

DIE EZB IN DER KRISE

**Eine Analyse der wesentlichen Sondermaßnahmen
von 2007 bis 2012**

Inhaltsverzeichnis

Abstract	3
Gliederung	6
Inhaltsverzeichnis	7
A. Einführung	13
I. Problemstellung	13
II. Methodik und Vorgehensweise	16
B. Betrachtung der Bilanzentwicklung des Eurosystems	22
I. Grundstruktur des Eurosystems	22
II. Entwicklung des konsolidierten Bilanzausweises des Eurosystems seit 2007...	24
C. Target-2-Salden und das „Intra-Eurosystem-Bankrun-Problem“	28
I. Bilanzausweis und Intra-Eurosystem-Verhältnisse	28
II. Target-2 und andere Zahlungsverkehrssysteme: Zum Verständnis der Sonstigen Intra-Eurosystem-Forderungen und -Verbindlichkeiten	30
III. Innertages- und Übernacht-Kredit im Target-2-System	33
IV. Ausmaß der Target-2-Salden	37
V. Target-2-Salden-Entstehung durch das „Intra-Eurosystem-Bankrun-Problem“	39
D. Einführung in die Geldlockerungspolitik der EZB: Target-2-Salden-Bildung und das Zusammenwirken von Qualitativem und Quantitativem Easing	44
I. Quantitatives und Qualitatives Easing als Ausweg für das „Intra-Eurosystem- Bankrun-Problem“	44
1. Zusätzliche Euro-Refinanzierungs-Geschäfte	46
2. Kauf von Wertpapieren (insbesondere Staatsanleihen und schuldgedeckten Wertpapieren)	46
3. Zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte in Fremdwährung und der Zusammenbruch des Euro-Dollar-Interbanken-Marktes	49
II. Fremdwährungs-Swap-Arrangements und deren Verrechnung über Target-2 ...	56
III. Einführung in die konkreten geldlockerungspolitischen Maßnahmen der EZB seit 2007	60

E.	Die Qualitative-Easing-Maßnahmen der EZB	63
I.	Chronologische Übersicht der Qualitative-Easing-Maßnahmen	64
II.	Bonitätsprüfung zugelassener Sicherheiten	68
	1. Zulassungskriterien und deren Prüfung	68
	2. Veröffentlichung der zugelassenen Sicherheiten	69
	3. Entwicklung der Bonitätsprüfung	70
	a. Bonitätsprüfung marktfähiger Sicherheiten	70
	b. Bonitätsprüfung nicht-marktfähiger Sicherheiten	72
	4. Bonitätsschwellenwert	74
	a. Allgemeine Entwicklung	74
	b. Asset Backed Securities (ABS)	76
	c. Von Staaten begebene oder garantierte marktfähige Schuldtitel	77
	d. Kreditforderungen	79
III.	Die Entwicklung der Risikokontroll-Maßnahmen und der Struktur des Sicherheitenverzeichnisses	80
	1. Obergrenzen für Emittenten/Schuldner oder Garanten	81
	2. Die Einführung der Single List und die Entwicklung ihrer Einheitlichkeit	82
	3. Sicherheitenkategorien	91
	4. Sicherheitsabschläge (Haircuts)	94
	a. Sondermaßnahmen Oktober 2008 und das gestaffelte System von Bewertungsabschlägen	94
	b. Ausdifferenzierung des gestaffelten Systems zwecks Vergleichbarkeit der Haircut-Entwicklung	97
	c. Auswertung der Haircut-Entwicklung	99
	d. Asset-Backed Securities (ABS)	104
	e. Nicht-marktfähige Sicherheiten	105
	f. Haircuts bei Fremdwährungs-Swap-Geschäften	108
IV.	Würdigung der QIE-Maßnahmen als regressive Weiterentwicklung der Schritte zur Einführung der Single List	110
	1. Die regressive Weiterentwicklung der Single List und das Kriterium „ausreichende Sicherheit“ im Lichte der Eigentumsökonomie	110
	2. Streichung von Aktien aus dem Sicherheitenverzeichnis	115
	3. nicht-marktfähige Sicherheiten – Die regressive Entwicklung ihrer Notenbankfähigkeit	115
	a. Kreditforderungen	115
	b. RMBDs	117
	c. Termineinlagen	117
	4. Asset-Backed Securities (ABS) – Die regressive Entwicklung ihrer Notenbankfähigkeit	118
	a. ABS bei Einführung Single List und deren Klassifizierung	118
	b. Entwicklung seit 2008	120
	c. Bonitätsschwellenwert und Loan Level Initiative (LLI)	122
	d. Haircuts, Second-Best-Regel und das Originate-to-Repo (OTR) von ABS	123
	5. Bankschuldverschreibungen – Die regressive Entwicklung ihrer Notenbankfähigkeit und die Bedeutung des STEP-Marktes	125
	a. Maßnahmen bei Einführung Single List und die Sonderrolle von <i>Euroclear</i> in Brüssel und <i>Clearstream</i> in Luxemburg	125
	b. STEP-Markt	131
	c. Erste Ausnahme-Regelungen Mai 2007 und der SB-Service der Bundesbank	134
	d. Neue Globalurkunde und Maßnahmen Oktober 2008	136
	e. Zulässigkeit und Beschränkung ungedeckter Bankschuldverschreibungen und Entwicklungen beim STEP-Markt	137
	f. Das Originate-to-Repo (OTR) von Bankanleihen am Beispiel Italiens	140

6.	Fazit: Die Entwicklung der technischen und juristischen Infrastruktur des Eurosystems sowie die grenzüberschreitende Nutzung von Sicherheiten und Überleitung zum QuE	143
a.	Infrastruktur-Projekte des Eurosystems	143
b.	Das „Magische Dreieck der Liquiditätssteuerung“	145
c.	Kennzeichnungs- vs. Pfandpool-Verfahren („Repo vs. Pfand“)	147
V.	Ergebnisse der Analyse der QIE-Maßnahmen	149
F.	Die Quantitative-Easing-Maßnahmen des Eurosystems	157
I.	Offenmarkt-Geschäfte und Zinspolitik des Eurosystems im Bilanzzusammenhang	158
II.	Zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte in Euro und Fremdwährung sowie die Veränderung der Mindestreserve u. Zulassung bestimmter Geschäftspartner ...	161
1.	Zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte in Euro	161
a.	Beschreibung und Klassifizierung der Maßnahmen	161
b.	Die Entwicklung der regulären und zusätzlichen Refinanzierungsgeschäfte	163
2.	Die Veränderung der Zuteilungsverfahren und der Mindestreservepolitik parallel zur Entwicklung hinsichtlich des (endgültigen) Ankaufs von Wertpapieren durch das Eurosystem sowie zulässiger Geschäftspartner	167
3.	Zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte in Fremdwährung	171
III.	Die Wertpapier-Ankauf-Problematik	173
1.	Wertpapierankauf-Programme	173
a.	Einführung	173
b.	Klassifizierung und Bilanzzusammenhang	173
2.	Entwicklung der Wertpapierankauf-Programme des Eurosystems und deren Relation zu „Sonstigen Wertpapieren“	176
IV.	„Sonstige Wertpapiere“ als Gegenstand NZB-autonomer Aktivitäten und deren Rechnungslegung	179
1.	Die länderspezifischen Bestände an „Sonstigen Wertpapieren“ - ELA und NZB-autonome Staatsanleihe-Käufe	180
a.	Frankreich	184
b.	Deutschland	189
c.	Italien	190
d.	Spanien	192
e.	Irland	193
f.	Portugal	194
g.	Belgien	195
h.	Niederlande	197
i.	Griechenland	197
j.	Zypern	199
k.	EZB	199
2.	Bilanzierung „Sonstiger Wertpapiere“: Einzelbilanzen vs. konsolidierter Ausweis des Eurosystems	200
3.	Normativer Rahmen – Ermächtigungsgrundlage	200
a.	Geschäfte der NZBs in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung	200
b.	Geschäfte mit Dritten und internationalen Organisationen	201
c.	Geschäfte der NZBs für ihren Betrieb und für ihre Bediensteten	201

4.	Finanzierung der „Sonstigen Wertpapiere“ und Besonderheiten ihres Bestandsausweises	202
a.	Zweckgebunden Wertpapier-Portfolios	203
b.	European Reserve Management System (ERMS)	203
c.	Emergency Liquidity Assistance (ELA) und die <u>Bilanzierungsregel-Harmonisierung zum 20.04.12</u>	212
5.	Abgrenzung der NZB autonomen Geschäfte von denen des Eurosystems	213
a.	Die Bemessungsgrundlage der Einkünfteverteilung als Ausgangsbasis für die Abgrenzung (und Bargeld- vs. Banknotenumlauf)	215
b.	11.6 Sonstiges – Forderungen aus dem Ausfall von Geschäftspartnern und die <u>Bilanzierungsregel-Änderung vom 14.12.09</u>	220
c.	Einkünfte-Verteilung bei SMP/OMT und CBPP I+II	221
6.	Die Bilanzierungs-Regel-Änderung vom 11.12.08 und 14.12.09 und deren Auswirkungen auf den Bilanzausweis	222
a.	Intransparenz durch Unstetigkeit des Bilanzausweises – Das tatsächliche Ausmaß des Anstiegs der „Sonstigen Wertpapiere“ Ende 2008	223
b.	Neuzuordnung zweckgebundener Wertpapierportfolios nach der <u>Bilanzierungsregel-Änderung vom 11.12.08</u> durch die Leitlinie EZB/2008/21	224
c.	Amendments to IAS 39 & IFRS 7 „Reclassification of Financial Assets“ und die freiwillige Selbstbindung der ESZB-Rechnungslegung an die International Accounting Standards (IAS)	225
d.	Veräußerungs-Ermächtigung von bis zur Endfälligkeit gehaltenen Wertpapieren nach der <u>Bilanzierungsregel-Änderung vom 14.12.09</u> durch die Leitlinie EZB/2009/28	227
7.	Normative Auswertung der Rechnungslegung: Was und zu welchem Bewertungsansatz darf unter „Sonstige Wertpapiere“ bilanziert werden?	229
a.	Was und zu welchem Bewertungsansatz darf unter „7.2“ bilanziert werden? und die <u>Ausdifferenzierung der Position A.7 zu 7.1 und 7.2</u>	229
b.	„Aus strategischen/politischen Gründen gehaltene Aktien“ - Was und zu welchem Bewertungsansatz darf unter „11.3“ bilanziert werden?	231
8.	<i>Zwischenergebnis</i>	234
V.	(endgültiger) Ankauf von Wertpapieren durch das Eurosystem	236
1.	Entwicklung von CBPP I+II sowie SMP und OMT	237
2.	EZB-Kapital- vs. Banknoten-Verteilungs-Schlüssel	239
a.	Kapital der EZB und dessen Erhöhung zum 29.12.10	239
b.	Banknotenverteilungsschlüssel	242
3.	Verteilung der SMP- und CBPP I+II -Bestände nach Banknotenverteilungsschlüssel?	245
4.	Die SMP- und CBPP I+II -Bestandsveränderungen: Netto- vs. Brutto-Ankäufe	247
5.	Beschreibung CBPP I+II	249
a.	Erstes Programm zum Ankauf schuldgedeckter Wertpapiere (CBPP I)	249
b.	Zweites Programm zum Ankauf schuldgedeckter Wertpapiere (CBPP II)	250
c.	Vergleich CBPP I+II	251
6.	Beschreibung SMP + OMT	253
a.	Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	253
b.	Outright Monetary Transactions (OMT)	254
c.	Vergleich SMP und OMT	255
7.	Sterilisierung der SMP- und OMT-Ankäufe und Unregelmäßigkeiten in deren Bilanzierung	258
VI.	Verteilung der „Überschußliquidität“: Sonstige Wertpapiere vs. Refinanzierungsgeschäfte und Wertpapierkäufe des Eurosystems	261
1.	Verteilung auf die Refinanzierungsgeschäfte u. Wertpapierkäufe des Eurosystems und die Ableitung des „Liquiditäts-Saldos“	261
2.	Inwieweit lässt sich der „Liquiditäts-Saldo“ aus den „Sonstigen Wertpapieren“ erklären?	264
a.	Zweckgebundene Wertpapierportfolios vs. Währungsreserven	266
b.	Zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte in Fremdwährung und ERMS	268
c.	Einlagen des EFSF/ESM sowie Forderungen an und Einlagen von öffentlichen Haushalten	269
d.	Fazit: Mindestbetrag der Finanzierung „Sonstiger Wertpapiere“ durch ZB-Geldschöpfung	269

G.	Gesamtauswertung	
	– Der EFSF/ESM vor dem Hintergrund des „Intra-Eurosystem-Bankrun-Problems“ sowie des Qualitative- und Quantitative Easing des Eurosystems	272
I.	Die EZB-Maßnahmen: Bankenkrise vs. Staatsschuldenkrise, Meilensteine der Geldlockerungspolitik, Gesamtübersicht aller Maßnahmen	273
II.	Die Entwicklung der Verwendung und Verwendungsfähigkeit notenbankfähiger Sicherheiten	277
	1. Die Entwicklung der Verwendung notenbankfähiger Sicherheiten	277
	2. Grenzüberschreitende Nutzung von Sicherheiten im Eurosystem	281
	3. Der länderspezifische Anteil der grenzüberschreitend hinterlegten Sicherheiten im Eurosystem und die prekäre Situation der Bundesbank	282
III.	These zum „Intra-Eurosystem-Bank-Run-Problem“, der Überschussliquidität und deren Verbindung zum EFSF/ESM	290
IV.	Das Zusammenspiel von Banken- und Eurosystem vor dem Hintergrund der Verknüpfung von EFSF/ESM und OMT	294
	1. Instrumente des ESM	294
	2. Das OMT und die „Schwachstellen“ des EFSF/ESM	297
	3. OMT/ESM/CBPP-II vs. SMP/EFSF/CBPP-I und zusätzliche LRGs	300
	4. Refinanzierbarkeit über das Eurosystem: Das OMT nur ein Teil der Sondermaßnahmen September 2012	301
	a. Zinsentscheidung	303
	b. Konditionale Aussetzung des Bonitätsschwellenwertes	303
	c. Zulassung von bestimmten Fremdwährungsdenominationen	304
V.	Die Verteilung der Target-2-Salden, „Sonstigen Wertpapiere“, Euro-Refinanz- ierungs-Geschäfte, des tatsächlichen BN-Umlaufs und der Überschussliquidität nach Ländern	306
VI.	Die Überschuss-Liquidität im Eurosystem als Ergebnis der Geldlockerungs- politik der EZB und das Finanzierungspotenzial für den EFSF/ESM	311
H.	Zusammenfassung und Ausblick	315
I.	Zusammenfassung	315
II.	Ausblick	317

Verzeichnisse	321
Abkürzungen	321
Kästen	321
Abbildungen	326
Schrifttum	332
Internetquellen	334

Anhänge

Anhang I	Begrifflich verwendete Länderabgrenzungen der EZB	358
Anhang II	Begrifflichkeiten um die Prozesskette des Wertpapierhandels	360
	A - Prozesskette des Wertpapierhandels	360
	B - Euro-Märkte als Teil des Internationalen Finanzmarktes	361
	C - Die privaten Netto-Zahlungssysteme EURO 1, STEP1 und STEP2	363
	D - Target-2-ECB und das Devisenabwicklungssystem CLS	363
	E - Anschluss von Nicht-Eurosystem-ESZB-Mitgliedern an Target-2.....	364
Anhang III	Tender – Ausschreibungsverfahren des Eurosystems	365
Anhang IV	Entwicklung des „EZB-Kapital-Schlüssels“	366
Anhang V	Entwicklung des „Banknoten-Verteilungsschlüssels“	371
Anhang VI	Entwicklung der Bilanz der Banque de France	373
Anhang VII	Chroniken	375
	A: Qualitative-Easing-Maßnahmen	376
	B: Aussetzung oder Herabsetzung von Zinskonditionen	380
	C: Mindestreserve sowie Zulässigkeit und Klassifizierung bestimmter Geschäftspartner	381
	D: Zuteilungsverfahren, zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte und Wertpapier-Ankäufe	382
	E: Anbieten zusätzlicher Refinanzierungsgeschäfte in Fremdwährung	385
Anhang VIII	EFSF/ESM – Aufspannen des Eurorettungsschirms	387
Anhang IX	Abbildungen	388