



Martin R. Götz, Rainer Haselmann, Jan Pieter Krahen and Sascha Steffen

# Waren die ELA-Notkredite der EZB für griechische Banken eine Konkursverschleppung?

Policy Letter No. 47

**SAFE | Sustainable Architecture for Finance in Europe**

A cooperation of the Center for Financial Studies and Goethe University Frankfurt

House of Finance | Goethe University  
Theodor-W.-Adorno-Platz 3 | 60323 Frankfurt

Tel. +49 69 798 33684 | Fax +49 69 798 33910  
[policy\\_center@safe.uni-frankfurt.de](mailto:policy_center@safe.uni-frankfurt.de) | [www.safe-frankfurt.de](http://www.safe-frankfurt.de)



# Waren die ELA-Notkredite der EZB für griechische Banken eine Konkursverschleppung?<sup>1</sup>

*Martin R. Götz (Goethe-Universität & SAFE)<sup>2</sup>*  
*Rainer Haselmann (Goethe-Universität & SAFE)<sup>3</sup>*  
*Jan-Pieter Krahen (Goethe-Universität & SAFE)<sup>4</sup>*  
*Sascha Steffen (ESMT & ZEW)<sup>5</sup>*

14. September 2015

## Agenda

1. Einleitung
2. Die Ökonomie von Bank Runs und die Aufgabe des „lender of last resort“
3. Wirtschaftspolitische Grundsätze einer Währungsunion mit fehlender Fiskalunion
4. Griechenland 2015 – ein Fall von Konkursverschleppung?
5. Fazit und Empfehlungen
6. Literaturangaben

---

<sup>1</sup> Wir danken Helmut Siekmann für wertvolle Kommentare und Vorschläge.

<sup>2</sup> Goethe-Universität und Forschungszentrum SAFE, House of Finance, Theodor-W.-Adorno-Platz 3, 60629 Frankfurt am Main, E-Mail: goetz@safe.uni-frankfurt.de, Tel: + 49 (69) 798 30074, Fax +49 (69) 798 33901.

<sup>3</sup> Goethe-Universität und Forschungszentrum SAFE, House of Finance, Theodor-W.-Adorno-Platz 3, 60629 Frankfurt am Main, E-Mail: haselmann@safe.uni-frankfurt.de, Tel: + 49 (69) 798 30049, Fax +49 (69) 798 33901.

<sup>4</sup> Goethe-Universität und Forschungszentrum SAFE, House of Finance, Theodor-W.-Adorno-Platz 3, 60629 Frankfurt am Main, E-Mail: krahen@finance.uni-frankfurt.de, Tel: + 49 (69) 798 33699, Fax +49 (69) 798 33901.

<sup>5</sup> ESMT European School of Management and Technology & Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Schlossplatz 1, 10178 Berlin, E-Mail: steffen@esmt.org, Tel: +49 (30) 21231 1544, Fax: +49 (30) 21231 1281.

## 1. Einleitung

Von Februar bis Juni 2015 hat die Europäische Zentralbank (EZB) die Notfall-Liquiditätshilfen (emergency liquidity assistance, ELA) für griechische Banken von 50 auf etwa 90 Milliarden Euro ausgeweitet. Dies hat zu einer Diskussion unter Wissenschaftlern, Politikern und Praktikern geführt, ob diese Liquiditätshilfen rechtmäßig sind. Es wurde der Vorwurf erhoben, die EZB trage bewusst zu einer Konkursverschleppung der bereits insolventen griechischen Banken bei.

Wir nehmen diesen Vorwurf zum Anlass, die Grundsätze des ELA-Programms genauer zu betrachten und die Frage zu diskutieren, ob das Programm in der aktuellen Situation rechtmäßig war. Zunächst beschreiben wir hierfür aus finanzwirtschaftlicher Perspektive die komplexe Beziehung zwischen der Europäischen Union, der EZB und den griechischen Banken. Dabei gehen wir insbesondere auf die wirtschaftspolitischen Grundsätze einer Währungsunion mit einer unvollständigen Fiskalunion (oder Haushaltskonsolidierung) ein. Vor diesem Hintergrund analysieren wir dann die Entscheidung der EZB, weiterhin Liquiditätshilfen an griechische Banken bereitzustellen. Wir kommen zu dem Ergebnis, dass das Vorgehen der EZB nicht als Konkursverschleppung zu bezeichnen ist.

## 2. Die Ökonomie von Bank Runs und die Aufgabe des „lender of last resort“

Wissenschaftler unterscheiden zwischen Bank Runs, die auf eine Verschlechterung der Grundlagen einer Bank zurückzuführen sind („rationaler Run“), und solchen, die auf unbegründeten Sorgen um die wirtschaftliche Verfassung einer Bank basieren und eher aufgrund fehlender Koordination unter den Anlegern entstehen („Sunspot Run“).

Sunspot Runs gelten als ineffizient und können die Solvenz von ansonsten gesunden Banken gefährden. Wenn eine unerwartet große Zahl von Anlegern ihre Einlagen zurückfordert, bekommt die Bank Liquiditätsprobleme. Wenn keine Liquiditätshilfen von anderen Finanzinstituten gewährt werden, ist die Solvenz der Bank in Gefahr. Selbst eine Bank mit einem funktionierenden Geschäftsmodell wird in finanzielle Schwierigkeiten geraten, wenn sie plötzlich gezwungen ist, Vermögenswerte schnell zu verkaufen. Ein Überbrückungskredit, zum Beispiel von einer Zentralbank, kann den Sunspot Run entschärfen: Die Bereitstellung von Liquidität wird die Anleger überzeugen, dass die Bank in der Lage ist, Bankeinlagen zurückzuzahlen.

Um Bankenpleiten zu verhindern, die entstehen, weil Banken (vorübergehend) nicht liquide sind, plädierte Bagehot (1873) für einen sogenannten *Kreditgeber letzter Instanz* (lender of last resort, LOLR), der bereit steht, um illiquide, aber solvente Banken mit finanziellen Mitteln zu versorgen. Zentralbanken haben diese Aufgabe in der Regel übernommen, da sie am besten geeignet sind, um im heutigen Finanzsystem Banken glaubhaft Liquiditätshilfen anzubieten.

Im Eurosystem werden LOLR-Finanzhilfen für notleidende Banken über die nationalen Zentralbanken bereitgestellt. Ein Instrument für Ausnahmesituationen durch Finanzmarkturbulenzen ist die Gewährung von Zentralbankkrediten durch ELA: die Bereitstellung von Zentralbankgeld oder andere Unterstützung für solvente, aber illiquide Institutionen durch ihre nationale Zentralbank. Die Verantwortung liegt bei den nationalen Zentralbanken, aber der EZB-Rat kann die Gewährung von ELA unterbinden, wenn er der

Meinung ist, dass sie die Ziele und Aufgaben des Eurosystems beeinträchtigen.<sup>6</sup> Gemäß der ELA Richtlinien kann die EZB als zentrale Notenbank im Eurosystem, die die Geldschöpfung steuert, Liquiditätshilfen mit einer Zweidrittelmehrheit ablehnen.

### **3. Wirtschaftspolitische Grundsätze einer Währungsunion mit fehlender Fiskalunion**

Die Frage von Liquiditätshilfen und Banksolvenz bedarf weitergehender Betrachtung, wenn eine Bank in einem Umfeld agiert, in dem die Wirtschaftlichkeit ihres Geschäftsmodells und ihre Zahlungsfähigkeit abhängig sind von politischen Entscheidungen auf einer höheren Ebene außerhalb des Bank-Umfelds.

Zweifellos hängt die Solvenz einer Bank von der Solvenz ihrer Kreditnehmer ab. Wie die jüngste europäische Staatsschuldenkrise gezeigt hat, können Probleme auftreten, wenn ein Hauptkreditnehmer einer Bank auch ihr Heimatstaat ist. Noch schlimmer ist es, wenn die Solvenz dieses Staates von der Bereitstellung finanzieller Mittel abhängt, über die auf supranationaler Ebene entschieden wird. Da die Eurozone eine Währungsunion ohne Fiskalunion ist, hängt die Entscheidung, einem Mitglied der Währungsunion in Zeiten von Finanzmarkturbulenzen weitere Kredite zu gewähren, von einem Konsens aller europäischen Politiker ab. Dies wurde während der Finanzkrise deutlich, und zusätzliche Kredite für das notleidende Griechenland hängen von der Troika und/oder den Finanzministern der Eurozone ab.

Eine Bank mit ausstehenden Krediten an ihre nationale Regierung wird daher, *ceteris paribus*, als solvent angesehen, solange die Regierung selbst solvent ist (d.h. eine tragbare Fiskalpolitik betreibt) oder, im Falle von finanziellen Schwierigkeiten, ausreichende finanzielle Hilfen von Dritten erhält, wie beispielsweise Kredite des ESM, IWF oder anderer Institutionen. Damit hängt die Solvenz (nationaler) Banken auch von der Entscheidung supranationaler Einrichtungen ab, Hilfen für notleidende Länder zu gewähren oder nicht.

Anleger werden vernünftigerweise ihr Verhalten (ob sie all ihre Ersparnisse abheben oder nicht) von den Ergebnissen des supranationalen Entscheidungsprozesses abhängig machen, sodass ein solcher „politisch verursachter fundamentaler Bank Run“ auf einer rationalen Abwägung darüber beruht, ob sich politische Organe zu einem späteren Zeitpunkt für eine Unterstützung der Bank entscheiden werden oder nicht. Dies ist von großer Bedeutung: Die Beurteilung der Solvenz einer nationalen Bank ist verknüpft mit der Entscheidung auf höherer Ebene. Politische und/oder fiskalische Entscheidungen, die zur finanziellen Rettung eines Staates führen, führen somit indirekt auch zur Aufrechterhaltung der Solvenz seiner Banken. Wird dagegen ein benötigtes Hilfspaket auf supranationaler Ebene abgelehnt, geraten die Banken des Landes in Insolvenzgefahr und weitere ELA-Hilfen müssen abgelehnt werden.

---

<sup>6</sup>

[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402\\_elaprocedures.en.pdf?e716d1d560392b10142724f50c6bf66a](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.en.pdf?e716d1d560392b10142724f50c6bf66a)

#### 4. Griechenland 2015 – ein Fall von Konkursverschleppung?

Seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise wurde der griechische Bankensektor zwei Mal rekapitalisiert. Die erste Rekapitalisierung erfolgte im November 2008 und wurde von der griechischen Regierung organisiert.<sup>7</sup> Die zweite Rekapitalisierung war Teil des zweiten wirtschaftlichen Anpassungsprogramms für Griechenland, das von den Institutionen der Eurozone sowie dem IWF organisiert wurde.<sup>8</sup>

Für eine umfassende und detaillierte Analyse der derzeitigen Solvenz des griechischen Bankensektors wären bankspezifische Portfoliodaten notwendig, sowie Informationen aus der laufenden Aufsicht und dem Monitoring der griechischen Banken. Da diese Daten nicht öffentlich zugänglich sind, führen wir eine kurze Beurteilung des griechischen Bankensektors anhand von öffentlich zugänglichen Daten und Informationen aus dem jüngsten (Oktober 2014) Asset Quality Review der EZB und aus den Stresstests.

Die jüngsten veröffentlichten Eigenkapitalquoten und Kernkapitalquoten (vor der Regierungsübernahme durch Syriza) legen nahe, dass die griechischen Banken (im internationalen Vergleich) mit ausreichend Kapital ausgestattet sind und daher als *solvent* gelten können:

- Eigenkapitalquote (Stand 31. Dezember 2014; gewichteter Durchschnitt über 4 SSM-Banken): 9 Prozent
- CET1-Quote (Stand 31. Dezember 2014; gewichteter Durchschnitt über 4 SSM-Banken): 13,96 Prozent

Auch Daten des SSM (EZB) und Informationen aus dem jüngsten Stresstest lassen darauf schließen, dass die Kapitallücken im Fall eines starken Abschwungs relativ gering wären im Vergleich zum Eigenkapital zu Buchwerten der Banken oder zum griechischen BIP. Wir verwenden zwei Methoden zur Messung der Kapitallücke:

- Maßstab für die regulatorische Kapitallücke (die offizielle Bewertung der EZB): Das Stressszenario ist das ungünstige Szenario. Der regulatorische Maßstab ist die Quote für das Eigenkapital der Klasse 1 (Common Equity Tier 1; CET1), das definiert ist als CET1-Kapital geteilt durch die Risikoaktiva. Die EZB setzt eine Mindestrendite von 5,5 Prozent im ungünstigen Szenario an. Die berechnete Kapitallücke in diesem Szenario beträgt 8,7 Mrd. Euro, was rund 30 Prozent des Eigenkapitals der Klasse 1 dieser Banken zu diesem Zeitpunkt ausmacht.
- SRISK: Das Stresstest-Szenario ist eine systemische Finanzkrise mit einem globalen Einbruch der Aktienmärkte um 40 Prozent. SRISK ist unser Maßstab für die Kapitallücke, die bei einer Bank in diesem Szenario entsteht, unter der Annahme einer aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalquote von 5,5 Prozent mit über den VLAB-Ansatz geschätzten Verlusten, mit denen das Ausfallrisiko der Aktienrenditen der Banken eingeschätzt wird. Die berechnete Kapitallücke beträgt in diesem Szenario 4,4 Mrd. Euro oder rund 17 Prozent des Eigenkapitals der Klasse 1 der Banken.<sup>9</sup>

---

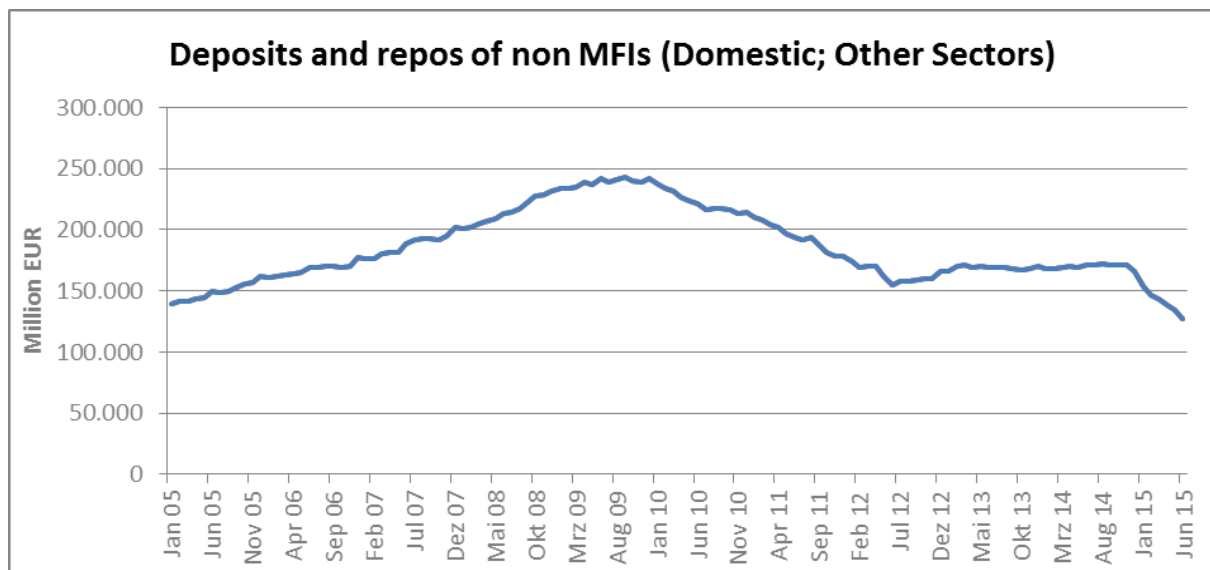
<sup>7</sup> European Commission (2008).

<sup>8</sup> European Commission (2013).

<sup>9</sup> Diese Messmethode basiert auf Acharya et al. (2012) und Brownlees/Engle (2015). Die Daten stammen vom VLAB der New York University (<http://vlab.stern.nyu.edu/welcome/risk/>). Die theoretische Grundlage der Messmethode stammt aus Acharya et al. (2010). Acharya und Steffen (2014a,b) verwenden diese Methode als Benchmark Test, um potenzielle Schwächen des AQR zu untersuchen.

Da die Ergebnisse des Asset Quality Reviews und Stresstests der EZB die Stabilität des griechischen Bankensektors untermauert haben, wurden Bedenken hinsichtlich der Solvenz griechischer Banken vermutlich nicht in die Diskussion um die Höhe der Liquiditätshilfen an griechische Banken einbezogen, die bereits seit Ende 2014 gewährt wurden. Außerdem setzte der Run der Anleger auf griechische Banken erst ein, als die neue Syriza-Regierung an die Macht kam und das Risiko, dass Griechenland die Eurozone verlassen könnte, zunahm. Abbildung 1 zeigt, dass sich der Abzug von Einlagen nach dem Regierungswechsel stark beschleunigt hat.

**Abbildung 1: Aggregierte Bankeinlagen und Repos von Anlegern außerhalb des Geld- und Finanzbereichs**



Quelle: Griechische Zentralbank

### **Eine Interpretation der Hintergründe zur Entscheidung über die Liquiditätshilfen**

In ihrer Funktion als Kreditgeber letzter Instanz soll die EZB die Solvenz nationaler Banken auf Grundlage des Status Quo bewerten und nicht berücksichtigen, wie ihr Handeln den Entscheidungsprozess auf einer übergeordneten Ebene beeinflussen wird. Politische Entscheidungen sollten den demokratisch legitimierten Entscheidungsträgern vorbehalten sein. Der Kreditgeber letzter Instanz soll seine Entscheidung über die Bereitstellung von Liquidität nur auf Grundlage der aktuellen Solvenz der Banken im Sinne von Bagehot treffen. Eine Verwässerung der Zuständigkeiten des Kreditgebers letzter Instanz würde die Glaubwürdigkeit der EZB untergraben sowie ihre Fähigkeit, Bankenkrisen, die durch Bank Runs entstehen, in Zukunft zu verhindern.

Kommen wir nun zu der Entscheidung, Liquiditätshilfen an Griechenland zu vergeben, für die die Vereinbarung übergeordneter Politiker, einen notleidenden Staat zu unterstützen, von zentraler Bedeutung war. Wird ELA fortgesetzt, werden die griechischen Banken ihre Geschäfte weiterführen bis der übergeordnete Entscheidungsprozess abgeschlossen ist. Würde ELA hingegen beendet, wären die griechischen Banken sofort zahlungsunfähig, was einen Run der Anleger zur Folge hätte und möglicherweise das gesamte Bankensystem destabilisieren würde. Die Funktionsfähigkeit der realen Wirtschaft wäre

höchstwahrscheinlich stark beeinträchtigt, womit der Entscheidungsspielraum über ein griechisches Rettungspaket noch weiter eingeschränkt wäre.

Mit einer Beendigung der Liquiditätshilfen hätte die EZB somit den übergeordneten politischen Entscheidungsprozess auf der supranationalen Ebene vorweggenommen. Deshalb gibt es für den EZB-Rat in der derzeitigen Situation – in der die Lage von Staaten so stark mit der Situation des Bankensektors verflochten ist – keine andere Möglichkeit als die ELA-Kredite weiter zu verlängern und auszuweiten bis eine Entscheidung auf supranationaler Ebene getroffen ist. Wir kommen daher zu dem Ergebnis, dass die Vorgehensweise der EZB der Rolle als Kreditgeber letzter Instanz angemessen ist. Aus ökonomischer Sicht kann sie nicht als Konkursverschleppung angesehen werden.

## 5. Fazit und Empfehlungen

Unsere Analyse kommt zu dem Schluss, dass die Entscheidung der EZB über Liquiditätshilfen sowohl auf Grundlage der isoliert betrachteten Daten aus dem Asset Quality Review für griechische Banken vom Oktober 2014 als auch anderer geeigneter Bewertungen des Bankengeschäfts gerechtfertigt ist. Abschließend möchten wir zwei Aspekte hervorheben, die relevant für politische Erwägungen im Hinblick auf das ELA-Instrument und die Bewertungen der Solvenz von Banken sind:

**Erstens** stehen den Marktteilnehmern nicht ausreichend Daten zur Verfügung, um die Solvenz der Banken richtig einschätzen zu können, was notwendig wäre, um sich für oder gegen einen „rationalen“ Bank Run entscheiden und die Solidität der Geschäftsmodelle der Banken bewerten zu können. Demnach scheinen die öffentlichen Diskussionen unter den Marktteilnehmern und Kommentatoren hauptsächlich auf Spekulationen zu beruhen und nicht auf Tatsachen. Wir fordern daher eine größere Transparenz, z.B. in Bezug auf Stresstest-Ergebnisse.

**Zweitens** würde eine größere Transparenz in Bezug auf das Vorgehen der Zentralbank als Kreditgeber letzter Instanz dazu beitragen, ihr Vorgehen in Krisenzeiten besser verstehen zu können. Dies ist insbesondere bei den derzeitigen institutionellen Strukturen in der Eurozone von Bedeutung, in denen die Zentralbank in eine Position geraten kann, in der ihr Vorgehen als eine Vorwegnahme des politischen Entscheidungsprozesses interpretiert werden könnte. Wir würden es deshalb unterstützen, wenn die EZB die Vergabe von ELA-Hilfen ausführlicher begründen und detaillierte Daten über die Größenordnung und Zusammensetzung der ausstehenden ELA-Positionen bereitstellen würde.



## 6. Literaturangaben

Acharya, V., R. Engle, and M. Richardson (2012). Capital Shortfall: A New Approach to Ranking and Regulating Systemic Risks. *American Economic Review Papers & Proceedings* 102:3, 59–64.

Acharya, V., L. Pedersen, L. Philippon, and M. Richardson (2010). Measuring Systemic Risk, Working Paper, NYU Stern School of Business.

Acharya, V. and S. Steffen (2014a). Falling Short of Expectations – Stress Testing the Eurozone Banking System. Working Paper, NYU Stern School of Business.

Acharya, V. and S. Steffen (2014b). Benchmarking the European Central Bank's Asset Quality Review and Stress Test – A Tale of Two Leverage Ratios. Center of European Policy Studies Working Paper Series.

Bagehot, W. , 1873. *Lombard Street: A Description of the Money Market*, SMK Books, London.

Brownlees, C., and R. Engle (2015). Volatility, Correlation and Tails for Systemic Risk Measurement. Working Paper, NYU Stern School of Business.

Bryant, J., 1980. A Model of Reserves, Bank Runs and Deposit Insurance, *Journal of Banking and Finance* 4, 335-344.

Diamond, D., and P. Dybvig, 1983. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, *Journal of Political Economy*, June 1983, 91(3), pp. 401-19.