

## Geheimauftrag ELA: Das riskante Spiel mit der Liquidität

Autor: Philipp Hagspiel, | 02.04.2013 20:16 | Copyright BörseGo AG 2000-2021

*Was sich hinter der Heimlichtuerei rund um das Notfall-Bankenrefinanzierungsprogramm verbirgt und warum wir alle am Ende zahlen könnten.*

Vor fast zwei Wochen ging ein großer Aufschrei durch die zyprische Bankenwelt und folglich auch das Universum deutscher Wirtschaftsmedien. Die EZB hatte gedroht, nach dem Wochenende den Geldhahn zuzudrehen und die notleidenden Geldhäuser ab Montag nicht mehr mit **Notfallliquidität** zu versorgen. Vorausgesetzt es findet sich keine Lösung im Sie-retten-uns-sie-retten-uns-nicht-Spiel. So oder so ähnlich war das fast unisono in der Presse zu lesen. „Notfallliquidität“ meint hier die „**Emergency Liquidity Assistance**“ oder kurz **ELA**, die vorübergehend illiquide Banken des Eurosystems am Leben halten soll. ELA ist ein fast schon sagenumwobenes Programm, das seit seiner Initiierung immer wieder für Irritationen und diverse Fehlinterpretationen gesorgt hat. Verwunderlich ist das allerdings keineswegs, macht die EZB aus ELA doch eine **Top-Secret Mission** – ganz nach dem bekannten Motto: „Regel Nummer eins von ELA: Man spricht nicht über ELA.“

Mein Kollege Daniel Kühn hat bereits vor zwei Jahren eine [Einführung](#) in das Thema geliefert und ein interessantes [Interview](#) mit dem Euroland-Chefvolkswirt der Citigroup dazu geführt. Auf beides möchte ich Sie zum Einlesen gerne verweisen, nachfolgend aber nochmal eine kurze Zusammenfassung der wichtigsten Charakteristiken von ELA.

Im Regelfall refinanzieren sich Banken der Eurozone bei der Europäischen Zentralbank EZB durch ihre nationalen Zentralbanken, in Deutschland die Bundesbank. Sie erhalten Kredite und hinterlegen dafür von der EZB genehmigte Wertpapiere als Sicherheiten. Diese Kredite haben unterschiedliche Laufzeiten und sind zu verzinsen. Hat eine Bank nun keine Wertpapiere mehr, die dem Qualitätsanspruch der EZB genügen, ist aber grundsätzlich solvent, so kann sie sich im Notfall an ihre heimische Notenbank wenden und um Notfallliquidität, sprich ELA „bitten“. **Die nationalen Zentralbanken entscheiden hierbei in Eigenregie, welche Sicherheiten sie für die Herausgabe von Krediten akzeptieren.** Ramschpapiere, die von der EZB nicht mal mehr nach der Herabsetzung der Qualitätsstandards Anfang 2012 angenommen werden, können Banken also daheim abladen und sich dafür frisches Geld besorgen. Die jeweiligen nationalen Regierungen garantieren diese „Sicherheiten“ in voller Höhe. Die Laufzeit der Nothilfen soll zunächst zwar nur kurz sein, die irische Variante des Spiels offenbarte aber eine eher langfristig angelegte Aktion durch die stetige Erneuerung der Kredite.

Um zwischendurch gleich mal die erste Interpretationsfalle zu umgehen: **Nicht die EZB, sondern die nationalen Zentralbanken der Euroländer versorgen hier selbstständig ihre Geldhäuser mit Liquidität!** Wenn man also von Liquiditätshilfe durch die EZB liest, liest man eindeutig falsch. Nichtsdestotrotz haben die europäischen Währungshüter bei der wilden Geldverteilung noch ein Wörtchen mitzureden. Mit einer **Zwei-Drittel-Mehrheit** kann der EZB-Rat nämlich gegen die nationalen Notfallhilfen stimmen. Sehr oft ist von einer benötigten **aktiven Zustimmung** zu den ELAs zu lesen, Quellen zu diesen Annahmen finden sich allerdings nirgends. In einem [\[Link "Arbeitspapier" auf willembuiter.com/... nicht mehr verfügbar\]](#) der Citigroup spricht deren Chefökonom oberflächlich auch von Zustimmung, nur ein Blick auf die Fußnoten verrät, dass auch er sich keineswegs sicher ist und eher von einem reinen Vetorecht ausgeht. Behalten Sie diesen feinen Unterschied bitte im Hinterkopf, auf seine Bedeutung werde ich nachher nochmal eingehen.

Die Verschleierung der Geheimmission ELA erreicht ihren Höhepunkt beim Blick in die Bilanzen der nationalen Zentralbanken. Nach dem wohlklingenden Akronym oder anderen eindeutigen Bezeichnungen sucht man vergebens. Vielmehr sind die Kredite in anderen Posten verborgen, sodass sich ihre genaue Höhe nur aufwendig schätzen lässt. **Somit ist also nicht wirklich klar, wie viel Notfallliquidität denn tatsächlich überhaupt schon ausgegeben wurde.** Sicher ist nur, dass bisher Irland, Deutschland, Belgien, Griechenland und zuletzt eben Zypern das System überhaupt angezapft haben. Zumindest im Zuge des Restrukturierungsprogramms im kleinen Inselstaat wurde bekannt, dass die Höhe der ELA-Maßnahmen dort bei rund neun Milliarden Euro liegt. Was sich zunächst verhältnismäßig überschaubar anhört, **entspricht aber der Hälfte der gesamten Wirtschaftskraft des**

**Landes!** Man mag sich demnach gar nicht vorstellen, in welche Sphären die Summen bei Aktivierung des Mechanismus in Spanien, Italien oder gar Frankreich vordringen könnten.

Wir stehen vor einem künstlichen Nebel, den zumindest die EZB, wenn nicht auch alle anderen beteiligten „Macher“ auf europäischer Ebene, über das ELA-Programm gelegt haben. Das wird auch offen so kommuniziert, man wolle durch potentiell abschreckende Details schließlich keine Unsicherheit auf den Märkten erzeugen. Wie so oft in den letzten Jahren sind Intention und Ergebnis von Entscheidungen und Handlungen der Politelite aber zweierlei Dinge. Nun sollte man nicht unnötig Unsicherheit erzeugen, es ist aber dennoch für unerlässlich, zumindest auf einige **Gefahren** hinzuweisen, die im Dunst rund um ELA lauern und uns allen noch früh genug gegenüber stehen könnten – dann für alle sichtbar.

Als besonders wichtig erscheint die **Struktur der schlussendlichen Haftung** und eine mögliche **Umverteilung des Risikos auf europäischer Ebene**. Vordergründig liegt die gesamte Verantwortung und das gesamte Risiko auf Seiten der nationalen Zentralbank, die ELA an ihre notleidenden Banken gewährt. Eventuelle Abschreibungen auf die Notkredite betreffen zunächst nur sie, bei einer möglichen Aufzehrung ihrer Kapitalbasis auch den jeweiligen Staat, der dann nachschießen müsste. Indem der Souverän auch für die von den Banken hinterlegten Wertpapiere haftet, geht er auch hier ins Risiko. Da die Notenbanken der Euroländer bei den ELA-Maßnahmen weitestgehend autonom handeln, ist es zunächst auch einleuchtend, dass das dadurch entstehende Risiko auf nationaler Ebene verbleiben soll. Erinnern wir uns aber an die Ursachen der europäischen Staatsschuldenkrise zurück, so ist es genau dieses **Haftungsgeflecht von Staat und Banken**, das maßgeblich zu den Problemen einiger Länder geführt hat. Insbesondere Irland und Spanien sind durch Rettungsmaßnahmen ihrer Banken unausweichlich in den Schuldenstrudel geraten. Der internationale Währungsfonds IWF prangert in einem [Diskussionspapier](#) zu einer möglichen EU-weiten Bankenunion genau diese Verflechtung zwischen Staat und Bankensektor an und sieht das ELA-System in seiner jetzigen Form als negativen Beitrag zur Entwirrung des Geflechts (vgl. Punkt 32, S. 20).

Obwohl die Implementierung der Notfallliquidität vor dem Hintergrund eben dieser rein nationalen Haftung erfolgt ist, so lässt sich eine gesamteuropäische Haftung dennoch nicht ausschließen. Oft liest man von „**Verbindlichkeiten im Eurosystem**“, die durch die Ausgabe von ELA-Krediten entstehen. Karl Whelan, Professor in Dublin und früherer Notenbanker bei der Federal Reserve und der Central Bank of Ireland, bietet in seiner [Studie](#) war eine einleuchtende Erklärung, warum genau das **nicht der Fall** ist. Die Geldschöpfung durch ELA sorgt nämlich zunächst einmal nur für eine Erhöhung des Zentralbankguthabens der liquiditätsempfangenden Bank (vgl. Punkt 3.5, S. 14). Dieser Bilanzposten auf Seiten der nationalen Zentralbank ist strikt zu trennen von ihren Verbindlichkeiten gegenüber dem gesamten Eurosystem. Der Chefvolkswirt der Citigroup spricht nun aber in bereits [[Link "oben zitiertem Arbeitspapier" auf www.willembuiter.com/... nicht mehr verfügbar](#)] die Rolle eines innereuropäischen Kapitaltransfers durch ELA an (vgl. S. 3). Auch der IWF hat das Problem in seiner [Diskussion](#) auf dem Schirm („... have extended vast volumes of ELA to plug structural funding gaps in the wake of funding runs—financing this LOLR liquidity through Target 2.“, Box 4, S. 18). Stellen Sie sich einfach vor, eine Bank nutzt das ihr durch ELA zur Verfügung gestellte Kapital zur Auszahlung an ausländische Gläubiger. Oder zur Befüllung von Geldautomaten, an denen Kunden ihr Konto plündern, um dann ihr Geld ins Ausland zu schaffen. Die Bankenschließung in Zypern lässt grüßen! Die noch immer schwelende Diskussion um [TARGET2](#) hat uns allen vor Augen gehalten, was für enorme Verbindlichkeiten durch **innereuropäischen Kapitalverkehr** ausgelöst werden können. Das ursprünglich auf ein Land begrenzte Risiko von ELA würde durch dessen Nutzung zu grenzüberschreitenden Transfers also durch TARGET2 plötzlich doch auf das Eurosystem übertragen – **und somit auf alle Mitgliedsstaaten!** Eine weitere Variante ist die Vorstellung eines Staates, der sich durch die Ausgabe von Garantien übernimmt und selbst in den Sog überbordender Schulden und drohender Insolvenz gerät. Von der autarken Entscheidung einer nationalen Zentralbank ELA zu gewähren, über die Verpfändung drittklassiger Sicherheiten, der Ausgabe staatlicher Garantien und der Insolvenz der Schuldnerbank, zur daraus resultierenden Staatspleite und dem erneuten Einspringen der Europartner. Zugegeben klingt das schon sehr konstruiert und nicht besonders wahrscheinlich, ausschließen kann man es allerdings auch nicht. Wie die letzten Jahre gezeigt haben, sollte man sich eben Gedanken machen...

Wie versprochen kommen wir noch einmal auf den kleinen, aber feinen Unterschied zwischen einem **Vetorecht** und einem **Zustimmungsgebot** seitens des EZB-Rates zurück. Wie oben bereits angedeutet, scheint weiterhin nur ersteres zuzutreffen, obwohl man bei Lektüre der Wirtschaftspresse geneigt sein könnte, von letzterem auszugehen. Wichtig ist nun, sich klar zu machen, was das im Ernstfall bedeuten kann. Nur acht von 23

Mitgliedern müssen im EZB-Rat **kein Veto einlegen** und schon ist eine nationale Zentralbank befähigt, Geld zu drucken wie sie will. Und das alles unter Inkaufnahme eines gerade beschriebenen Risikotransfers innerhalb der gesamten Eurozone. Zählen wir an den Fingern einmal ab, wie viele Staaten sich als momentan oder potentiell pleitebedroht sehen dürfen – da kommen mehr als acht zusammen! Nun gehe ich keinesfalls von einer Meuterei innerhalb der EZB aus, aber wie gesagt: das Wissen um die Gefahren schadet nicht. Die Variante einer **vorherigen Zustimmung** hingegen würde die Gefahr eines solchen Szenarios minimieren. Dann bräuchte es nämlich schon 16 Mitglieder, die **aktiv in das Spielchen einwilligen**.

Wie Sie sehen, gibt es einiges, das weiterhin im Verborgenen abläuft. Bei allen Negativschlagzeilen der letzten Wochen, Monate und Jahre kann man sogar verstehen, warum man es auf höchster Ebene auch dabei belassen möchte. Das soll aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass durch eine verschleierte Notfallmission wie ELA gewaltige Gefahren entstehen können, deren man sich als aufmerksamer Beobachter und Anleger bewusst sein sollte. Auch die Bundesbank scheint das ähnlich zu sehen und hat in ihrem [Monatsbericht](#) vom Oktober letzten Jahres selbst darauf hingewiesen – vielleicht aus Unvorsichtigkeit, vielleicht aber auch aus dem Bestreben heraus, doch etwas mehr Licht auf den Dunst ELAs und ihrer möglichen Begleiterscheinungen zu werfen. ... „Sie sind keine eigenständige Quelle originärer Risiken in der Währungsunion. Letztere entstehen aus der Liquiditätsbereitstellung...“ (vgl. S. 19).

Ihr Philipp Hagspiel

## Risikohinweis & Haftungsausschluss gemäß § 15 und § 17 AGB BörseGo AG

### § 15 Haftung

15.1 Soweit Nutzer Inhalte in Diskussionsforen, sogenannten Streams, Chats oder Blogs einstellen und dort Ratschläge oder Anlagetipps erteilen, handelt es sich ausschließlich um von den betreffenden Nutzern verantwortete Inhalte. BörseGo stellt insofern lediglich das Medium technisch zur Verfügung und ist nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit oder Verlässlichkeit dieser Inhalte verantwortlich. Insbesondere ist BörseGo nicht für Verluste oder Schäden haftbar, die dem Nutzer dadurch entstehen, dass dieser auf eine solche Information vertraut.

15.2 Resultieren Schäden des Nutzers aus dem Verlust von Daten, so haftet BörseGo hierfür unabhängig von einer etwaigen Beteiligung nicht, soweit die Schäden durch eine zweckgemäße, regelmäßige und vollständige Sicherung aller relevanten Daten durch den Nutzer vermieden worden wären.

15.3 Im übrigen haften BörseGo, ihre gesetzlichen Vertreter und Erfüllungsgehilfen nur bei Verletzung des Lebens, des Körpers, der Gesundheit oder bei Verletzung wesentlicher Vertragspflichten (Kardinalpflichten), das heißt solcher Pflichten, deren Erfüllung die ordnungsgemäße Durchführung des Vertrages überhaupt erst ermöglicht und auf deren Einhaltung der Nutzer regelmäßig vertrauen darf, und deren Verletzung auf der anderen Seite die Erreichung des Vertragszwecks gefährdet. BörseGo haftet weiterhin für Schäden, die aus dem Fehlen zugesicherter Eigenschaften beruhen, sowie für sonstige Schäden, die auf einer vorsätzlichen oder grob fahrlässigen Pflichtverletzung von BörseGo, seiner gesetzlichen Vertreter oder Erfüllungsgehilfen beruhen.

15.4 Bei der Verletzung wesentlicher Vertragspflichten (vgl. Ziff. 15.3) haftet BörseGo nur auf den vertragstypischen, vorhersehbaren Schaden, wenn dieser einfach fahrlässig verursacht wurde, es sei denn, es handelt sich um Schadensersatzansprüche des Kunden aus einer Verletzung des Lebens, des Körpers oder der Gesundheit.

15.5 Weitergehende Ansprüche des Nutzers auf Schadensersatz sind ausgeschlossen. Die Vorschriften des Produkthaftungsgesetzes bleiben unberührt.

### § 17 Risikohinweis

Die Informationen und Services auf den Portalen von BörseGo wenden sich an registrierte sowie nichtregistrierte Nutzer. Die Angebote, die der Nutzer auf den Portalen von BörseGo findet, richten sich jedoch ausdrücklich nicht an Personen in Ländern, die das Vorhalten bzw. den Aufruf der darin eingestellten Inhalte untersagen, insbesondere nicht an US-Personen im Sinne der Regulation S des US Securities Act von 1933 sowie Internet-Nutzer in Großbritannien, Nordirland, Kanada und Japan. Jeder Nutzer ist selbst verantwortlich, sich über etwaige Beschränkungen vor Aufruf der Portale zu informieren und diese einzuhalten.

Insbesondere weist BörseGo hierbei auf die bei Geschäften mit Optionsscheinen, Derivaten und derivativen Finanzinstrumenten besonders hohen Risiken hin. Der Handel mit Optionsscheinen bzw. Derivaten ist ein Finanztermingeschäft. Den erheblichen Chancen stehen entsprechende Risiken gegenüber, die nicht nur einen Totalverlust des eingesetzten Kapitals, sondern darüber hinausgehende Verluste nach sich ziehen können. Aus diesem Grund setzt diese Art von Geschäften vertiefte Kenntnisse im Bezug auf diese Finanzprodukte, die Wertpapiermärkte, Wertpapierhandelstechniken und -strategien voraus.

Soweit BörseGo Börsen- oder Wirtschaftsinformationen, Kurse, Indizes, Preise, Nachrichten, Marktdaten sowie sonstige allgemeine Marktinformationen auf ihren Portalen bereitstellt, dienen diese nur zur Information und zur Unterstützung der selbstständigen Anlageentscheidung des Nutzers. Auch wenn BörseGo alle eingebundenen Informationen sorgsam überprüft, erhebt BörseGo keinen Anspruch auf inhaltliche Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität. Es obliegt dem Nutzer selbst, die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität dieser Daten zu überprüfen. Dies betrifft insbesondere, aber nicht ausschließlich, Kursdaten von Drittquellen. Die genannten Informationen stellen keine Aufforderung zum Kaufen, Halten oder Verkaufen von Wertpapieren und derivativen Finanzprodukten dar und begründen kein individuelles Beratungs- oder Auskunftsverhältnis. Sie sind keine Rechts-, Steuer- oder sonstige Beratung und können eine solche auch nicht ersetzen.

Bevor der Nutzer Investmententscheidungen trifft, sollte er sich sorgfältig über die Chancen und Risiken des Investments informiert haben. Aus einer positiven Wertentwicklung eines Finanzprodukts in der Vergangenheit kann keinesfalls auf zukünftige Erträge geschlossen werden. BörseGo übernimmt keine Haftung für die erteilten Informationen, die von BörseGo als vertrauenswürdig erachtet wurden, für bereitgestellte Handelsanregungen sowie für deren Vollständigkeit.

Leser sowie Teilnehmer an multimedialen Veranstaltungen wie Webinare, Online-Seminare, Seminare oder Vortragsveranstaltungen, die aufgrund der veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen bzw. Transaktionen durchführen, handeln in vollem Umfang auf eigene Gefahr und auf eigenes Risiko.

BörseGo übernimmt keine Haftung für die Inhalte externer Links. Für den Inhalt der verlinkten Seiten sind ausschließlich deren Betreiber verantwortlich. Eine Haftung von BörseGo für die Inhalte derartiger Internetseiten ist ausgeschlossen, soweit dies gesetzlich zulässig ist.

**Stand: September 2019**

Das Dokument mit Abbildungen ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere des Nachdrucks, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen sowie das Darstellen auf einer Website liegen, auch nur bei auszugsweiser Verwertung, bei der BörseGo AG. Alle Rechte vorbehalten.

[www.boerse-go.ag](http://www.boerse-go.ag) © BörseGo AG

Aktiengesellschaft mit Sitz in München – Registergericht: Amtsgericht München – Register-Nr: HRB 169607 – Vorstand: Robert Abend, Christian Ehmig, Johannes Pfeuffer, Thomas Waibel – Aufsichtsratsvorsitzende: Dipl.-Kff. Jutta Hofbauer – Umsatzsteueridentifikationsnummer gemäß § 27a UStG: DE207240211

München, 2021