

Deutsche Bank
Research-Team
Wirtschaft-Sonderbericht
(10. Dezember 2010)

Mechanismen der Kapitalflucht im Eurosystem¹

von Prof. Dr. Peter Garber
Global Strategist

(Übersetzung: Dr. Siegfried von Hohenhau)

Vorbemerkung/Deckblatt

Target-2 gesteuerte grenzüberschreitende (*cross-border*) Zahlungen zwischen Banken aus unterschiedlichen Euroländern generieren automatisch Kreditansprüche zwischen den nationalen Zentralbanken und der EZB und ermöglichen riesige Kapitalflucht einzelner Euroländer zu Lasten der Übrigen. Die nachfolgende Abhandlung² liefert eine kurze technische Diskussion der institutionellen Organisationsabläufe des Europäischen Zentralbanksystems (*ESCB bzw. ESZB*), die dieses Ergebnis hervorrufen.³

Text

Eine cross-border-Zahlung zwischen Banken in zwei Euroländern generiert automatisch Kreditansprüche zwischen den (*beteiligten*) nationalen Zentralbanken (*NZBs*) und der EZB. Dies ist der Mechanismus, der die früheren nationalen Währungen unwiderruflich verbindet, indem er eine Reihe von Währungen, deren Nennwert-Wechselkurse bislang bloß fixiert waren, zu einer einheitlichen Währung zusammenfasst. Er ermöglicht aber auch jedem einzelnen Euroland zu Lasten der Übrigen riesige, automatische Kreditziehung via EZB zwecks Kapitalflucht, die aus der Angst vor Staatsbankrott, Risiken des Bankensystems oder sogar des Bruchs des Euro selbst herrühren kann. In dieser Weise und Dimension ist hier ein Mechanismus im Einsatz, der das Kapital der EZB bei jedem(r) Staatsbankrott/Zahlungsunfähigkeit (*default*) eines Eurolandes verschlingt. Dieser Kommentar liefert eine kurze technische Diskussion der institutionellen Organisationsabläufe des Europäischen Zentralbanksystems (*ESCB bzw. ESZB*) die dieses Ergebnis hervorrufen. Darüber hinaus wird dieses System mit dem der Distriktbanken des US Federal Reserve System verglichen. Das Federal Reserve System weist generell ähnliche technische Einrichtungen auf, aber sie sind nicht so ausgestaltet, dass sie das System automatisch in den Zahlungsausfall irgendeines US Staates verstricken.

Das ESZB übernimmt bei Zahlungsausfall eines seiner Mitglieder automatisch das Hauptrisiko. (1)

Selbstverständlich übernimmt jede Zentralbank als „Kreditgeber der letzten Instanz“ (*lender of last resort*) bei einer systemweiten Liquiditätskrise das Hauptrisiko, sofern sie für ihre Kreditabsicherung geringere als normale Sicherheiten (*collateral*) nimmt. Jedoch hat das

¹ [The Mechanics of Intra Euro Capital Flight](#)

² Die Fußnoten am jeweiligen Seitenende stammen vom Übersetzer; ebenso die (*blau*) gekennzeichneten Einschübe. Die fortlaufenden Fußnoten des Verfassers selbst, (1), (2) ... finden sich im Anhang (LeSvH121212)

³ Siehe hierzu auch Prof. Peter Garber: „Der Target-Mechanismus – Wird er eine Krise in Stadium III verbreiten oder ersticken?“ (USA, 1998/1999). [Deutsche Version](#) [Englische Version](#).

ESZB-System Sicherheitsbedingungen solcher Art, dass es an ein Land mit Zahlungskrise (*dennoch*) großvolumige Ausleihungen gegen Staatsschulden (*als „Sicherheiten“*) vornehmen wird.

Um zu sehen, wie das funktioniert, ist es das Beste zu verfolgen wie eine cross-border-Zahlung durch das System verarbeitet wird. Angenommen, eine Zahlung von 1 Mio. € wird aus irgendeinem normalen Grund von einer griechischen Bank an eine deutschen Bank in Frankfurt gesendet. Der Auftrag (*nicht das Geld!*) wird von der griechischen Bank über das **Target-2-System gesendet**, das ist das von der EZB betriebene einheitliche (*cross-border*) Großsummen-Zahlungssystem. Sofort veranlasst TARGET-2 die unwiderrufliche Einzahlung von 1 Mio. € auf dem Konto der deutschen (*Geschäfts-*)Bank, das diese bei der Deutschen Bundesbank unterhält und subtrahiert 1 Mio. € vom Konto der griechischen (*Geschäfts-*)Bank bei der griechischen Zentralbank (Bank of Greece, BoG). Der Anstieg der Verbindlichkeiten der Bundesbank⁴ wird durch eine *Forderung gegen („Due from“)* die Bank of Greece kurzzeitig ausgeglichen. Spiegelbildlich wird die Reduzierung der Verbindlichkeiten der Bank of Greece⁵ gegenüber der griechischen Geschäftsbank durch eine Buchung *Schuld an („Due to“)* Bundesbank ersetzt.⁶

Am Ende des Tages, werden die bilateralen Forderungen/Verbindlichkeiten (*aus vielerlei gleichgelagerten Zahlungsanweisungen*) verrechnet (*netted*) und auf die Bücher der EZB übertragen, die als Intermediär fungiert und die Risiken der unausgeglichenen cross-border-Bewegungen des Zahlungssystems trägt. (2) Wenn eine NZB aus solchen (*Aus-*)Zahlungen Netto-Ansprüche gegen das System hat, erscheinen diese Vermögenswert in ihrer Bilanz unter der Position „Andere Ansprüche innerhalb des Eurosystems“. Hat eine NZB hingegen aus solchen Zahlungen (*genauer: Zahlungsaufträgen*) Netto-Verbindlichkeiten, erscheinen diese in ihrer Bilanz unter der Position "Sonstige Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems". Eine Zentralbank, die dem System via TARGET-2-Operationen Geld schuldet, zahlt der EZB dafür deren Refinanzierungszinssatz⁷, die ihrerseits diesen Zins der anspruchsberechtigten NZB für deren Forderung zahlt. Es gibt kein Limit für den Umfang der "sonstigen Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems", die eine NZB eingehen kann; und diese Verbindlichkeiten können unbegrenzt mitgeführt werden, denn ein Ausgleich dieser Ungleichgewichte (*aus Verbindlichkeiten/Forderungen*) ist nicht vorgeschrieben.

Wenn ihr hinreichend NZB-Einlagegelder fehlen, kann eine Bank, die eine Auslandsüberweisung plant, auf wöchentliche oder längerfristige Refinanzierungsmittel der EZB zurückgreifen. (3) Sie erhält diese Mittel gegen Bereitstellung akzeptierter Sicherheiten, die auch Staatsanleihen der eigenen Regierung umfassen, Papiere also, die von der eigenen Regierung garantiert werden, auch gegen jedwede Staatsanleihen anderer Euroländer bzw. gegen andere von der eigenen NZB anerkannte Sicherheiten. Dann wird die Auslandszahlung über TARGET-2 organisiert wie oben dargelegt. Da jedoch „Tageslichtüberziehungen“⁸ innerhalb des Systems erlaubt sind und die Bank sich (*dafür von der EZB*) Geld zum wöchentlichen Spitzenrefinanzierungssatz ausleihen kann, können die Zahlungen sofort nahtlos fortgesetzt werden. Auf diese Weise kann die EZB eine Kapitalflucht aus dem Land

⁴ Der Bundesbank (BuBa) wurde eine Auszahlungsverbindlichkeit gegenüber der deutschen Bank *aufgebucht*, ohne dass sie selbst Geld von der BoG erhalten hat (**Entreichung**) – der Zahlungsfluss BoG-BuBa wurde durch bloße Buchung ersetzt!

⁵ Der Bank of Greece wurde eine Auszahlungsverbindlichkeit gegenüber der Deutschen Bank *ausgebucht*, ohne dass sie selbst bezahlt hat – Die Zahlung wurde durch bloße Buchung ersetzt. Die Bank of Greece hat das Geld ihres Bankkunden behalten (**Bereicherung**). Die Konten der BuBa und der BoG sind nicht ausgeglichen!

⁶ Damit sind die Konten der BuBa und der BoG nun wieder (buchmäßig nicht tatsächlich) ausbalanciert.

⁷ Derzeit (2012) 0,75 % p.a.!

⁸ Zinslose Überziehungen innerhalb des kalendermäßigen 24-Studentages bis spätestens 24 Uhr

finanzieren, meist zum aktuellen Zinssatz von 1 %. Dies kann solange fortgesetzt werden, wie die lokalen Banken über Sicherheiten verfügen - oder solche von der Regierung erhalten - und solange die nationalen Staatspapiere (*Bonds/Staatsanleihen*) als Sicherheiten von der EZB akzeptiert werden. (4)

Gleichermaßen könnte sich etwa (wenn sie müßte) eine Regierung der Euro-Zone via EZB selbst dann finanzieren, wenn es ihr - wegen Angst der Marktteilnehmer vor Zahlungsausfällen - nicht möglich wäre neue Bonds am Markt zu verkaufen. Unter solch einem Szenario könnte eine Regierung ihre Anleihen⁹ einer örtlichen Bank verkaufen, die über ihre NZB aus der EZB (*entsprechende*) Mittel herauszieht, und dafür die neuen Sicherheiten¹⁰ bei ihrer NZB hinterlegt. Die Regierung könnte dann diese Mittel verwenden, um ihre/die privaten Gläubiger in anderen Ländern zu bezahlen, die nicht bereit sind bestehende Schulden zu verlängern (*to roll over*).

Tatsächlich ersetzt dann die EZB den ursprünglichen Gläubiger des Landes und übernimmt dessen Stellung als Kreditgeber der fortbestehenden Schulden - indirekt via Sicherheiten bei der NZB. So kann aus der Krise eines einzelnen Eurolandes ein Problem für die europäische Währung entstehen und ein Risiko, das das Kapital der EZB überfordern könnte. Dies besonders dann, wenn sich die Krise des Landes hinreichend lange entwickeln kann und die EZB schließlich - bevor der Zahlungsausfall des Landes eintritt - mit einer signifikanten direkten oder indirekten Forderung dasteht.

Das (*erste*) griechische Rettungspaket und die Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (EFSF)¹¹ im Mai 2010 können dieses Szenario durch Bereitstellung zwischenstaatlicher Finanzierung für laufende Haushaltsdefizite und Rollovers eher verhindern als die de facto Finanzierung der EZB. Nichtsdestoweniger wurde (*bislang*) die vorherrschende EZB Finanzierungsunterstützung noch nicht durch zwischenstaatliche Kredite verdrängt. Und wenn ferner (*alle*) vor 2013 ausgegebene Bonds tatsächlich gegen Restrukturierung abgesichert werden, würde diese fiskalische Lösung die Position der EZB absichern.

Einige Nachweise über die Intermediation der EZB bei Cross-Border-Bewegungen. (5)

Ende 2009, als die griechische Phase der Euro-Staatsschulden-Krise begann, hatte die **EZB** Vermögenswerte (*Assets*) von € 138 Mrd., Kapital und Reserven von € 4.1 Mrd. und „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ von € 10.9 Mrd. Die Summe der Position "Forderungen gegen NZBs aus Betrieb von TARGET-2" betrug € 317 Mrd. und die (*korrespondierende*) „Schuld“¹² € 310 Mrd. Das **ESZB-System** hatte Vermögenswerte von € 1.85 Bil, Kapital und Reserven von € 73 Mrd. und „Revaluation“-Konten von € 192 Mrd. (6)

Bis Ende Mai 2010 stiegen die "Sonstige Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems" in den Büchern der Bank of Greece auf € 79.5 Mrd, gegenüber € 36 Mrd. im August 2009. Dies war nahezu deckungsgleich mit dem Umfang der Kredite der Bank of Greece an inländische Finanzinstitute. ESZB Kredite an als problematisch eingestufte Euroländer wuchsen kontinuierlich vom Ende der griechischen Krisenphase im Mai 2010 bis zum Start der Irischen Phase im Oktober 2010. ESZB-Ausleihungen an Irische Banken (Summe der Ausleihungen abzgl. Guthaben der Einlagefazilität) stiegen von € 84.3 Mrd. auf € 129.4 Mrd. Die Netto-

⁹ Ihre nicht mehr marktfähigen Papiere

¹⁰ „Sicherheiten“

¹¹ Im Originaltext versehentlich EMSF

¹² In erster Linie gegenüber der Deutsche Bundesbank

Ausleihungen des ESZB an Griechenland stiegen von € 84.3 Mrd. auf € 90.1 Mrd. Bei Portugal erfolgte die Erhöhung von € 35.6 Mrd. im Mai auf € 39.9 im Oktober. Spanien war das einzige Land, das eine Nettoerhöhung seiner ESZB-Ausleihungen verzeichnete, von € 85.6 Mrd. im Mai auf € 67 Mrd. im Oktober.

Insgesamt fielen die ESZB-Nettoausleihungen an Finanzinstitute im Euroraum von € 499 Mrd. im Mai 2010 auf € 484 Mrd. im Oktober 2010. Aber die ESZB-Nettoausleihungen an diese vier Länder stiegen von € 290 Mrd. oder 58 % im Mai 2010 auf € 327 Mrd. oder 68 % der Gesamtsumme im Oktober 2010.

Zusammen hielten, als man sich Ende Oktober 2010 in die irischen Phase der Krise bewegte, diese vier Länder 19 % der Vermögenswerte der Euro-Zone; doch entfielen auf sie 68 % der Liquiditätsausleihungen des ESZB via Refinanzierungsfazilitäten. In Griechenland beruhten 17 % der Vermögenswerte des Bankensystems auf Zentralbankkredit. Bei Irland, Portugal und Spanien waren die entsprechenden Zahlen 8 %, 7 % und 2 %.

Im Gegensatz dazu war die Deutsche Bundesbank Ende 2009 Nettoforderungsinhaber gegen die EZB aus "Andere Forderungen innerhalb des Eurosystems", d.h. kumulierter Zahlungszuflüsse¹³ nach Deutschland¹⁴ via Target-2 iHv. € 177 Mrd. oder 30 % ihres Gesamtvermögens von € 588 Mrd. Im Zuge der laufenden Bilanzberichte werden solche Forderungen gegen die EZB mit einigen anderen zusammengefasst und im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank unter der Position "Sonstiges Vermögen" vermeldet. Diese Kategorie stieg von € 209 Mrd. Ende 2009 auf € 286 Mrd. im Mai 2010 bis € 340 Mrd. im September 2010, und reflektierte damit hauptsächlich den (*nur saldenmäßigen!*) Mittelzufluss aus anderen Euro-Mitgliedsländern in das deutsche Bankensystem.¹⁵

Dies zeigt folgendes: Wenn irgendein Land zukünftig seine Schulden nicht mehr bedienen sollte und der Restwert („recovery value“)¹⁶ (*der Ansprüche gegen das Land*) hinreichend gering wäre, dann werden die Kreditsicherheiten der Banken an die NZBs weit weniger wert sein als die (*von den NZBs*) gebuchten Kredite. Natürlich hätte man deshalb, als die Sicherheiten hereinkamen und bewertet wurden, Haircuts (*Sicherheitsabschläge*) vornehmen müssen. Auch hätte dabei die NZB ihre (*vollen*) Kreditansprüche gegen die lokalen Banken behalten. Aber die Forderungen der NZBs gegen ihre Banken wären bis zu einer Entscheidung effektiv eingefroren worden.

Die Frage ist dann, was würde die EZB mit ihren Forderungen gegen die NZB tun? Sofort mag sie nichts tun, da dies ein unerwartetes Ereignis wäre, und sie könnte diese als noch gute, schwebende Forderungen behandeln. Denn nach allem steht die EZB-Forderung für einen (*zeitlich unlimitierten*) Euro-Kredit an die NZB und dafür müssen nur Zinsen zum

¹³ Hier bezogen auf den Privatsektor

¹⁴ D.h., von Auszahlungen der deutschen Bundesbank in das deutsche Bankensystem

¹⁵ Wodurch automatisch via Target-2 ein Anstieg des positiven T2-BuBa-Saldos generiert wird

¹⁶ „Recovery Value“ ist ein stehender Begriff im Anleihemarkt. Für eine riskante Anleihe - den Zahlungsausfall unterstellt - ist der „Recovery Value“ (*iSv. Restwert/Realisierungswert*) der Betrag, den der Gläubiger als tatsächliche Rückzahlung erwartet. Um den angemessenen aktuellen Wert einer riskanten Anleihe zu bestimmen, müssen die Analysten deren Ausfallwahrscheinlichkeit und Restwert bestimmen. Im Fall von Griechenland betrug der aktuelle Restwert der (1.) Altschulden 15 % der ursprünglichen Forderung, hinzu kamen (2.) die an die Gläubiger in Form von EFSF-Bonds bezahlten Beträge plus (3.) die griechischen Neuschulden. Die Hauptsache der neuen Neuschulden belief sich auf 31,5 % der Altschulden, doch wurden sie am Markt nur mit 15 % ihres Ursprungswertes gehandelt. So erzielte der Halter von Euro 100 Altschulden $15 + (.15 \times .315 \times 100) = 15 + 4.73 = \text{Euro } 19.73$

Refinanzierungssatz bezahlt werden. Jedoch wären die Kredite unzureichend abgesichert, sobald die Sicherheiten abgewertet werden. Aber würden die Kredite (*selbst*) deutlich abgewertet, dann würde dies das Kapital und die Reserven der EZB massiv reduzieren. (7)

Im "Protokoll über die Statuten des Europäischen Zentralbankensystems"¹⁷ heißt es in Artikel 33.2 : " Falls die EZB einen Verlust erwirtschaftet, kann der Fehlbetrag aus dem allgemeinen Reservefonds der EZB und erforderlichenfalls nach einem entsprechenden Beschluss des EZB-Rates aus den monetären Einkünften des betreffenden Geschäftsjahres im Verhältnis und bis in Höhe der Beträge gezahlt werden, die nach Artikel 32.5 an die nationalen Zentralbanken verteilt werden.“ Ende 2009 beliefen sich EZB Kapital und Reserven auf € 4.1 Mrd. und deren Gewinn für das Jahr 2009 betrug € 2 .25 Mrd.

NZBs der Euro-Region haften für alle Verluste der EZB entsprechend ihrem Zeichnungskapital an der EZB, wobei Anteile von EU-Ländern, die nicht im Euroverbund sind, vorher herausgerechnet werden. (8) Z.B. wäre die Deutsche Bundesbank für etwa 27 % der Verluste haftbar, die Banque de France für etwa 20 %, die Banca d ' Italia für 18 % und der Banco de España für 12 %. Demnach geht es hier *nicht* um eine Frage der EZB-Solvenz (*Zahlungsfähigkeit*): alle festgestellten EZB-Verluste müssten auf Anruf durch die NZBs zu Lasten von *deren* Kapital und Reserven übernommen werden.

Wie die NZBs diesen Transfer aus ihrem Kapital und Reserven an die EZB verbuchen würden, ist nicht sicher, aber die *politischen* Konsequenzen so einer Übernahme der Verluste aus einer Zahlungsunfähigkeit eines Eurolandes (Fallout) würden wahrscheinlich groß sein, besonders in den finanziell eher konservativen Ländern. Im September 2010 beliefen sich Kapital und Reserven der Deutschen Bundesbank auf € 5 Mrd. und seine „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ (meist Goldbewertung nach oben) auf € 99 Mrd. Eine 27 %-tige Verlustübernahme eines relativ großen festgestellten EZB Verlustes wäre finanziell zu verkraften, aber vermutlich unpopulär.

Den Nationalstaaten gehören die NZBs. Deren Gewinne und Verluste wirken sich direkt fiskalisch auf die nationalen Haushalte aus, so dass ein aus Zahlungsunfähigkeit eines Eurolandes (*z.B. Griechenlands*) resultierender Verlust (*etwa bei der BuBa*) klar anzeigen wird, dass via EZB de facto ein Fiskaltransfer von einer Nationalregierung zu einer anderen stattgefunden hat.¹⁸ Dies ist einer unter vielen Gründen, weshalb die Führenden die Zahlungs-unfähigkeit lieber abwenden bzw. via Bailout-Paketen in die Zukunft kicken. Damit gewinnt die EZB Zeit um sich und in Konsequenz die NZBs vor potentiellen Verlusten zu schützen. Ein Problem tritt auf, wenn zum Zeitpunkt der Staatsschuldenkrise große Portionen der nationalen Bilanz plötzlich in die Bücher der EZB flüchten und dort möglicherweise die Kapazitäten der Bailout-Summen zur Abwendung des ganzen Schlags überfordern.

¹⁷ PROTOKOLL ÜBER DIE SATZUNG DES EUROPÄISCHEN SYSTEMS DER ZENTRALBANKEN UND DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK

¹⁸ „Fiskalisch“ bezieht sich auf die Einnahmen und Ausgaben einer Regierung. Gewinne der NZBs wie der BuBa werden unter diesen Absatz fallen. Zentralbanken haben ihre Gewinne an die Regierungen abzuliefern, deshalb wird diese Quelle der Einnahmen sinken. Wenn die Regierung die Steuern oder Ausgaben nicht verändert, folgt daraus ein höheres Staatsdefizit. Dafür müssen die Steuerzahler zukünftig zahlen.

Schlussfolgerungen

Im ersten Stadium erscheint eine Intra-Eurozonen-Kapitalflucht als Kredit der EZB an die NZB des Landes, von dem das Kapital flieht. Die Flucht mag aus potentieller Restrukturierung der Staatsschulden herrühren¹⁹, aus einem insolventen Bankensystem oder gar der Ahnung einer Abspaltung (*des Landes*) vom Euro. Was auch immer, die Mechanik der ESZB-Operationen finanziert zu niedrigen Zinsraten die Flucht so lange, wie die Kredit-sicherheiten (*collateral*) des Landes von der EZB akzeptiert werden.

Wenn die Finanzbehörden der EU zäh und gezwungen wären zu restrukturieren, dann würde sich die Flucht wahrscheinlich nur bis zu dem Punkt fortsetzen, an dem substantielle Teile des nationalen Haushaltes durch die EZB übernommen werden müssen. Wenn die EZB damit aufhören müßte die Sicherheiten des Landes zu akzeptieren um dessen Ausbluten zu verhindern, dann könnten keine ausgehenden Zahlungen veranlasst werden und das Bankensystem des Landes würde de facto vom Euro abgeschnitten. Wenn die Behörden des Landes das Bankensystem zumindest für interne Zahlungen offen hielten, dann würden die Bankeinlagen des Landes gegen den Euro floaten.

Wenn die Finanzbehörden der EU stattdessen ein *glaubwürdiges*²⁰ Rettungspaket zur Finanzierung des Staates oder seiner Banken einrichten würden, dann könnte die Flucht nachlassen oder sich umkehren. Dies würde die Last der Finanzierung des Landes von der EZB auf die Finanzbehörden der EU verlagern und die direkte Bedrohung des ESZB beseitigen.

Nachwort: Wie handhabt das Federal Reserve System *Inter-Distrikt-Ungleichgewichte*?

Es ist hilfreich, das Handling von Inter-Zentralbank-Ungleichgewichten im ESZB mit dem des US Federal Reserve Systems zu vergleichen. Die einzelnen institutionellen Elemente der beiden Systeme sind bemerkenswert ähnlich: das nahtlose Echtzeit-Brutto-Abrechnungssystem, die Verpflichtungen der NZBs bzw. der Distrikt-Federal-Reserve-Banken Ungleichgewichte bei cross-border-Zahlungen einzugehen, die Sicherheitsanforderungen für Kreditgewährung durch NZBs und Distrikt-Federal-Reserve-Banken an (*deren Geschäfts-*)Banken. Aber detaillierte Unterschiede im Zusammenspiel bedeuten, dass ein Staat der USA, der zahlungsunfähig wird, seine Risiken nicht automatisch bei dem Federal Reserve abladen kann.

TARGET-2-Operationen unterscheiden sich nur wenig vom US Federal Reserve „Fedwire“-System. Beide sind einheitliche, nahtlose Echtzeit-Brutto-Abrechnungssysteme, auf die die Mitglieder der Bankeninstitutionen direkt zugreifen können. Aber Regelwerk und institutionelle Einrichtungen unterscheiden bei cross-border-Ungleichgewichten ganz erheblich. Im Federal Reserve System werden die täglichen Ungleichgewichte zwischen den Distrikt-Federal-Banken (d.h. Ungleichgewichte, die entstehen, wenn Inter-Bank-Zahlungen über Bezirksgrenzen hinweg erfolgen) durch Erhöhung der Ansprüche der Distrikt Feds um den Nettozahlungszufluss als Gegenposition zum „Inter-Distrikt-Abrechnungskonto“ gebucht. (9) Ansprüche gegen dieses Konto durch Distrikt-Banken mit Nettozahlungszufluss werden reduziert. Dieser Vorgang wiederholt sich an jedem folgenden Arbeitstag. Die kumulierten Ansprüche gegen oder die Zahlungsverpflichtungen an das „Inter-Distrikt-Abrechnungskonto“ werden einmal im Jahr im April durch Umverteilung von Gold-Zertifikaten von Distrikt-Federal-Reserve-Banken mit kumuliert negativen Netto-Zahlungs-

¹⁹ etwa: Alte Gläubiger verlängern Kredite nicht, neue Kreditgeber werden gesucht.

²⁰ Hervorhebung durch den Übersetzer

positionen an solche mit positiven Positionen **ausgeglichen**. Ungleichgewichte aus **Target-2-Operationen** können (*hingegen*) zeitlich unbegrenzt angehäuft werden - **ohne Ausgleich**.

Anders als im ESZB, erfordern Buchungen und Verrechnungen für akkumulierte Inter-Distrikt-Positionen im Federal Reserve System nicht den Einsatz von Konten bei einer (*Rettungs-*)Schirmbank wie der EZB. Insbesondere ist der „Board of Governors“ in Washington keine Bank an sich und hat keine eigene Bilanz; er ist vielmehr eine Kontrollinstanz für jede der Federal-Reserve-Distrikt-Banken und dominiert die Festlegung der Geldpolitik. Trotzdem ist das Inter-Distrikt-Verrechnungskonto ein multilaterales und kein bilaterales Konto; Ansprüche gegen dieses Konto sind Ansprüche gegen das System.²¹ Im ESZB werden Ansprüche, die aus solchen Inter-NZB-Ungleichgewichten herrühren, wie solche gegen die EZB behandelt, sind also (*auch*) Ansprüche gegen das ESZB-System selbst, da ja die EZB im Fall von Verlusten auf die NZBs zurückgreifen kann.

Die Distrikt-Federal-Reserve-Banken sind Regionalbanken. Die meisten decken mehrere US-Bundesstaaten ab. Sie stehen nicht im Besitz der Staaten und die Mitgliedsbanken ihres Distrikts stellen den Distrikt-Feds Kapital bereit, für das den Mitgliedsbanken feste Dividenden gezahlt werden. Die Gewinne und Verluste der Distrikt-Feds haben Auswirkungen auf die Finanzlage des US Schatzamts, nicht aber das der Staaten, und die Gewinne werden an das Schatzamt (Treasury) als Zinsen für Federal Reserve Banknoten ausgezahlt.²² Der Großteil der Vermögenswerte der Banken befindet sich in Institutionen, die unter Aufsicht von Bundesregulierungsbehörden stehen, also nicht unter Aufsicht von Behörden des Regionalstaates. Das Federal Reserve implementiert normalerweise Geldpolitik durch Offenmarkt-Transaktionen in US-Staatsanleihen. In der 2008-9-Krise, lieh sich das Fed große Mengen durch die TAF- und TALF-Fenster und nahm große Kreditrisiken durch die verwendeten Sicherheiten in Kauf, aber dies hatte keine Auswirkungen auf die Schulden der Einzelstaaten. Es nimmt immer noch große Kreditrisiken in Kauf, indem es hypothekebasierte Sicherheiten von Bundesagenturen und GSEs in sein Portfolio aufnimmt, aber wieder: diese basieren nicht auf dem Kredit eines bestimmten (*Teil-*) Staates. Das Fed kann geradeheraus Sicherheiten von Staaten kaufen oder diese als Sicherheiten für Kredite erhalten, aber es hat das generell nicht in großem Umfang getan.

Schließlich stehen seine Kredite an Banken im Ermessen des Federal Reserve und, in normalen Zeiten, nicht im Mittelpunkt seiner Bestimmung zur Bereitstellung von Zentralbankkredit für die Märkte. Im Falle einer staatlichen Schuldenkrise, kann das Federal Reserve immer in den Markt für Kommunalobligationen eingreifen, wenn es beabsichtigt einer allgemeinen finanziellen Instabilität vorzubeugen. Doch während so eine Intervention im ESZB eine automatische Folge von dessen institutionellen Regelungen ist, steht sie im Federal Reserve System in dessen Ermessen.

Peter Garber, Dezember 2010

²¹ und müssen, um das Fed-System nicht zu gefährden, jährlich ausgeglichen werden, s.o.

²² das Fed liefert seine Gewinne an das Treasury/Schatzamt (etwa Staatskasse) ab, indem es das Depositkonto des Schatzamtes bei dem Fed erhöht und entsprechend den eigenen Gewinn in der Fed-Bilanz verringert. Das Fed ist beides: Die Geschäftsbank des Schatzamtes und dessen Investmentbank. Das Schatzamt leistet Zahlungen an das Publikum aus seinen Depositkonten (Einlagekonten) bei dem Fed, das entspricht der Aktivität einer Handels-/Geschäftsbank. Wenn das Schatzamt neue Anleihen ausstellt/begibt, ist das Fed der Investment-Bank-Agent (*Vermittler*), der die öffentliche Versteigerung durchführt.

Anmerkungen des Verfassers:

- (1) Vor mehr als einer Dekade schrieb ich erstmalig über die Mechanismen der Kapitalflucht innerhalb der Euro-Zone in "[The TARGET mechanism: will it propagate or stifle a Stage III crisis](#)", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 51 (1999) 195-200, North Holland.“ Dies war Teil einer großen Literatur aus Mitte der 90iger Jahre, meist von US-Akademikern, die hinsichtlich der Überlebensfähigkeit des Euro skeptisch waren. Diese Kritik verschwand nach dem offensichtlichen anfänglichen Erfolg des Euro schnell in der Eklipse (*Finsternis*). Ein Unterschied zwischen der Beschreibung in meinem Aufsatz von 1999 und dem heutigen System ist, dass das ursprüngliche TARGET-System eine (*angehängte*) Add-on-Schnittstelle der *bestehenden*²³ Brutto-Abrechnungssysteme der NZBs war. TARGET-2, das 2007 eingeführt wurde, (*ist hingegen*) ein nahtloses, einheitliches Echtzeit-System wie „Fedwire“. Bis zum Jahr 2008 hat es die nationalen Zahlungssysteme völlig ersetzt, die verschrottet wurden. Deshalb müßte ein Land, das den Euro verlassen will, heute zuerst sein altes System reaktivieren oder ohne Echtzeit-Großsummen-Zahlungssystem weitermachen. Dadurch entsteht eine zusätzliche Hürde für eine Abspaltung vom Euro, die ich in meinem Aufsatz von 1999 nicht bedacht habe. Ein zweiter Unterschied ist der, dass die EZB-Veröffentlichungen, soweit sie die Target-Operationen vor dem Start des Euro beschrieben haben, indizierten, Zahlungsungleichgewichte würden als *bilaterale* Ausgleichsansprüche unter den NZBs behandelt. In der (*davon abweichenden!*) Praxis bedeutete die Übertragung der Ansprüche auf die EZB, dass sie (*multilaterale*) Ansprüche gegen das ESZB-System sind, genau wie im Federal Reserve System.²⁴
- (2) siehe die Beschreibung dieser Buchungen unter EZB-Jahresbericht 2009, S. 207, S. 212, www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf
- (3) Diese wurden seit Oktober 2008 via zinsfixierter Mengentender mit Vollzuteilung versorgt. Ab Mai 2009 beträgt die Zinsrate 1 %.
- (4) Vor der Krise 2008 galten nur Papiere mit/bis Bewertung A- als akzeptable Sicherheiten. Diese wurde im Oktober 2008 auf BBB- gesenkt um dem ESZB große Kreditexpansion zu erlauben. Als Griechenland durch ein Rating unter „Investment Grade“ bedroht war, senkte die EZB diese (BBB-) Minimum-Rating-Anforderungen für den griechischen Staat im Mai 2010 weiter ab.
- (5) Daten in diesem Abschnitt von: EZB, Deutsche Bundesbank, Zentralbank von Irland, Banco de Espana, Banco de Portugal, Deutsche Bank.
- (6) € 99 Mrd. davon betreffen die Deutschen Bundesbank, hauptsächlich Neubewertung Gold.
- (7) Seit Mai hat die EZB direkt (outright) Sicherheiten der schwächeren Euroländer gekauft. Ein Zahlungsausfall (*default*) würde vermutlich die direkt Abschreibung dieser Bestände erzwingen.
- (8) Zentralbanken außerhalb der Eurozone haben bis Ende 2009 30.2 % des EZB Kapitals gezeichnet. Doch sind diese weder am Gewinn noch am Verlust der EZB beteiligt.
- (9) Basierend auf "Notes on Federal Reserve Accounting Structure", 10. Juni 1994, aufbereitet von Bruce Summers.

Anlage 1

Wichtige Angaben (*auszugsweise*):

Die Äußerungen in diesem Bericht widerspiegeln die persönlichen Ansichten des unterzeichnenden Analysten. Außerdem hat und wird dieser keinerlei Zuwendungen für die Abgabe konkreter Empfehlung oder Ansichten in diesem Bericht erhalten. Peter Garber

²³ bilateralen!

²⁴ aber eben – abweichend vom Fed-System – kein jährlicher Ausgleich stattfindet