindestreserve erhöht oder strukturelle liquiditätsabsorbierende Geschäfte anbietet (etwa durch die Emission von Zentralbankschuldverschreibungen). Doch würde es dadurch die Kosten der gemeinsamen Geldpolitik erhöhen, während die zusätzlichen Einnahmen aus den nationalen Anlageportfolios allein den nationalen Zentralbanken zufließen würden.

Höhe des notwendigen strukturellen Liquiditätsdefizits aus geldpolitischen Erwägungen abgeleitet

Die geldpolitische Steuerung der kurzfristigen Zinsen wird durch ein strukturelles Liquiditätsdefizit vereinfacht, weil Banken damit in eine Refinanzierung bei der Zentralbank gezwungen werden. Die konkrete Höhe des dafür erforderlichen strukturellen Liquiditätsdefizits wird im Euro-Währungsgebiet vom EZB-Rat aus geldpolitischen Erwägungen bestimmt.¹⁴⁾ Grundsätzlich können Zentralbanken ein bestehendes Liquiditätsdefizit des Bankensystems durch verschiedenartige geldpolitische Geschäfte decken. Alternativ zu revolving angebotenen Kreditoperationen kann eine Zentralbank auch durch endgültige Ankäufe von längerfristigen Wertpapieren Liquidität bereitstellen und das Liquiditätsdefizit verringern. So steuerte beispielsweise das Federal Reserve System in der Vergangenheit die strukturelle Liquiditätsposition aktiv durch tägliche Ankäufe beziehungsweise Verkäufe von Anleihen des Zentralstaates.¹⁵⁾ Grundsätzlich wäre es auch für das Eurosystem möglich, das Liquiditätsdefizit mit strukturellen geldpolitischen Maßnahmen, etwa längerfristigen Kreditgeschäften oder endgültigen Ankäufen von Wertpapieren, zu steuern. Das Eurosystem machte seinerzeit von dieser Möglichkeit jedoch keinen Gebrauch.

Mit den umfangreichen geldpolitischen Wertpapierankäufen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) hat die Geldpolitik des Eurosystems auch bezüglich der strukturellen Liquiditätsposition des Bankensystems eine neue Situation herbeigeführt: Anstelle des bisherigen strukturellen Liquiditätsdefizits verfügt das Bankensystem über einen strukturellen Liquiditätsüberschuss. Auch die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit Laufzeiten von bis zu vier Jahren haben in hohem Umfang Liquidität bereitgestellt und die konsolidierte Bilanz des Eurosystems stark verlängert. Diese geldpolitischen Sondermaßnahmen sollen über verschiedene Kanäle der geldpolitischen Transmission auf die Preisentwicklung wirken.¹⁶⁾

Auch in diesem Umfeld ist es weiterhin notwendig, die Liquiditätszufuhr aus nicht geldpolitischen Geschäften zu begrenzen. Während in der Vergangenheit im Rahmen des ANFA das Ziel im Mittelpunkt stand, ein strukturelles Liquiditätsdefizit zu wahren, regelt es im aktuellen Umfeld den aus geldpolitischen Überlegungen abgeleiteten maximalen strukturellen Liquiditätsüberschuss.¹⁷⁾ Damit wird gewährleistet, dass operative geldpolitische Zielsetzungen des EZB-Rats hinsichtlich der Bilanzsummenentwicklung des Eurosystems mittels geldpolitischer Instrumente – und nicht durch nicht geldpolitische

Paradigmenwechsel der Geldpolitik führt aktuell zur Steuerung eines maximal zulässigen Liquiditätsüberschusses

¹³ Vgl.: U. Bindseil (2004), *Monetary Policy Implementation*, Oxford University Press, S. 49 ff.; sowie D. Gros und F. Schobert (1999), *Excess Foreign Exchange Reserves and Overcapitalisation in the Eurosystem*, IFO Schnelldienst 19/99, S. 25–35.

¹⁴ Vgl.: Agreement of 19 November 2014 on Net Financial Assets, Präambel (2): „The liquidity deficit needs to be preserved at a level that is sufficient to efficiently implement monetary policy and the Governing Council is competent to determine this level.“

¹⁵ Die Bundesbank hat dagegen in der Vergangenheit den Aufbau eines größeren Bestandes langfristiger Staatsanleihen weitgehend vermieden, um nicht den Verdacht der Finanzierung öffentlicher Haushaltsdefizite zu erwecken.

¹⁶ Zu den Transmissionskanälen der Sondermaßnahmen siehe EZB Wirtschaftsbericht, 7/ 2015, Kasten 1.

¹⁷ Vgl.: Agreement of 19 November 2014 on Net Financial Assets, Präambel (12): „If monetary policy operations are conducted with the explicit intention to actively create a liquidity surplus situation, the Governing Council may consider setting a Eurosystem maximum liquidity surplus to be used as the basis for the annual calibration exercise.“

Aktivitäten nationaler Zentralbanken – erreicht werden.

Wirkungen und Kalibrierungsmechanik des ANFA

Um im besonderen Kontext der EWWU sicherzustellen, dass die nicht geldpolitischen Aktivitäten der nationalen Zentralbanken mit der gemeinsamen Geldpolitik des Eurosystems vereinbar sind, wurden verschiedene Regelungen erlassen.

ANFA legt Obergrenze für nicht geldpolitische Netto-Finanzaktiva des Eurosystems fest, ...

Das ANFA erlegt den nationalen Zentralbanken des Eurosystems generelle Obergrenzen für ihre nicht geldpolitischen Bilanzaktivitäten auf. Die aus solchen Aktivitäten resultierenden sogenannten Netto-Finanzaktiva umfassen alle nicht geldpolitischen Aktivpositionen abzüglich der nicht geldpolitischen Passivpositionen des Eurosystems. Im Fokus stehen die aus diesen Positionen resultierenden aggregierten Liquiditätseffekte für den einheitlichen Währungsraum.

... während Einzeltransaktionen der nationalen Zentralbanken einer gesonderten Leitlinie unterliegen

Einzelne Transaktionen oder Geschäftsarten unterliegen hingegen nicht dem ANFA, sondern unter anderem der Richtlinie zum Management heimischer, das heißt in Euro denominierter, Aktiva und Passiva (DALM-Leitlinie)¹⁸. In der DALM-Leitlinie werden diverse Melde- und Zustimmungspflichten für bestimmte, auf Euro lautende nicht geldpolitische Transaktionen der nationalen Zentralbanken festgelegt. Die so generierten Informationen sollen dem Eurosystem die Steuerung der Liquiditätsposition des Bankensektors erleichtern, was wiederum essenziell für die volumenmäßige Kalibrierung befristeter zuteilungsbegrenzter geldpolitischer Operationen ist.¹⁹ Des Weiteren ist für nicht geldpolitische Transaktionen der nationalen Zentralbanken, deren Netto-Liquiditätseffekt innerhalb eines Geschäftstages 200 Mio € übersteigt, im Vorfeld eine interne Abstimmung mit der EZB („prior approval“) vorzunehmen (vgl. Art. 7 (1) i. V. m. Art. 8 und Anhang 1 der DALM). Zudem finden sich in dieser Leitlinie Bestimmungen, wonach die Verzinsung von Einlagen öffent-

licher Haushalte bei den nationalen Zentralbanken nicht rentierlicher sein darf als vergleichbare marktübliche Sätze. Dies soll unter anderem Anreize für die öffentliche Hand schaffen, diese Gelder im Markt anzulegen und somit das Liquiditätsmanagement des Eurosystems vereinfachen.

Das ANFA regelt in Verbindung mit den vom EZB-Rat festgelegten geldpolitischen Parametern den maximal zulässigen Gesamtumfang der Netto-Finanzaktiva des Eurosystems und verteilt sie auf die nationalen Zentralbanken. Der jährliche Verteilungsprozess (sog. Kalibrierung) erfolgt in zwei Schritten.²⁰

Jährliche ANFA-Kalibrierung

Zunächst wird das insgesamt zur Verfügung stehende Volumen der Netto-Finanzaktiva definiert und proportional gemäß dem jeweiligen Anteil der nationalen Zentralbanken am EZB-Kapital auf diese verteilt. Hieraus ergeben sich die sogenannten Erstansprüche („entitlements“) einer nationalen Zentralbank auf Netto-Finanzaktiva. In einem zweiten Schritt wird die geplante Nutzung dieser Spielräume durch die nationalen Zentralbanken erhoben, da es sowohl Zentralbanken geben kann, deren gewünschte Netto-Finanzaktiva für das nächste Jahr über den zuteilten Erstansprüchen liegen, als auch Zentralbanken, die nur in geringerem Umfang Netto-Finanzaktiva halten wollen. Innerhalb bestimmter Grenzen findet daher eine temporäre Umverteilung ungenutzter Spielräume für die Haltung von Netto-Finanzaktiva an solche nationale Zentralbanken statt, die gemessen am

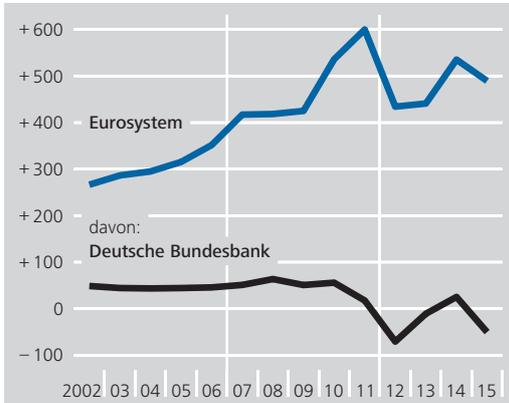
¹⁸ Vgl.: EZB, Guideline of the European Central Bank of 20 February 2014 on domestic asset and liability management operations by the national central banks, Präambel (1): „[...] when carrying out operations in domestic assets and liabilities on their own initiative, such operations should not interfere with the single monetary policy.“ (https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_ecb_2014_9__f_sign.pdf).

¹⁹ Ein solches Liquiditätsmanagement im Eurosystem hat eine besondere Relevanz für die Ermittlung des Benchmark-Zuteilungsbetrages in befristeten Refinanzierungsoperationen. Vgl.: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/pdf/How_to_calculate_the_benchmark.pdf. Dies gilt insbesondere für ein Umfeld, in dem statt eines Mengentenders mit Vollzuteilung Liquidität rationiert zugeteilt wird. Dies war im Eurosystem bis Oktober 2008 der Fall.

²⁰ Vgl.: Agreement of 19 November 2014 on Net Financial Assets, Art. 2 i. V. m. Anhang 2.

Netto-Finanzaktiva der Deutschen Bundesbank und des Eurosystems

Mrd €



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
Deutsche Bundesbank

EZB-Kapitalschlüssel überproportional hohe Bestände an Netto-Finanzaktiva halten wollen. Sollte eine ihren Spielraum nicht nutzende Zentralbank diesen in den Folgejahren nutzen wollen, kann sie dies innerhalb der vom ANFA vorgesehenen Mechanismen tun. Zudem verbleibt ein gewisser Puffer bei den Netto-Finanzaktiva abgebenden nationalen Zentralbanken. Dieser dient als Sicherheit, falls im Laufe des Jahres die erwarteten Bestände an Netto-Finanzaktiva doch höher ausfallen, was zum Beispiel durch nicht direkt kontrollierbare Entwicklungen auf der Passivseite der Zentralbankbilanz geschehen kann.

Aus beiden Schritten ergeben sich letztlich die endgültigen Obergrenzen für Netto-Finanzaktiva („ceilings“), die die nationalen Zentralbanken im Jahresdurchschnitt nicht überschreiten dürfen. Mit dem beschriebenen Verteilungsmechanismus für Netto-Finanzaktiva und der daraus resultierenden Festlegung der Obergrenzen soll sichergestellt werden, dass die nationalen Zentralbanken in ihrer Bilanzautonomie – bezogen auf nicht geldpolitische Geschäfte – nicht mehr beschränkt werden, als es geldpolitische Erwägungen erfordern. Gleichzeitig ist aber gewährleistet, dass die Netto-Finanzaktiva im Aggregat den aus geldpolitischen Erwägungen ermittelten zulässigen Gesamtumfang nicht überschreiten.

Entwicklung der Netto-Finanzaktiva bei der Bundesbank

In der Vergangenheit hat die Bundesbank in einem vergleichsweise geringen Umfang Netto-Finanzaktiva gehalten. Sie hat so dazu beigetragen, ein ausreichendes strukturelles Liquiditätsdefizit für die Geldpolitik aufrechtzuerhalten. Die Netto-Finanzaktiva der Bundesbank entwickelten sich im Zeitraum 2002 bis 2010 relativ stabil und lagen durchschnittlich bei 46 Mrd € (vgl. nebenstehendes Schaubild). Ab dem Jahr 2011 nahmen die Netto-Finanzaktiva der Bundesbank dann deutlich ab und erreichten im Jahr 2015 einen negativen Durchschnittswert von – 17 Mrd €. Stichtagsbezogen lagen sie per 31. Dezember 2015 bei – 50 Mrd €.

Im Vergleich dazu stiegen die Netto-Finanzaktiva des Eurosystems (einschl. der Bundesbank) zwischen 2002 und 2011 kontinuierlich von 267 Mrd € auf 600 Mrd €. Danach reduzierten sie sich wieder und lagen Ende 2015 noch bei 490 Mrd €.

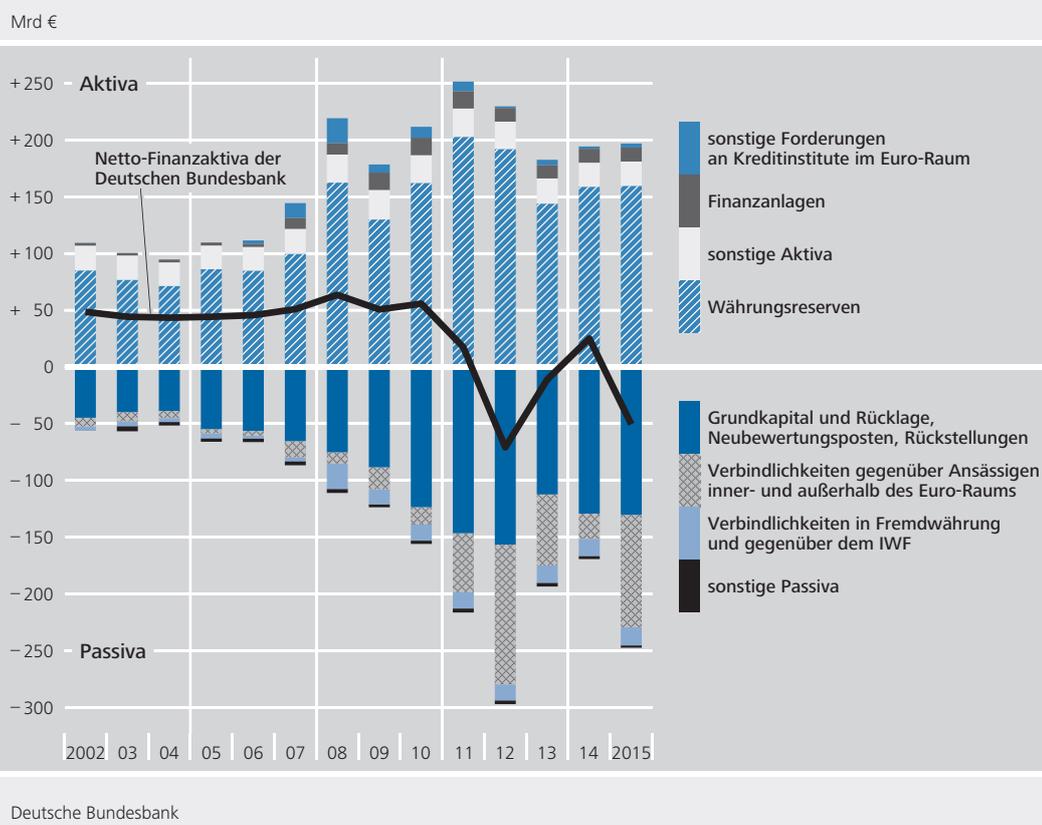
Um die Entwicklung der Netto-Finanzaktiva der Bundesbank genauer zu erläutern, ist ein Blick auf die Aktiv- und Passivpositionen der Bilanz notwendig (vgl. Schaubild auf S. 95). Für den negativen Betrag der Netto-Finanzaktiva der Bundesbank Ende 2015 waren vor allem passivseitige Entwicklungen verantwortlich, die von ihr nicht direkt steuerbar sind. Dazu zählen Veränderungen in Euro denominierter Einlagen von Institutionen und Notenbanken außerhalb des Währungsraumes sowie von Einlagen öffentlicher Haushalte und sonstiger Finanzintermediäre im Euro-Währungsgebiet. So verdoppelten sich in Euro denominierte Einlagen von nicht im Euro-Raum ansässigen Institutionen und Notenbanken²¹⁾ im Jahresverlauf auf 27 Mrd €. Diese Entwicklung wurde von einem kontinuierlichen Anstieg der Einlagen öffent-

Bundesbank weist grundsätzlich vergleichsweise geringe Netto-Finanzaktiva auf, ...

... die sich überwiegend durch passivseitige Transaktionen verändern

²¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2015, Bilanz zum 31. Dezember 2015, Passivposition 5 „Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“.

Bestandteile und Struktur der Netto-Finanzaktiva der Deutschen Bundesbank auf Aktiv- und Passivseite der Bilanz



licher Haushalte und sonstiger Finanzintermediäre²²⁾ begleitet, die zum 31. Dezember 2015 ein Volumen in Höhe von 72 Mrd € aufwiesen. Die Erhöhung resultiert vorwiegend aus gestiegenen Einlagen des Bundes, der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung und des Europäischen Stabilitätsmechanismus.

Auf der Aktivseite weist die Bundesbank im Jahr 2015 als größte Position von Netto-Finanzaktiva Währungsreserven in Höhe von 160 Mrd € auf, die sowohl Gold²³⁾ als auch Devisenreserven und Forderungen an den Internationalen Währungsfonds²⁴⁾ umfassen. Auf der Passivseite standen diesen Aktivpositionen größtenteils Ausgleichsposten aus der Neubewertung²⁵⁾ in Höhe von 106 Mrd € gegenüber. Ändert sich beispielsweise der Goldpreis und damit der Wert der Goldbestände der Bundesbank, so wird auch der Ausgleichsposten angepasst, sodass solche Bewertungsänderungen keine Auswirkungen auf das Gesamtvolumen der Netto-Finanzaktiva haben. Zudem hält die Bun-

desbank auf der Aktivseite ein nicht geldpolitisches Euro-Portfolio²⁶⁾, dessen Wert sich zum 31. Dezember 2015 zu fortgeführten Anschaffungskosten auf 12,3 Mrd € belief. Davon entfallen 9,6 Mrd € auf deutsche Pfandbriefe und 2,7 Mrd € auf gedeckte Schuldverschreibungen französischer Emittenten. Diese Wertpapiere bilden einen Gegenposten zum Grundkapital, zur gesetzlichen Rücklage, zur Rückstellung für allgemeine Wagnisse und zu den langfristigen Pensions- und Beihilferückstellungen.²⁷⁾ Darüber hinaus hält die Bundesbank keine weiteren in

22 Vgl.: Deutsche Bundesbank, a. a. O., Passivposition 4 „Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet“.

23 Vgl.: Deutsche Bundesbank, a. a. O., Aktivposition 1 „Gold und Goldforderungen“.

24 Vgl.: Deutsche Bundesbank, a. a. O., Aktivposition 2 „Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets“.

25 Vgl.: Deutsche Bundesbank, a. a. O., Passivposition 13 „Ausgleichsposten aus Neubewertung“.

26 Vgl.: Deutsche Bundesbank, a. a. O., Aktivposition 11 „Sonstige Aktiva“ Unterposition A11.3 „Finanzanlagen“

27 Vgl.: Deutsche Bundesbank, a. a. O., Passivpositionen 12 „Rückstellungen“ und 14 „Grundkapital und Rücklage“.

Euro denominierten Wertpapiere zu Anlagezwecken.²⁸⁾

Die nicht geldpolitischen Wertpapierportfolios anderer nationaler Zentralbanken des Eurosystems haben tendenziell einen vergleichsweise größeren Umfang und somit auch einen größeren Einfluss auf die Entwicklung ihrer Nettofinanzaktiva.

Die Netto-Finanzaktiva der Bundesbank sind, wie beschrieben, zurzeit stark durch das Passivgeschäft geprägt und können insoweit nicht genau gesteuert werden. Im Zuge einer Normalisierung der Geldpolitik und damit möglicherweise einhergehender Verbesserungen des Anlageumfelds am Geldmarkt wäre davon auszugehen, dass die zeitweise recht hohen Einlagen von Nichtbanken bei der Bundesbank auch wieder zurückgehen dürften. Rein bilanzmechanisch würde dies zu einer Erhöhung der Netto-Finanzaktiva der Bundesbank führen, sodass diese künftig wieder positive Werte annehmen könnten.

Nicht geldpolitische Wertpapierportfolios der nationalen Zentralbanken und Verbot der monetären Staatsfinanzierung

Im Verlauf der jüngsten öffentlichen Diskussion um nicht geldpolitische Wertpapierbestände sahen sich Zentralbanken des Eurosystems teilweise dem Vorwurf der Intransparenz ausgesetzt. So wurden nicht geldpolitische Ankäufe insbesondere von heimischen Staatsanleihen durch die jeweiligen nationalen Zentralbanken mit einer durch die europäischen Verträge verbotenen monetären Staatsfinanzierung²⁹⁾ in Verbindung gebracht – insbesondere, soweit die Ausweitung solcher Portfolios parallel zur europäischen Staatsschuldenkrise erfolgte.

Tatsächlich berichten nationale Zentralbanken in unterschiedlicher Granularität über die Art

und Zusammensetzung ihrer nicht geldpolitischen Wertpapierportfolios. Dabei hat Transparenz nachvollziehbare Grenzen: So wäre es nicht wünschenswert, wenn fälschlicherweise der Eindruck entstünde, dass einzelne Emittenten ein herausgehobenes Vertrauen von Zentralbanken genießen, wenn ihre Emissionen teilweise auch von Zentralbanken gehalten werden. Andererseits ist es berechtigt, wenn die Öffentlichkeit die Bilanzen und Finanzausweise der Zentralbanken des Eurosystems in Augenschein nimmt und genauere Erläuterungen einfordert, wo es möglicherweise an Verständlichkeit und Nachvollziehbarkeit mangelt. Dies ist vollkommen legitim und Anzeichen für ein funktionierendes demokratisches Gemeinwesen. Die EZB ihrerseits überwacht die Einhaltung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung und berichtet regelmäßig darüber.³⁰⁾

Die insbesondere in Deutschland vergleichsweise intensiv geführte Debatte um nicht geldpolitische Anleihekäufe von nationalen Zentralbanken des Eurosystem illustriert einmal mehr, dass Staatsanleihekäufe durch die Zentralbank in einer Währungsunion umso erklärungsbedürftiger sind, je größer ihr Umfang und je weniger für Außenstehende erkennbar ist, wel-

28 Vgl.: Deutsche Bundesbank, a. a. O., Aktivposition 7 „Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet“ Unterposition 7.2 „Sonstige Wertpapiere“.

29 Gemäß Art. 123 AEUV dürfen die EZB und die nationalen Zentralbanken keine Staatsanleihen am Primärmarkt erwerben. Darüber hinaus darf, wie auch die Verordnung (EG) Nr. 3603/93 des Rates klargestellt, der Erwerb von Staatsanleihen am Sekundärmarkt nicht genutzt werden, um die Ziele dieses Verbots zu umgehen, und der Erwerb von Staatsanleihen am Sekundärmarkt darf in der Praxis nicht die gleiche Wirkung haben wie der unmittelbare Erwerb von Staatsanleihen am Primärmarkt. Siehe dazu auch EuGH, Rs. C-62/14, Gauweiler, Rn. 97 ff. Ziel des Verbots der monetären Staatsfinanzierung ist insbesondere, die Mitgliedstaaten dazu anzuhalten, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen.

30 Vgl.: EZB, Jahresbericht 2014, Kapitel 2.6.4: „Die EZB überwacht ferner die durch die Zentralbanken der EU-Mitgliedstaaten am Sekundärmarkt getätigten Käufe von Schuldtiteln der öffentlichen Hand – also Käufe inländischer Staatspapiere sowie Käufe von Schuldtiteln, die von anderen Mitgliedstaaten oder von Organen bzw. Einrichtungen der EU begeben wurden. [...] Die für 2014 durchgeführte Überwachung bestätigte, dass die Bestimmungen von Artikel 123 und 124 des VAEU und die diesbezüglichen Ratsverordnungen im Allgemeinen eingehalten wurden.“

che Motivlagen und Zielsetzungen den Wertpapierkäufen im Einzelnen zugrunde liegen.

Bei aller sachlich begründeten Kritik und öffentlichen Debatte über geeignete geldpolitische Maßnahmen des Eurosystems und nicht geldpolitische Aktivitäten der nationalen Zentralbanken sollte jedoch Konsens darüber bestehen, dass das Eurosystem wie jede andere Zentralbank Vermögensgegenstände – einschließlich Kreditforderungen und Wertpapieren – erwerben können muss, um den Liquiditätsbedarf des Bankensystems zu beeinflussen und bei Bedarf darüber hinausgehende geldpolitische Zielsetzungen zu erreichen.

■ Fazit

Das ANFA ist eine vertragliche Absprache zwischen den Zentralbanken des Eurosystems, das heißt den nationalen Zentralbanken und der EZB. Es handelt sich dabei um eine Selbstbeschränkung, die der effizienten Implementierung der Geldpolitik dient. Das ANFA trägt der Besonderheit der Währungsunion Rechnung, in der nationale Zentralbanken weiterhin nationale Aufgaben wahrnehmen. Vor dem Hintergrund des Vorrangs der Geldpolitik ist das ANFA ein sinnvolles Instrument, um die Vereinbarkeit der Geschäfte der nationalen Zentralbanken auf

nationaler Rechtsgrundlage mit der Aufgabenerfüllung des Eurosystems im Rahmen der gemeinsamen Geldpolitik zu gewährleisten. Unabhängig von dieser vertraglichen Absprache besteht jederzeit das Recht des EZB-Rats, der Wahrnehmung nationaler Aufgaben durch die nationalen Zentralbanken zu widersprechen, wenn diese nach Feststellung des EZB-Rats nicht mit den Zielen und Aufgaben des Eurosystems vereinbar sind.

Die Entscheidung für eine Veröffentlichung des ANFA bringt den Willen der Zentralbanken des Eurosystems zum Ausdruck, ihr Handeln transparenter zu machen. Die nationalen Zentralbanken des Eurosystems können im Rahmen der ihnen zugestandenen Bilanzautonomie selbst entscheiden, inwiefern sie die Zusammensetzung ihrer nicht geldpolitischen Forderungen und Verbindlichkeiten veröffentlichen. Dabei gilt es abzuwägen, was im Sinne der Transparenz veröffentlicht werden kann, ohne vertrauliche Informationen zu ihrer Geschäftspolitik, etwa zu ihrem künftigen Anlageverhalten, preiszugeben. Solange dies gewährleistet ist, strebt die Bundesbank in ihren Geschäftsberichten und anderen Publikationen größtmögliche Transparenz an. Denn Transparenz fördert die Glaubwürdigkeit von Zentralbanken und damit das Vertrauen in die Nachhaltigkeit ihrer geldpolitischen Aufgabenerfüllung.

ANFA-Veröffentlichung als weitere Stufe einer gestiegenen Transparenz

ANFA als sinnvolle freiwillige Selbstbeschränkung zum Schutz der Geldpolitik