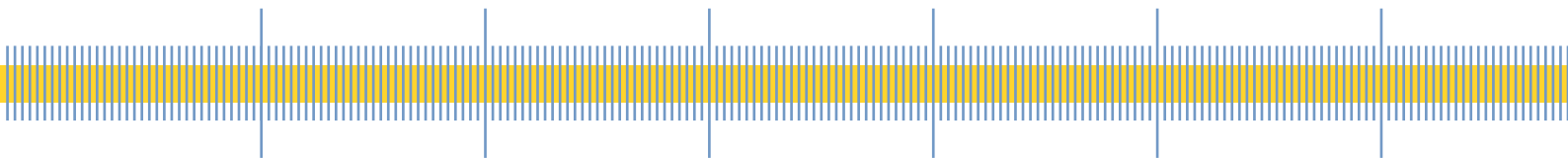


FINANZSTABILITÄTSBERICHT 2011



November 2011

Der Finanzstabilitätsbericht erscheint im Selbstverlag der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main, und wird an Interessenten kostenlos abgegeben.

Deutsche Bundesbank, Wilhelm-Epstein-Straße 14, 60431 Frankfurt am Main
Postfach 10 06 02, 60006 Frankfurt am Main

Fernruf 069 9566-0

Durchwahl-Nummer 069 9566 ...

und anschließend die gewünschte Hausrufnummer wählen.

Telex Inland 4 1 227, Ausland 4 14 431; Telefax 069 9566-3077

Internet <http://www.bundesbank.de>

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.

ISSN 1861-8960 (Druckversion)

ISSN 1861-8979 (Internetversion)

Abgeschlossen am 8. November 2011.



Finanzstabilitätsbericht | November 2011

Prolog	7
FINANZSTABILITÄT 2011 IM ÜBERBLICK	9
STAATSSCHULDEN IM ZENTRUM DER RISIKOLAGE	17
Europäische Staatsschuldenkrise weitet sich aus	18
Staatenrisiko überträgt sich auf große europäische Banken	26
Lektionen aus der Staatsschuldenkrise	28
INTERNATIONALES FINANZSYSTEM ZWISCHEN RISIKOSCHEU UND RENDITESUCHE	31
Gleichlauf und Ausschläge von Kursbewegungen hoch	32
Problemengagements noch nicht vollständig verarbeitet	34
Risiken des Niedrigzinsumfelds erfordern Wachsamkeit	38
DEUTSCHES FINANZSYSTEM ZWISCHEN ERHÖHTER RISIKOTRAGFÄHIGKEIT UND ZUNEHMENDEN ANSTECKUNGSRISIKEN	45
Bislang gute Erträge – Aussichten getrübt	46
Risikotragfähigkeit im deutschen Finanzsystem	48
Kreditrisiken: Hält der konjunkturelle Rückenwind an?	51
Marktrisiken geprägt von erhöhter Volatilität	53
Vertrauen wiederherstellen	55
Refinanzierung vor großen Herausforderungen	57
Versicherer mit stetiger Geschäftsentwicklung	62
REGELWERK ZUR EINDÄMMUNG SYSTEMISCHER RISIKEN	67
Systemrelevante Finanzinstitute erhalten spezielle Regeln	67
Liquidität im Zentrum der Bankenregulierung	70
Transparenz schaffen, finanzielle Infrastruktur stärken	74
Makroprudenzielle Überwachung handlungsfähig machen	79
VERÖFFENTLICHUNGEN DER BUNDESBANK ZUM THEMA FINANZSTABILITÄT	87

VERZEICHNIS DER KÄSTEN

1.1	Stabilitätslage im deutschen Finanzsystem 2011	11
2.1	Wichtige Beschlüsse der Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebiets vom 21. Juli und vom 26. Oktober 2011	19
3.1	Stabilitätsrisiken bei Exchange Traded Funds	33
4.1	Ertragslage im Stresstest	47
4.2	Kapitalisierung im europäischen Bankensystem	56
4.3	US-Dollar-Refinanzierungslücke des deutschen Bankensystems	60
4.4	Steigende Einmalbeiträge bei deutschen Versicherern	64
5.1	Hochfrequenzhandel braucht Regeln	76
5.2	Systemische Implikationen von Kreditausfallswaps	80

Abkürzungen und Zeichen

p vorläufige Zahl; s geschätzte Zahl; . Zahlenwert unbekannt, geheim zu halten oder nicht sinnvoll;
– nichts vorhanden.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Prolog

Die Deutsche Bundesbank hat als Zentralbank und Hüterin der Geldwertstabilität ein originäres Interesse an einem stabilen Finanzsystem. Mitverantwortung für den Erhalt der Finanzstabilität erwächst für die Bundesbank vor allem aus ihrer Beteiligung an der Bankenaufsicht sowie aus ihrer Rolle als Betreiberin und Überwacherin von Zahlungsverkehrssystemen. Als integraler Bestandteil des Europäischen Systems der Zentralbanken hat sie den expliziten Auftrag, zur Finanzstabilität beizutragen. Der Präsident der Deutschen Bundesbank ist Mitglied im Europäischen Ausschuss für Systemrisiken, der zu Beginn dieses Jahres seine Arbeit aufgenommen hat.

Die Bundesbank definiert Finanzstabilität als die Fähigkeit des Finanzsystems, seine zentrale makroökonomische Funktion – insbesondere die effiziente Allokation finanzieller Mittel und Risiken sowie die Bereitstellung einer leistungsfähigen Finanzinfrastruktur – jederzeit reibungslos zu erfüllen, und dies gerade auch in Stresssituationen und in strukturellen Umbruchphasen.

Die laufende Analyse der Stabilitätslage zielt darauf, stabilitätsrelevante Veränderungen und aufkommende Risiken im primär bankbasierten deutschen Finanzsystem möglichst früh zu erkennen. Dabei sind auch Rückkopplungen innerhalb des nationalen und globalen Finanzsystems, die Interdependenzen zwischen Finanz- und Realwirtschaft sowie die Auswirkungen des Regulierungsrahmens auf die Funktions- und Leistungsfähigkeit der Finanz-

wirtschaft zu beachten. Die Stabilitätsanalyse verfolgt dabei einen risikoorientierten Ansatz, der sich auf die Betrachtung von sogenannten Abwärtsszenarien stützt. Im Unterschied zu Prognosen, die die wahrscheinlichsten Entwicklungen aufzeigen, beschreiben Abwärtsszenarien mögliche Ereignisse und ihre Folgen, die hohen Schaden für die Gesamtwirtschaft verursachen können, selbst wenn deren Eintrittswahrscheinlichkeit gering erscheint.

Mit dem vorliegenden Finanzstabilitätsbericht gibt die Bundesbank eine Einschätzung der Risiken und der Widerstandskraft im deutschen Finanzsystem sowie eine Bewertung der Weiterentwicklung des regulatorischen Rahmenwerks. Die Analysen sollen zum öffentlichen Diskurs über Finanzstabilität beitragen. Die daraus abgeleiteten Empfehlungen an die Marktteilnehmer und die Politik sind im Kasten 1.1 auf Seite 11 zusammengefasst. Sie sollen Anstöße zu notwendigen Maßnahmen und Korrekturen geben, um die Stabilität und die Leistungsfähigkeit des Finanzsystems auch jenseits kurzfristiger Entwicklungen und der Erfordernisse des aktuellen Krisenmanagements zu stärken.

Der diesjährige Bericht wurde in einem für die Finanzstabilität schwierigen, sich rasch verändernden Umfeld erstellt. Insbesondere hat die Ausweitung der europäischen Staatsschuldenkrise ein hohes Maß an Unsicherheit ausgelöst. Aktuelle Entwicklungen konnten bis zum Redaktionsschluss am 8. November 2011 berücksichtigt werden.

Finanzstabilität 2011 im Überblick

Die Risiken für das deutsche Finanzsystem haben mit der Ausweitung der Staatsschuldenkrise im Sommer 2011 merklich zugenommen. Neben den Programmländern Griechenland, Irland und Portugal sehen sich mit Italien und Spanien nun auch zwei große Euro-Länder von einem Vertrauensverlust der Kapitalmärkte bedroht. Zugleich verstärken sich die Staatsschuldenkrise und die Vertrauenskrise im Bankensystem wechselseitig. Aufgrund von grenz- und sektorübergreifenden Ansteckungseffekten steht die Finanzstabilität in Europa gegenwärtig unter erhöhtem Druck.

Vor diesem Hintergrund hat die Politik auf europäischer Ebene im Juli und Oktober 2011 eine Reihe von Maßnahmen beschlossen. Mit Blick auf die Vertrauenskrise im Finanzsystem sind eine abgestimmte Kapitalisierung großer europäischer Banken sowie die Vergabe von Garantien für längerfristige Bankverbindlichkeiten vorgesehen. Zudem wurde ein weiteres Hilfsprogramm für Griechenland in Aussicht genommen. Dieses schließt eine freiwillige Beteiligung privater Gläubiger an der Sicherung der Tragfähigkeit der griechischen Staatsfinanzen ein. Außerdem haben Italien und Spanien zugesagt, zusätzliche Maßnahmen zur Konsolidierung ihrer Haushalte durchzuführen.

Entscheidend ist letztlich, die eigentliche Ursache der Vertrauenskrise anzugehen, die in der mangelnden Nachhaltigkeit

der öffentlichen Finanzen in einer Reihe von Ländern des Euro-Raums liegt. Auf eine dauerhaft solide Finanzpolitik sollen längerfristig eine engere Überwachung, stärkere Institutionen im Euro-Raum sowie eine ausgebaute Wirtschaftsunion hinwirken. Mit finanziellen Hilfen kann die internationale Gemeinschaft nur Zeit kaufen, damit das betroffene Land notwendige Korrekturen einleiten und durchführen kann. Aber sie können solche Korrekturen nicht ersetzen. Ebenso kann die Geldpolitik im Rahmen ihrer primären Aufgabe, die Geldwertstabilität zu sichern, die Stabilität im Bankensystem zwar liquiditätspolitisch unterstützen, aber nicht gegen Fehlentwicklungen in der Finanzpolitik abschirmen.

Auch für das deutsche Bankensystem zeichnen sich in einem schwieriger werdenden Umfeld neue Belastungen ab. So dürften zusätzliche Abschreibungen auf griechische Staatsanleihen notwendig werden. Auch trüben sich die Ertragsaussichten angesichts der jüngsten Marktentwicklungen sowie gedämpfter konjunktureller Perspektiven allmählich ein. Doch begegnet das deutsche Bankensystem dieser von hoher Unsicherheit geprägten Phase immerhin mit einer verbesserten Risikotragfähigkeit. Die Kapitalausstattung ist in den letzten Jahren deutlich gestiegen, die Ertragslage war bis zuletzt recht stabil, und Anfälligkeiten in der Refinanzierung wurden abgebaut. |

Staatsschuldenkrise größtes Risiko für die Finanzstabilität

Schuldenkrise erfasst weitere Euro-Länder...

Im Zentrum der Staatsschuldenkrise stehen einzelne Länder des Euro-Raums. Zweifel an ihrer Fähigkeit, die hohen Staatsschulden zu bedienen und abzutragen, bleiben auf absehbare Zeit das größte Risiko für die Finanzstabilität.¹⁾ Nach Griechenland (Mai 2010) sahen sich auch Irland (November 2010) und Portugal (Mai 2011) veranlasst, finanzielle Hilfen der internationalen Staatengemeinschaft in Anspruch zu nehmen. Im Sommer 2011 gerieten Italien und Spanien verstärkt in den Sog der Schuldenkrise. Damit einher gingen kräftige Reaktionen an den Finanzmärkten wie einbrechende Kurse an den Aktienmärkten und höhere Prämien für die Absicherung gegen Kreditausfall. An den europäischen Interbankenmärkten verschärfte sich die Segmentierung. Auch traten Probleme bei der Refinanzierung in US-Dollar zutage.

... und verlangt Antwort auf europäischer Ebene

In diesen Anspannungen kommen nicht nur sektorübergreifende Ansteckungen zwischen Staat und Finanzsystem zum Ausdruck. Zusätzlich fördern hohe Interdependenzen im europäischen Finanzsystem auch die grenzüberschreitende Ansteckung. Gerade diese Dimension der Krise verlangt eine europäisch abgestimmte Antwort. Deshalb gilt es, die von der europäischen Politik jüngst beschlossenen Maßnahmen rasch zu konkretisieren und umzusetzen. Dazu gehört auch, dass betroffene Länder ihre eingegangenen Verpflichtungen erfüllen und dabei die Märkte von ihrem Stabilitätskurs überzeugen. Insbesondere Politik und Gesellschaft in Griechenland sind gefordert, den Konsolidierungskurs des Landes nachdrücklich zu bestätigen.

Angespanntes Finanzsystem im Umfeld hoher Unsicherheit und niedriger Zinsen

Neben der aktuell dominierenden Vertrauenskrise an den Finanzmärkten wirken weitere Faktoren auf die Stabilität des internationalen Finanzsystems ein.²⁾ So spielen für das Ausmaß der neuerlichen Anspannungen auch endogene, aus dem Finanzsystem herührende Mechanismen eine Rolle, wie prozyklisch wirkende Anpassungen von Kreditbedingungen über Margins oder Haircuts auf hinterlegte Sicherheiten. Zudem verstärken neuere Marktentwicklungen, wie der zunehmende Bezug auf breite Finanzmarktindizes durch Derivate und Exchange Traded Funds (ETFs), tendenziell den Gleichlauf im System. Solche endogenen Prozesse tragen dazu bei, dass das Finanzsystem exogene Schocks verstärkt anstatt sie zu dämpfen. Aus Sicht der Finanzstabilität ist es deshalb wichtig, solchen trendverstärkenden Faktoren im Finanzsystem durch geeignete regulatorische Maßnahmen zu begegnen.

Zusätzliche Risiken durch endogene Mechanismen, ...

Das internationale Finanzsystem hat zudem aus der Vergangenheit stammende Problemengagements noch nicht vollständig verarbeitet. Insbesondere Gewerbeimmobilien aus Ländern mit vorausgegangenem Immobilienboom sowie strukturierte Finanzprodukte könnten nach einer längeren Phase der Entspannung wieder unter Druck geraten. Wich-

... Problemengagements aus der Vergangenheit...

1 Das Kapitel „Staatsschulden im Zentrum der Risikolage“ (siehe S. 17 ff.) zeigt detailliert die Zusammenhänge auf und erläutert die von der Politik ergriffenen Maßnahmen.

2 Das Kapitel „Internationales Finanzsystem zwischen Risikoscheu und Renditesuche“ (siehe S. 31 ff.) analysiert die treibenden Faktoren und die Risiken.

Kasten 1.1

STABILITÄTSLAGE IM DEUTSCHEN FINANZSYSTEM 2011**Einflussfaktoren, welche die Stabilitätslage ...****... belasten**

- Staatsschuldenkrise ausgeweitet, Anspannungen greifen auf Italien und Spanien über
- Ansteckungseffekte auf Banken verstärkt, Vertrauensverlust im europäischen Bankensystem
- Finanzierungs- und Marktliquidität teilweise beeinträchtigt; prozyklisches und trendverschärfendes Verhalten verstärkt Marktumschwünge
- Hochfrequenzhandel nimmt an wichtigen Börsen weiter zu und kann „Schein-Liquidität“ erzeugen
- Basis-, Gegenparti- und Liquiditätsrisiken durch Exchange Traded Funds
- Altlasten der Banken aus Gewerbeimmobilien und strukturierten Wertpapieren noch nicht vollständig verarbeitet
- Konjunktur in Industrieländern verliert an Dynamik
- Anhaltendes Niedrigzinsumfeld birgt mittelfristig Gefahr neuer Übertreibungen

... entschärfen

- Kapitalausstattung im deutschen Bankensystem verbessert, Verschuldungsquote gesunken
- Ertragslage deutscher Banken bislang stabil, Zinsspanne gestiegen, Wertberichtigungen gesunken
- Inländische Kreditqualität verbessert
- Kundeneinlagen als stabile Refinanzierungsquelle des deutschen Bankensystems nehmen weiter zu
- Deutsche Lebensversicherer steigern Kapitalerträge und senken laufende Verzinsung
- Bilanzbereinigung durch Auslagerung ausfallgefährdeter Forderungen in Abwicklungsanstalten vorangeschritten
- Europäische Politik leitet Kapitalisierung und Vergabe von Garantien für längerfristige Bankverbindlichkeiten für große europäische Banken ein

Empfehlungen ...**... an Marktteilnehmer**

- Eigenkapitalausstattung weiter stärken, um Vertrauensverlust im Bankensektor zu begegnen
- Systemrelevante Finanzinstitute: Sanierungspläne entwickeln und Abwicklungsfähigkeit verbessern
- Verhaltenskodex für Hochfrequenzhandel etablieren
- Transparenz von Exchange Traded Funds erhöhen und gemeinsame Standards entwickeln
- Vergütungen im Finanzsektor an langfristige Erträge anpassen, vor allem im Investmentbanking
- Risikomanagement der Versicherer mit Blick auf Kapitalisierungsgeschäfte bei Einmalbeiträgen stärken

... an die Politik

- Nachhaltige Finanzpolitik verfolgen, flankierende Strukturreformen durchführen
- In Europa Rahmenwerk für solide nationale Finanzpolitik stärken
- Eindeutige Trennung zwischen Geld- und Fiskalpolitik respektieren
- Transparenz im Finanzsystem erhöhen: Konsistenz und Granularität der Flow-of-Funds-Statistiken verbessern
- Neue international vereinbarte Berichtspflichten des Schattenbankensektors konsequent umsetzen
- Internationale Standards der Insolvenzordnungen für Banken anwenden
- Zentrale Gegenparteien für außerbörsliches Derivategeschäft vorsehen und Transaktionsregister, auch für Rohstoffmärkte, errichten
- Nationale Kompetenz für Einsatz und Dosierung makroprudenzieller Instrumente sicherstellen

DEUTSCHE BUNDESBANK

tig ist, dass die Banken den Prozess der Bilanzbereinigung konsequent fortsetzen.

... und anhaltend niedrige Zinsen

Das internationale Finanzsystem steht weiter unter dem Einfluss anhaltend niedriger Zinsen und hoher globaler Liquidität. Das Niedrigzinsumfeld birgt mittel- und längerfristige Risiken wie den Einsatz überhöhter Fremdkapitalhebel und intensiver Fristentransformation. Allerdings haben die großen, internationalen Banken gerade erst ein ausgeprägtes Deleveraging hinter sich. Um die Aktivitäten von Hedgefonds besser zu erfassen, ist es wichtig, die Flow-of-Funds-Statistiken über Europa hinaus international konsistenter und granularer zu gestalten. Darüber hinaus sind Empfehlungen für international konsistente Berichtspflichten von Hedgefonds umzusetzen.

Risiken aus Kapitalzuflüssen in Schwellenländer...

Anhaltend niedrige Zinsen tragen auch zum Aufbau globaler finanzieller Ungleichgewichte bei. Sie treffen auf ein internationales Finanzsystem, das stark kurzfristig orientiert ist und das seine Finanzmittel schnell zwischen verschiedenen Anlageklassen umlenken kann. In einer Reihe von Schwellenländern besteht daher einerseits die Gefahr, dass Vermögenspreise aufgrund hoher kurzfristiger Kapitalzuflüsse ihr fundamental gerechtfertigtes Niveau übersteigen. Andererseits zeigt die Erfahrung, dass Kapitalströme abrupt versiegen und sich sogar rasch umkehren können. Hierfür spricht, dass die Kapitalzuflüsse der vergangenen Jahre stark von volatilen Komponenten wie Portfolioinvestitionen und kurzfristigen Bankkrediten getragen wurden. Die Risiken aus Kredit- und Vermögenspreisblasen, die direkt aus den Auslandsforderungen gegenüber den jeweiligen Ländern herrühren, sind für die deutschen Banken begrenzt. Doch das Platzen

einer Blase in einem wichtigen Schwellenland könnte aufgrund der hohen globalen Vernetzung indirekt über Ansteckungseffekte auch das deutsche Finanzsystem in Mitleidenschaft ziehen.

Als Folge der Suche nach Rendite sind inzwischen die Rohstoffmärkte verstärkt das Ziel umfangreicher Finanzanlagen. Der Begriff der Finanzialisierung beschreibt diesen Prozess. Große, internationale Banken nehmen an den Rohstoffmärkten als Eigenhändler und Marktmacher im außerbörslichen Bereich (Over-the-Counter: OTC) eine zentrale Rolle ein. Konzentrationsrisiken sind vergleichsweise ausgeprägt. Doch könnten zukünftig auch kleinere Banken und Versicherungsunternehmen an die Rohstoffmärkte drängen. Vor allem bei neuen Akteuren, die mit Investitionen in Rohstoffe bisher kaum Erfahrungen haben, stellt sich die Frage eines hinreichenden Risikomanagements für Aktivitäten in einem hochvolatilen Marktsegment. Deshalb ist das Risikomanagement der an den Rohstoffmärkten tätigen Banken und Versicherungsunternehmen auch in Deutschland, wo Engagements der Finanzinstitute noch vergleichsweise gering sind, im Blick zu behalten.

... und in Rohstoffmärkte

Gestärktes deutsches Finanzsystem ...

Das deutsche Finanzsystem ist in den letzten beiden Jahren widerstandsfähiger geworden. Allerdings zeichnen sich inzwischen Belastungen ab. Hierzu gehören die Abschreibung auf Teile der Forderungen gegenüber dem griechischen Staat, höhere Refinanzierungskosten und die Eintrübung der Konjunkturaussichten. Die Widerstandsfähigkeit des deutschen

Deutsches Finanzsystem widerstandsfähiger

Finanzsystems könnte herausgefordert werden.³⁾

*Ertragslage
bislang stabil*

Die Ertragslage der großen, international tätigen deutschen Banken⁴⁾ ist seit Frühjahr 2009 stabil. Die Zinsspanne lag im zweiten Quartal 2011 mit annualisiert 0,83 % deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Zudem ist die Risikovorsorge weiter zurückgegangen. Sie erreichte für die Gruppe der großen, international tätigen deutschen Banken im zweiten Quartal 2011 mit 636 Mio € den niedrigsten Wert seit drei Jahren. Der kräftige konjunkturelle Aufschwung hat offensichtlich den Boden für höhere Erträge und eine verbesserte Kreditqualität bereitet. Doch haben sich die Ertragsaussichten mittlerweile eingetrübt.

wie Sparkassen und Kreditgenossenschaften, betreiben in hohem Maße Fristentransformation. Dem Risiko fallender Aktienkurse sind die deutschen Banken heute deutlich weniger ausgesetzt als vor der Finanzkrise. Die Verwundbarkeit gegenüber einer erhöhten Volatilität von Zinsen, Aktien- und Wechselkursen bleibt gering.

Die Anfälligkeiten bei der Refinanzierung der deutschen Banken nehmen ab. So steigt der Anteil der Kundeneinlagen an den Verbindlichkeiten weiter. Er erreichte zur Jahresmitte 2011 nahezu 44 %, vor der Finanzkrise hatte er bei noch 37 % gelegen. Auch die Refinanzierungslücke in US-Dollar liegt auf deutlich verringertem Niveau. Sie betrug Ende Juni 2011 noch 61 Mrd US-\$, verglichen mit über 200 Mrd US-\$ in der Spitze.

*Refinanzierung
weniger
anfällig*

Die deutschen Versicherungsunternehmen konnten von der guten wirtschaftlichen Situation profitieren und steigerten ihre Prämieinnahmen und Kapitalerträge im Jahr 2010 teilweise deutlich. Für das Beitragswachstum sorgten in erster Linie die Einmalbeiträge in der Lebensversicherung, die um 34 % gestiegen sind. Die deutschen Lebensversicherer konnten die Nettoverzinsung der Kapitalanlagen im Jahr 2010 um neun Basispunkte auf 4,27 % steigern. Zugleich senkten sie die den Kunden gewährte Überschussbeteiligung um 11 Basispunkte auf 4,08 %. Offensichtlich reagieren die deutschen Lebensversicherer da-

*Lebensver-
sicherer
reagieren auf
Niedrigzins-
umfeld*

*Eigenkapital
erhöht, Verschul-
dung gefallen*

Der rückläufige Trend in der Verschuldung setzt sich bei den großen, international tätigen deutschen Banken fort. Ihr Verschuldungsgrad, gemessen an der Bilanzsumme im Verhältnis zum Kernkapital, ist bis zur Jahresmitte 2011 auf einen Wert von 33 gefallen. Zugleich haben diese Banken ihre Eigenkapitalausstattung erhöht, ihre durchschnittliche Kernkapitalquote nach derzeit gültigen Basel II-Regelungen ist auf 13,1 % angestiegen. Im Frühjahr 2008 lag der Verschuldungsgrad noch bei 43 und die Kernkapitalquote bei 8,3 %. Zudem haben viele dieser Banken die Zusammensetzung ihres Kernkapitals qualitativ verbessert.

*Marktrisiken
kaum
verändert*

Die Marktrisikopositionen der deutschen Banken insgesamt haben sich zum Berechnungstichtag Ende März 2011 im Vergleich zum Vorjahr nur geringfügig verändert und bleiben im Ganzen überschaubar. Die Zinsänderungsrisiken verteilen sich jedoch ungleich. Vornehmlich die kleinen und mittleren Banken,

³ Das Kapitel „Deutsches Finanzsystem zwischen erhöhter Risikotragfähigkeit und zunehmenden Ansteckungsrisiken“ (siehe S. 45 ff.) analysiert im Einzelnen die Fortschritte, aber auch verbleibende Schwachstellen.

⁴ Betrachtet werden 13 große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben.

mit auf die Herausforderung durch das anhaltend niedrige Zinsniveau.

... vor neuen Herausforderungen

Anhaltende Belastung der Bankbilanzen...

Der Prozess der Bilanzbereinigung bei den deutschen Banken hat weitere Fortschritte gemacht, ist aber noch nicht abgeschlossen; Altlasten aus Problemaktiva bestehen weiter. Dies betrifft teilweise Forderungen aus der Finanzierung von Gewerbeimmobilien. Die großen, international tätigen deutschen Banken hielten zum Jahresende 2010 entsprechende Aktiva in Höhe von knapp 274 Mrd €, wovon etwa die Hälfte auf das Ausland entfällt.

... durch strukturierte Produkte

Auch in strukturierten Produkten halten diese Banken mit insgesamt 150 Mrd € nach wie vor erhebliche Positionen. Per Ende Juni 2011 stellen verbrieftete Wohnimmobilienkredite (Residential Mortgage Backed Securities: RMBS) mit etwa 67 Mrd € Buchwert weiterhin den größten Einzelposten dar. Auf verbrieftete Gewerbeimmobilienkredite (Commercial Mortgage Backed Securities: CMBS) entfallen knapp 16 Mrd € und auf verschiedene Formen von Collateralised Debt Obligations (CDOs) rund 33 Mrd €. Das Gesamtvolumen dieser Portfolios hat sich seit dem ersten Quartal 2010 zwar signifikant um 55 Mrd € reduziert. Hierzu haben neben Fälligkeiten und Tilgungen (rd. 20 Mrd €) allerdings Auslagerungen von ausfallgefährdeten Forderungen auf Abwicklungsanstalten (rd. 21 Mrd €) erheblich beigetragen.

Hohe Forderungen deutscher Banken gegenüber Italien und Spanien

Der weitere Verlauf der europäischen Schuldenkrise wird bestimmen, inwieweit sich neue Herausforderungen für die Bankbilanzen ergeben. Die bilanziellen Forderungen deutscher

Banken gegenüber Schuldern in Griechenland betragen Ende Juni 2011 insgesamt knapp 28 Mrd €. Sie sind zuletzt gesunken. Die daraus entstehenden unmittelbaren Belastungen können gemessen an der gestiegenen Risikotragfähigkeit der deutschen Kreditinstitute als handhabbar eingeschätzt werden. Volumenmäßig weitaus bedeutender als ihr Engagement in den Programmländern sind die bilanziellen Forderungen deutscher Banken gegenüber Schuldern in Italien und Spanien. Die Forderungen gegenüber dem italienischen Staat belaufen sich auf knapp 42 Mrd € und gegenüber den italienischen Banken auf 54 Mrd €. Bei Spanien beträgt das Exposure gegenüber dem Staat 23 Mrd € und gegenüber den Banken 47 Mrd €. Die deutschen Versicherer sind in Griechenland nur moderat mit Forderungen in Höhe von insgesamt gut 2 Mrd € engagiert. Die Forderungen gegenüber den öffentlichen Haushalten Italiens und Spaniens betragen insgesamt knapp 15 Mrd €.

Vertrauen wiederherstellen

Das europäische Bankensystem sieht sich einem erheblichen Vertrauensverlust gegenüber. Diesem entgegenzuwirken stellt die vielleicht größte Herausforderung für die Finanzindustrie dar. Der Europäische Rat hat sich am 26. Oktober 2011 auf eine abgestimmte Kapitalisierung im europäischen Bankensystem sowie die Vergabe von Garantien für längerfristige Bankverbindlichkeiten verständigt.

Vertrauenskrise im europäischen Bankensystem

Zur Ermittlung des Kapitalbedarfs sollen 70 große europäische Banken, die die Umfrage der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde

Höhere Kapitalpuffer vereinbart

(European Banking Authority: EBA) Anfang Oktober erfasste, ihre kompletten Bestände an Anleihen und Krediten von EWR-Staaten zum Marktwert bewerten. Dies nimmt den Marktteilnehmern die Unsicherheit über stille Lasten und somit letztlich über die Bonität der Institute. Die betreffenden Banken sollen nach Marktbewertung der Staatsanleihen temporär begrenzt eine Quote von 9 % an hartem Kernkapital aufweisen.⁵⁾ Vorläufig liegt der so ermittelte Kapitalbedarf der Kreditinstitute in Europa bei 106,4 Mrd €; hiervon entfallen 5,2 Mrd € auf deutsche Banken. Unter Berücksichtigung der institutsindividuellen Auswirkungen der CRD III-Einführung sowie der Ertragsentwicklung im dritten Quartal 2011 dürfte sich der Kapitalbedarf für einige deutsche Banken erhöhen.

Regelwerk weiter verbessern

Weiterentwicklung des Regelwerks durch...

Zur längerfristigen Sicherung der Finanzstabilität wird das Rahmen- und Regelwerk weiterentwickelt.⁶⁾ Dabei bestimmen drei Schwerpunkte die Agenda. Erstens sind die Risiken durch systemrelevante Finanzinstitute zu reduzieren. Zweitens wird Liquidität das beherrschende Bankenregulierungsthema der kommenden Jahre sein. Drittens ist das permanente Drängen auf mehr Transparenz und stabile Infrastrukturen fortzusetzen.

...Insolvenzordnung für Finanzinstitute

Eine zentrale Aufgabe der Reformagenda ist der Umgang mit systemrelevanten Finanzinstituten (Systemically Important Financial Institutions: SIFIs). Auch SIFIs müssen bei unternehmerischen Fehlern und Ineffizienzen aus dem Markt ausscheiden können, ohne das Finanzsystem in Gefahr zu bringen. Spezielle

Insolvenzrechte für den Finanzsektor eröffnen die Möglichkeit, Finanzinstitute in Schieflage zwangsweise zu sanieren oder abzuwickeln, unabhängig von ihrer Größe. Auf einzelstaatlicher Ebene wurden dabei bereits Fortschritte erzielt. In Deutschland ist Anfang 2011 das Restrukturierungsgesetz in Kraft getreten. Die jeweiligen nationalen Regime müssen international ineinandergreifen. Nicht zuletzt zu diesem Zweck hat sich der Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board: FSB) in seinem SIFI-Rahmenwerk auf Anforderungen an nationale Abwicklungssysteme verständigt.

Liquidität ist das beherrschende Bankenregulierungsthema der kommenden Jahre. Mikroprudenziell – also bezogen auf das Einzelinstitut – geht es darum, dass jede Bank für sich genommen kein übermäßiges Liquiditätsrisiko eingeht. Zugleich sind die makroprudenziellen Aspekte zu berücksichtigen, etwa die Rückwirkungen auf die Markt- und Refinanzierungsliquidität, insbesondere in Stresssituationen. Gerade im sensiblen Bereich der Liquidität können regulatorische Veränderungen Nebenwirkungen zeitigen. So wirkt sich wahrscheinlich das neue risikobasierte Solvency II-System für die europäische Versicherungsbranche spürbar auf die Refinanzierung der Banken aus.

Liquiditätsregulierung für Banken

Transparenz schaffen und die Infrastruktur robust gestalten sind Dauerthemen der makroprudenziellen Politik. Denn der Strom an Innovationen in Geschäftsmodellen von

Transparenz als Dauerthema

⁵ Das sog. harte Kernkapital ist von der derzeit gültigen aufsichtsrechtlichen Definition von Kernkapital zu unterscheiden. Das harte Kernkapital umfasst nur Bestandteile mit höchster Verlustabsorptionsfähigkeit.

⁶ Das Kapitel „Regelwerk zur Eindämmung systemischer Risiken“ (siehe S. 67 ff.) zeigt die wichtigsten Felder der Weiterentwicklung des Regel- und Rahmenwerks auf.

Intermediären, in Produkten und Instrumenten sowie in Handelspraktiken erschwert immer wieder die Einschätzung, wo Risiken für die Finanzstabilität liegen, und bringt neue Herausforderungen an die finanzielle Infrastruktur. Finanzstabilität erfordert über die gesamte Prozesskette aus Handel und Nachhandel hinreichende Transparenz, sichere Infrastrukturen sowie ein Schritthalten der Aufsicht.

Sichere Infrastrukturen für Handel und Nachhandel

Ein wichtiger Ansatz ist, den außerbörslichen Derivatehandel auf organisierte Handelsplätze zu verlagern. Die Stabilität der Handelsinfrastrukturen wird auch durch neue technologische Entwicklungen herausgefordert. So nimmt der Anteil des computergesteuerten Hochgeschwindigkeitshandels (High Frequency Trading: HFT) insbesondere am US-amerikanischen und europäischen Aktienhandel rasch zu. Risiken für die Finanzstabilität können auch im Nachhandel, das heißt bei der Abrechnung und Abwicklung der abgeschlossenen Handelsgeschäfte, entstehen. Im Bereich der OTC-Derivate haben sich die G20 darauf verständigt, die Nutzung von Zentralen Kontrahenten (Central Counterparties: CCPs) verpflichtend einzuführen. Eine Ausweitung der Verpflichtung auf andere Finanzmärkte und -instrumente erscheint überlegenswert.

Makroprudenzielle Überwachung handlungsfähig machen

Systemische Stabilität überwachen

Eine der zentralen Lehren der Krise betrifft den aufsichtlichen Ansatz. Neben der Re-

gulierung und der Aufsicht, die sich auf die Einzelinstitute und deren Robustheit beziehen, muss sich eine makroprudenzielle Überwachung mit der Stabilität des gesamten Finanzsystems befassen. Ein Mandat zur makroprudenziellen Überwachung bezieht sich nicht nur auf Banken, sondern auch auf Versicherer, Märkte und finanzielle Infrastrukturen. Dabei ist die makroprudenzielle Überwachung eng mit der mikroprudenziellen Aufsicht zu verzahnen.

Die makroprudenzielle Politik muss handlungsfähig werden. Für die Definition und die Zuweisung nationaler makroprudenzieller Mandate bildet sich ein internationaler Standard heraus. In Europa ist die nationale makroprudenzielle Politik in einen europäischen Rahmen einzupassen. So ist es wünschenswert, makroprudenzielle Instrumente auf europäischer Ebene zu harmonisieren, um den gemeinsamen europäischen Finanzmarkt nicht zu gefährden und nationalen Protektionismus zu vermeiden. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) nimmt bei der Koordination der makroprudenziellen Politik eine zentrale Rolle ein. Zugleich sollte die Entscheidung über den Einsatz und die Dosierung der makroprudenziellen Instrumente den nationalen Behörden vorbehalten sein, damit sie auf eine Bedrohung der Stabilität ihres jeweiligen Finanzsystems angemessen reagieren können.

Nationale Mandate in europäischen Rahmen einpassen

Staatsschulden im Zentrum der Risikolage

Die hohen Staatsschulden sind derzeit der größte Risikofaktor für die Finanzstabilität. Im Mittelpunkt stehen dabei einzelne Länder der Europäischen Währungsunion. Die Krise weitete sich in den Sommermonaten mit dem Übergreifen der Anspannungen auf die Märkte für spanische und italienische Staatsschuldtitel aus. Zudem kam es zu grenzübergreifenden Ansteckungseffekten auf große, international tätige Banken mit hohen Forderungen gegenüber den Krisenländern oder einer engen Vernetzung mit diesen Staaten. Der europäische Bankensektor sieht sich derzeit einem erheblichen Vertrauensverlust gegenüber. Die Vertrauenskrise verlangt Antworten sowohl auf Ebene der öffentlichen Finanzen als auch auf Ebene der Banken. Die europäische Politik hat hierauf reagiert und ein Bündel von Maßnahmen beschlossen. Zum einen wird die Haushaltsdisziplin stärker überwacht und die Wirtschaftsunion vertieft. Zum anderen sind eine höhere Kapitalisierung großer europäischer Banken und die Bereitstellung öffentlicher Garantien für langfristige Bankverbindlichkeiten mit dem Ziel der Sicherung des Zugangs zu den Kapitalmärkten vorgesehen. Dennoch ergeben sich weitreichende Konsequenzen, wenn staatliche Schuldtitel von Industrieländern nicht mehr als risikofrei anzusehen sind.

Hohe Staatsschulden als globales Problem

Die Risiken für die Finanzstabilität aus der hohen öffentlichen Verschuldung in vielen Industrieländern haben im Verlauf dieses Jahres weiter zugenommen. Im Euro-Raum hat sich die Schuldenkrise ausgeweitet und vertieft. Der Budgetstreit und die anschließende Herabstufung der USA durch eine Ratingagentur machten die dortigen fiskalischen Probleme offenkundig, und in Japan schien im Sommer ein politisch induzierter staatlicher Zahlungsausfall nicht ausgeschlossen.

Ausweitung der Krise im Euro-Raum ...

Die fiskalischen Fehlentwicklungen haben wesentlich zu einem Anstieg der Volatilität vieler Vermögenspreise und einer ausgeprägten Flucht in als sichere Anlagen geltende Vermögenswerte beigetragen. Dass die USA und Japan dabei entsprechend ihrer traditionellen Funktion als „sicherer Hafen“ finanzielle Zuflüsse verzeichnen konnten, ist kein Grund zur Entwarnung für diese Länder. Schuldenstände, Defizite und langfristige Konsolidierungserfordernisse sind dort sogar höher als in manchen als finanziell anfällig eingeschätzten Staaten des Euro-Raums (siehe Tabelle 2.1).¹⁾ Zudem sehen sich insbesondere Japan, aber auch die USA, in den Jahren 2012 und 2013 einem im internationalen Vergleich überdurchschnittlichen Brutto-Finanzierungsbedarf gegenüber. Hierzu trägt neben hohen Defiziten und

... und fiskalische Anfälligkeiten in den USA und Japan

¹ Vgl.: International Monetary Fund (2011a), S. 7 f.

Tabelle 2.1

LANGFRISTIGE FISKALISCHE ANPASSUNGSERFORDERNISSE IN AUSGEWÄHLTEN INDUSTRIELÄNDERN DER G20*

in % des Bruttoinlandsprodukts (BIP)

Land/ Ländergruppe	Brutto- verschul- dung 2010	Konjunkturbereinig- ter Primärsaldo		Notwen- dige fis- kalische Anpas- sung ²⁾ 2010 bis 2020
		Ist 2010	Erforder- lich ¹⁾ 2020 bis 2030	
Frankreich	82,4	- 3,1	3,1	6,3
Deutschland	84,0	- 0,4	2,0	2,3
Italien	119,0	1,2	4,3	3,1
Japan	220,0	- 6,6	7,0	13,6
Vereinigte Staaten	94,4	- 5,4	5,4	10,8
Entwickelte G20-Staaten	104,4	- 4,1	4,3	8,4

Quelle: International Monetary Fund (2011a), S. 30. —
* Die Tabelle gibt die Ergebnisse einer IWF-Modellrech-
nung wieder. — **1** Erforderlicher jährlicher Primärsaldo
in den Jahren 2020 bis 2030, um im Jahr 2030 eine
Brutto-Schuldenquote von 60 % des BIP (Japan: 80 %) zu
erreichen. — **2** Hierfür notwendige Anpassung des
Primärsaldos zwischen den Jahren 2010 und 2020.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Schuldenständen auch ein relativ kurzfristiges Fälligkeitsprofil bei. Mittelfristig könnte sich in diesen Ländern ein erhebliches Störpotenzial mit weitreichenden Folgen für die globale Zins- und Wechselkursentwicklung ergeben.

Europäische Staatsschuldenkrise weitet sich aus

Im Mittelpunkt der Krise stehen einzelne Länder der Europäischen Währungsunion (EWU). Nach Griechenland (Mai 2010) sahen sich Irland (November 2010) und Portugal (Mai 2011) aufgrund stark steigender Risikoprämien veranlasst, europäische und internationale Hilfen in Anspruch zu nehmen. Im Frühsommer wurde zudem deutlich, dass Griechenland nicht wie vorgesehen im Jahr 2013 an die Kapitalmärkte zurückkehren wird.

Drei Länder nehmen Hilfen in Anspruch

Politik beschließt Stützungsmaßnahmen

Die Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets und EU-Organe reagierten am 21. Juli 2011 auf die zunehmenden Anspannungen an den Finanzmärkten (siehe Kasten 2.1 auf S. 19). Die Maßnahmen umfassten insbesondere ein zweites Unterstützungspaket für Griechenland.²⁾ Zudem wurden die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (European Financial Stability Facility: EFSF) und der künftige Europäische Stabilitätsmechanismus (European Stability Mechanism: ESM) mit weiteren Befugnissen ausgestattet.

Beschlüsse vom 21. Juli 2011

Dennoch verschärften sich Ende Juli 2011 die Anspannungen an den Märkten. Marktindikatoren wie kurzfristige Renditen oder Kreditausfallswap-Prämien wiesen darauf hin, dass Investoren die Beteiligung des Privatsektors zu einem späteren Zeitpunkt auch bei

Anspannungen breiteten sich danach weiter aus...

² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2011), S. 66 ff.

Kasten 2.1

WICHTIGE BESCHLÜSSE DER STAATS- UND REGIERUNGSCHEFS DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS VOM 21. JULI UND VOM 26. OKTOBER 2011

Die Beschlüsse des Gipfels vom 21. Juli 2011 sehen ein zweites Hilfspaket für Griechenland, günstigere Konditionen für künftige Hilfskredite an die Programmländer sowie eine Ausweitung der Befugnisse der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (European Financial Stability Facility: EFSF) und des künftigen Europäischen Stabilitätsmechanismus (European Stability Mechanism: ESM) vor.

Griechenland wurde ein zweites Hilfspaket in Höhe von 109 Mrd € zusätzlich zu den bereits im Mai 2010 bewilligten 110 Mrd € zugesagt. Der Internationale Währungsfonds wurde aufgerufen, zur Finanzierung des neuen Programms beizutragen. Der Privatsektor bot freiwillig die Verlängerung der Laufzeiten fälliger Anleihen bei rechnerischen Verlusten in Höhe von 21 % an. Die Laufzeiten künftiger EFSF-Darlehen an Griechenland werden auf 15 bis 30 Jahre verlängert und die Zinsen dafür gesenkt. Die für Griechenland vereinbarten Zinssätze und Laufzeiten der Darlehen gelten auch für Portugal und Irland.

Die EFSF und der künftige ESM sollen vorsorglich Kreditlinien einräumen dürfen, die Rekapitalisierung von Finanzinstituten durch Darlehen an Regierungen, auch in Nicht-Programmländern, finanzieren sowie an den Sekundärmärkten intervenieren können. Die Euro-Länder haben inzwischen diese Instrumentenausweitung ratifiziert – gemeinsam mit den bereits im März 2011 beschlossenen Maßnahmen zur Erhöhung des effektiven Ausleihvolumens der EFSF auf 440 Mrd € und der Befugnis zum Ankauf von Anleihen von Euro-Ländern auf dem Primärmarkt.

Am 26. Oktober 2011 einigten sich die Staats- und Regierungschefs des Euro-Raums auf eine Reihe weitergehender Schritte:

Eine Vereinbarung zur Sicherung der Tragfähigkeit der griechischen Staatsverschuldung wurde getroffen, welche das im Juli beschlossene Unterstützungspaket

für Griechenland ersetzen soll. Dabei ist eine Beteiligung des Privatsektors in Form eines freiwilligen Umtausches der gehaltenen Staatsanleihen mit einem Abschlag von 50 % des Nennwerts vorgesehen. Der Anleihetausch soll Anfang 2012 durchgeführt werden. Die Euro-Länder sind bereit, einen Beitrag von bis zu 30 Mrd € zur Beteiligung des Privatsektors zu leisten. Auf dieser Grundlage wurden für Griechenland bis 2014 zusätzliche Programmmittel in Höhe von bis zu 100 Mrd € in Aussicht gestellt.

Die übrigen Mitgliedstaaten des Euro-Raums verpflichteten sich unter anderem dazu, bis Ende 2012 Vorschriften über einen strukturell ausgeglichenen Haushalt im nationalen Recht zu verankern. Insbesondere Italien machte Zusagen in Bezug auf Strukturformen.

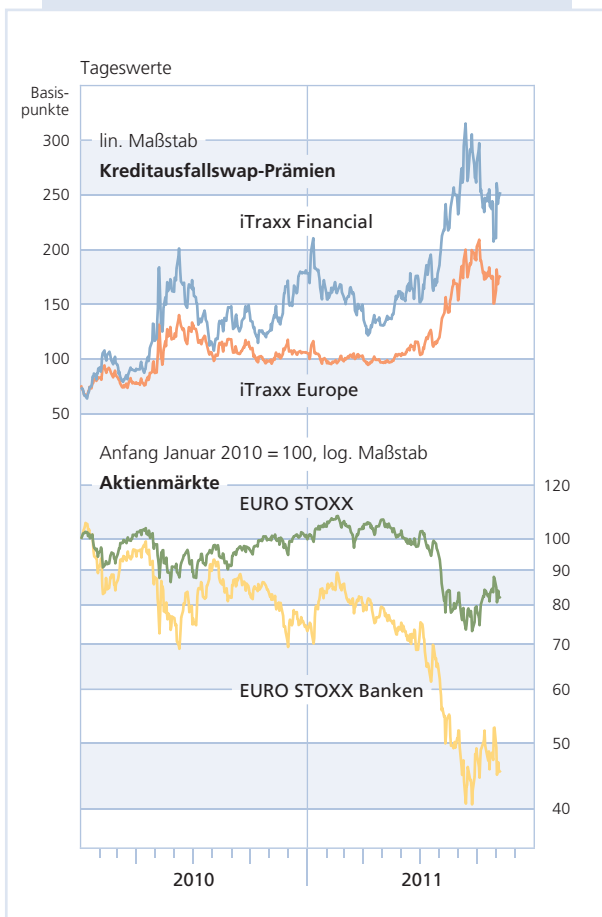
Die Ressourcen der EFSF sollen ohne Aufstockung der zugrunde liegenden Garantien mittels zweier grundlegender Optionen (Versicherungslösung und/oder Zweckgesellschaft) vervielfältigt werden. Eine Hebelwirkung bis Faktor 4 oder 5 wird erwartet.

Die längerfristige Finanzierung der Banken soll gegebenenfalls mit staatlichen Garantien für Bankverbindlichkeiten gesichert werden. Von großen Banken in der EU wird ab Juli 2012 temporär begrenzt eine Quote von mindestens 9 % hartem Kernkapital gefordert (siehe Kasten 4.2 auf S. 56).

Für die Währungsunion werden weitere Schritte zur Stärkung der wirtschafts- und steuerpolitischen Koordinierung und Überwachung angekündigt. Konkrete Maßnahmen sollen die wirtschaftspolitische Steuerung stärken. Zudem wird der Präsident des Europäischen Rats mandatiert, in Zusammenarbeit mit den Präsidenten von Kommission und Euro-Gruppe mögliche Schritte zur Vertiefung der Währungsunion zu ermitteln, auch solche, die begrenzte Vertragsänderungen erfordern.

Schaubild 2.1

INDIKATOREN DES EUROPÄISCHEN FINANZSEKTORS



Quellen: Bloomberg und Markit.
DEUTSCHE BUNDESBANK

weiteren Staaten nicht für ausgeschlossen hielten.³⁾ Zudem zeigten sich immer wieder signifikante Verzögerungen und Verfehlungen bei der Umsetzung des Anpassungsprogramms in Griechenland, die an den Märkten Zweifel an der Fähigkeit aufkommen ließen, die mit den Finanzhilfen verbundenen Auflagen zu erfüllen. Gleichzeitig verdichtete sich in vielen Industrieländern die Datenlage über eine merkliche Konjunkturabschwächung. In

der Folge kam es weltweit zu starken Kursverlusten an den Aktienmärkten, von denen Bankaktien überproportional betroffen waren (siehe Schaubild 2.1).

Angesichts struktureller Schwächen wurden die längerfristigen Perspektiven der großen südeuropäischen Euro-Länder für Wachstum und damit auch für fiskalische Nachhaltigkeit zunehmend pessimistischer eingeschätzt (siehe Tabelle 2.2). Infolgedessen griffen die Anspannungen auf die Märkte für spanische und italienische Staatsanleihen über. Die Risikoprämien und Renditen von Anleihen dieser Staaten erreichten neue Höchststände seit ihrem Beitritt zur Währungsunion; in den drei Programmländern wurden sogar historische Höchststände verzeichnet. Gleichzeitig sanken die Renditen von Euro-Ländern höchster Bonität (siehe Schaubild 2.2). Die Prämien für Kreditausfallversicherungen für Banken stiegen auf Niveaus, die jene auf dem Höhepunkt der Finanzkrise im Herbst 2008 übertrafen. Zudem sprangen die Anspannungen von den Staatsanleihemärkten auf andere wichtige Segmente des Finanzmarktes wie die Interbankenmärkte über.

... und griffen auf Italien und Spanien über

Vor diesem Hintergrund beschlossen die Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebiets am 26. Oktober 2011 ein zweites Maßnahmenpaket. Dieses beinhaltet ein gegenüber den Juli-Beschlüssen modifiziertes zweites Unterstützungsprogramm für Griechenland, das unter anderem einen spürbar höheren Forderungsverzicht des Privatsektors als Beitrag zur Sicherung der Tragfähigkeit der

Beschlüsse vom 26. Oktober 2011

³ Vgl. hierzu auch: International Monetary Fund (2011b), S. 13.

Tabelle 2.2

VERWUNDBARKEITEN IN AUSGEWÄHLTEN EURO-LÄNDERN

Angaben in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts (BIP)

Land/ Währungs- raum	Staatsdefizit		Primärsaldo		Brutto-Staats- verschuldung		Auslands- verschul- dung des Staates	Zinszahlungen für staatliche Schulden		Leistungs- bilanzsaldo		nachrichtlich: reales BIP, Veränderung gegenüber Vorjahr in %	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2. Vj. 2011	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Griechenland	8,0	6,9	-1,3	0,8	166	189	82,9	6,8	8,0	-8,4	-6,7	-5,0	-2,0
Portugal	5,9	4,5	-1,9	0,1	106	112	56,3	4,2	4,8	-8,6	-6,4	-2,2	-1,8
Irland	10,3	8,6	-6,8	-4,4	109	115	63,9	3,8	4,8	+1,8	+1,9	+0,4	+1,5
Spanien	6,1	5,2	-4,4	-3,1	67	70	29,5	2,2	2,5	-3,8	-3,1	+0,8	+1,1
Italien	4,0	2,4	0,5	2,6	121	121	53,1	4,8	5,1	-3,5	-3,0	+0,6	+0,3
Euro-Raum	4,1	3,1	-1,5	-0,3	89	90	25,6	3,0	3,2	+0,1	+0,4	+1,6	+1,1

Quellen: Prognosen von IWF (September 2011) und EU-Kommission, eigene Berechnungen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

griechischen Staatsfinanzen vorsieht. Zudem einigte sich der Gipfel grundsätzlich auf Methoden zur Erhöhung der Kapazität der EFSF. Zuvor hatte sich der Europäische Rat auf ein Paket geeinigt, das zur Wiederherstellung des Vertrauens in den Bankensektor beitragen soll. Bestandteile sind erstens Garantien zur Sicherstellung des Zugangs zur längerfristigen Finanzierung. Zweitens wird die Quote für das harte Kernkapital für 70 europäische Banken⁴⁾, darunter 13 deutsche Institute, temporär begrenzt auf 9 % angehoben unter Berücksichtigung des Marktwerts der von dem jeweiligen Institut gehaltenen Staatsanleihen aus Ländern des Europäischen Wirtschaftsraumes. Diese Vorgabe soll bis zum 30. Juni 2012 erreicht werden.

EZB stellt zusätzliche Liquidität bereit

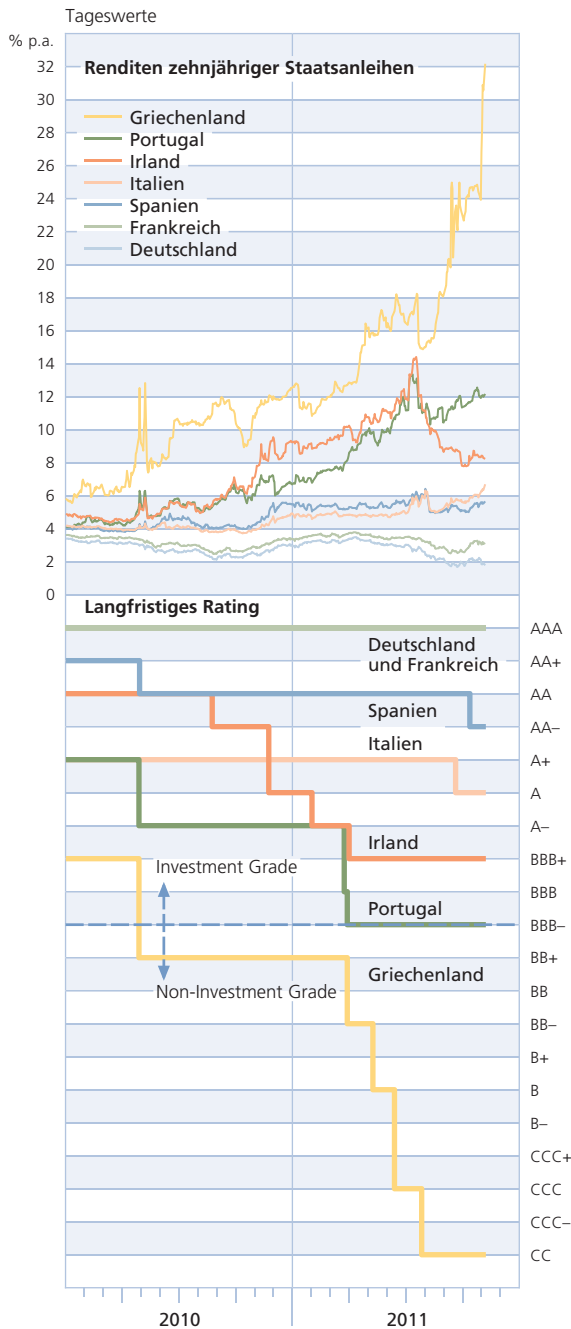
Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) beschloss Anfang August und Anfang Oktober 2011 angesichts der neuerlichen Friktionen an den Geldmärkten liquiditätspolitische Sondermaßnahmen. So wird die Vollzuteilung in den Hauptrefinanzierungsgeschäften so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis Anfang Juli 2012 beibehalten. Ebenso werden die in diesem Zeitraum getätigten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit voll zugeteilt. Darüber hinaus wird längerfristige Liquidität durch den Abschluss von drei Refinanzierungsgeschäften

Sondermaßnahmen der EZB ausgeweitet

⁴ Dabei handelt es sich um die Teilnehmer des EBA-Stresstests vom Juli 2011 mit Ausnahme einiger kleinerer, nicht grenzüberschreitend tätiger Institute.

Schaubild 2.2

RENDITEN UND RATINGS FÜR AUSGEWÄHLTE EURO-LÄNDER



Quellen: Bloomberg und S&P.
DEUTSCHE BUNDESBANK

mit Laufzeiten von jeweils 6, 12 sowie 13 Monaten bereitgestellt. Im Oktober wurde zudem ein neues Programm zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen im Volumen von 40 Mrd € beschlossen. Unter dem Eindruck der Ausweitung der Staatsschuldenkrise auf weitere Mitgliedsländer der Währungsunion reaktivierte der EZB-Rat Anfang August 2011 zudem das Programm für die Wertpapiermärkte.

Für große, international tätige Banken aus dem Euro-Raum traten außerdem Engpässe bei der Refinanzierung in US-Dollar zugage. Vor allem US-Geldmarktfonds zeigten sich bei der Mittelbereitstellung für europäische Institute im Jahresverlauf 2011 zunehmend selektiver. So mussten die meisten europäischen Banken zur Deckung ihres Liquiditätsbedarfs in US-Dollar auf den teureren privaten Swap-Markt oder auf besicherte Repo-Geschäfte zurückgreifen. Zudem stand die EZB im Rahmen ihres Swap-Abkommens mit der Federal Reserve bereit, etwaige Verspannungen abzufedern. Mitte September 2011 beschloss der EZB-Rat, in Zusammenarbeit mit der Federal Reserve und anderen wichtigen Notenbanken, zusätzlich zu den bestehenden wöchentlichen Geschäften drei US-Dollar bereitstellende Tender mit Vollzuteilung und einer Laufzeit von etwa drei Monaten über den Jahreswechsel hinaus anzubieten.

US-Dollar bereitgestellt

Hohe Schuldenstände als Risikofaktor

Hohe Schuldenstände sind für das betroffene Land vor allem unter dem Gesichtspunkt der Solvenz bedenklich, da sie Staaten grundsätzlich anfällig für längerfristige Zinsände-

Höhere fiskalische und wirtschaftliche Anfälligkeiten...

rungsrisiken und negative Wachstumsschocks machen. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass die mittlere Laufzeit der Staatsschulden in den Euro-Ländern sechs Jahre beträgt. Ein begrenzter Anstieg der Refinanzierungssätze stellt deshalb unmittelbar eine durchaus verkraftbare Belastung für die öffentlichen Haushalte dar. Demgegenüber bergen Markteingriffe zur Begrenzung eines Renditeanstiegs die Gefahr, die disziplinierende Wirkung erhöhter Risikoprämien zu unterminieren.

bei Unterzeichnung des ESM-Vertrages in einem Anpassungsprogramm befinden. Damit wurde Befürchtungen entgegengetreten, dass eine solche Regelung private Investoren von einem Kauf der Anleihen dieser Länder abhalten könnte.⁵⁾

Negative sektorübergreifende Rückkopplung zwischen Staat und dessen Bankensektor

Staaten und Banken sind über verschiedene Ansteckungskanäle wechselseitig und eng miteinander verbunden. So besteht zwischen den Kreditausfallswap-Prämien von Staat und Bankensektor des jeweiligen Landes ein enger Zusammenhang (siehe Schaubild 2.4). Die Finanzkrise hat diese Abhängigkeit auch insofern verdeutlicht, als seit August 2007 zwei Drittel der heimischen Banken innerhalb von sechs Monaten nach Herabstufung des Souveräns ebenfalls herabgestuft wurden.⁶⁾

Das Länderrisiko überträgt sich auf beide Seiten der Bankbilanz. Über die Aktivseite führen die Bestände an Anleihen der von der Schuldenkrise betroffenen Staaten zu Abschreibungserfordernissen im Handelsbuch. Langfristig wesentlich grundlegender könnte wirken, dass im Zuge der Krise das gesamte Engagement in Staatsschuldtiteln in die Bewertung der Investoren einbezogen wird. Über die Passivseite erhöhen sich die Refinanzierungskosten heimischer Banken aufgrund der engen Korrelation mit den Risikoprämien

... und grenzüberschreitende Ansteckungseffekte

Derzeit können hohe Schuldenstände in einem Land zusätzlich mit erheblichen kurzfristigen Ansteckungseffekten auf die Anleihemärkte anderer Länder einhergehen. Zwar dürfte die Umsetzung der angekündigten zusätzlichen Konsolidierungsmaßnahmen in Frankreich, Italien und Spanien dazu führen, dass die Kapitalmärkte in etwas geringerem Umfang als ursprünglich geschätzt in Anspruch genommen werden. Dennoch wird für die Jahre 2012 und 2013 ein vergleichsweise hoher staatlicher Refinanzierungsbedarf fortbestehen (siehe Schaubild 2.3), für dessen Bewältigung eine Grundlage durch glaubwürdige Konsolidierungs- und Reformanstrengungen in allen Mitgliedstaaten der Währungsunion geschaffen werden muss. Hier kommt es insbesondere auf die entschlossene Umsetzung der auf EWU-Ebene eingegangenen Verpflichtungen an. Eine solche Politikorientierung würde zudem dazu beitragen, ein Kapitalmarktumfeld zu schaffen, in dem sich mit Irland und Portugal zwei der Programmländer ab dem Jahr 2013 sukzessive wieder marktmäßig refinanzieren könnten. In diesem Zusammenhang ist auch der Beschluss der Euro-Gruppe vom Juni 2011 zu sehen, den bevorrechtigten Gläubigerstatus des künftigen ESM nicht auf Länder anzuwenden, die sich

Banken herabgestuft

Erträge und Refinanzierungskosten betroffen

⁵ Der IWF hat grundsätzlich den Status eines bevorrechtigten Gläubigers.

⁶ Vgl.: Committee on the Global Financial System (2011), S. 21.

Schaubild 2.3

**FINANZIERUNGSBEDARF^{*)}
AUSGEWÄHLTER EURO-LÄNDER**

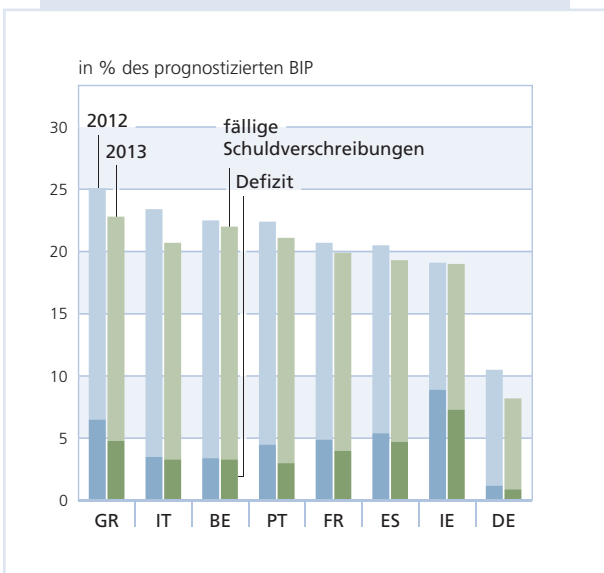
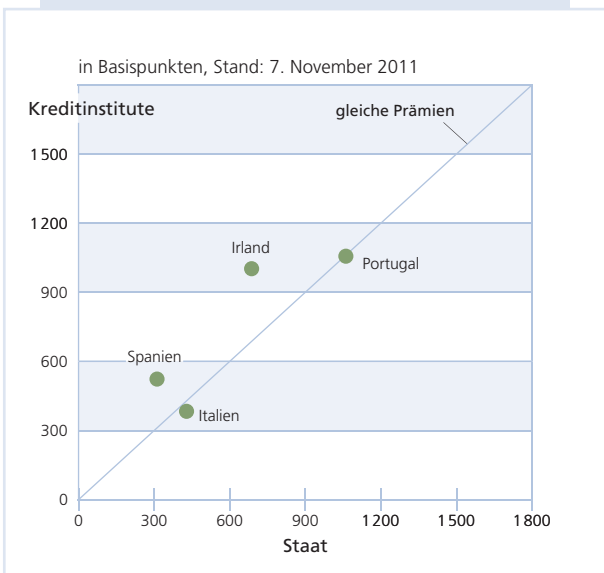


Schaubild 2.4

**KREDITAUSFALLSWAP-PRÄMIEN
AUSGEWÄHLTER EURO-LÄNDER^{**)}**



Quellen: IWF-Prognosen, Markit und eigene Berechnungen. — * Annahmegemäß werden in den Jahren 2011 und 2012 fällige, kurzfristige Schuldverschreibungen durch Anleihen mit der gleichen Fristigkeit ersetzt. Defizite werden so finanziert, dass die Fälligkeitsstruktur von Ende 2010 beibehalten wird. — ** Werte für Griechenland in Basispunkten: Staat 4495; Kreditinstitute 2285.

DEUTSCHE BUNDESBANK

für das Heimatland. Ein gestiegenes Länderisiko spiegelt sich zudem in höheren Abschlägen auf die betroffenen Staatsschuldtitle wider, wenn sie von Banken als Sicherheiten hinterlegt werden, um sich auf den internationalen Finanzmärkten oder bei der Zentralbank zu refinanzieren. Marktmäßig sind die Staatsschuldtitle der Programmländer inzwischen kaum noch als Sicherheiten einsetzbar.⁷⁾ Es kommt hinzu, dass in Zeiten begrenzter Ertragskraft der Kapitalmärkte die öffentliche Mittelaufnahme verstärkt mit derjenigen anderer Kreditnehmer konkurriert. Über diese Faktoren hinaus wird die Ertragslage der Banken in den Krisenländern des Euro-Raums zusätzlich durch die vergleichsweise ungünstigeren Wachstumsaussichten und die daraus zu erwartenden höheren Kreditausfälle bei Unternehmen und Privaten belastet.

Die Banken aus den Programmländern haben nur einen äußerst eingeschränkten Zugang zum Interbankengeldmarkt und sind de facto von längerfristigen Refinanzierungsgeschäften abgeschnitten. Institute aus diesen Staaten konnten seit Mitte 2010 keine nennenswerten Emissionen langfristiger Bankschuldverschreibungen mehr begeben. Erschwerend kommt bei griechischen und irischen Banken ein Abzug von Depositen heimischer und ausländischer Kunden hinzu. Von Ende 2009 bis August 2011 gingen die inländischen Kundeneinlagen in Griechenland um 21 % zurück. In Irland betrug der Einlagenrückgang der Inländer 23 %.⁸⁾ Allerdings zeigte sich in

Kunden ziehen Depositen ab

⁷ Allerdings wurden im Falle Irlands jüngst erste Verringerungen der Risikoabschläge durch Clearing-Stellen bekannt gegeben.

⁸ Teilaggregat der irischen Banken, die am Eligible Liabilities Guarantee (ELG) Scheme der irischen Regierung teilnehmen.

Irland zuletzt eine Tendenz zur Stabilisierung. Maßnahmen des Eurosystems haben die aus dem marktmäßigen Liquiditätsabfluss resultierenden Probleme in den bedrängten Bankensystemen vorübergehend aufgefangen. Im Ergebnis hat sich die Abhängigkeit von der Liquiditätsbereitstellung durch das Eurosystem stark erhöht (siehe Schaubild 2.5).

Banken-
restrukturierung
im Gang

Unabhängig von den Beschlüssen auf europäischer Ebene wurden in verschiedenen Ländern des Euro-Währungsgebiets Maßnahmen ergriffen, um den massiven Vertrauensproblemen im jeweiligen nationalen Bankensektor entgegenzuwirken. So führte Irland Anfang 2011 nationale Stresstests durch, die den Rekapitalisierungsbedarf der als überlebensfähig eingestuften Kreditinstitute ermitteln und vertrauensbildend wirken sollten. Ferner hoben die drei Programmländer die Zielgröße für die Quote des harten Kernkapitals auf mindestens 10 % an. Für den Fall, dass die Banken das Eigenkapital nicht über den Markt beschaffen können, stehen aus den Anpassungsprogrammen Mittel zur Stützung des Bankensektors zur Verfügung. Positiv ist, dass in allen Programmländern der Prozess der Bankenrestrukturierung unter Einbeziehung ausländischen Kapitals in Gang gekommen ist. Auch Spanien hat zahlreiche Schritte zur Bewältigung der Probleme im heimischen Bankensystem unternommen.

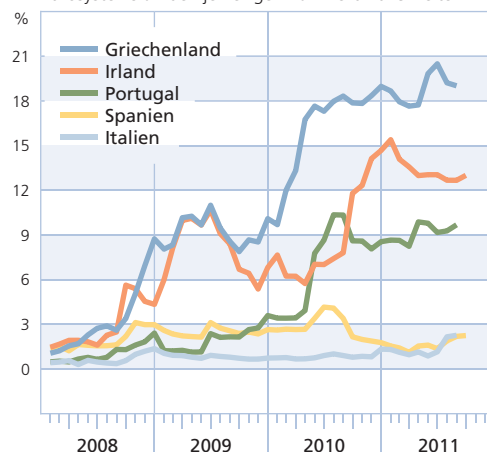
Langfristige
Refinanzierungs-
quellen könnten
versiegen

Ein wesentliches Risiko für die Bankensektoren im Euro-Raum – nicht nur in den Programmländern – besteht in einem Versiegen der langfristigen Finanzierungsquellen. Mit der Zuspitzung der Anspannungen im Staatsanleihe segment haben sich im Spätsommer 2011 auch die preislichen Konditionen für Bankan-

Schaubild 2.5

RÜCKGRIFF AUF ZENTRALBANKFAZILITÄTEN

Anteil der Kredite aus geldpolitischen Operationen des Eurosystems an den jeweiligen Bankverbindlichkeiten



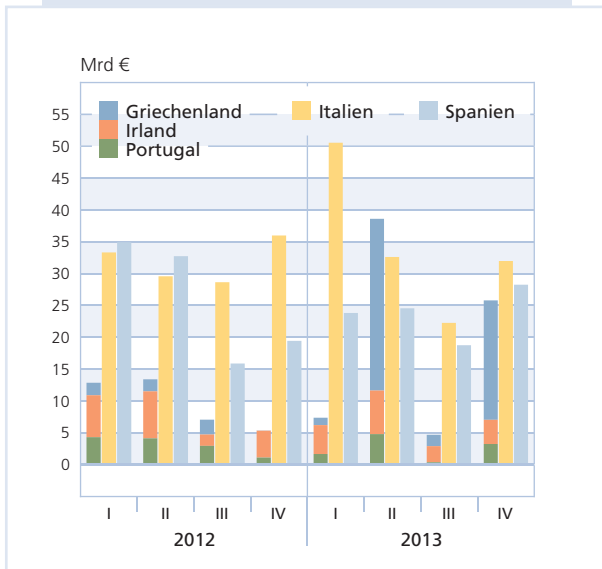
Quelle: Nationale Zentralbanken und eigene Berechnungen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

leihen weiter eingetrübt, und die Aufnahme-fähigkeit der Märkte blieb bis zuletzt gering. Kurzfristig fällt zwar positiv ins Gewicht, dass die meisten Institute die guten Finanzierungsbedingungen bis zur Jahresmitte dazu nutzten, ihren Mittelbedarf für das gesamte Jahr 2011 frühzeitig zu decken. Allerdings könnten entsprechende Puffer bei vielen Instituten im Falle anhaltend schlechter Marktbedingungen und angesichts hoher Fälligkeiten im Jahr 2012 bald abschmelzen (siehe Schaubild 2.6). Auch der Substitution von unbesicherten Banktiteln durch gedeckte Bankschuldverschreibungen (Covered Bonds) sind durch den verfügbaren Deckungsstock und die drohende Schlechterstellung nicht besicherter Gläubiger Grenzen gesetzt. Hinzu kommt, dass der bereits intensiv ausgetragene Wettbewerb um

Schaubild 2.6

FÄLLIGKEITEN VON BANKANLEIHEN *)



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. —
 * Umfasst fällige Geldmarktpapiere und Anleihen von insgesamt 76 großen Finanzinstituten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Rekapitalisierung und Konsolidierung

Eine Strategie, die solche Abwärtsspiralen unterbrechen kann, beruht auf dem Verständnis, dass sich Probleme bei den Staatsfinanzen und im Finanzsektor ab einem bestimmten Ausmaß gegenseitig verstärken. Die auf dem EU-Gipfel im Oktober beschlossene Stärkung der Eigenkapitalbasis von Finanzinstituten kann sich als ein wichtiges Element einer Politikstrategie erweisen, um der Vertrauenskrise zu begegnen. Hinzu kommen als ergänzende Maßnahme die erneuten öffentlichen Garantien für längerfristige Bankverbindlichkeiten. Umso wichtiger bleibt es aber auch, eine überzeugende Lösung für die Staatsschuldenkrise in einzelnen europäischen Ländern zu finden.

Staatenrisiko überträgt sich auf große europäische Banken

Grenzüberschreitende Ansteckung

Neben Rückkopplungen zwischen Staaten und deren heimischen Bankensektoren kam es in den letzten Monaten zu grenzübergreifenden Ansteckungseffekten. Dabei übertrug sich das Staatenrisiko entweder direkt über die Forderungen der Banken gegenüber öffentlichen Haushalten von als anfällig angesehenen Staaten oder indirekt als Ergebnis von grenzüberschreitenden Interbankbeziehungen. Die Übertragungseffekte äußerten sich unter anderem in einem starken Anstieg von Kreditausfallswap-Prämien der Banken mit einem hohen Exposure gegenüber den Staaten der Programmländer sowie Italien und Spanien (siehe Schaubild 2.7). Zusätzlich erlitten die Aktien der Kreditinstitute, die gegenüber dem Staatenrisiko als besonders exponiert eingeschätzt werden, zum Teil hohe Kursverluste.

Einlagen aus den nichtfinanziellen Sektoren die Margen belastet.

Rückkopplung auf Konjunktur möglich

Vor diesem Hintergrund könnte sich die Spreizung bei der Bankenrefinanzierung weiter verfestigen. Dies gilt sowohl im länderübergreifenden Vergleich als auch zwischen Instituten oder Institutsgruppen innerhalb einzelner Länder. Im ungünstigen Szenario fortgesetzter Anspannungen an den Finanzierungsmärkten ist damit zu rechnen, dass viele Institute mit einem (weiteren) Abbau von Risikoaktiva oder mit Zurückhaltung beim Eingehen neuer Kreditengagements reagieren werden. Dies könnte weitere negative Rückkopplungsschleifen auf Konjunktur und Staatshaushalte der betroffenen Länder nach sich ziehen.

Erstrunden-
effekte ver-
kraftbar

Die grenzüberschreitenden Positionen der europäischen Banken in Staatsschuldtiteln wurden im Juli 2011 im Rahmen der Stresstests der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) offengelegt. Viele Marktteilnehmer sahen gerade in der erhöhten Transparenz durch die veröffentlichten Datensätze den größten Nutzen des jüngsten EBA-Stresstests. Im Oktober 2011 dienten aktualisierte Berechnungen der EBA der Quantifizierung der vom Europäischen Rat beschlossenen höheren Eigenkapitalanfordernisse.

Finanzielle Mittel
für griechische
Banken

Griechische Banken sind in erheblichem Ausmaß von dem avisierten Schuldenschnitt des eigenen Souveräns betroffen. Angesichts der vorgesehenen Beteiligung des Privatsektors an der weiteren finanziellen Unterstützung Griechenlands ist die Zusage der Staats- und Regierungschefs der Euro-Mitgliedstaaten zu begrüßen, hinreichend Mittel für die Sicherung der Solvenz der griechischen Banken bereitzustellen.

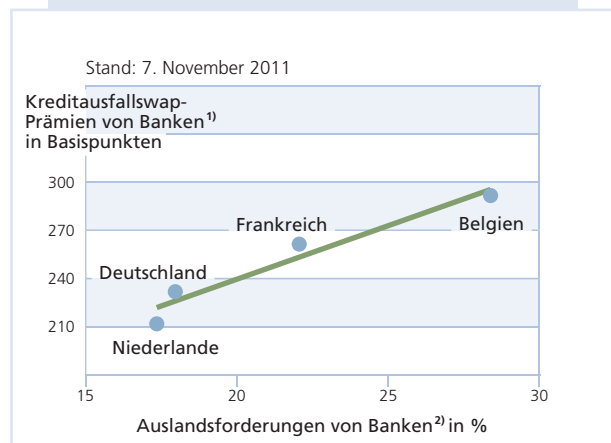
Deutsches Finanzsystem mit überschaubaren Risiken aus Forderungen gegenüber Programmländern

Hohe Forderungen
gegenüber
Italien und
Spanien

Die bilanziellen Forderungen deutscher Banken gegenüber Schuldern in Griechenland betragen Ende Juni 2011 insgesamt knapp 28 Mrd € (siehe Tabelle 2.3). Sie sind zuletzt gesunken. Die daraus im Zuge der freiwilligen Beteiligung des Privatsektors an der Sicherung der Tragfähigkeit der griechischen Staatsfinanzen entstehenden unmittelbaren Belastungen können gemessen an der gestiegenen Risikotragfähigkeit der deutschen Kreditin-

Schaubild 2.7

KREDITAUSFALLSWAP-PRÄMIEN UND FORDERUNGEN GEGENÜBER AUSGEWÄHLTEN EURO-LÄNDERN



Quellen: BIZ, EZB, Markit und eigene Berechnungen. — **1** Am EBA-Stresstest 2011 teilnehmende Banken; ungewichtete Durchschnitte. — **2** Gegenüber dem Staatssektor von Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien in Relation zu Eigenkapital und Reserven des jeweiligen Bankensystems.

DEUTSCHE BUNDESBANK

titute als handhabbar eingeschätzt werden. Volumenmäßig weitaus bedeutender als ihr Engagement in den Programmländern sind die Forderungen deutscher Banken gegenüber Schuldern in Italien und Spanien. Deutsche Kreditinstitute wiesen Ende Juni 2011 Forderungen an den italienischen Staat in Höhe von 42 Mrd € aus, gegenüber den italienischen Banken lagen die Forderungen bei 54 Mrd €. Auch im Falle Spaniens war das Engagement mit 23 Mrd € gegenüber dem Staat und mit 47 Mrd € gegenüber den Banken nennenswert.

Für die deutschen Versicherer zeigte sich hinsichtlich der regionalen Verteilung der Forderungen zwar ein ähnliches Bild wie für die Banken, allerdings waren die betreffenden

Versicherer
mit geringen
Forderungen

Tabelle 2.3

BILANZIELLE FORDERUNGEN DES DEUTSCHEN BANKENSYSTEMS*) UND DER VERSICHERER GEGENÜBER AUSGEWÄHLTEN LÄNDERN

Mrd €; Stand Juni 2011

Land	Kreditnehmer									
	Öffentliche Haushalte		Banken und Geldmarktfonds		Sonstiger Finanzsektor		Unternehmen / Privatpersonen		Gesamt	
	Banken	Versicherer	Banken	Versicherer	Banken	Versicherer	Banken	Versicherer	Banken	Versicherer
Belgien	8,6	4,1	15,5	24,0	1,7	0,1	6,4	0,4	32,3	28,7
Frankreich	23,7	7,9	49,8	20,2	7,8	6,2	33,4	2,7	114,7	37,0
Griechenland	17,5	2,1	0,7	0,0	0,5	0,0	9,2	0,0	27,8	2,1
Irland	5,9	2,9	4,0	1,0	26,5	3,5	5,6	0,1	42,0	7,3
Italien	42,2	9,0	54,4	29,4	5,0	1,1	16,1	0,7	117,7	40,3
Portugal	6,2	2,1	7,3	0,6	1,2	0,2	6,2	0,2	20,9	3,1
Spanien	22,6	5,7	47,4	9,1	20,2	3,2	29,2	0,3	119,5	18,3
USA	80,0	4,8	26,3	4,1	169,5	7,1	107,4	1,4	383,1	17,4

Quelle: Evidenzzentrale für Millionenkredite der Deutschen Bundesbank. — * Abgrenzung in Anlehnung an die BIZ-Bankenstatistik.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Forderungsvolumina wesentlich niedriger. Gegenüber Griechenland waren sie Ende Juni 2011 mit Forderungen in Höhe von insgesamt gut 2 Mrd € engagiert. Die Forderungen an die öffentlichen Haushalte Italiens und Spaniens betragen insgesamt knapp 15 Mrd €. Die grenzüberschreitenden Forderungen deutscher Versicherer fielen insbesondere gegenüber dem italienischen und belgischen Bankensektor hoch aus.

Lektionen aus der Staatsschuldenkrise

Fehlentwicklungen im Euro-Raum

Die Staatsschuldenkrise hat gravierende Fehlentwicklungen in den Mitgliedstaaten der Währungsunion aufgedeckt. Zudem hat sie Risiken offengelegt, die aus einem stark ver-

netzten europäischen Finanzmarkt bei weiterhin nationalen Finanzpolitiken resultieren. So haben die Märkte den Aufbau hoher Staatsschuldenstände lange Zeit problemfrei finanziert, ohne hinreichend differenzierte Risikoprämien zu verlangen.

Jetzt müssen die zugrunde liegenden Ursachen der Krise angegangen werden. Für Staaten mit anfälligen fiskalischen Positionen gibt es keine Alternative, als den Weg glaubwürdiger und nachhaltiger Konsolidierung fortzusetzen und strukturelle Maßnahmen an Arbeits- und Dienstleistungsmärkten zu ergreifen, die die Wettbewerbsfähigkeit und das Wachstum stützen. Insbesondere müssen die Programmländer die vereinbarten Anpassungen konsequent umsetzen. Dies ist letztlich

Konsolidierung fortsetzen

der am ehesten und langfristig Erfolg versprechende Weg aus der Staatsschuldenkrise.

*Folgen für
die Banken*

Für das Finanzsystem ergeben sich weitreichende Konsequenzen, wenn sich die Bonität staatlicher Schuldner in den Industrieländern, deren Schuldtitel bislang als quasi risikofrei galten, verschlechtert. Banken und Bankensysteme, die in Staatsschulden überdurchschnittlich investiert sind, betrachtet der Markt dann nicht mehr länger als besonders sicher, sondern umgekehrt als risikobehaftet und folglich nicht risikogerecht kapitalisiert. Eine höhere Eigenkapitalausstattung, wie vom Europäischen Rat beschlossen, dürfte zugleich dazu beitragen, die Refinanzierung der Kreditinstitute zu erleichtern. Hinzu kommen als komplementäre Maßnahme die neuerlichen staatlichen Garantien für längerfristige Bankverbindlichkeiten. Längerfristig könnten die Banken damit reagieren, den Anteil von Staatsanleihen in ihren Bilanzen quantitativ zurückzuführen und qualitativ umzuschichten.

Dadurch würden der Staats- und der Bankensektor tendenziell entzerrt. Im gegenwärtigen Marktumfeld könnten davon auch destabilisierende Wirkungen ausgehen.

Quellenverzeichnis

Committee on the Global Financial System (2011), The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions, CGFS Papers No 43, July 2011.

Deutsche Bundesbank (2011), Zu den Beschlüssen der Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebiets und der EU-Organe vom 21. Juli 2011, Monatsbericht, August 2011.

International Monetary Fund (2011a), Fiscal Monitor, September 2011.

International Monetary Fund (2011b), Global Financial Stability Report, September 2011.

Internationales Finanzsystem zwischen Risikoscheu und Renditesuche

Neben der aktuell dominierenden Vertrauenskrise an den Finanzmärkten beeinflussen weitere Faktoren die Stabilität des Finanzsystems. Trendverstärkende Mechanismen im Finanzsystem erhöhen die Störanfälligkeit der Märkte. Zudem sind frühere Problemengagements der Kreditinstitute noch nicht vollständig verarbeitet. Darüber hinaus wirkt im Hintergrund das schon seit geraumer Zeit anhaltende Niedrigzinsumfeld. Mittelfristig fördert es die Suche nach Rendite unter Inkaufnahme hoher Risiken, verleitet über Kreditstundungen und die Nachverhandlung ausfallbedrohter Kredite zu verzögerter Bereinigung der Bankbilanzen und trägt zum Aufbau globaler finanzieller Ungleichgewichte bei. Anlageklassen wie Schwellenländer oder Rohstoffe sind das Ziel hoher, aber volatiler Finanzanlagen. Von den Schwellenländern könnten beim Platzen einer Vermögenspreisblase aufgrund der hohen globalen Vernetzung indirekte Ansteckungseffekte auch auf das deutsche Finanzsystem ausgehen. An den Rohstoffmärkten sind die Engagements der deutschen Finanzinstitute noch vergleichsweise gering. Gleichwohl ist das Risikomanagement der dort tätigen Banken und Versicherer auch in Deutschland im Blick zu behalten. Zudem sind weitere Verbesserungen bei der Konsistenz und zeitnahen Verfügbarkeit von Informationen zu den Aktivitäten von Hedgefonds und Exchange Traded Funds angezeigt. |

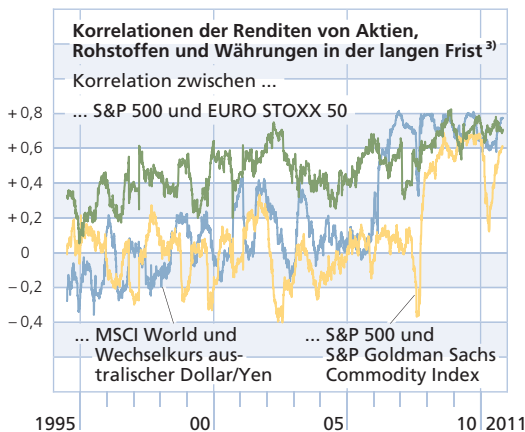
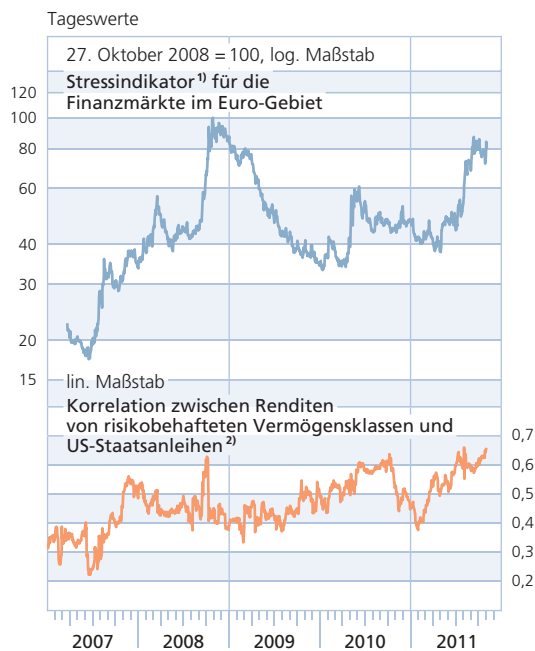
Staatsschuldenkrise führt zu beträchtlichen Anspannungen

Im Spätsommer dieses Jahres haben Risiken aus hohen Staatsschulden, Ansteckungseffekte auf Banken und Sorgen um die Konjunktur zu beträchtlichen Anspannungen in allen wesentlichen Segmenten des Finanzmarktes geführt. Obwohl die Zentralbanken wichtiger Industrieländer die Leitzinsen niedrig halten und reichlich Liquidität bereitstellen, ist die Bereitschaft der Marktteilnehmer zum Eingehen von Risikopositionen gering. Die Liquiditätslage in zentralen Segmenten wie dem Interbankenmarkt hat sich eingetrübt. Viele Investoren haben ihre Positionen in Aktiva ausgebaut, die sie als sichere Anlagen ansehen, wie Gold und Staatsanleihen aus Ländern mit hoher Bonität. Zugleich haben sie in großem Umfang Gelder aus Aktien, Unternehmensanleihen und anderen risikobehafteten Aktiva abgezogen. Als Zeichen für akute Anspannungen hat die Korrelation zwischen Renditen risikobehafteter und traditionell als weitgehend risikofrei geltender Vermögenswerte, wie amerikanische Staatsanleihen, seit dem Spätsommer dieses Jahres erneut zugenommen. Die Korrelation erreicht inzwischen wieder ein Niveau wie nach dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers im Herbst 2008 und beim Ausbruch der europäischen Staatsschuldenkrise im Frühsommer 2010 (siehe Schaubild 3.1).

Renditen hoch korreliert

Schaubild 3.1

RISIKOINDIKATOREN IM FINANZSYSTEM



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. — **1** Auf Basis von zehn gewichteten und aggregierten Zeitreihen für Kreditrisikoaufschläge bzw. Volatilität in ausgewählten europäischen Marktsegmenten. — **2** Korrelation der Veränderung täglicher Renditen von zehnjährigen US-Staatsanleihen und des ersten gemeinsamen Faktors aus einer Hauptkomponentenanalyse der Renditen des S&P 500, EURO STOXX 50, MSCI Emerging Markets Index sowie der Risikoaufschläge von High-Yield-Unternehmensanleihen aus den USA und Europa, rollierend über ein Zeitfenster von 100 Tagen. — **3** Korrelationen täglicher Renditen, rollierend über ein Zeitfenster von 100 Tagen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Gleichlauf und Ausschläge von Kursbewegungen hoch

Der hohe Gleichlauf und die Wucht der Ausschläge von Finanzmarktpreisen lassen sich nur zum Teil durch höhere Unsicherheiten und makroökonomische Volatilität fundamental erklären. Dahinter stecken auch endogene, aus dem Finanzsystem herrührende Mechanismen, die verschärfend wirken, etwa indem sie Abwärtsspiralen bei der Finanzierungs- und Marktliquidität in Gang setzen. Verstärker von Anspannungen sind tendenziell prozyklisch wirkende Anpassungen von Kreditbedingungen wie Margins oder Haircuts auf hinterlegte Sicherheiten, etwa im Interbankenmarkt oder seitens der Zugangsanbieter (Prime Broker) von Hedgefonds. Vergleichbare prozyklische Wirkungen haben auch mechanistische Bezugnahmen auf externe Ratings. Insbesondere wenn der Verkaufsdruck in einzelnen Anlageklassen mit dem Abbau gehebelter Positionen einhergeht, kann er sich schnell auf andere Anlageklassen übertragen.¹⁾

Verschärfter Gleichlauf durch endogene Mechanismen, ...

Aber auch strukturelle Veränderungen, wie die fortschreitende Globalisierung der Finanzmärkte und die wachsende weltwirtschaftliche Integration, lassen über einen längeren Zeitraum die Korrelationen und damit den Gleichlauf tendenziell ansteigen. So hat beispielsweise die Korrelation der Aktienkurse verschiedener Wirtschaftsräume in den letzten Dekaden zugenommen. Stärker als noch vor wenigen Jahren ist zudem die weltweite Entwicklung an den Aktienmärkten auch mit den Ausschlägen an den Rohstoff- und Devi-

... globale Integration ...

1 Zum Zusammenspiel zwischen Liquiditäts- und Korrelationsrisiken vgl. z. B.: V.V. Acharya und S. Schaefer (2006) sowie N. M. Boyson et al. (2010).

Kasten 3.1

STABILITÄTSRISIKEN BEI EXCHANGE TRADED FUNDS

Die Anlageklasse der Exchange Traded Funds (ETFs)¹⁾ ist in jüngster Zeit stärker in den Blick nationaler und internationaler Aufsichtsbehörden gerückt.²⁾ ETFs zielen darauf, die Renditeentwicklung eines diversifizierten Referenzportfolios – in der Regel eines Index – möglichst genau abzubilden. ETFs hatten in den letzten Jahren weitaus höhere Mittelzuflüsse zu verzeichnen als traditionelle Fonds. Ende Oktober 2011 betrug das weltweite Anlagevolumen in ETFs 1 335 Mrd US- $\text{\$}$; hiervon entfielen rund 295 Mrd US- $\text{\$}$ auf in Europa ansässige Fonds. Damit hat sich das weltweite Anlagevolumen seit Ende des Jahres 2008 fast verdoppelt. Die hohe Nachfrage nach ETF-Produkten sowohl von institutionellen wie von privaten Investoren erklärt sich durch die geringen Transaktions- und Verwaltungskosten sowie den fortlaufenden Börsenhandel, der im Normalfall einen schnellen und kostengünstigen Ein- und Ausstieg ermöglicht.

Die Nachbildung eines Zielindex kann physisch oder synthetisch erfolgen. Bei der physischen Replizierung investiert der Manager eines ETF am Kassamarkt in die im Index enthaltenen Wertpapiere. Im Rahmen der insbesondere in Europa verbreiteten synthetischen Variante kann der Fonds ein vom Zielindex erheblich abweichendes Wertpapierportfolio halten. Jedoch trifft er Vereinbarungen mit Swap-Kontrahenten, um die Wertentwicklung dieses Portfolios gegen die Performance des Referenzindex zu tauschen.

Beide Varianten sind in der Praxis mit Gegenparteierrisiken verbunden. So bestehen vor allem bei der physischen Replizierung Anreize für den ETF-Betreiber, einen möglichst großen Teil der Wertpapiere zu verleihen. Nach Branchenangaben machen die Erträge aus der Wertpapierleihe typischerweise rund ein Drittel der Gesamterlöse aus.³⁾ Bei der synthetischen Replizierung bestehen zusätzlich Gegenparteierrisiken gegenüber den Kontrahenten aus Swap-Vereinbarungen; häufig sind dies verbundene Banken. Im Ergebnis können sich Kontrahentenrisiken konzen-

trieren, wenn ein Ausfall der Gegenpartei nicht durch den Eintritt anderer Swap-Parteien ersetzt werden kann und entsprechende (Über-) Besicherungen nicht ausreichen. Zudem treten bei den Swap-Geschäftspartnern Basisrisiken auf, die aus dem notwendigen Hedging der Swap-Verpflichtungen resultieren. Die im ETF-Markt engagierten Finanzinstitute müssen diesen aus der Interaktion mit Gegenparteien resultierenden Risikofeldern mit einem ausgefeilten Risikomanagement begegnen.

Die Robustheit des Segments könnte durch die Schieflage einer wichtigen Gegenpartei oder eine Neubewertung der im Zielindex enthaltenen Anlagen getestet werden. Falls Investoren in der Folge erhebliche Mittel aus dem ETF-Markt abzögen, könnte insbesondere die Marktliquidität von Produkten, die sich auf ohnehin weniger liquide Anlageklassen wie risikoreiche Unternehmensanleihen oder Aktiva aus Schwellenländern beziehen, schnell versiegen. Ein entsprechender Verkaufsdruck bei ETFs könnte auch deshalb stärker ausfallen, weil dämpfende Mechanismen wie in anderen Branchen (z. B. Haltefristen bei Hedgefonds) fehlen. Aus Perspektive der Finanzstabilität ist sorgfältig zu untersuchen, inwieweit Banken illiquide Teilportfolios über mit ihnen verbundene ETFs finanzieren und dann gegebenenfalls durch Mittelabflüsse bei ETFs Liquiditätsrisiken ausgesetzt sind.

Die Analyse möglicher Stabilitätsrisiken im Zusammenhang mit ETFs durch die zuständigen Aufsichtsbehörden dauert an. Angesichts der sich dynamisch entwickelnden Branche ist es besonders wichtig, dass die ETF-Betreiber Investoren und Regulierern zeitnah alle relevanten Informationen zu den Produkteigenschaften zur Verfügung stellen. Fortschritte auf dem Weg zu einer verbesserten Transparenz sind bereits erkennbar. Gemeinsame Standards der ETF-Industrie, vor allem für die Veröffentlichung detaillierter Angaben zur Investitionspolitik und zur Verflechtung mit anderen Marktteilnehmern, würden den etablierten Dialog mit den Aufsichtsbehörden zusätzlich fördern.

¹ ETFs machen mit ca 90 % den Löwenanteil der Exchange Traded Products (ETPs) aus, zu denen auch Exchange Traded Commodities (ETCs) und andere börsengehandelte Vehikel (ETVs) gehören. — ² Vgl. z. B.: Financial Stability Board (FSB),

Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange Traded Funds (ETFs), April 2011. — ³ Vgl.: Deutsche Bank, In the ETF labyrinth, where does the thread begin?, 7. Juli 2011, S. 23.

senmärkten verknüpft (siehe Schaubild 3.1), wobei währungsbezogene Carry Trades einen wesentlichen Einflussfaktor darstellen.

... sowie Index-
produkte und
passive Handels-
strategien

Ein weiterer Grund für den ausgeprägten Gleichlauf der Preise von risikoreichen Finanzaktiva könnte darin liegen, dass die Bedeutung von Derivaten und von passiven Investmentstrategien, wie über Exchange Traded Funds (ETFs), die sich auf breite Finanzmarktindizes beziehen, zugenommen hat (siehe Kasten 3.1 auf S. 33). So haben Veränderungen der Preise von Futures auf Aktienindizes über ihre Signalwirkung und die Handelsaktivitäten von Indexarbitrageuren grundsätzlich einen gleichgerichteten Einfluss auf die Preise der einzelnen Indexmitglieder im Kassahandel. Ein Umfeld hoher Unsicherheit kann den Handel mit Indexprodukten begünstigen und den Gleichlauf der Preise erhöhen. Einen ähnlichen Einfluss können Arbitragestrategien im Hochfrequenzhandel ausüben. Außerdem könnten Sicherheitsmechanismen im automatisierten Hochfrequenzhandel (High Frequency Trading: HFT) zu einem schnellen Abzug von Liquidität führen und so Kursrückgänge verstärken.²⁾

Risikomanagement
gefordert

Aus Sicht der Finanzstabilität gibt der Gleichlauf, der gerade in Stressphasen besonders ausgeprägt auftritt, Anlass zur Sorge. Zwar können Investoren mit entsprechend diversifizierten Portfolios über Wertzuwächse ihrer Anlagen in sicheren Häfen die Verluste in anderen Anlageklassen teilweise kompensieren. Endogene Prozesse wie ein ausgeprägtes „Herdenverhalten“ führen jedoch insgesamt dazu, dass das Finanzsystem exogene Schocks eher verstärkt anstatt sie zu dämpfen. Marktpreise können sich dann von fundamental gerechtfertigten Niveaus entfernen, und die

Liquidität in manchen Marktsegmenten geht zurück. In einem solchen Umfeld erreicht ein Investor durch eine Aufteilung von Geldern auf mehrere risikobehaftete Anlageklassen nur eine vergleichsweise geringe Risikoreduktion in seinem Portfolio, oftmals geringer als ex ante erwartet. Das Risikomanagement der Marktteilnehmer steht damit vor großen Herausforderungen.

Aus makroprudenzieller Sicht gilt es, trendverstärkenden Faktoren im Finanzsystem zu begegnen. Dazu sollten mechanistische Bezugnahmen auf externe Ratings zurückgedrängt und Schwankungen der Margin-Anforderungen und Haircuts im Rahmen von Kreditvergabebedingungen eingeengt werden. Von der Bundesbank unterstützte Arbeiten internationaler Gremien beschäftigen sich beispielsweise mit der Frage, ob eine Mindesthöhe bei Margin-Anforderungen den Aufbau von übermäßigem Fremdkapitaleinsatz im Finanzsystem wirksam eindämmen kann.³⁾

Trendverstärkern
begegnen

Problemengagements noch nicht vollständig verarbeitet

Das schwankungsanfällige Marktumfeld und schwächere Konjunkturperspektiven in wichtigen Industrieländern behindern die Fortschritte bei den Bilanzanpassungen von Banken und anderen Intermediären. Insbesondere weiterhin bestehende Problemengagements, vor allem bei (ausländischen) Gewerbeimmobilien und strukturierten Finanzproduk-

Problemengagements
wieder
unter Druck

² Zu Risiken im Zusammenhang mit dem Hochfrequenzhandel siehe Kasten 5.1 auf S. 76 f.

³ Vgl. z. B.: Committee on the Global Financial System (2010).

ten, könnten nach einer längeren Phase der Entspannung wieder unter Druck geraten. Zudem hängen die Aussichten von kapitalmarktaktiven Unternehmen und Gewerbeimmobilienprojekten auf eine reibungslose Refinanzierung wesentlich von der Aufnahmefähigkeit der Finanzmärkte ab, die zuletzt teilweise gestört war.

Refinanzierungsbedarf im Unternehmenssektor und bei Gewerbeimmobilien hoch

Nichtfinanzielle Unternehmen als stabilisierender Faktor

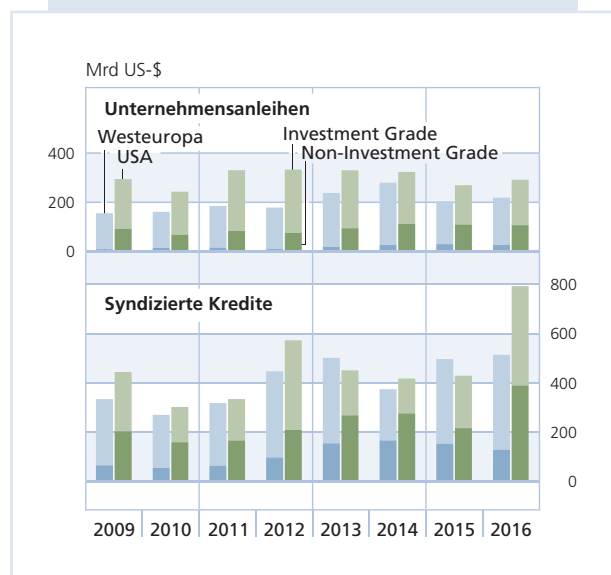
Mit hoher Profitabilität, komfortablen Barreserven, moderater Verschuldung und damit niedrigen Ausfallraten waren die großen, international tätigen nichtfinanziellen Unternehmen bis zuletzt ein stabilisierender Faktor für das Finanzsystem. Unterstützt durch umfangreiche Refinanzierungsaktivitäten in den Jahren 2010 und 2011, hat sich der kurzfristige Finanzierungsbedarf kapitalmarktaktiver Unternehmen in Europa und den USA deutlich reduziert. Der Rückgang der Aufnahmefähigkeit sowie die verschlechterten Konditionen an den Emissionsmärkten stellen die meisten Unternehmen daher noch nicht vor akute Herausforderungen. Doch steht vor allem in den Jahren 2013 und 2014 ein im langjährigen Vergleich überdurchschnittlich hoher Anteil der Fälligkeiten von risikoreichen Unternehmensanleihen und syndizierten Großkrediten zur Refinanzierung an (siehe Schaubild 3.2).

Weitere Lasten durch Gewerbeimmobilien...

Die Finanzierung von Gewerbeimmobilien stellt für die großen, international tätigen deutschen Banken Ende 2010 mit knapp 274 Mrd € und einem Anteil von rund 7 % an den gesamten Forderungen ein bedeutendes Geschäftsfeld dar.⁴⁾ Etwa die Hälfte der

Schaubild 3.2

FÄLLIGKEITEN IM UNTERNEHMENSEKTOR



Quelle: Dealogic.

DEUTSCHE BUNDESBANK

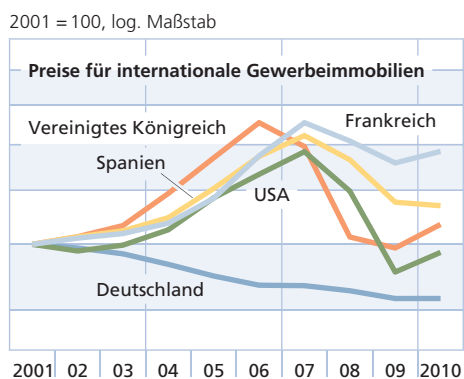
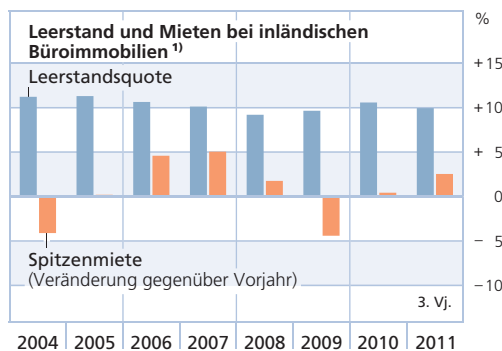
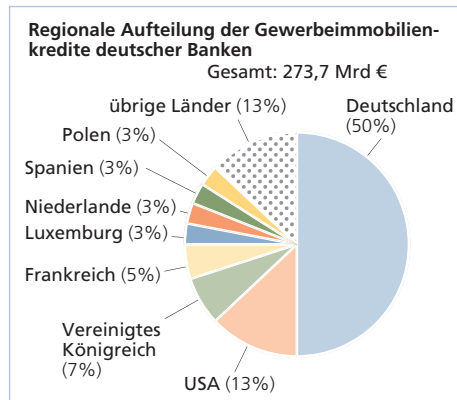
Forderungen besteht gegenüber dem Ausland (siehe Schaubild 3.3). Zwar profitierte der deutsche Markt für Gewerbeimmobilien bis zuletzt von der guten Konjunktur und der positiven Beschäftigungsentwicklung. Doch trüben sich die Aussichten für eine deutliche und rasche Erholung der Gewerbeimmobilienmärkte jener Länder, die in den letzten Jahren erhebliche Preiskorrekturen erlebten, wegen der gestiegenen Unsicherheit über die weitere konjunkturelle Entwicklung wieder ein.

⁴ Vgl.: Meldungen zum Exposure at Default (EAD) der 12 teilnehmenden Banken aus Deutschland am EBA-Stresstest 2011 und der Helaba, http://www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht_eba_stresstest.php, <http://www.helaba.de/de/Presse/Stresstest>.

Schaubild 3.3

INDIKATOREN FÜR GEWERBEIMMOBILIEN

Stand: Ende Dezember 2010



Quellen: Bloomberg, EBA, Helaba, Investment Property Databank, Jones Lang Lasalle und eigene Berechnungen. — ¹⁾ Mit Büroflächen gewogenes Mittel von Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, München und Stuttgart.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Vor diesem Hintergrund könnten aus den erheblichen Kreditvolumina⁵⁾ und den in Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) verbrieften Forderungen, die in den nächsten Jahren fällig werden, weitere Belastungen für die Kreditgeber resultieren. Denn deren Anschlussfinanzierung könnte auf mittlerweile gestiegene Kreditvergabestandards der Banken treffen und nur begrenzt alternative Finanzierungsquellen finden. Die Emissionsvolumina, insbesondere am europäischen Verbriefungsmarkt, erholen sich nur zögerlich.

... und deren Verbriefungen

Anfällige Wohnimmobilienmärkte wichtiger Länder lasten auf Verbriefungen

In einigen Industrieländern, in denen sich die privaten Haushalte im Vorfeld der Finanzkrise stark verschuldet haben, bleibt die Lage an den Märkten für Wohnimmobilien anfällig. Die Aussichten für die jeweiligen Märkte sowie die sich hierauf beziehenden Verbriefungsprodukte sind eng mit dem finanziellen Gesundheitsprozess der privaten Haushalte verknüpft.

Wohnimmobilien bleiben anfällig

Die Privathaushalte in den USA haben ihre Verschuldung zunächst relativ schnell reduziert. Nicht zuletzt wegen des schwachen Arbeitsmarktes erscheint es jedoch fraglich, ob sich der Schuldenabbau mit derselben Geschwindigkeit fortsetzen wird. Die Verschuldungsquote lag zur Jahresmitte 2011 mit fast 115 % des verfügbaren Einkommens noch immer deutlich über historischen Vergleichs-

Abwärtsrisiken in den USA, ...

⁵⁾ Im Zeitraum von 2011 bis 2013 wird im Euro-Raum etwa ein Drittel der ausstehenden Gewerbeimmobilienhypotheken fällig. Schätzungen zufolge werden im Vereinigten Königreich in den nächsten drei Jahren mehr als die Hälfte aller Gewerbeimmobilienfinanzierungen fällig. Vgl.: Bank of England (2011), S. 21 sowie European Central Bank (2011), S. 24.

werten. Zwar gibt es Anzeichen, dass sich das Preisniveau am amerikanischen Wohnimmobilienmarkt inzwischen wieder stärker an fundamental zu rechtfertigende Bewertungen angenähert hat. Allerdings bestehen weiterhin merkliche Abwärtsrisiken, die sich nicht zuletzt in der hohen Zahl von Zahlungsverzügen, Zwangsversteigerungen, ausstehenden Hypotheken, die den Wert der beliebigen Immobilie übersteigen, sowie einem Angebotsüberhang zeigen.

... im Vereinigten Königreich und in Spanien

Im Vereinigten Königreich haben sich die Häuserpreise seit Anfang 2009 zunächst deutlich erholt. Doch hat sich dieser Trend in den letzten Quartalen abgeschwächt. Die Häuserpreise liegen sowohl im Verhältnis zu den Mieten als auch den Einkommen nach wie vor erheblich über den langjährigen Durchschnitt. Gleichzeitig sehen sich die Privathaushalte mit einem beträchtlichen Anpassungsbedarf konfrontiert; ihre Verschuldungsquote belief sich Ende des zweiten Quartals 2011 auf über 140% des verfügbaren Einkommens. Die spanischen Wohnimmobilienpreise sind seit ihrem Höchststand Anfang 2008 um 17% gesunken. Sie liegen aber noch merklich über historischen Bewertungsrelationen. Die Korrektur bei der Verschuldung der privaten Haushalte, die Ende des zweiten Quartals 2011 über 125% des verfügbaren Einkommens betrug, verlief bisher verhalten, sodass weitere Anpassungen zu erwarten sind (siehe Schaubild 3.4).

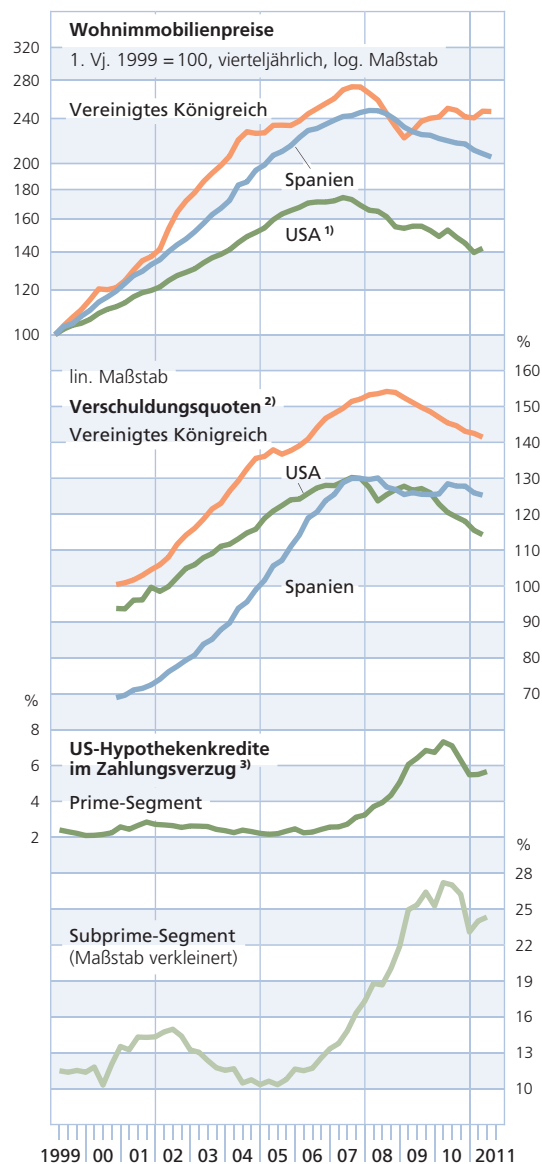
Strukturierte Wertpapiere großer deutscher Banken

Mit 150 Mrd € hält eine Gruppe großer deutscher Banken⁶⁾ nach wie vor erhebliche Positionen in strukturierten Produkten. Per Ende Juni

⁶ Die Deutsche Bundesbank befragt regelmäßig 17 große deutsche Banken zu ihren Engagements in verbrieften Produkten.

Schaubild 3.4

LAGE DER PRIVATEN HAUSHALTE IN AUSGEWÄHLTEN LÄNDERN

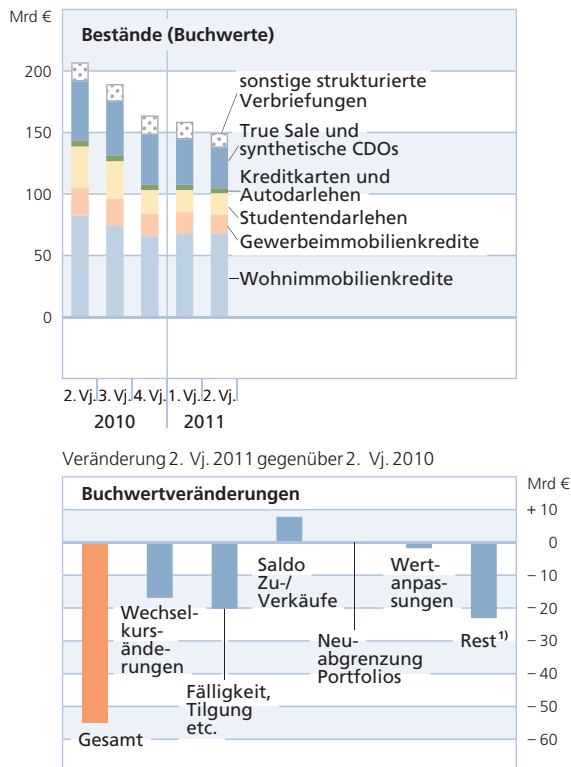


Quellen: Bloomberg, Eurostat, EZB, Federal Reserve, Federal Housing Finance Agency, Ministerio de Fomento, Nationwide Building Society und eigene Berechnungen. — ¹ Purchase-Only-Index. — ² Verschuldung in Relation zum verfügbaren Einkommen. — ³ Anteil der Hypothekenkredite mit einem Zahlungsverzug von mindestens 30 Tagen in % der ausstehenden Wohnungsbaukredite (Anzahl) im jeweiligen Segment.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Schaubild 3.5

VERBRIEFUNGSPORTFOLIOS DEUTSCHER BANKEN



¹ Enthält u.a. Übertragungen an Abwicklungsanstalten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

2011 stellten verbriefte Wohnimmobilienkredite (Residential Mortgage Backed Securities: RMBS) mit etwa 67 Mrd € Buchwert weiterhin den größten Einzelposten dar; auf CMBS entfielen knapp 16 Mrd € und auf verschiedene Formen von Collateralized Debt Obligations (CDOs) rund 33 Mrd €. Das Gesamtvolumen dieser Portfolios hat sich seit Ende des zweiten Quartals 2010 signifikant um 55 Mrd € reduziert. Hierzu haben allerdings neben Fäl-

ligkeiten und Tilgungen (rd. 20 Mrd €) auch Übertragungen an Abwicklungsanstalten (rd. 21 Mrd €) erheblich beigetragen (siehe Schaubild 3.5). Der Wert dieser strukturierten Wertpapiere bleibt weiter anfällig gegen fallende Preise auf den internationalen Immobilienmärkten. Die Marktpreise vieler amerikanischer und europäischer CMBS und RMBS sind seit dem Spätsommer 2011 wieder unter Druck geraten, sodass weitere Wertanpassungen in den Verbriefungsportfolios der Banken notwendig werden könnten.

Risiken des Niedrigzinsumfelds erfordern Wachsamkeit

Derzeit resultieren Risiken für die Stabilität im internationalen Finanzsystem vor allem aus der Staatsschuldenkrise sowie möglichen Altlasten in den Bankbilanzen. Ein niedriges Zinsniveau birgt dabei die Gefahr, dass Kreditrisiken von ausfallgefährdeten Forderungen verschleppt und verschleiert werden. Grundsätzlich erleichtert ein niedriges Zinsniveau die Lockerung der Konditionen bestehender Kredite. In einigen europäischen Ländern gibt es hierfür entsprechende Hinweise. Diese Lockerungen können zwar kurzfristig zur Stabilität des Bankensystems beitragen, sind jedoch kritisch zu beurteilen, sobald dadurch Kreditrisiken unzureichend unterlegt oder notleidende Kredite künstlich am Leben gehalten werden. Wie das Beispiel Japan in den neunziger Jahren zeigt, kann hierdurch die Erholung des Bankensystems verzögert und das Wirtschaftswachstum gebremst werden. Hinsichtlich des Aufbaus neuer Risiken im Niedrigzinsumfeld sind insbesondere Phänomene wie der überhöhte Einsatz von Leverage, intensive Fris-

Niedrige Zinsen wirken auf Altlasten und neue Renditesuche

tenstransformation sowie der kräftige Ausbau länderübergreifender Positionen bei großen, internationalen Banken und Hedgefonds im Auge zu behalten. Aus der Entwicklung einzelner Anlageklassen – zum Beispiel Finanzaktiva aus Schwellenländern und Rohstoffmärkten – lassen sich ebenfalls Rückschlüsse auf das Ausmaß einer etwaigen erneuten Renditesuche ziehen.

Kreditwachstum und Hebeleinsatz moderat

Derzeit geringe Risikoübernahme

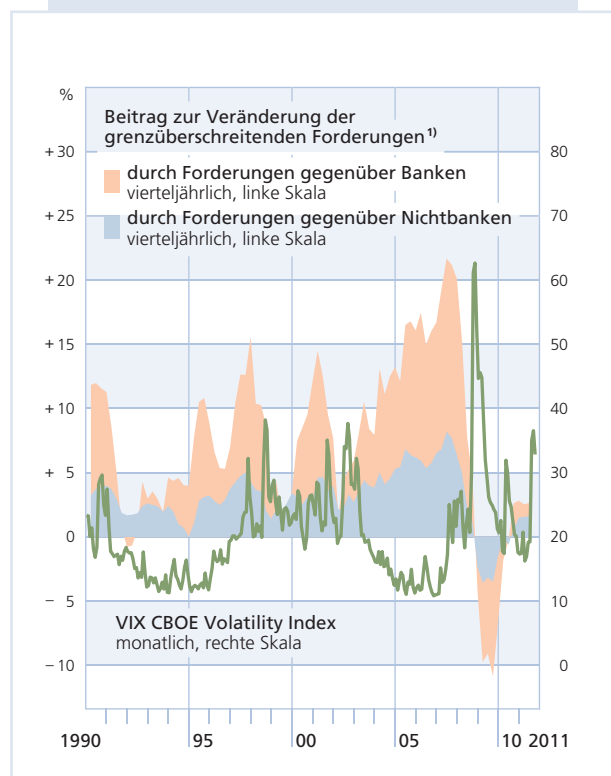
Anzeichen, dass die Banken in den westlichen Industrieländern ihre Aktivitäten wieder substantiell ausweiten, gibt es bislang kaum. So lag der Bestand an Krediten gegenüber dem Privatsektor in den USA und im Vereinigten Königreich Ende des zweiten Quartals 2011 noch unter dem jeweiligen Vorjahrsniveau. Im Euro-Gebiet und in Deutschland ist die Kreditvergabe im gleichen Zeitraum zwar gewachsen, aber auch hier reicht die Dynamik bei Weitem nicht an die Zeit vor der Finanzkrise heran. Auch bei großen, internationalen Banken, die in der Vergangenheit als Seismograph für Trendwenden bei der Risikoübernahme galten, gab es bis zuletzt keine Anzeichen für den Eintritt in eine neue Phase des Ausbaus von Fremdkapitalhebeln. Bei signifikant gestärktem Eigenkapital fallen die aggregierten Bilanzsummen der Institute noch immer deutlich geringer aus als im Jahr 2007.

Flow-of-Funds-Statistiken verbessern

Auch die Entwicklung der weltweit aggregierten, grenzüberschreitenden Forderungen deutet darauf hin, dass sich die Risikoübernahme der Banken insgesamt noch in engen Grenzen vollzieht (siehe Schaubild 3.6). Dennoch werden mittel- und längerfristige Risiken des

Schaubild 3.6

GRENZÜBERSCHREITENDE KREDITVERGABE UND RISIKOAVERSION



Quellen: BIZ, Bloomberg und eigene Berechnungen. — ¹⁾ Von an die BIZ berichtenden Banken, einschl. Forderungen gegenüber deren Auslandsfilialen und -töchtern; Veränderungsrate berechnet aus der Summe der wertselkursbereinigten Veränderungen des Forderungsvolumens gegenüber Banken bzw. Nichtbanken der letzten vier Quartale im Verhältnis zu allen grenzüberschreitenden Forderungen zu Beginn der Periode.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Niedrigzinsumfelds einen Schwerpunkt der mikro- und makroprudenziellen Aufsicht bilden. Wünschenswert wäre dabei eine weitere Verbesserung der internationalen Konsistenz der Flow-of-Funds-Statistiken aller relevanten Länder, um die besondere Schuldendynamik durch inländische und grenzüberschreitende Mittelaufnahmen auch auf Sektorebene besser nachvollziehen zu können.

Tabelle 3.1

SCHWELLENLÄNDER: AUSGEWÄHLTE INDIKATOREN ZU RISIKEN DER KAPITALZUFLÜSSE ^{*)}

Land	Nettokapitalzuflüsse in % des BIP ¹⁾	Kreditwachstum (real) ²⁾		Aktienbewertung ³⁾		
	z score	Veränderungen gegenüber Vorjahr in %	Durchschnitt der letzten drei Jahre in %	z score KGV ⁴⁾	z score des geschätzten KGV ⁴⁾	z score KBV ⁵⁾
Argentinien ⁶⁾	0,4	35,3	15,2	-0,2	0,1	0,3
Brasilien	1,3	19,6	14,8	-0,7	-0,5	-0,2
China	1,3	10,1	18,7	-1,4	-1,2	-1,0
Indien	-0,6	11,8	8,8	-0,3	-0,7	-0,3
Indonesien	2,0	17,5	12,8	-0,1	0,5	0,6
Mexiko	0,5	11,8	2,3	0,5	0,5	0,3
Russland	0,0	7,8	8,0	-1,3	-1,4	-0,7
Saudi Arabien	-1,0	3,1	5,2	-1,2	-0,8	-0,8
Südafrika	0,1	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8	-0,4
Südkorea	-0,5	-1,4	3,4	-0,2	-0,5	0,0
Türkei	1,3	34,6	18,2	0,0	0,0	-0,3

Quellen: Bloomberg, Datastream, IWF, SAMA und eigene Berechnungen. — * Der „z score“ stellt die Abweichung des letzten verfügbaren Wertes vom Periodendurchschnitt dar und wird ausgedrückt in der Anzahl der Standardabweichungen. — **1** Als problematisch erachtet der IWF einen z score > 1 (Werte ggf. rot hinterlegt). — **2** Der IWF definiert eine Periode starken Kreditwachstums als Zeitraum, in dem das reale Kreditwachstum über einen Durchschnitt von drei Jahren gemessen 17 % übersteigt (Werte ggf. rot hinterlegt). — **3** Als beobachtungswürdig bzw. problematisch erachtet der IWF einen z score > 1,5 bzw. > 2. Zur Berechnung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses legt Bloomberg die Gewinne des aktuellen Jahres zugrunde. Zur Berechnung des geschätzten Kurs-Gewinn-Verhältnisses befragt Bloomberg Marktbeobachter nach ihren Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate. — **4** Kurs-Gewinn-Verhältnis. — **5** Kurs-Buchwert-Verhältnis. — **6** Das reale Kreditwachstum Argentiniens wurde auf Basis der offiziellen Inflationsstatistik berechnet und wird daher unter Umständen überzeichnet.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Berichtspflichten für Hedgefonds erforderlich

In der Hedgefondsbranche ist der durchschnittliche Hebeleinsatz Anfang 2011 zwar wieder in die Nähe seines Vorkrisenniveaus gestiegen. Die jüngsten Marktverwerfungen dürften viele Marktteilnehmer jedoch zu einem erneuten Deleveraging gezwungen haben, zumal Prime Broker die Kreditbedingungen für Hedgefonds infolge der Finanzkrise dauerhaft verschärft haben.⁷⁾ Um die Risiken aus den Positionierungen der Hedgefonds

belastbar abschätzen zu können, sind international konsistente Berichtspflichten erforderlich. Hier nimmt die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) eine koordinierende Rolle ein. Die im Oktober 2011 verabschiedeten Vorschläge der Wertpapieraufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC) zur Erhebung von Infor-

⁷ Vgl.: Financial Services Authority, UK (2011).

mationen im wichtigen US-Markt sind ermutigend. Weltweit einheitliche Meldungen an die IOSCO würden erstmals ein umfassendes Bild der Risikolage im globalen Hedgefonds-Sektor ermöglichen.

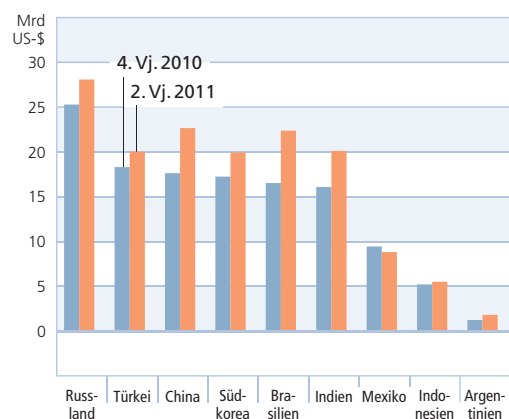
Schwellenländerrisiken: Kredit- und Vermögenspreisblasen und Sudden Stop

Hohe Kapitalzuflüsse...

In großen Schwellenländern wie Brasilien, China, Indonesien und der Türkei haben die Netto-Kapitalzuflüsse Ende 2010/Anfang 2011 neue Höchststände erreicht.⁸⁾ Hierzu haben sowohl niedrige Zinsen in den Industrieländern und die damit verbundene Suche nach Rendite als auch die hohe wirtschaftliche Dynamik der Schwellenländer beigetragen. Hohe Kapitalzuflüsse bergen die Gefahr, dass Kredit- und Vermögenspreisblasen zusätzlich genährt werden. So bewegt sich die Kreditvergabe in einigen Schwellenländern nach einem vorübergehenden Einbruch im Jahr 2008 mittlerweile wieder deutlich über dem historischen Durchschnitt. In Argentinien und der Türkei überschritt das reale Kreditwachstum im zweiten Quartal 2011 seinen Vorjahrswert zuletzt sogar um mehr als 30%. Ein Kreditboom birgt besondere Risiken, wenn er mit einem kräftigen Vermögenspreisanstieg einhergeht. Tatsächlich haben sich die Aktienmärkte der Schwellenländer parallel zu den Kapitalzuflüssen deutlich erholt. Nach den jüngsten Kursverlusten notiert aber nur noch die Hälfte der Aktienindizes der betrachteten Länder über ihrem Stand von Anfang 2008. Auf Basis einschlägiger Bewertungskennziffern gibt es an den Aktienmärkten der Schwellenländer wenig Anzeichen für Übertreibungen (siehe Tabelle 3.1).

Schaubild 3.7

AUSLANDSAKTIVA DEUTSCHER BANKEN *) GEGENÜBER AUSGEWÄHLTEN SCHWELLENLÄNDERN



Quelle: BIZ. — * Einschl. Auslandsfilialen und -töchtern.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Nach temporären Kapitalabzügen internationaler Investoren seit dem Spätsommer 2011,⁹⁾ die in einigen Ländern deutliche Währungsabwertungen induzierten, wird nun auch dem Risiko eines abrupten Endes (Sudden Stop) der Periode starker Kapitalflüsse in die Schwellenländer vermehrt Aufmerksamkeit geschenkt. Dies gilt umso mehr mit Blick auf den eher volatilen Charakter eines großen Teils der Zuflüsse. Denn die Kapitalflüsse der vergangenen Jahre wurden weniger von stabilen Direktinvestitionen, sondern mehr von volatileren Komponenten wie Portfolioinvestitionen und

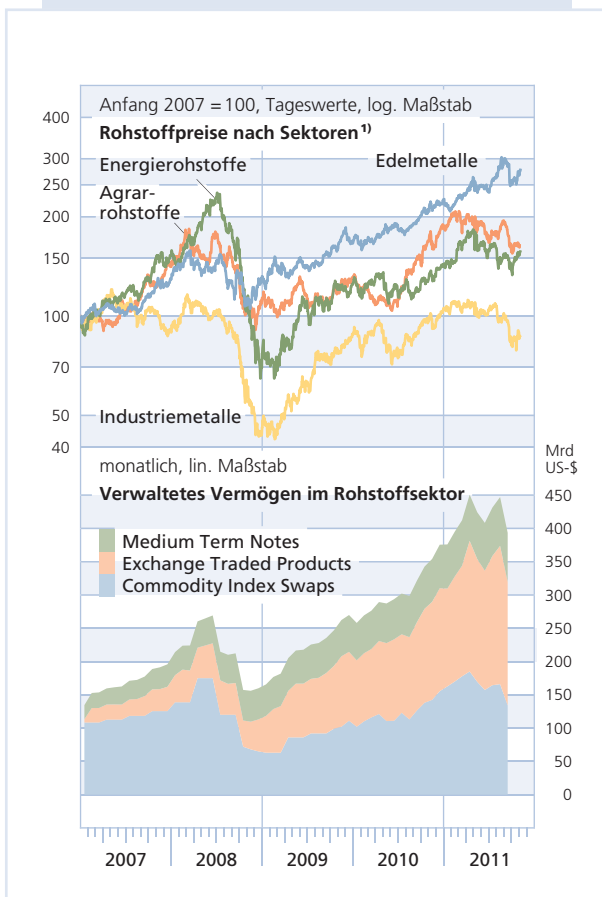
... könnten sich abrupt umkehren

⁸ Netto-Kapitalzuflüsse ohne Veränderung der Währungsreserven auf Basis verfügbarer Zahlungsbilanzdaten per 31. März 2011.

⁹ Daten zu den in Schwellenländern investierenden Investmentfonds, die zeitnäher verfügbar sind als Zahlungsbilanzdaten, geben Hinweise auf die aktuelle Entwicklung der Kapitalströme.

Schaubild 3.8

PREISE UND VERWALTETES VERMÖGEN IM ROHSTOFFSEKTOR



Quellen: Thomson Reuters und Barclays. — 1 S&P Goldman Sachs Commodity Index Spot Price.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Bankkrediten getragen. Einen Sudden Stop auslösen könnten eine weitere Eintrübung der globalen Wachstumsaussichten, eine Zunahme der Risikoaversion oder Verschiebungen im internationalen Zinsgefüge. Die Mehrzahl der großen Schwellenländer erscheint jedoch recht gut aufgestellt, um einen Sudden Stop zu verkraften. Hohe Währungsreserven – auch im Vergleich zu den Auslandsverbindlichkeiten – und ein Leistungsbilanzüberschuss begrenzen

in vielen großen Schwellenländern die Risiken der kurzfristigen und volatilen Kapitalflüsse. Besonderen Herausforderungen sehen sich aber Länder wie die Türkei gegenüber, deren Leistungsbilanzdefizit vornehmlich durch volatile Zuflüsse finanziert wird und/oder Länder wie Südkorea, die durch eine hohe Auslandsverschuldung, etwa des Bankensystems, vom Risikoappetit der internationalen Investoren und den Finanzierungsbedingungen an den internationalen Märkten abhängen.

Selbst wenn die Risiken für die Schwellenländer aus Kredit- und Vermögenspreisblasen einerseits oder eines Sudden Stop andererseits schlagend werden, sind die direkten Rückwirkungen aus den Auslandsforderungen der deutschen Banken gegenüber den jeweiligen Ländern begrenzt (siehe Schaubild 3.7). Doch könnte das deutsche Finanzsystem vor allem über unterschiedliche indirekte Kanäle, wie mögliche Netzwerk- oder Vertrauenseffekte, getroffen werden.

Indirekte Risiken für deutsche Banken

Rohstoffmärkte – junge Anlageklasse mit neuen Risiken

An den Rohstoffmärkten sind in den vergangenen Jahren kräftige Preisschübe mit hohen Kapitalzuflüssen einhergegangen. Das investierte Vermögen belief sich Ende des dritten Quartals 2011 auf knapp 400 Mrd US-\$ (siehe Schaubild 3.8). Die Rohstoffmärkte wurden inzwischen verstärkt als Ziel für die Anlage großer Finanzmittel erschlossen. Der Begriff der Finanzialisierung beschreibt diesen Prozess. Er ist gekennzeichnet durch innovative Finanzprodukte (Rohstoffindizes, Exchange Traded Products) und neue Finanzmarktakteure, wie

Finanzialisierung der Rohstoffmärkte...

Banken als Eigenhändler, Versicherer, Indexfonds und Hedgefonds.

... könnte Schwankungen und Korrelationen erhöhen

Im Rahmen der Finanzialisierung ist zu erwarten, dass kurzfristige Anlagestrategien an Bedeutung gewinnen, sodass sich die Schwankungsanfälligkeit der betroffenen Marktsegmente weiter erhöhen dürfte. Zudem ist mit einer weiteren Zunahme der Aktivitäten von Finanzinvestoren an den Rohstoffmärkten zu rechnen. Indessen könnte der Prozess der Finanzialisierung Diversifikationsvorteile von Anlagen in Rohstoffen infrage stellen. Aufgrund der gestiegenen Korrelation zwischen Aktienindizes und Rohstoffindizes könnten daher Handelsstrategien, die Engagements in Rohstoffen zur Risikodiversifizierung vorsehen, ins Leere laufen. Ein noch geringer, jedoch wachsender Teil der Investitionen zielt auf physisch hinterlegte Industrierohstoffe mit der Konsequenz, dass diese dann zunächst dem realwirtschaftlichen Produktionsprozess entzogen werden.

Datenlage verbessern

Die mangelnde Transparenz an den außerbörslichen (Over-the-Counter: OTC) Derivatmärkten und den Kassamärkten erschwert eine Beurteilung des Einflusses einzelner Investorengruppen und Handelsstrategien auf die Preisbildung an den Rohstoffmärkten. Die bislang schlechte Datenlage auf globaler Ebene zu verbessern ist daher ein zentraler Punkt im Rahmen laufender Reformanstrengungen. Eine Standardisierung und das zentrale Clearing von OTC-Derivaten, die Einrichtung von zentralen Transaktionsregistern sowie internationale Melderegister, eventuell auch für physische Rohstofftransaktionen, sind hierbei wichtige Schritte. Eine solidere Informationsbasis über alle Rohstoffsegmente hinweg dürfte

der Gefahr eines Marktmissbrauchs – etwa von Akteuren mit dominanter Marktstellung – entgegenwirken. Sie ermöglicht zudem ein fundierteres Urteil über die Notwendigkeit regulatorischer Maßnahmen, die von verschiedener Seite gefordert werden. Nicht zuletzt ermöglicht eine umfassende Datenbasis den Aufsichtsbehörden eine zeitnähere und bessere Einschätzung der eingegangenen Risiken und der daraus resultierenden Anfälligkeiten im Finanzsystem. Gefahren für die Finanzstabilität können besonders dann entstehen, wenn in größerem Umfang Verkaufsdruck bei gehebelten Positionen aufkommt.

Über den Prozess der Finanzialisierung haben die Marktvolumina beträchtlich zugenommen. Gleichzeitig sind Konzentrationsrisiken vergleichsweise ausgeprägt. Große, internationale Banken nehmen an den Rohstoffmärkten als Eigenhändler und Marktmacher im OTC-Bereich eine zentrale Rolle ein. Einige Institute sind zusätzlich an den physischen Marktsegmenten aktiv und beteiligen sich direkt an Lagerhäusern, Kraftwerken, Pipelines und Tankern. Das direkte Engagement deutscher Banken im Rohstoffsektor ist hingegen noch gering.

Hohe Konzentrationsrisiken unter Banken

Der deutsche Versicherungssektor ist bei Rohstoffen bisher insgesamt nur wenig engagiert. Angesichts des Niedrigzinsumfelds, das vor allem für Lebensversicherer eine große Herausforderung darstellt, könnten jedoch Anreize bestehen, Positionen in alternativen und vermeintlich renditeträchtigen Anlageklassen auszubauen. Immerhin erlaubt die neue Anlageverordnung für Versicherungsunternehmen vom 30. Juni 2010 den Versicherern, bis zu 5 % des gebundenen Vermögens in Rohstoffe anzulegen. Zuvor waren Rohstoffinvestitionen

Versicherer nur gering engagiert

nur innerhalb der Quote für Investitionen in Hedgefonds-Anteile zulässig.¹⁰⁾

Neue,
unerfahrene
Akteure

Neben den etablierten Institutionen könnten künftig auch kleinere Banken und Versicherungsunternehmen an die Rohstoffmärkte drängen. Noch liegt in Deutschland der Anteil der Eigenmittelanforderungen für Rohstoffe an den gesamten Eigenmittelanforderungen für Marktrisiken bei kleineren Banken bei moderaten 5%. Vor allem bei neuen Akteuren, die mit Investitionen in Rohstoffe bisher kaum Erfahrungen haben, stellt sich die Frage eines hinreichenden Risikomanagements für Aktivitäten in einem hochvolatilen Marktsegment. Schief lagen der letzten Jahre in Nordamerika im Rohstoffeigenhandel einer Großbank und bei einem Hedgefonds belegen, dass derartige Risiken selbst bei vermeintlich erfahrenen Rohstoffakteuren schlagend werden können.¹¹⁾ Deshalb ist das Risikomanagement der an den Rohstoffmärkten tätigen Banken und Versicherungsunternehmen auch in Deutschland, wo Engagements der Finanzinstitute noch vergleichsweise gering sind, im Blick zu behalten.

Quellenverzeichnis

Acharya, V.V. und S. Schaefer (2006), Liquidity Risk and Correlation Risk: Implications for Risk

Management, London Business School Working Paper, September 2006.

Bank of England (2011), Financial Stability Report, Juni 2011.

Boyson, N.M., C.W. Stahel und R.M. Stulz (2010), Hedge fund contagion and liquidity shocks, Journal of Finance, Vol 5, No 5, Oktober 2010.

Committee on the Global Financial System (2010), The role of margin requirements and haircuts in procyclicality, CGFS Papers No 36, März 2010.

European Central Bank (2011), Financial Stability Review, Juni 2011.

Financial Services Authority, UK (2011), Assessing the possible sources of systemic risk from hedge funds, Juli 2011.

¹⁰ Allerdings ist auf Basis der Spezifikationen für die fünfte quantitative Auswirkungsstudie (QIS5) zu erwarten, dass die Kapitalanforderungen für Investitionen in Rohstoffe nach dem neuen Regelwerk Solvency II vergleichsweise hoch sein werden.

¹¹ Im April 2007 meldete die kanadische Bank of Montreal einen Verlust von 680 Mio CAN-\$ aus ihrer Positionierung im Erdgasmarkt. Der Hedgefonds Amaranth erlitt im Zuge von Fehlspekulationen im Erdgasmarkt im Jahr 2006 einen Verlust von etwa 6 Mrd US-\$.

Deutsches Finanzsystem zwischen erhöhter Risikotragfähigkeit und zunehmenden Ansteckungsrisiken

Das deutsche Finanzsystem hat seine Risikotragfähigkeit erhöht. Viele Banken konnten das günstige gesamtwirtschaftliche Umfeld nutzen, um die Ertragslage zu verbessern, ihre Kapitalbasis zu stärken und damit den Verschuldungsgrad zu senken. Dank der robusten Konjunktur sind die Kreditverlustquoten auf den niedrigsten Stand seit drei Jahren gefallen. Die Marktrisiken blieben bis zum Sommer auf niedrigem Niveau. Bei steigenden Kundeneinlagen hat sich zudem die Abhängigkeit vom Interbankenmarkt verringert. Auch die deutschen Versicherungsunternehmen konnten von der guten wirtschaftlichen Situation profitieren. Für das Beitragswachstum sorgten die stark gestiegenen Einmalbeiträge in der Lebensversicherung. Inzwischen findet sich jedoch das deutsche Finanzsystem in einem Umfeld erhöhter Unsicherheit wieder, das die gestärkte Risikotragfähigkeit auf die Probe stellt. Angesichts zunehmender Ansteckungsrisiken für das deutsche Finanzsystem ist es wichtig, die auf europäischer Ebene beschlossenen Maßnahmen gegen die Vertrauenskrise rasch zu konkretisieren und umzusetzen.

Erhöhte Widerstandsfähigkeit vor Herausforderungen

Im Herbst 2011 befindet sich das deutsche Finanzsystem im europäischen Vergleich noch in einer guten Ausgangslage. So erhält es weiterhin konjunkturellen Rückenwind aus einem bislang intakten Aufschwung, der dazu beiträgt, die inländischen Kreditrisiken zu begrenzen und die Wertberichtigungen zurückzuführen. Auch bietet die vergleichsweise solide Lage der öffentlichen Haushalte in Deutschland Flankenschutz. In diesem Umfeld haben die Banken ihre Widerstandskraft merklich erhöht.

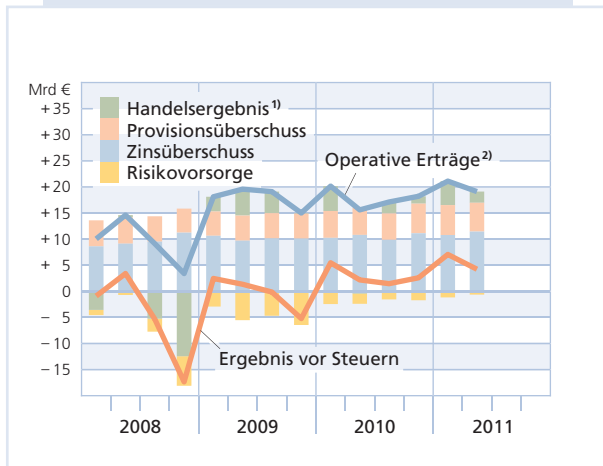
Noch gute Ausgangslage, ...

Inzwischen zeichnen sich jedoch Belastungen für das deutsche Finanzsystem ab. Von der aktuellen Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten sind auch die deutschen Banken betroffen. Wegen der Staatsschuldenkrise sind Wertberichtigungen zu erwarten, wenngleich in geringerem Umfang als in anderen Ländern. Die Refinanzierungskosten sind gestiegen. In der Summe haben sich die Ertragsaussichten eingetrübt. Die gestärkte Widerstandskraft des deutschen Bankensektors wird zunehmend herausgefordert.

... doch neue Belastungen zeichnen sich ab

Schaubild 4.1

KOMPONENTEN DER ERTRAGSLAGE^{*)}



Quelle: Unternehmensangaben und eigene Berechnungen. — * Umfasst IFRS-Zahlen von 13 großen, international tätigen deutschen Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. — ¹ Einschl. Ergebnis aus zum Fair Value klassifizierten finanziellen Vermögenswerten. — ² Summe aus Zinsüberschuss, Provisionsüberschuss und Handelsresultat.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Bislang gute Erträge – Aussichten getrübt

Starkes erstes
Quartal

Die großen, international tätigen deutschen Banken¹⁾ konnten im Aggregat ihre operativen Erträge²⁾ im ersten Halbjahr 2011 gegenüber dem Vorjahr um 13 % erhöhen (siehe Schaubild 4.1). Maßgebend hierfür war das starke erste Quartal. Im zweiten Quartal wirkte sich zunehmend die anhaltend hohe Volatilität an den Kapitalmärkten aus. Die hiermit verbundene Unsicherheit der Investoren führte zu geringeren Transaktionsvolumina. Entsprechend ging das Provisionsergebnis leicht zurück (–4 % gegenüber dem Vorquartal). Die steigende Volatilität der Finanzmärkte spiegelt sich auch in unstetigen Erträgen aus dem Eigenhandel wider. Einem hohen Handelsresultat im ersten Quartal 2011 folgte ein Einbruch im zweiten

Quartal um 53 %. Hier machten sich auch Aktienkursrückgänge sowie ergebniswirksame Belastungen aufgrund der Wertverluste am Markt für Staatsanleihen bemerkbar.

Das Ergebnis vor Steuern der großen, international tätigen deutschen Banken wurde gestützt vom anhaltenden Rückgang der Risikovorsorge im Kreditgeschäft. Diese erreichte im zweiten Quartal 2011 mit insgesamt 636 Mio € den tiefsten Stand seit 2008. Als wichtiger Ertragspfeiler erwies sich erneut das Zinsgeschäft. Hier profitierten die betrachteten Banken von der guten Entwicklung im Kredit- und Einlagengeschäft. Sie konnten zuletzt mit einer Zinsspanne³⁾ von im Mittel annualisierten 0,83 % den langfristigen Durchschnitt von 0,72 % deutlich übertreffen. Dabei hat ein überdurchschnittliches wirtschaftliches Wachstum im Inland den günstigen Trend bei den Erträgen gestützt. Inzwischen belastet jedoch die Verschärfung der Lage an den internationalen Finanzmärkten die Ertragsaussichten. Dies gilt zum einen für das Handelsresultat. Zum anderen zeichnet sich im Zusammenhang mit einer höheren Beteiligung des privaten Sektors an der Sicherung der Tragfähigkeit der griechischen Staatsfinanzen ein zusätzlicher Wertberichtigungsbedarf ab, wengleich dieser für das deutsche Finanzsystem geringer ausfällt als für die Finanzsysteme anderer Länder. Auch höhere Refinanzierungskosten dürften bei den deutschen Instituten

Risikovorsorge
rückläufig

¹ Die Gruppe umfasste in früheren Finanzstabilitätsberichten 15 große, international tätige deutsche Banken. Für die Analyse im diesjährigen Bericht wurden jedoch zwei Institute, die im Berichtszeitraum Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben, nicht berücksichtigt.

² Summe aus Zinsüberschuss, Provisionsüberschuss und Handelsresultat.

³ Die Zinsspanne ist definiert als Zinsüberschuss im Verhältnis zur Bilanzsumme.

Kasten 4.1

ERTRAGSLAGE IM STRESSTEST

Zwei Stressszenarien werden untersucht: (A) ein Einbruch des Wirtschaftswachstums in den Jahren 2012 und 2013, gefolgt von einer wirtschaftlichen Erholung,¹⁾ sowie (B) eine ausgedehnte Phase niedrigen Wachstums²⁾ in Verbindung mit einer für die Banken ungünstigen Abflachung der Zinsstrukturkurve und einer Spreadausweitung bei der Refinanzierung über Anleihen. Die Auswirkungen werden für große, international aktive Banken und kleinere, national ausgerichtete Banken getrennt ermittelt.³⁾ Dies trägt den unterschiedlichen Geschäftsmodellen Rechnung.

Das Krisenszenario A belastet das Betriebsergebnis vor allem der großen Banken. Das Krisenszenario B führt zu einem erheblichen Einbruch des Betriebsergebnisses bei beiden Bankengruppen. Die Wertberichtigungen steigen im Rezessionsszenario A an und verbleiben auf hohem Niveau. In den Jahren 2012 und 2013 ergäbe sich jeweils ein Wertberichtigungsbedarf von gut 30 Mrd €, verglichen mit rund 26 Mrd € im Basisszenario (siehe nebenstehende Tabelle).

Diese Lasten würden die Innenfinanzierungskraft der Banken verringern, ihre Funktionsfähigkeit als Intermediäre berühren und mithin die Finanzstabilität beeinträchtigen. Stehen

BETRIEBSERGEBNIS UND BRUTTO-WERTBERICHTIGUNGEN DEUTSCHER BANKEN IN VERSCHIEDENEN SZENARIEN

in Mrd €

Jahr	Basis-szenario	Szenario A ¹⁾	Szenario B ²⁾
Betriebsergebnis großer Banken			
2011	12,7	11,5	4,5
2012	11,0	4,1	- 4,8
2013	10,5	3,7	- 3,3
2014	10,4	4,9	- 0,9
2015	9,7	6,3	0,9
Betriebsergebnis kleiner Banken			
2011	17,4	17,0	13,0
2012	14,6	11,4	4,3
2013	13,7	11,1	3,0
2014	13,3	11,3	3,6
2015	11,8	11,0	5,0
Bruttowertberichtigungen deutscher Banken			
2011	24,2	24,8	24,8
2012	25,6	30,8	27,3
2013	25,6	30,0	27,7
2014	25,2	28,4	27,5
2015	25,6	26,8	27,9

keine anderen Quellen der Kapitalbildung zur Verfügung, wäre ein Abbau risikogewichteter Aktiva wahrscheinlich.

1 Der unterstellte Pfad für die Wachstumsrate des realen BIP lautet für 2011: 2,6%, 2012: -2,2%, 2013: -0,1%, 2014: 0,8% und 2015: 1,4%. — **2** Kumuliert über fünf Jahre wird eine Abweichung zur Prognose der Bundesbank und des IWF von vier Prozentpunkten angenommen. Der unterstellte Pfad für die Wachstumsrate des realen BIP lautet für 2011: 2,6%,

2012: 0,2%, 2013: 0,5%, 2014: 0,8% und 2015: 0,4%. — **3** Die Stichprobe umfasst dabei Großbanken, Landesbanken und die genossenschaftlichen Zentralbanken als große Banken und Sparkassen, Kreditgenossenschaften, Realkreditinstitute und kleine Privatbanken als kleine Banken.

zu Buche schlagen – auch hier in geringerem Umfang als in anderen Ländern. Vor diesem Hintergrund haben einige Institute ihre Gewinnerwartungen nach unten korrigiert (siehe Kasten 4.1 auf S. 47).

Regulierung
und Ertrags-
aussichten

Schließlich sind noch die Auswirkungen der regulatorischen Veränderungen auf die künftigen Ertragsaussichten zu beachten. Die Regelungen und Konditionen der deutschen Bankenabgabe stehen bereits fest. Zwar werden diese zusätzlichen Aufwendungen in Zukunft die Bankergebnisse tendenziell senken. Doch beliefen sich die zeitanteiligen Belastungen durch die Bankenabgabe im ersten Halbjahr 2011 für die großen, international tätigen deutschen Banken insgesamt auf lediglich 242 Mio €. Im gegenwärtigen Umfeld sollten diese Banken ihre Krisenfestigkeit und Risikotragfähigkeit weiter erhöhen und die Anpassung der Geschäftsmodelle an die neuen Rahmenbedingungen vorantreiben.

Risikotragfähigkeit im deutschen Finanzsystem

Verschuldung
vermindert

Der Verschuldungsgrad, gemessen an der Bilanzsumme im Verhältnis zum Kernkapital, der großen, international tätigen deutschen Banken hat sich seit dem ersten Quartal 2008 von 43 auf 33 vermindert (siehe Schaubild 4.2). Diese Entwicklung spiegelt vor allem einen erheblichen Anstieg des aufsichtlichen Kernkapitals wider. Die bilanziellen Aktiva haben sich seit dem ersten Quartal 2008 nur wenig verändert. Ohne den Einfluss des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes (BilMoG) wäre im Geschäftsjahr 2010 ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen gewesen.⁴⁾

Die Kernkapitalquote⁵⁾ der Institute nach derzeit gültigen Basel II-Regelungen wuchs vom ersten Quartal 2008 bis zum zweiten Quartal 2011 von 8,3 % auf 13,1 %, sie liegt nunmehr auf dem durchschnittlichen Niveau der großen internationalen Banken. Für diesen Anstieg ist neben der Erhöhung des Kernkapitals auch eine deutliche Abnahme der risikogewichteten Aktiva maßgebend.

Kernkapitalquote
angestiegen

Kernkapital quantitativ und qualitativ verbessert

Der Zuwachs des Kernkapitals ist sowohl auf Gewinnthesaurierungen als auch auf Kapitalerhöhungen durch junge Aktien zurückzuführen. Das regulatorische Kernkapital ist dadurch insgesamt gestiegen. Bereits seit dem zweiten Quartal 2010 trägt die Innenfinanzierung per saldo wieder zum Aufbau von Eigenkapital bei (siehe Schaubild 4.3). Nach dem weitgehenden Austrocknen der Primärmärkte für Eigenkapital im Zuge der Finanzkrise scheint sich seit dem vierten Quartal

Quellen von
neuem Eigen-
kapital

⁴ Aufgrund des BilMoG müssen seit Dezember 2010 derivative Finanzinstrumente des Handelsbestandes in der Bilanz berücksichtigt werden. Vgl. zu den Neuregelungen des BilMoG: Deutsche Bundesbank (2011c), S. 39 ff. Für das Jahr 2010 bestehen Unsicherheiten, da der genaue Zeitpunkt der Berücksichtigung derivativer Instrumente im Handelsbuch nicht in allen Fällen bekannt ist. Bereinigt um diese Bilanzbestandteile wäre ein Rückgang zu beobachten gewesen.

⁵ Bei dem hier benutzten Kernkapitalbegriff handelt es sich um das Kernkapital gemäß Basel II nach aufsichtlichen Abzügen, welches die Banken nach derzeit gültiger Rechtslage für Solvenzzwecke vorhalten müssen. Davon ist der Begriff des harten Kernkapitals zu unterscheiden. Das harte Kernkapital umfasst nur Bestandteile mit allerhöchster Verlustabsorptionsfähigkeit, wie z. B. eingezahltes Kapital und einbehaltene Gewinne. Das harte Kernkapital besteht aus der Summe folgender Bestandteile: von der Bank ausgegebene Stammaktien, Aktienagio, einbehaltene Gewinne, kumulierte sonstige dem Gesamtergebnis zugerechnete Erträge und sonstige offengelegte Rücklagen, Stammaktien, die von konsolidierten Tochtergesellschaften der Bank ausgegeben wurden sowie angewandte regulatorische Anpassungen. Vgl.: Basel Committee on Banking Supervision (2011), S. 14 ff.

2010 auch bei der Außenfinanzierung die Situation entspannt zu haben. So konnten die beiden größten deutschen Privatbanken in den vergangenen 12 Monaten Aktien im Wert von zusammen fast 20 Mrd € am Markt platzieren. Das aufgenommene Kapital wurde teilweise dazu genutzt, staatliche Eigenkapitalhilfen zurückzuführen, die im Zuge der Finanzkrise aufgenommen worden waren.

Kernkapital qualitativ verbessert

Bei vielen Instituten ist neben der quantitativen Erhöhung auch eine qualitative Verbesserung der Zusammensetzung des Kernkapitals erkennbar. Die Eigenkapitaldefinition im EBA-Stresstest hat sich für einige Landesbanken als Katalysator erwiesen, um stille Einlagen der Eigentümer durch zusätzliche Klauseln zu härten und die Kapitalausstattung an die kommenden regulatorischen Anforderungen nach Basel III anzupassen.

Sinkende Bilanzsummen

Einfluss der Rechnungslegung zu beachten

Die aggregierte Bilanzsumme der großen, international tätigen deutschen Banken ist seit Anfang 2009 mit etwa 5,2 Billionen € konstant geblieben. Diese Werte aus der monatlichen Bilanzstatistik der Deutschen Bundesbank spiegeln jedoch zum großen Teil die erstmalige Anwendung des Bilanzmodernisierungsgesetzes (BilMoG) im Geschäftsjahr 2010 wider. Insbesondere der Ansatz von derivativen Finanzinstrumenten des Handelsbestandes zum Zeitwert in HGB-Jahresabschlüssen führte bei vielen Instituten für sich genommen zu einem deutlichen Anstieg der Bilanzsumme. Nach altem Recht wäre die Bilanzsumme gesunken.

Schaubild 4.2

VERSCHULDUNGSGRAD UND KERNKAPITAL^{*)}

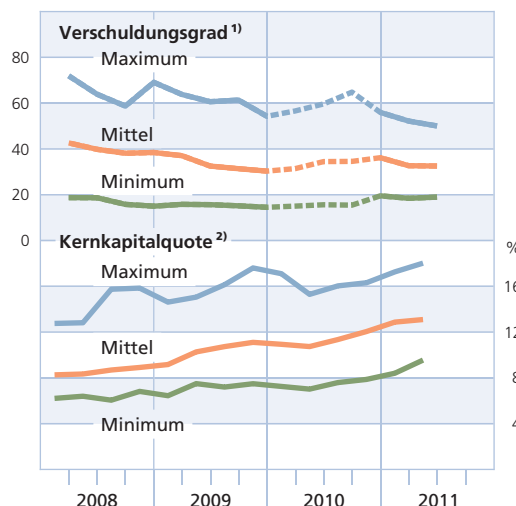
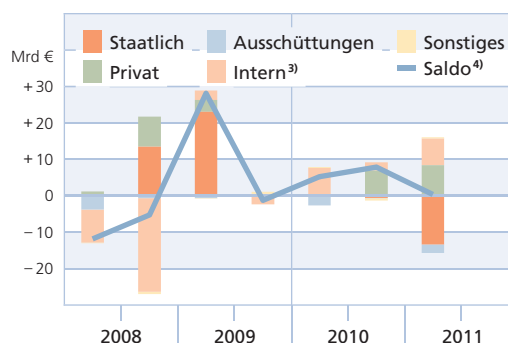


Schaubild 4.3

QUELLEN DER EIGENKAPITALBILDUNG^{*) **)}

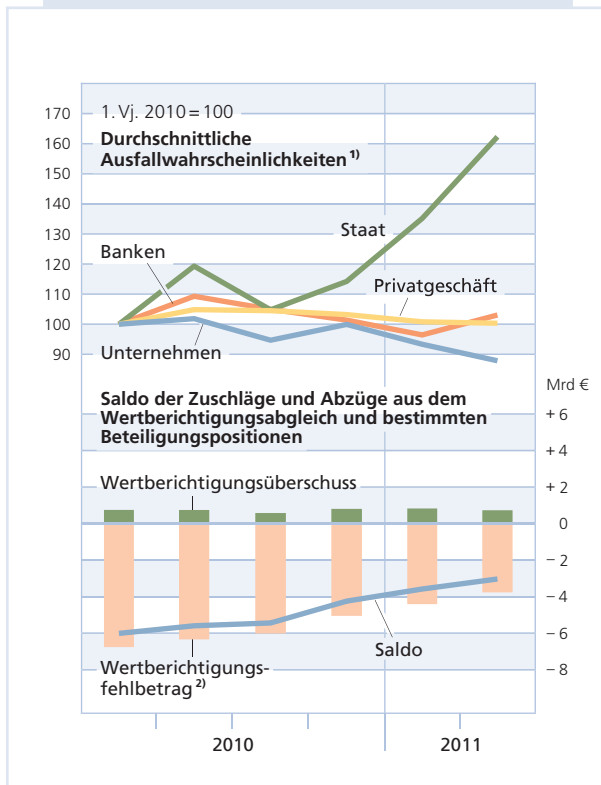


* Betrachtet werden 13 große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. — 1 Bilanzsumme im Verhältnis zum Kernkapital; 2010 Übergangsperiode gemäß Bilanzmodernisierungsgesetz. — 2 Kernkapital im Verhältnis zu risikogewichteten Aktiva. — ** Quelle: Veröffentlichte Einzelangaben der Unternehmen und eigene Berechnungen. — 3 Beinhaltet einbehaltene Gewinne (+), Verluste (-) und Veränderungen anderer Rücklagen. — 4 Saldo aus Kapitalzuführung und -herabsetzung.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Schaubild 4.4

DURCHSCHNITTLICHE AUSFALLWAHRSCHEINLICHKEITEN UND WERTBERICHTIGUNGLÜCKE^{*)}



* Betrachtet werden 13 große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. — 1 Ohne wertberichtigte Forderungen, die nach Basel II als ausgefallen gelten. — 2 Einschl. erwarteter Verluste für bestimmte Beteiligungen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Bilanzsumme nach IFRS deutlich zurückgegangen

Die Jahresabschlüsse der betrachteten Institute nach IFRS zeigen, dass ohne diese Sondereffekte in den Jahren 2009 und 2010 ein deutlicher Rückgang der kumulierten Bilanzsumme zu verzeichnen gewesen wäre. Nach IFRS sank diese deutlich von 6,2 Billionen € auf 5,2 Billionen €. ⁶⁾ Dieser Trend ist insbesondere auf Institute zurückzuführen, die von der EU-Kommission aufgrund staatlicher Beihilfen während der Finanzkrise Auflagen zu

einer Bilanzverkürzung erhalten haben oder solche erwarten. Bei zwei großen deutschen Instituten, die aus Gründen der Vergleichbarkeit in den diesjährigen Betrachtungen nicht berücksichtigt wurden, führten zudem Auslagerungen von Risikoaktiva auf Abwicklungsanstalten zu einer signifikanten Bilanzverkürzung.

Risiken zwischen konjunkturellem Aufschwung und Staatsschuldenkrise

Die aufsichtsrechtlichen Eigenmittelanforderungen der großen, international tätigen deutschen Banken sind zwischen dem ersten Quartal 2008 und dem zweiten Quartal 2011 von 139 Mrd € auf 98 Mrd € zurückgegangen. Von diesem Betrag entfallen etwa 85 % auf Adressenausfallrisiken, 6 ½ % auf Marktrisiken und 8 ½ % auf operationelle Risiken. Bei der Quantifizierung der Adressenausfallrisiken spielte der konjunkturelle Aufschwung in Deutschland eine größere Rolle als die durch die Staatsschuldenkrise hervorgerufenen Bonitätsverschlechterungen.

Risikogehalt der Aktiva gefallen

Schaubild 4.4 zeigt die Entwicklung der durchschnittlichen, von den Banken geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeiten der wichtigsten Forderungsklassen entsprechend den aufsichtsrechtlichen Meldungen. Bei Forderungen gegenüber Staaten ist im Frühjahr 2010 ein deutlicher Anstieg erkennbar. Dieser fällt zeitlich etwa mit dem Ausbruch der Griechenlandkrise im Mai 2010 zusammen. Bedingt durch den ersten Rettungsschirm ergab sich

Ausfallrisiken von Privatkunden gesunken

⁶⁾ Die Konsolidierungskreise der betrachteten Institute unterscheiden sich nach beiden Quellen.

kurzfristig wieder eine Absenkung auf das Ausgangsniveau. Dagegen führte das Übergreifen der Vertrauenskrise auf andere Länder des Euro-Raums bis zum zweiten Quartal 2011 zu einer erneuten starken Erhöhung der geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeiten um etwa 50%. Der Durchschnittswert für Forderungen gegenüber Banken sank bis zum ersten Quartal 2011. Die ermittelten Ausfallrisiken von Forderungen gegenüber Unternehmen und Privatkunden sind zuletzt aufgrund der guten konjunkturellen Lage zurückgegangen.

Wertberichtigungslücke nahezu geschlossen

Der Vergleich der erwarteten Verluste der betrachteten Banken mit den Wertberichtigungen zeigt, dass zum Ende des Jahres 2009 eine erhebliche Wertberichtigungslücke bestand, die bis zum Sommer 2011 deutlich reduziert wurde. Hierin spiegeln sich die positive Entwicklung der Konjunktur und damit die rückläufigen Ausfallrisiken wider.

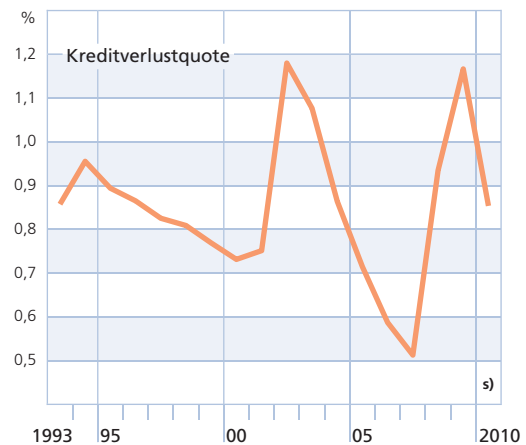
Kreditrisiken: Hält der konjunkturelle Rückenwind an?

Inländische Kreditrisiken profitieren vom Aufschwung

Die inländischen Kreditrisiken aller deutschen Banken⁷⁾ profitierten vom konjunkturellen Rückenwind im ersten Halbjahr 2011. Die gute Geschäftsentwicklung der Unternehmen sowie die relativ solide finanzielle Situation privater Haushalte trugen dazu bei.⁸⁾ Die weitere Entwicklung der inländischen Kreditrisiken wird auch maßgeblich davon beeinflusst werden, ob es zu einer Abkühlung der konjunkturellen Entwicklung in wichtigen Regionen der Welt und in Deutschland kommen wird.

Schaubild 4.5

VERLUSTE IM KREDITGESCHÄFT^{*)}



* Abschreibungen und Wertberichtigungen deutscher Banken auf Forderungen sowie Zuführungen zu Rückstellungen im Kreditgeschäft im Verhältnis zum Kundenkreditvolumen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Robuste Situation der inländischen Kreditnehmer

Die Qualität inländischer Unternehmenskredite, die zum Ende des zweiten Quartals 2011 knapp 40% des inländischen Kreditgeschäfts⁹⁾ ausmachten, ist insgesamt robust. Im Zuge des wirtschaftlichen Aufschwungs hat sich in den vergangenen zwei Jahren die Kreditverlustquote der deutschen Banken entsprechend erholt und nun wieder das durchschnittliche Vorkrisenniveau erreicht (siehe Schaubild 4.5).

Kreditverlustquote erholt

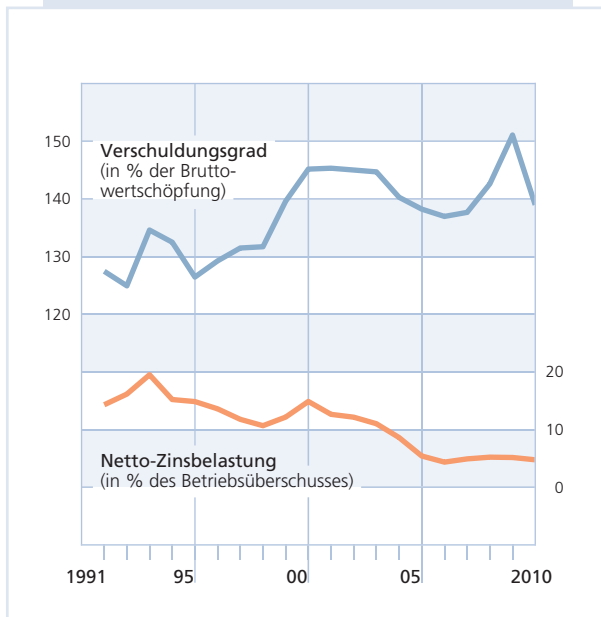
⁷ Zur Abgrenzung vgl.: Deutsche Bundesbank (2011e), S. 108 ff.

⁸ Insgesamt beläuft sich das inländische Kreditgeschäft auf rd. 80% des Kreditgeschäfts mit Nichtbanken.

⁹ Ohne Staats- und Interbankenkredite.

Schaubild 4.6

FINANZIELLE INDIKATOREN DEUTSCHER UNTERNEHMEN



DEUTSCHE BUNDESBANK

Finanzlage der Unternehmen verbessert

Auch in den Indikatoren zur Finanzlage der nichtfinanziellen Unternehmen spiegelt sich das aktuell gemäßigte Niveau der Kreditrisiken wider: Der Verschuldungsgrad der Unternehmen, der in den vergangenen drei Jahren maßgeblich von der Schwankung der Bruttowertschöpfung getrieben wurde, ist deutlich gesunken und befindet sich wieder auf Vorkrisenniveau. Gleichzeitig ist die Netto-Zinsbelastung historisch niedrig. Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen sowie die Forderungshöhe im Insolvenzfall sind ebenso rückläufig (siehe Schaubild 4.6).

Solide Finanzlage der privaten Haushalte

Kredite an private Haushalte machten Ende des zweiten Quartals 2011 mit 43 % den größten Teil am inländischen Kreditgeschäft aus. Die insgesamt solide finanzielle Situation

der privaten Haushalte sowie die gesunkene Arbeitslosigkeit tragen dazu bei, dass die Kreditrisiken in diesem Bereich aktuell weiterhin moderat erscheinen. Das Netto-Geldvermögen privater Haushalte liegt inzwischen deutlich über dem Vorkrisenniveau. Auch der Verschuldungsgrad ist mit rund 96 % des verfügbaren Einkommens nahezu stabil. Die Zinsbelastung der privaten Haushalte hat sich im Niedrigzinsumfeld deutlich verringert (siehe Schaubild 4.7). Die Anzahl der Verbraucherinsolvenzen hat sich auf Vorkrisenniveau stabilisiert und auch die Forderungshöhe pro Insolvenz ist über die letzten Jahre recht konstant geblieben.

Deutscher Immobilienmarkt im Aufwind

Wohnungsbaukredite von knapp 800 Mrd € machten Ende des zweiten Quartals 2011 mit 78 % den Großteil aller Kredite an private Haushalte aus. Wichtige Anhaltspunkte zu den Einschätzungen der Banken hinsichtlich der Kreditrisiken liefert die Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey). Danach spielte die Risikoeinschätzung über die allgemeine konjunkturelle Entwicklung von 2009 an eine dominierende Rolle bei der Veränderung der Kreditrichtlinien bei Wohnungsbaukrediten. Zuletzt haben die Aussichten am Wohnungsmarkt wieder an Bedeutung gewonnen.

Kredite an private Haushalte vorrangig für Wohnungsbau

Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland zogen im Jahr 2010 an. Ein Grund dafür dürften die im historischen Vergleich ausgesprochen günstigen Finanzierungsbedingungen sein. Die Preisentwicklung ist von starker regionaler Heterogenität gekennzeichnet. Zum

Wohnimmobilien teurer

einen stiegen die Preise von Neubauten stärker als die Preise gebrauchter Eigenheime. Zum anderen war besonders in den Ballungszentren ein deutlicher Preisanstieg zu beobachten. Diese Teilmärkte haben möglicherweise auch davon profitiert, dass Kapitalanleger eine Realwertsicherung ihres Vermögens anstreben, sodass sie zunehmend in Immobilien in Regionen Deutschlands mit besonders günstigen Wachstumsprognosen investieren (siehe Schaubild 4.8).¹⁰⁾ Eine von der Europäischen Zentralbank (EZB) vorgenommene Analyse für eine Reihe von Euro-Ländern deutet darauf hin, dass die Unterbewertung von Wohnimmobilien in Deutschland zwar teilweise korrigiert wurde. Im Mittel zeigen die Indikatoren aber immer noch eine Unterbewertung von rund 10 % an.¹¹⁾

Gewerbeimmobilienmarkt frei von Übertreibungen

Der Markt für Gewerbeimmobilien in Deutschland scheint weitgehend frei von Übertreibungen zu sein. Der Leerstand bei Büroimmobilien ist rückläufig, und die Spitzenmieten konnten nach der Stagnation im Jahr 2010 zulegen. Die Erfahrungen im Ausland zeigen, dass Immobilienmärkte zu ausgeprägten Zyklen und Übertreibungen neigen, die beträchtliche gesamtwirtschaftliche Kosten verursachen können.

Marktrisiken geprägt von erhöhter Volatilität

Marktrisikoposition nur geringfügig verändert

Grundsätzlich beeinflussen zwei Faktoren die Verwundbarkeit einer Bank gegenüber Marktrisiken: die Volatilität an den Märkten und

¹⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2011a), S. 58 f.
¹¹ Vgl.: European Central Bank (2011), S. 59. Jedoch gibt es bei solchen Berechnungen ein nicht unerhebliches Maß an Modellunsicherheit.

Schaubild 4.7

GELDVERMÖGEN UND VERSCHULDUNG DER PRIVATEN HAUSHALTE

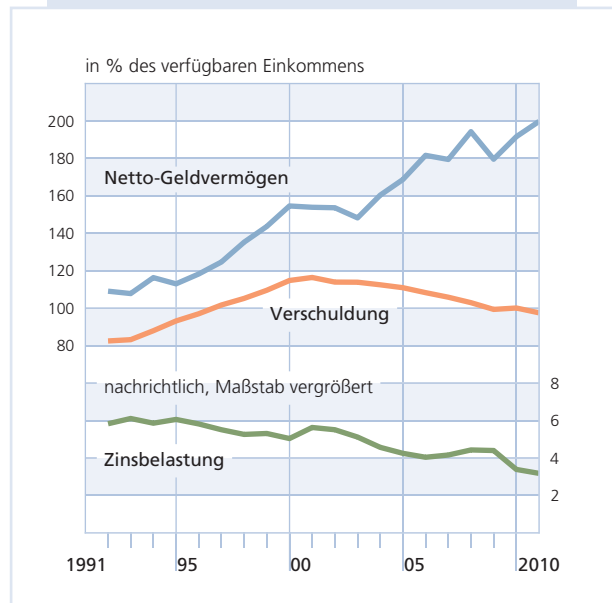
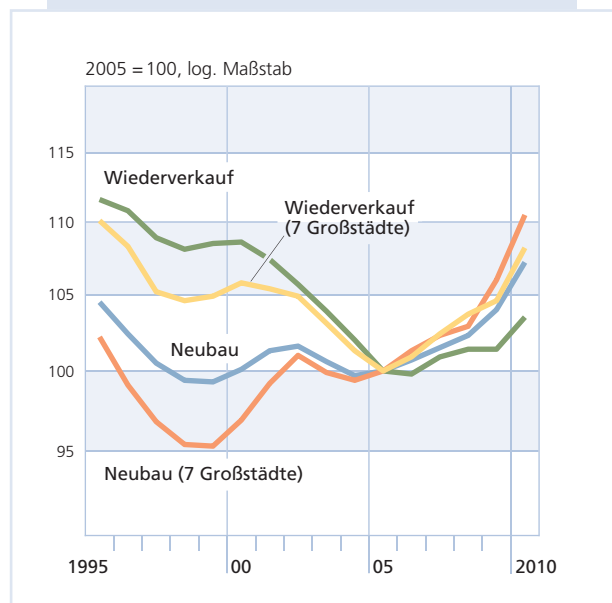


Schaubild 4.8

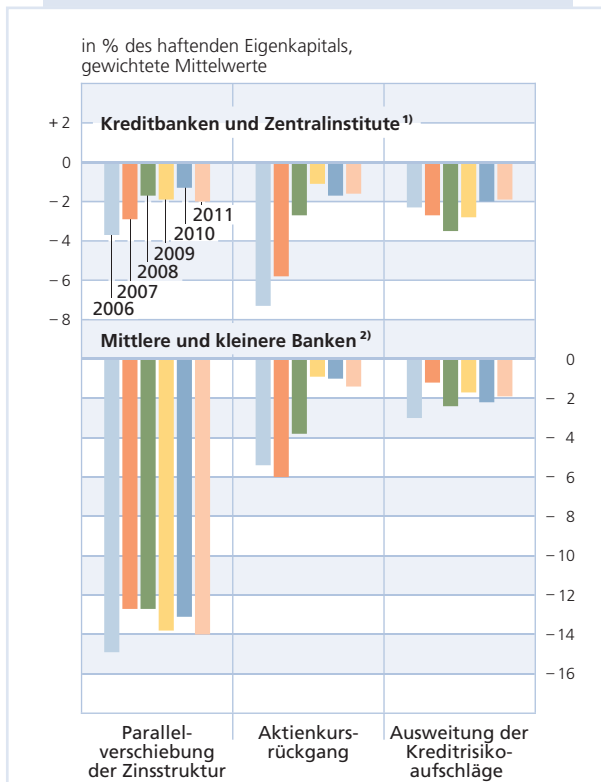
PREISE FÜR WOHNIMMOBILIEN IN DEUTSCHLAND *)



* Angaben basieren auf Werten von Reihenhäusern und Eigentumswohnungen. Quelle: BulwienGesa AG.

Schaubild 4.9

MARKTWERTÄNDERUNGEN BEI AUSGEWÄHLTEN SZENARIEN¹⁾ DER MARKTRISIKOSTRESSTESTS



* Eintritt jeweils innerhalb eines Tages, am 31. März jeden Jahres (2007: 31. Mai). Zur Beschreibung der Risikoszenarien siehe: Deutsche Bundesbank, Stresstests: Methoden und Anwendungsgebiete, Finanzstabilitätsbericht 2007, S. 99 ff. — 1 14 Institute. — 2 Neun Institute.

DEUTSCHE BUNDESBANK

die Höhe der Marktrisikoposition der Bank. In jüngster Zeit führte die Unsicherheit über die Staatsschuldenkrise und die konjunkturellen Aussichten zu höheren Volatilitäten an den Aktienmärkten.¹²⁾ Dagegen haben sich die Marktrisikopositionen, gemessen an einer Gruppe von 23 deutschen Banken,¹³⁾ zum Berechnungstichtag Ende März 2011 im Vergleich zum Vorjahr nur geringfügig verändert.

Die Zinsänderungsrisiken sind durch eine ausgeprägte Heterogenität gekennzeichnet: Kleine und mittlere Banken betreiben in hohem Maße Fristentransformation, deren Erträge wichtige Bestandteile ihres Zinsüberschusses sind.¹⁴⁾ Bei einer Parallelverschiebung der Zinskurve um 150 Basispunkte nach oben müssten kleine und mittlere Banken immerhin Verluste in Höhe von 14 % des haftenden Eigenkapitals verkraften. Kreditbanken und Zentralinstitute dagegen sind weitgehend abgesichert und würden bei der unterstellten Verschiebung der Zinskurve relativ geringe Verluste in Höhe von 2 % des haftenden Eigenkapitals erleiden (siehe Schaubild 4.9).

Kleine Institute betreiben Fristentransformation

Im August 2011 ist die Volatilität der Aktienkurse stark gestiegen. Vor diesem Hintergrund hat das Szenario, das einen Rückgang der Aktienkurse um 30 % unterstellt, an Aussagekraft gewonnen. In diesem Szenario entstehen für das deutsche Bankensystem moderate Verluste in Höhe von 1,6 % des haftenden Eigenkapitals. Bei den Kreditbanken und Zentralinstituten entsteht gut ein Fünftel der Verluste im Handelsbuch und belastet somit unmittelbar das Bankergebnis. Für kleine und mittlere Banken ist der Anteil der Verluste im Handelsbuch verschwindend gering. Im Vergleich zur krisenhaften Zuspitzung an den Märkten infolge der Lehman-Insolvenz befinden sich die deutschen Banken derzeit gegenüber diesen Risiken in einer robusteren Verfassung.

Überschaubare Risiken am Aktienmarkt...

¹² Sowohl der Volatilitätsindex für den DAX (VDAX) als auch für den S&P 500 (VIX) sind seit Ende Juli 2011 stark angestiegen.

¹³ Diese Gruppe umfasst 14 Kreditbanken und Zentralinstitute sowie neun mittlere und kleinere Banken.

¹⁴ Vgl.: C. Memmel (2011), S. 286.

... und bei
Kreditspreads

Die Risiken aus einer Ausweitung von Kreditspreads sind vor dem Hintergrund der anhaltenden Staatsschuldenkrise und Finanzmarkturbulenzen von aktueller Bedeutung. Im unterstellten Szenario¹⁵⁾ müssten diese Banken jedoch lediglich einen Verlust von 1,9% des haftenden Eigenkapitals hinnehmen. Insbesondere die Kreditbanken und Zentralinstitute haben hier ihre Nettositionen im Vergleich zum Höhepunkt der Finanzkrise 2008 deutlich reduziert. Eine Sondersituation besteht bei Pfandbrief- und Hypothekenbanken, die weiterhin hohe offene Positionen aufweisen. Wie im Vorjahr ist die Verwundbarkeit der 23 betrachteten Banken gegenüber einer höheren Volatilität von Zinsen, Aktienkursen und Wechselkursen für die meisten Institute gering.

Vertrauen wiederherstellen

Vertrauen
in Banken
geschwunden

Die internationalen Finanzmärkte schätzen die Perspektiven des Finanzsektors zunehmend skeptisch ein. Der Vertrauensverlust gegenüber den Banken speist sich aus mehreren Quellen: Gesamtwirtschaftliche Entwicklungen wie die Schuldenkrise und eine mögliche weltwirtschaftliche Abkühlung verbinden sich mit sektorspezifischen Zweifeln, ob ertragreiche, aber riskante Geschäftsmodelle noch zukunftsfähig sein können. Einzelne Vorkommnisse, die darauf schließen lassen, dass das Risikomanagement auch großer, internationaler Banken weiterhin Probleme hat, eine angemessene Kontrolle über den Eigenhandel auszuüben, nähren solche Zweifel. Das schwindende Vertrauen zeigt sich etwa in den Wertverlusten von Bankaktien, insbesondere seit August dieses Jahres. Trotz erhöhter Ertragskraft und verbesserter Widerstandsfähig-

keit vermochte sich auch der deutsche Bankensektor von diesem internationalen Trend nicht abzukoppeln.

Diesem Vertrauensverlust entgegenzuwirken stellt die vielleicht größte Herausforderung für die Finanzindustrie dar. Grundsätzlich geht es dabei um langfristige und institutsspezifische Themen wie Geschäftsmodell und Qualität des Risikomanagements. Doch in Zeiten von systemischem Stress differenzieren die Märkte nicht mehr umfassend, weil – sollte tatsächlich ein exogener Schock eine systemische Krise auslösen – die Position einer einzelnen Bank ex ante kaum noch prognostizierbar ist. In einer solchen Situation ist das Wiederherstellen von Vertrauen nicht eine rein bankindividuelle Aufgabe, sondern auch eine Herausforderung an das gesamte System. Wegen der hohen Verflechtungen und Ansteckungsgefahren verlangt dies neben einer ausreichenden Kapitalisierung der nationalen Bankensysteme überzeugende, europaweit abgestimmte Lösungen.

Vertrauens-
verlust ent-
gegenwirken

Die Staats- und Regierungschefs der Mitgliedsstaaten der Europäischen Union haben sich am 26. Oktober 2011 auf eine solche Lösung mit zwei Kernelementen verständigt: zum einen die Kapitalisierung großer Banken und zum anderen die Bereitstellung von Garantien für längerfristige Bankverbindlichkeiten. Zur Ermittlung des Kapitalbedarfs sollen die großen europäischen Banken, von denen systemdestabilisierende Effekte ausgehen können,

Kapitalisierung
europäischer
Banken...

¹⁵ Das Szenario beinhaltet einen Anstieg der Kreditspreads in Höhe von zehn Basispunkten für Anleihen mit Rating AAA, 20 Basispunkten für AA oder A, 50 Basispunkten für BBB, 100 Basispunkten für BB oder B und 200 Basispunkten für CCC oder schlechter bewertete Anleihen.

Kasten 4.2

KAPITALISIERUNG IM EUROPÄISCHEN BANKENSYSTEM

Um den Kapitalisierungsbedarf im europäischen Bankensystem zu ermitteln, hat die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) zunächst von 70 europäischen Kreditinstituten¹⁾ (darunter 13 aus Deutschland) Informationen über Anleihen von und Kredite an Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums mit dem Stand 30. Juni 2011 erhoben. Aufbauend auf diesen Daten wurden die Institute aufgefordert, ihre Forderungen gegenüber diesen Staaten zu aktuellen Marktpreisen zu bewerten. Hierbei waren Zeitwertverluste auf Forderungen gegenüber Staaten (Sovereign Exposures) in den Kategorien Available for Sale, Held to Maturity und Loans and Receivables sowie der Marktwert zum 30. September 2011 in Held-for-Trading- und Fair-Value-Option-Positionen zu berücksichtigen.

Die Definition des harten Kernkapitals (Core-Tier-1-Kapital) entspricht derjenigen, die beim EU-weiten Stresstest im Sommer 2011 Verwendung gefunden hat. Das harte Kernkapital muss somit die gleichen 14 Qualitätskriterien erfüllen, die auch Basel III an diese Kapitalklasse stellt. In Analogie zu den Übergangsregeln von Basel III werden zudem aktive latente Steuern und Minderheitsanteile am regulatorischen Kapital von Tochtergesellschaften anerkannt; diese Positionen müssen nach Basel III/CRD IV erst in den Jahren von 2014 bis 2018 vom harten Kernkapital abgezogen werden.

Die EBA hat nach Berücksichtigung der Marktbewertung von Sovereign-Positionen eine Mindest-Core-Tier-1-Quote von 9 % der risikogewichteten Aktiva (RWA) festgesetzt. Dabei flossen ausgehend vom Stand des harten Kernkapitals per 30. Juni 2011 auch wesentliche Änderungen des Kapitals (z. B. durchgeführte Kapitalmaßnahmen) und der RWA (z. B. in Form von Portfolioumstrukturierungen) im dritten Quartal 2011 in die Kapitalbedarfsanalyse ein. Die Notwendigkeit einer Kapitalisierung kann sich somit sowohl aus einer Ausgangs-Core-Tier-1-Quote von unter 9 % als auch aus Bewertungsverlusten auf Staatsanleihen ergeben.

Nach vorläufigen Berechnungen der EBA liegt der so ermittelte Kapitalbedarf der Kreditinstitute in Europa bei 106,4 Mrd €; hiervon entfallen 5,2 Mrd € auf deutsche Banken. Für die endgültige Festlegung des Kapitalisierungsbedarfs, die auf Basis der geprüften Quartalsabschlüsse zum 30. September 2011 erfolgen soll, stellen diese Zahlen jedoch nur eine vorläufige Näherung dar. Neben der Ertragsentwicklung im dritten Quartal 2011 dürfte insbesondere die Berücksichtigung der institutsindividuellen Auswirkungen der CRD III-Einführung noch erhöhend wirken.

Nach den Vorgaben der EBA müssen die Institute den festgestellten Kapitalbedarf bis zum 30. Juni 2012 decken. Banken mit Kapitalisierungsbedarf werden mit ihren nationalen Aufsichtsbehörden einen Plan abstimmen, wie sie beabsichtigen, die höheren Kapitalanforderungen zu erreichen. Dabei soll eine übermäßige Einschränkung der Kreditvergabe vermieden werden, um mögliche Auswirkungen auf die Realwirtschaft in Grenzen zu halten.

Das Kapital soll primär durch Thesaurierung von Gewinnen und durch private Investoren (Kapitalerhöhung der Eigentümer oder Platzierung am Kapitalmarkt) erhöht werden. Ein Teil des Kapitalbedarfs kann auch durch die Ausgabe von Hybridkapital gedeckt werden, das heißt durch private Pflichtwandelanleihen (Private Contingent Convertibles), die die strengen Genehmigungsanforderungen der EBA erfüllen. Sollten diese Maßnahmen im Ausnahmefall nicht ausreichend sein, werden öffentliche Kapitalhilfen vom jeweils verantwortlichen Mitgliedstaat bereitgestellt; konkret stellt sich für Deutschland in diesem Zusammenhang die Frage nach dem Wieder-Inkraftsetzen des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes. Bei dieser Variante sind jedoch auch wettbewerbsrechtliche Fragestellungen aufgrund der EU-Beihilferegeln relevant. Nur wenn ein Mitgliedstaat den Kapitalbedarf seines Bankensystems nicht aus eigener Kraft decken kann, ist in letzter Instanz, unter den vorgegebenen Bedingungen und Auflagen, ein Rückgriff auf Mittel der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität möglich.

¹⁾ Dabei handelt es sich um die Teilnehmer des EBA-Stresstests vom Juli 2011 mit Ausnahme einiger kleinerer, nicht grenzüberschreitend tätiger Institute.

ihre kompletten Bestände an Anleihen und Krediten von EWR-Staaten zum Marktwert per 30. September 2011 bewerten. Damit wird den Marktteilnehmern die Unsicherheit über stille Lasten und somit letztlich über die Bonität der Institute genommen. Jedes adressierte Institut soll nach Marktbewertung der Staatsanleihen eine Quote harten Kernkapitals von 9 % aufweisen. Vorläufigen Berechnungen der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) zufolge wird der so ermittelte Kapitalbedarf der Kreditinstitute in Europa bei 106,4 Mrd € liegen; hiervon entfallen 5,2 Mrd € auf deutsche Banken (siehe Kasten 4.2 auf S. 56). Neben der Ertragsentwicklung im dritten Quartal 2011 dürfte insbesondere die Berücksichtigung der institutsindividuellen Auswirkungen der CRD III-Einführung noch erhöhend wirken. Die im europäischen Vergleich gleichwohl geringe Höhe des Kapitalbedarfs des deutschen Bankensystems resultiert vor allem daraus, dass die deutschen Institute in jüngster Zeit ihre Kapitalquoten erhöht haben. Außerdem halten Banken vornehmlich Staatsanleihen ihres Herkunftslandes, und deutsche Anleihen genießen weiterhin höchste Bonität.

... bis Mitte
2012

Die Institute sollen das benötigte Kapital bis zum 30. Juni 2012 am Markt oder von ihren Eigentümern akquirieren. Falls dies nicht ausreicht, können öffentliche Kapitalhilfen genutzt werden, die vom jeweils verantwortlichen Mitgliedstaat bereitgestellt werden; konkret für Deutschland stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage nach dem Wiedereinkraftsetzen des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes. Die mit öffentlichen Kapitalhilfen möglicherweise verbundenen wettbewerbs- und beihilferechtlichen Probleme sollten so

gelöst werden, dass das Ziel der Wiederherstellung des Vertrauens nicht konterkariert wird. Kann ein Mitgliedstaat den Kapitalbedarf seines Bankensystems nicht aus eigener Kraft decken, so kann er auf Mittel der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (European Financial Stability Facility: EFSF) zurückgreifen – unter den dann vorgegebenen Bedingungen und Auflagen. Das oben angesprochene zweite Element, die Bereitstellung von Garantien für längerfristige Bankverbindlichkeiten, soll einheitlich innerhalb der EU gestaltet werden. Über die genaue Ausgestaltung soll die Europäische Kommission mit der EBA, der Europäischen Investitionsbank (European Investment Bank: EIB) und der EZB beraten.

Das Maßnahmenpaket zielt darauf, die Widerstandsfähigkeit des europäischen Bankensystems zu stärken. Angesichts der engen Verflechtungen mit der Staatsschuldenkrise ist und bleibt die nachhaltige Konsolidierung der öffentlichen Haushalte der betroffenen Länder die vordringliche Aufgabe.

*Konsolidierung
der öffentlichen
Haushalte vor-
dringlich*

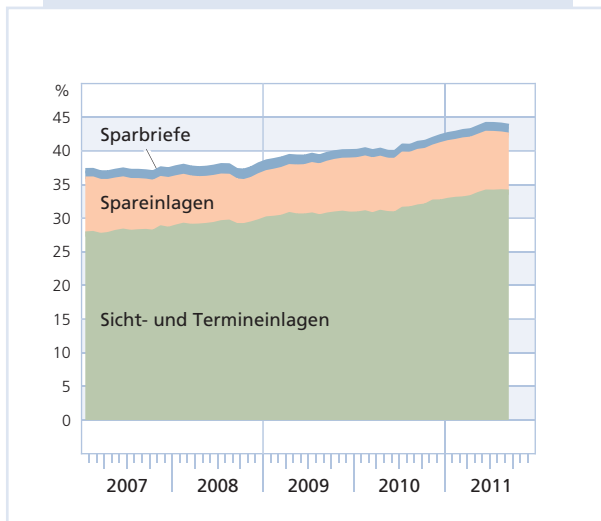
Refinanzierung vor großen Herausforderungen

Seit Ausbruch der Krise im Juli 2007 wenden sich die deutschen Banken verstärkt den Kundeneinlagen zu, die sich als stabile Finanzierungsquelle erwiesen haben. Im Gegenzug haben sich die Interbankenverbindlichkeiten deutlich reduziert. Bis August dieses Jahres sind die Kundeneinlagen auf nunmehr nahezu 44 % der Bilanzsumme gestiegen (siehe Schaubild 4.10). Gleichzeitig hat der verschärfte Wettbewerb um die Kundeneinlagen die Margen sinken lassen. Nach dem Aus-

*Kundeneinlagen
gestiegen, aber
Margen bei
Termineinlagen
erodiert*

Schaubild 4.10

ANTEIL DER KUNDENEINLAGEN AN DEN PASSIVA^{*)} DEUTSCHER BANKEN



* Bereinigt um derivative Finanzinstrumente des Handelsbestandes.

DEUTSCHE BUNDESBANK

bruch der Krise gingen die Spannen sowohl bei den Sichteinlagen als auch bei den Termineinlagen zurück. Während sich die Margen bei den Spareinlagen in den Jahren 2009/2010 wieder erholten, scheint sich bei den Termineinlagen ein dauerhafter Verfall abzuzeichnen, der das Zinsergebnis der Banken belastet.

Hoher Refinanzierungsbedarf

In den nächsten zwei Jahren werden 41 % der ausstehenden deutschen Bankschuldverschreibungen (ohne Pfandbriefe und ohne Emissionen der Spezialinstitute) fällig.¹⁶⁾ Damit gehört Deutschland im internationalen Vergleich zu den Ländern mit dem höchsten Refinanzierungsbedarf im Bankensektor. Der Anteil von Anleihen mit kürzerer Restlaufzeit hat im Zeitablauf zugenommen. Daraus lässt sich aber nicht auf eine Zunahme von Fristeninkongru-

enzen schließen. Vielmehr sind Besonderheiten der Statistik zu beachten. Vor der Krise lagerten Kreditinstitute erheblich Geschäfte in Zweckgesellschaften aus, sodass diese Aktivitäten in der Bankenstatistik nicht mehr erfasst wurden. Während der Krise sahen sich die Banken gezwungen, die Zweckgesellschaften auf ihre Bilanz zu nehmen, womit sich scheinbar ein sprunghafter Anstieg der bereits lange vorher bestehenden Liquiditätsrisiken ergab. Mit der Auslagerung der risikoreichen Aktiva in Abwicklungsgesellschaften wird dieser Effekt nun für einzelne Banken wieder rückgängig gemacht.¹⁷⁾

Strukturelles Ungleichgewicht bei US-Dollar-Refinanzierung

In jüngerer Zeit wurden Bedenken hinsichtlich zunehmender Risiken in der Finanzierung der in US-Dollar denominierten Anlagen europäischer Finanzinstitute laut. Im Vorfeld der Finanzkrise hatte sich die US-Dollar-Nettoposition des deutschen Bankensystems stark erhöht. Seit Ende 2009 ist die US-Dollar-Nettoposition wieder rückläufig. Gleichwohl besteht nach wie vor eine deutliche US-Dollar-Refinanzierungslücke; die in US-Dollar denominierten Aktiva überstiegen die entsprechenden Passiva im zweiten Quartal 2011 um 61 Mrd US-\$.¹⁸⁾ Diese Lücke impliziert ein Wechselkursrisiko, sofern die Banken sich nicht durch Hedge-Geschäfte dagegen absichern. Dabei sind sie

US-Dollar-Refinanzierungslücke rückläufig, ...

¹⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2011d), S. 50* Tabelle VII. 3. Volumen Sonstige Bankanleihen: 619 Mrd €; davon fällig in den nächsten zwei Jahren: 253 Mrd €.

¹⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2011b), S. 28 f.

¹⁸ Vgl.: Auslandsstatus der deutschen Banken und BIZ Internationale Bankenstatistiken, Stand: zweites Quartal 2011.

auf die reibungslose Funktionsfähigkeit der US-Dollar-Swap-Märkte angewiesen.

... doch Risiken weiterhin begrenzen

Um die Banken in der Krise mit US-Dollar-Liquidität zu versorgen, wurden im Dezember 2007 bilaterale Swap-Linien zwischen dem Eurosystem und der US-Notenbank eingerichtet. Während diese Swap-Linien zwischenzeitlich nicht mehr genutzt wurden, fragten seit August 2011 wieder einzelne Banken des Euro-Raums US-Dollar-Liquidität bei den einwöchigen Tendern nach. Zusätzlich bietet die EZB über den Jahreswechsel drei US-Dollar-Tender mit einer Laufzeit von drei Monaten an, die bislang in geringem Umfang genutzt wurden. Ergänzend wären weitere Vorkehrungen wie Notfallrefinanzierungspläne und grenzübergreifende Besicherungsstandards für Repo-Geschäfte sinnvolle Instrumente, um Risiken aus der US-Dollar-Refinanzierungslücke zu begrenzen (siehe Kasten 4.3 auf S. 60 f.).

Zinsniveau und Kapitalausstattung beeinflussen Zinsaufwendungen

Kleinere Banken mit Laufzeitlücke

Empirische Schätzungen für die großen deutschen Banken zeigen, dass die Zinsaufwendungen und -erträge stark von den kurzfristigen Zinsen abhängen, wobei sich die Effekte auf der Aufwands- und Ertragsseite nahezu ausgleichen.¹⁹⁾ Bei den kleineren Instituten dagegen bewegen sich Zinsaufwendungen und -erträge weniger gleichförmig. Sie reichen langfristige Kredite aus, nehmen kurzfristig fällige Kundeneinlagen an und lassen die Laufzeitlücke bewusst offen, um an der Fristentransformation zu verdienen.²⁰⁾

Ein zentraler Faktor für die Zinsaufwendungen der Banken ist die Zinsstruktur für risikolose Anleihen; als Referenz werden hierfür häufig die Renditen deutscher Staatsanleihen verwendet. Diese sind seit Frühjahr dieses Jahres sowohl für kurze als auch für lange Laufzeiten stark gesunken und haben im Herbst 2011 neue historische Tiefstände erreicht.

Referenzzins gefallen

Investoren verlangen einen Renditeaufschlag gegenüber den risikolosen Zinsen, wenn sie in risikobehaftete Unternehmen investieren. Zusätzliches Eigenkapital macht die Banken sicherer, was sich in einem sinkenden Risikoaufschlag für Fremdkapitalzinsen niederschlägt. Dieser Zusammenhang zwischen Zinsaufwendungen und Eigenkapitalquote kann mit einer Regressionsschätzung für große deutsche Banken quantifiziert werden.²¹⁾ Es zeigt sich, dass die Zinsaufwendungen bezogen auf die Bilanzsumme um 16 Basispunkte fallen, wenn sich die Eigenkapitalquote um einen Prozentpunkt erhöht. Der entsprechende Effekt ist allerdings für kleine und mittelgroße Banken deutlich geringer, nämlich zwei Basispunkte je Erhöhung der Eigenkapitalquote um einen Prozentpunkt. Der weitere Aufbau des Eigenkapitals dürfte sich daher positiv in den Refinanzierungskosten der Banken niederschlagen. Dies erscheint umso wichtiger, da Wertberichtigungen auf Staatsanleihen aus den Euro-Ländern mit hohen Risikoprämien das Eigenkapital belasten könnten.

Mehr Eigenkapital lässt Risikoaufschlag sinken

¹⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2010), S. 95. Bei einem Anstieg der kurzfristigen Zinsen um einen Prozentpunkt steigen die Zinsaufwendungen bzw. -erträge im folgenden Jahr um 38 bzw. 37 Basispunkte. Der langfristige Effekt liegt bei 72 bzw. 79 Basispunkten.

²⁰ Vgl.: C. Memmel (2011), S. 282 ff.

²¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2010), S. 95.

Kasten 4.3

US-DOLLAR-REFINANZIERUNGSLÜCKE DES DEUTSCHEN BANKENSYSTEMS

Im Gegensatz zu anderen europäischen Banken weisen deutsche Banken Mitte 2011 einen Überhang von in US-Dollar denominierten Aktiva gegenüber den entsprechenden Passiva in Höhe von 61 Mrd US-\$ auf.¹⁾ Das Schaubild auf Seite 61 zeigt, dass sich die US-Dollar-Refinanzierungslücke seit Ende 2009 deutlich reduziert hat, weil die US-Dollar-Aktiva im Verhältnis zu den -Passiva stärker zurückgegangen sind. Zuletzt hat sich die US-Dollar-Refinanzierungslücke jedoch wieder ausgeweitet.

In der Lücke spiegeln sich zunächst die Netto-Kapitalimporte der USA aus Deutschland wider. Beispielsweise benötigen deutsche Unternehmen für ihre Investitionen in den USA Dollar-Kredite von ihren Banken, die wiederum die US-Dollar-Aktiva der Banken erhöhen. Darüber hinaus nutzen deutsche Finanzinstitute die Größe des US-amerikanischen Kapitalmarkts zur Diversifikation ihres Kreditportfolios. Ein weiterer Grund für das Ungleichgewicht in US-Dollar ist die Bedeutung des US-Dollar als Leitwährung. So werden Direktinvestitionen in Schwellenländer und Geschäfte bestimmter Branchen (z.B. der Ölhandel) standardmäßig in US-Dollar abgewickelt.²⁾ Die direkte Refinanzierung in US-Dollar am US-amerikanischen Kapitalmarkt wäre für die meisten deutschen Banken mit hohen Kosten verbunden. Folglich wird ein Teil der US-Dollar-Aktiva über Euro-Passiva refinanziert und aus dieser Währungsinkongruenz entsteht ein Wechselkursrisiko für die deutschen Banken. Wie die Marktisi-

kostresstests der Bundesbank jedoch zeigen, haben deutsche Banken lediglich ein geringes Exposure gegenüber Fremdwährungsrisiken. Daraus folgt, dass die Finanzinstitute sich gegenüber den Währungsrisiken, die aus der US-Dollar-Refinanzierungslücke entstehen, absichern.

In der Praxis geschieht die Absicherung eines Cross Currency Basis Swaps (CCBS) wie folgt: Eine deutsche Bank erhält den von ihr benötigten US-Dollar-Betrag von einer amerikanischen Bank gegen Zahlung eines dem Wechselkurs entsprechenden Euro-Betrages. Während der Laufzeit werden jedes Quartal Zinszahlungen auf die Beträge ausgetauscht. So erhält die deutsche Bank eine Zinszahlung gemäß dem Euro-LIBOR-Satz von der amerikanischen Bank, während diese den US-Dollar-LIBOR-Satz sowie einen Aufschlag von der deutschen Bank erhält. Am Laufzeitende tauschen beide Banken wieder den Nennwert aus, und zwar zum gleichen Wechselkurs wie am Anfang.³⁾ Der zu zahlende Aufschlag kann als Preis für US-Dollar-Liquidität gesehen werden. Arbitragemöglichkeiten sollten grundsätzlich dafür sorgen, dass dieser Aufschlag nahezu null ist. Tatsächlich notierten CCBS auch bis zum Ausbruch der Krise nahe dem US-Dollar-LIBOR-Satz. Europäische Marktteilnehmer waren Ende 2008 jedoch bereit, sehr hohe Aufschläge für US-Dollar-Liquidität zu bezahlen. Obwohl der CCBS-Spread inzwischen weit von seinen Spitzennotierungen von Ende 2008 entfernt ist, weist der Anstieg auf zuletzt

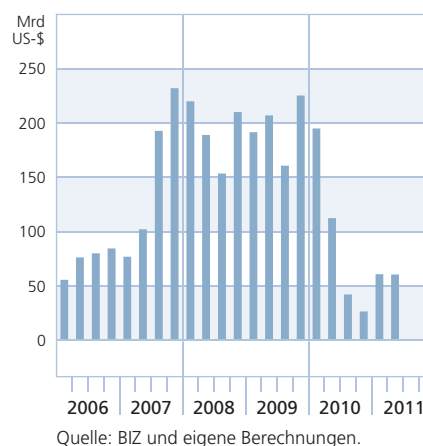
¹ Vgl.: Auslandsstatus der deutschen Banken und internationale Bankenstatistiken der BIZ, Stand: zweites Quartal 2011. — ² Vgl. dazu auch: M. Bolders und M. Wargers (2011), Management von Währungsrisiken – warum Dollar-Funding deutschen Banken zunehmend Stress bereitet, in:

Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen Jg. 64, Heft 9, S. 438–443. — ³ Vgl. auch: N. Baba, F. Packer und T. Nagano (2008), The spillover of money market turbulence to the FX swap and cross-currency swap markets, BIS Quarterly Review, März 2008. — ⁴ Vgl.: Schätzungen auf Basis des

wieder 70 Basispunkte auf eine deutlich angespannte Marktsituation hin.

Neben den Risiken aus der Währungsinkongruenz beziehungsweise den Absicherungsgeschäften mittels CCBS sind auch Risiken aus der Fristentransformation zu beachten. So ist ein erheblicher Teil der langfristigen US-Dollar-Aktiva nicht durch langfristige US-Dollar-Passiva refinanziert.⁴⁾ Aus Finanzstabilitätssicht ist insbesondere die sehr kurzfristige Refinanzierung über institutionelle Investoren bedeutsam, da sie in Phasen erhöhter Marktspannungen einer hohen Volatilität unterliegt. Nach Informationen der Bundesbank hatten 15 große deutsche Banken Ende Juni 2011 insgesamt US-Dollar-Wholesale-Verbindlichkeiten in Höhe von 353 Mrd US-\$ mit einer Laufzeit von unter acht Wochen.⁵⁾ Vor allem bei der unbesicherten Refinanzierung könnte die Verlängerung schwieriger werden. Sie macht mit 180 Mrd US-\$ rund die Hälfte aus und übersteigt damit die US-Dollar-Liquiditätsreserve der deutschen Banken um 64 Mrd US-\$. Insgesamt haben deutsche Banken jedoch weiterhin einen guten Zugang zu kurzfristiger US-Dollar-Liquidität. Der Zugang zu mittel- und langfristiger Refinanzierung in US-Dollar gestaltet sich dagegen schwieriger, insbesondere für unbesicherte Geschäfte.⁶⁾ Regulatorische Neuerungen bei amerikanischen Geldmarktfonds verstärken den Überhang an kurzfristiger Refinanzierung zusätzlich. Die Bedeutung dieser Geldmarktfonds für die Refinanzierung der meis-

US-DOLLAR-REFINANZIERUNGLÜCKE⁷⁾ DEUTSCHER BANKEN



ten deutschen Banken ist allerdings als relativ gering einzuschätzen.

Zusätzliche Vorkehrungen können helfen, die Risiken aus der US-Dollar-Refinanzierungslücke zu begrenzen. Zum einen sollten deutsche Banken auch Schocks im US-Dollar-Markt bei ihren Notfallrefinanzierungsplänen berücksichtigen. Zum anderen können grenzübergreifende Besicherungsstandards für Repo-Geschäfte die Refinanzierungsmärkte stabilisieren. Von Seiten der Aufsicht wäre das Meldewesen über bereits vorgehaltene Informationen hinaus um Daten zu Fristeninkongruenz und Gegenparteikonzentration von US-Dollar-Aktiva und -Passiva zu erweitern.

Auslandsstatus der deutschen Banken, Stand: Juni 2011. Langfristig ist hier definiert als Laufzeit über einem Jahr. — **5** Vgl.: Institutsübergreifendes Auskunftsersuchen der Bundesbank. Stichtag: 30. Juni 2011. Mit Wholesale-Refinanzierung ist die Refinanzierung über institutionelle Adressen, z. B.

über Großbanken, Geldmarktfonds, Unternehmen etc., gemeint. — **6** Vgl.: Liquiditätscalls der Deutschen Bundesbank, Stand: Oktober 2011. — **7** In US-Dollar denominierte Aktiva abzüglich entsprechende Passiva der deutschen Inlandsbanken, Auslandsfilialen und -töchter.

Versicherer mit stetiger Geschäftsentwicklung

*Versicherer
profitieren vom
Aufschwung*

Der wirtschaftliche Aufschwung im Jahr 2010 und die hohe Sparneigung der privaten Haushalte haben die finanzielle Situation der Versicherer begünstigt und die Risikotragfähigkeit des Sektors gestärkt. Im Jahr 2010 konnten die deutschen Erstversicherer ihre Prämieinnahmen im Vergleich zum Vorjahr um gut 4 % auf rund 179 Mrd € steigern. Zurückzuführen ist die Beitragssteigerung vor allem auf Mehreinnahmen in der Lebensversicherung (6 %) und in der Krankenversicherung (rd. 6 %). Die Beiträge in der Schaden- und Unfallversicherung stiegen um knapp 1 %.²²⁾

*Hohe Einmal-
beiträge*

Die deutschen Lebensversicherer sind aufgrund ihrer Prämien- und Kapitalanlagenhöhe von besonderer Bedeutung für die Analyse der Finanzstabilität. Am Jahresende 2010 hielten sie Kapitalanlagen in Höhe von 732 Mrd € und erzielten Prämieinnahmen von gut 87 Mrd €. Ausschlaggebend für das Beitragsplus von gut 7 % sind in erster Linie die deutlich gestiegenen Einmalbeiträge, während die laufenden Beiträge nahezu konstant blieben.²³⁾ Obwohl der Zuwachs der Einmalbeiträge mit knapp 34 % im Vergleich zum Vorjahr deutlich geringer ausfällt, machen sie mit einem Volumen von rund 26 Mrd € dennoch nahezu 30 % der gesamten Prämieinnahmen des Jahres 2010 aus. Dem überwiegenden Teil der Einmalbeiträge kann kein destabilisierender Effekt zugeschrieben werden. Für die Kapitalisierungsgeschäfte²⁴⁾ gilt dieser Befund allerdings nicht – sie sind volatil und dürften erheblich auf das Zinsumfeld reagieren. Sollte das Volumen weiter ansteigen, könnte dies die Finanzstabilität ne-

gativ beeinflussen (siehe Kasten 4.4 auf S. 64). Am aktuellen Rand dürften die Unternehmen aber eher von einem Ende der Expansion der Einmalbeiträge ausgehen, möglicherweise ist sogar mit einem Rückgang zu rechnen.²⁵⁾

Kapitalerträge gestiegen

Die Lebensversicherer konnten ihre Kapitalerträge weiter verbessern. Erzielten sie im Jahr 2009 noch eine Nettoverzinsung der Kapitalanlagen in Höhe von 4,18 %, stieg diese im Jahr 2010 auf 4,27 % an. Damit wurde das Vorkrisenniveau allerdings noch nicht erreicht.²⁶⁾ Zurückzuführen ist diese Erholung unter anderem auf die günstigere Entwicklung an den Aktienmärkten im Jahr 2010. Aus Sicht der Finanzstabilität bleibt allerdings abzuwarten, wie nachhaltig diese Erholung vor dem Hintergrund der wieder gefallen Kapitalmarktzinsen für erste Adressen und der gesunkenen Kurse an den Aktienmärkten ist.

*Nettoverzinsung
steigt in 2010*

Das Bundesministerium der Finanzen hat auf das anhaltende Niedrigzinsumfeld reagiert und den Höchstrechnungszins von 2 ¼ % auf 1 ¾ % gesenkt. Dies gilt für Verträge, die nach dem 31. Dezember 2011 abgeschlossen

*Höchstrech-
nungszins...*

²² Vgl.: Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2011c), Tabelle 1: Lebensversicherung inklusive Pensionskassen und Pensionsfonds.

²³ Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2011a) und Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2011c), Tabelle 26. Ohne Pensionskassen und Pensionsfonds. Im Jahr 2010 erzielten diese deutschen Lebensversicherer rd. 49 % der Beitragseinnahmen und hielten rd. 63 % der gesamten Kapitalanlagen der deutschen Erstversicherer.

²⁴ Das Kapitalisierungsgeschäft ist wie eine klassische kapitalbildende Lebensversicherung ausgestaltet, enthält aber keine Risikokomponente.

²⁵ Vgl.: M. Wolgast und W. Buttenböck (2011), S. 7 f.

²⁶ Vgl.: Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2011b), S. 29.

werden. Möglicherweise könnte es deshalb Ende dieses Jahres zu einem Vorzieheffekt beim Abschluss von Lebensversicherungsverträgen mit Garantieverzinsung und einem entsprechenden Einbruch Anfang 2012 kommen. Die Analyse früherer Änderungen deutet auf einen solchen Vorzieheffekt hin, allerdings ist der Höchstrechnungszins nur einer von vielen Faktoren, die die Nachfrage nach Lebensversicherungen beeinflussen. Erfahrungsgemäß spielen steuerrechtliche Änderungen eine größere Rolle. Für sich genommen dürfte die klassische Lebensversicherung mit einer garantierten Verzinsung an Attraktivität verlieren. Produkte ohne garantierte Verzinsung, zum Beispiel fondsgebundene Lebensversicherungen, dürften davon profitieren.

... und laufende
Verzinsung
sinken

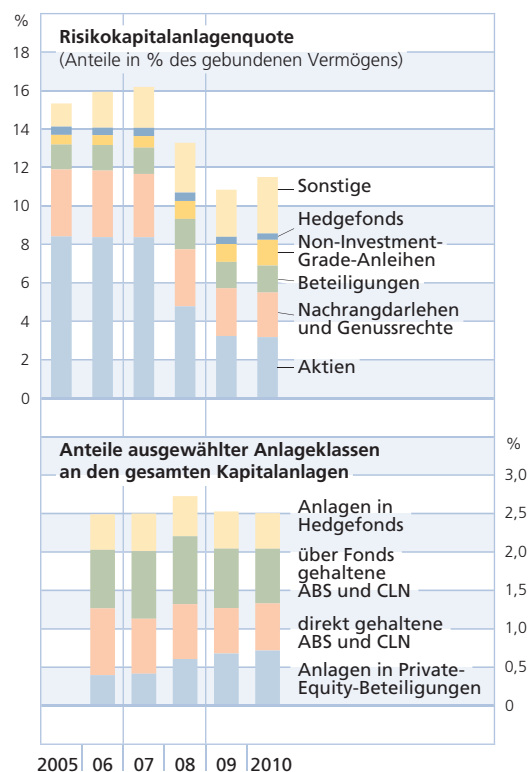
Im Marktdurchschnitt über alle Tarifarten und -generationen liegt die laufende Verzinsung – die den Kunden gewährte Überschussbeteiligung – aktuell bei 4,08 % und somit 11 Basispunkte unter der letztjährigen Deklaration.²⁷⁾ Damit haben die Unternehmen offenbar – wie bereits in der Modellrechnung zur Auswirkung lang anhaltender Niedrigzinsen im letztjährigen Finanzstabilitätsbericht vermutet – auf die niedrigen Zinsen an den Kapitalmärkten reagiert und die Zahlungen an ihre Kunden reduziert.²⁸⁾ Die durchschnittliche Garantieverzinsung im Bestand der deutschen Lebensversicherer sank zuletzt leicht.²⁹⁾

Risiken aus
europäischen
Staatsanleihen
beherrschbar

Eine gestiegene Nettoverzinsung könnte auch aus höheren Risikoübernahmen resultieren, was aus Sicht der Finanzstabilität kritisch zu bewerten wäre. Die Kapitalanlagenstruktur der deut-

Schaubild 4.11

KAPITALANLAGEN DER DEUTSCHEN LEBENSVERSICHERUNGSUNTERNEHMEN



Quelle: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

DEUTSCHE BUNDESBANK

schen Lebensversicherer zeigte allerdings zuletzt keinen Trend zu mehr Risikoübernahmen. Vielmehr bauten die Versicherer im Zeitablauf

Risikoübernahme wenig verändert

²⁷ Vgl.: Assekurata (2011), S. 22 f.

²⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2010) sowie A. Kablau und M. Wedow (2011).

²⁹ Der aktuell gültige Höchstrechnungszins von 2 ¼ % gilt nur für Neuverträge. Der Anteil der Verträge mit einem garantierten Rechnungszins von 4 % ist in 2010 unter 25 % des Bestandes gefallen. In den Jahren zuvor waren noch annähernd 30 % des Bestandes mit 4 % zu verzinsen. Dennoch reduziert sich die durchschnittliche Garantieverzinsung weiterhin nur allmählich. Vgl.: Assekurata (2011), S. 73 ff.

Kasten 4.4

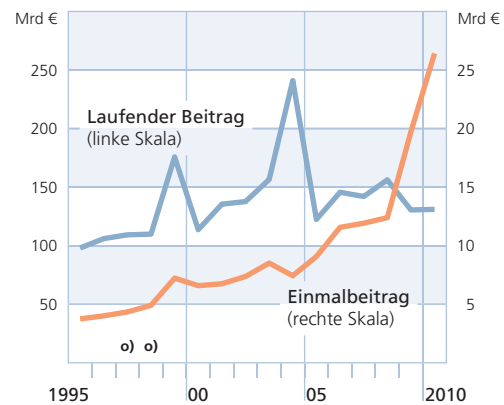
STIEGENDE EINMALBEITRÄGE BEI DEUTSCHEN VERSICHERERN

Im Lebensversicherungsmarkt zeichnet sich bereits seit längerem ein Trend zu steigenden Einmalbeiträgen ab, während das Neugeschäft beim laufenden Beitrag verhältnismäßig konstant verläuft.¹⁾ Mittlerweile machen die Einmalbeiträge mit aktuell über 26 Mrd € rund 30 % der gesamten Prämieinnahmen der deutschen Lebensversicherer von gut 87 Mrd € aus.²⁾ Der Anstieg der Einmalbeiträge im vergangenen Jahrzehnt wirft die Frage auf, ob sich die Versicherungsunternehmen tendenziell von ihrem klassischen, auf Konstanz ausgerichteten Geschäftsmodell entfernen und sich stärker von volatilen Komponenten abhängig gemacht haben. Dies trifft jedoch nicht zu, wie die Analyse der Bestandteile der Einmalbeiträge zeigt.

Renten- und Pensionsversicherungen machen den mit Abstand größten Anteil bei den Einmalbeiträgen aus, im Jahr 2010 floss nahezu jeder zweite Euro bei den Einmalbeiträgen in diese Position. Auch wenn die Schwankungsbreite im Zeitablauf relativ hoch ist, so kann dieser Position aus Finanzstabilitätssicht jedoch kein destabilisierender Effekt zugeschrieben werden, weil dieses Geschäft dem traditionellen der Lebensversicherer nahe kommt. Der Unterschied besteht lediglich darin, dass diese Rentenbeziehungsweise Pensionsversicherungen direkt beginnen und nicht erst nach Ablauf einiger Jahre oder Jahrzehnte, wie es beim laufenden Beitragsgeschäft der Fall ist. Einen ähnlichen Befund bestätigt ein Blick auf die fondsgebundenen Kapital- und Rentenversicherungen, deren Anteil sich von noch nahe 0 % im Jahr 1995 auf gut 7 % erhöhte.³⁾ Gleiches dürfte auch für Kapitalversicherungen sowie sämtliche Kollektivversicherungen gelten.⁴⁾ Einmalbeiträge gehen häufig auf Riester-Zulagen und Summenerhöhungen zurück, deren Grundlage das laufende Beitragsgeschäft ist. Auch dies ist aus Finanzstabilitätssicht als unkritisch zu bewerten.

Den stärksten Zuwachs bei den Einmalbeiträgen verzeichneten die Kapitalisierungsgeschäfte.⁵⁾ Deren Volumen

**BEITRAGSSUMME⁵⁾
DEUTSCHER VERSICHERER**



Quelle: Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V.

wuchs bis zum Jahresende 2010 auf rund 4,4 Mrd € an.³⁾ Kapitalisierungsgeschäfte sind volatil und dürften empfindlich auf das Zinsumfeld reagieren. Dies zeigt unter anderem der erhebliche Rückgang beim Anteil am gesamten Einmalbeitragsgeschäft von gut 24 % auf knapp 17 %. Ein Grund hierfür dürfte sein, dass die Versicherungsunternehmen ihr Angebot reduziert haben, nicht zuletzt als Reaktion auf die Maßnahme der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, die Bestandskunden stärker zu schützen.⁷⁾

Insgesamt ist das Einmalbeitragsgeschäft aus Finanzstabilitätssicht eher unkritisch zu bewerten. Eine Ausnahme bilden die volatilen Kapitalisierungsgeschäfte. Das Risikomanagement der Unternehmen sollte deren Volumen im Blick haben.

o Zum 1. Januar 1998 fand eine größere Bestandsübertragung von einem Nicht-Mitgliedsunternehmen zu einem Mitgliedsunternehmen statt. Die Vergleichswerte des Jahres 1997 wurden entsprechend angepasst. — 1 Bei einem Einmalbeitrag zahlt der Versicherungsnehmer bei Vertragsbeginn einen einzigen, einmaligen Beitrag für die gesamte Vertragslaufzeit. — 2 Vgl.: Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V., Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2011, September 2011, Tabelle 26. — 3 Vgl.: Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V., Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2010/2011, Juni 2011, S. 10 f. und dortige Anfrage. — 4 Bei einer Kollektivversicherung wird eine größere Gruppe Perso-

nen über einen Vertrag versichert. Rahmenvertragspartner ist z. B. ein Arbeitgeber, Versicherte sind seine Arbeitnehmer. — 5 Die Beitragssumme ist die Summe aller zu leistenden Beiträge über die Beitragsdauer des Vertrages. — 6 Zur Position gehören auch Tontinenversicherungen. Sie sind eine besondere Form der Rentenversicherung. Das Kapitalisierungsgeschäft ist wie eine klassische kapitalbildende Lebensversicherung ausgestaltet, dennoch ohne Risikokomponente. Die Kalkulation stützt sich nur auf die beiden Komponenten Zins und Kosten, biometrische Daten fließen nicht ein. — 7 Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2010, November 2010, S. 99.

risikoreichere Anlagen ab.³⁰⁾ Zwar stieg die Risikokapitalanlagenquote leicht und erreichte im Jahr 2010 ein Niveau von 11 ½ %, sie verblieb damit aber immer noch weit unter dem zulässigen Höchstwert von 35 %. Der Anteil höher verzinslicher und risikoreicherer Anlageklassen, wie Anlagen in Hedgefonds, Private-Equity-Beteiligungen, Asset Backed Securities (ABS) und Credit Linked Notes (CLN), blieb im Vorjahresvergleich nahezu unverändert (siehe Schaubild 4.11). Deutsche Versicherungsunternehmen haben auch Forderungen gegenüber Ländern des Euro-Raums, die an den Finanzmärkten unter Druck geraten waren. Verfügbare Daten zur Finanzkraft dieser Versicherer lassen jedoch darauf schließen, dass etwaige Verluste beherrschbar sind.³¹⁾ In Relation zu den gesamten Kapitalanlagen der deutschen Erstversicherer, die zum Stichtag Juni 2011 rund 1 183 Mrd € betragen, machen die Exposures gegenüber den betroffenen Ländern nur einen sehr kleinen Teil aus.³²⁾

Stresstests belegen Stabilität

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht führte im Sommer 2011 zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2010 einen Stresstest für die deutschen Versicherer durch, der die Auswirkungen eines Aktienmarkteinbruchs untersucht.³³⁾ Die Risikotragfähigkeit erwies sich insgesamt als stabil. Während erneut alle Lebens- und Krankenversicherer den Test bestanden, unterschritten im Vergleich zum Vorjahr weniger Schaden- und Unfallversicherer sowie Pensionskassen die Mindestkapitalanforderung.

Differenziertes Bild in Europa

Auf europäischer Ebene ergibt sich ein differenzierteres Bild zur Risikotragfähigkeit der Versicherungsunternehmen. Zum zweiten Mal hat die Europäische Aufsichtsbehörde für

das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority: EIOPA) einen Stresstest für den europäischen Versicherungssektor durchgeführt. Insgesamt zeigte sich der europäische Versicherungssektor relativ robust. Im schärfsten Szenario würden 10 % der teilnehmenden europäischen Unternehmen die Mindestkapitalanforderungen gemäß Solvency II nicht mehr erfüllen.³⁴⁾ Ein separates Szenario zu Staatsschuldenrisiken ergab, dass knapp 5 % der Unternehmen die Mindestkapitalanforderungen unterschreiten.³⁵⁾

Quellenverzeichnis

Assekurata (2011), Marktstudie 2011: Die Überschussbeteiligung in der Lebensversicherung, Januar 2011.

Basel Committee on Banking Supervision (2011), Basel III: Ein globaler Regulierungsrahmen für widerstandsfähigere Banken und Bankensysteme, Juni 2011.

30 Vgl.: Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2011a).

31 Vgl. dazu die Ausführungen im Kapitel „Staatsschulden im Zentrum der Risikolage“, S. 17 ff. sowie Tabelle 2.3., S. 28.

32 Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2011b).

33 Vier verschiedene Szenarien wurden untersucht: ein isoliertes Aktienszenario, zwei mit Renten bzw. Immobilien kombinierte Aktienszenarien sowie ein isoliertes Rentenszenario. Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2011c), S. 5.

34 Das adverse Szenario geht u. a. von deutlichen Rückgängen der Zinssätze (– 125 Basispunkte bis drei Monate Laufzeit bzw. – 62,5 Basispunkte für längere Laufzeiten), sowie von einem Einbruch am Aktienmarkt (– 15 %) und bei den Immobilienpreisen (Gewerbeimmobilien – 25 %, Wohnimmobilien – 11,6 %) aus. Vgl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2011a).

35 Bei diesem Szenario wurde für die unterschiedlichen Länder ein Anstieg der Spreads angenommen. Vgl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2011b).

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2011a), Kapitalanlagen der Erstversicherer – 4. Quartal 2010, abzurufen unter www.bafin.de.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2011b), Kapitalanlagen der Erstversicherer – 2. Quartal 2011, abzurufen unter www.bafin.de.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2011c), BaFin-Journal 08/11, August 2011.

Deutsche Bundesbank (2010), Finanzstabilitätsbericht 2010, November 2010.

Deutsche Bundesbank (2011a), Die Wirtschaftslage in Deutschland um die Jahreswende 2010/2011, Monatsbericht, Februar 2011.

Deutsche Bundesbank (2011b), Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2010, Monatsbericht, März 2011.

Deutsche Bundesbank (2011c), Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2010, Monatsbericht, September 2011.

Deutsche Bundesbank (2011d), Statistischer Teil, Monatsbericht, Oktober 2011.

Deutsche Bundesbank (2011e), Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 1, Bankenstatistik, Oktober 2011.

European Central Bank (2011), Financial Stability Review, Juni 2011.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (2011a), Specifications for the 2011 EU-wide stress test in the insurance sector, März 2011, abzurufen unter www.eiopa.europa.eu.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (2011b), Pressemeldung vom 4. Juli 2011, abzurufen unter www.eiopa.europa.eu.

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2011a), Pressemeldung vom 30. März 2011, abzurufen unter www.gdv.de.

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2011b), Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2010/2011, Juni 2011.

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2011c), Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2011, September 2011.

Kablau, A. und M. Wedow (2011), Gauging the impact of a low-interest rate environment on German life insurers, Discussion Paper Series 2: Banking and Financial Studies, No 02/2011, Februar 2011.

Memmel, C. (2011), Banks' exposure to interest rate risk, their earnings from term transformation, and the dynamics of the term structure, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 35(2), S. 282–289.

Wolgast, M. und W. Buttenböck (2011), Branchen im Blickpunkt: Die Versicherungswirtschaft, Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, Sonderdruck aus ifo Schnelldienst Nr. 6, März 2011.

Regelwerk zur Eindämmung systemischer Risiken

Drei Ansätze bestimmen aktuell die Weiterentwicklung des Rahmen- und Regelwerks für das Finanzsystem: Erstens sind die Risiken durch systemrelevante Finanzinstitute (Systemically Important Financial Institutions: SIFIs) zu reduzieren. Hierfür haben SIFIs ihre Verlusttragfähigkeit zu erhöhen. Darüber hinaus ist der Weg zu international kompatiblen Abwicklungsverfahren bereitet, die einen geordneten Marktaustritt von SIFIs zulassen. Zweitens wird Liquidität das beherrschende Bankenregulierungsthema der kommenden Jahre sein; die Regeln haben dabei auch systemische Aspekte zu berücksichtigen. Drittens ist das Ringen um mehr Transparenz und stabile Infrastrukturen fortzusetzen. Diese Herausforderung stellt sich stets aufs Neue, etwa durch Entwicklungen im Schattenbankensystem, durch markt-bewegende Finanzinstrumente wie Kreditausfallswaps oder durch neue Handelstechniken wie den Hochfrequenzhandel. Finanzstabilität braucht über die gesamte Prozesskette aus Handel und Nachhandel hinreichende Transparenz, sichere Infrastrukturen sowie ein Schritthalten der Aufsicht. Alle diese Aspekte hat die makroprudenzielle Politik aufzugreifen. Sie muss auch auf nationaler Ebene handlungsfähig werden. Hierzu sind die Ziele zu definieren, ein gesetzlicher institutioneller Rahmen zu schaffen sowie Instrumente und Kompetenzen festzulegen. |

Finanzsektorreformen fortführen und makroprudenzielle Überwachung beginnen

Wichtige Grundlagen, um das Rahmen- und Regelwerk des internationalen Finanzsystems weiterzuentwickeln und entscheidend zu verbessern, sind gelegt. Basel III bringt eine weitreichende Neuordnung der internationalen Kapital- und Liquiditätsregulierung für Kreditinstitute, welche die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors maßgeblich stärken wird. Nun kommt es darauf an, das neue Regelwerk fristgerecht und international konsistent umzusetzen. In institutioneller Hinsicht bedeutet die Gründung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB), der Anfang 2011 seine Arbeit aufgenommen hat, einen wesentlichen Schritt auf dem Weg zu einer funktionsfähigen makroprudenziellen Überwachung.

Basel III und ESRB als Grundlagen

Systemrelevante Finanzinstitute erhalten spezielle Regeln

Systemrelevante Finanzinstitute (SIFIs) sind so groß, komplex, vernetzt oder in der Art ihrer Geschäftstätigkeit so schwer zu ersetzen, dass ihr Zusammenbruch das gesamte Finanzsystem in Mitleidenschaft ziehen kann. Daher können sie in einer etwaigen Schieflage bisher mit einer Stützung durch öffentliche Mittel rechnen. Diese implizite Staatsgarantie verzerrt jedoch den Wettbewerb, da sie den

SIFIs genießen implizite Staatsgarantie

betreffenden Instituten die Refinanzierung an den Kapitalmärkten im Vergleich zu kleineren, nicht als systemrelevant erachteten Instituten erleichtert. Zudem kann sie SIFIs zu erhöhter Risikoübernahme verleiten und den Steuerzahler im Ernstfall hoch belasten. Die Lösung des SIFI-Problems stellt daher den Lackmustrtest der internationalen Reformagenda dar. Die beiden zentralen Ansätze auf dem Weg dahin sind eine Stärkung der Verlustabsorptionsfähigkeit sowie die Einführung geeigneter Sanierungs- und Abwicklungsverfahren. Der G20-Gipfel in Cannes hat ein entsprechendes Rahmenwerk des Finanzstabilitätsrates (Financial Stability Board: FSB) angenommen.¹⁾

Zuschläge auf das Eigenkapital von SIFIs

Von SIFIs wird ab dem Jahr 2016 eine zusätzliche, über Basel III hinausgehende Verlustabsorptionsfähigkeit in Form eines gestaffelten Eigenkapitalzuschlags verlangt. Der Umfang der zusätzlichen Eigenkapitalanforderungen bemisst sich am Grad der Systemrelevanz des jeweiligen Instituts. Angewendet werden voraussichtlich Zuschläge zwischen einem und 2 ½ Prozentpunkten. Verlangt wird zunächst ausschließlich hartes Kernkapital als besonders guter Puffer für anfallende Verluste.²⁾

SIFI-Konzept wird ausgeweitet

Diese Anforderung besteht zunächst nur für eine Gruppe von 29 global systemrelevanten Banken.³⁾ Hierzu hat der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision: BCBS) in enger Zusammenarbeit mit dem FSB eine Methodik entwickelt, mittels derer die Systemrelevanz von Banken gemessen wird. Mittelfristig ist eine Ausweitung des Konzeptes auf andere SIFIs geplant. Hierzu gehören zum einen Finanzinstitute, die zwar nicht auf globaler, dafür aber auf nationaler Ebene systemisch relevant sind. Zudem sollen

auch andere Finanzmarktakteure wie Versicherer, Finanzmarktinfrastrukturen und Nichtbank-Finanzinstitute mit einbezogen werden.

Sanierung und Abwicklung auch von SIFIs ermöglichen

Die erhöhte Verlustabsorptionsfähigkeit von SIFIs nimmt deren Eigentümer stärker in Haftung, versieht die implizite Staatsgarantie mit einem Preis und mindert so Fehlanreize zu riskantem Verhalten. Das SIFI-Problem grundsätzlich zu lösen, verlangt jedoch den Wegfall der impliziten Staatsgarantie. Auch systemrelevante Institute müssen bei unternehmerischen Fehlern und Ineffizienzen aus dem Markt ausscheiden können, ohne die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems ernsthaft zu bedrohen.

SIFIs müssen systemverträglich aus dem Markt ausscheiden können

Spezielle Insolvenzrechte für den Finanzsektor eröffnen die Möglichkeit, angeschlagene Finanzinstitute zwangsweise zu sanieren oder abzuwickeln, unabhängig von ihrer Größe. Sie zielen darauf, Anreize für marktbasiertere Lösungen zu setzen und negative systemische Auswirkungen einer Abwicklung zu begrenzen. Auf einzelstaatlicher Ebene sind dabei bereits Fortschritte erzielt worden. In Deutschland ist Anfang 2011 das sogenannte Restrukturierungsgesetz in Kraft getreten. Das Gesetz sieht einerseits ein privatrechtliches Verfahren zur Sanierung von Banken vor und stärkt andererseits die Rechte der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), die umfassende Befugnisse zur Sanierung und Ab-

Restrukturierungsgesetz in Deutschland

¹ Vgl.: G20 (2011).

² Vgl.: Basel Committee on Banking Supervision (2011).

³ Darunter aus Deutschland: Commerzbank, Deutsche Bank.

wicklung von Banken erhalten hat. Das Kreditgewerbe wird zudem durch Beiträge zu einem Restrukturierungsfonds an den Kosten für die Stabilisierung des Finanzsystems beteiligt.

Regime international kompatibel machen

Einzelstaatliche Regelungen für die Abwicklung stoßen bei global agierenden SIFIs jedoch an ihre Grenzen. Die jeweiligen nationalen Regime müssen international ineinandergreifen. Nicht zuletzt zu diesem Zweck hat sich das FSB in seinem SIFI-Rahmenwerk auf Anforderungen an nationale Abwicklungssysteme verständigt. Sie betreffen insbesondere die notwendigen Eingriffsrechte der Abwicklungsbehörde, aber auch den Umgang mit den Vertragsbeziehungen insolventer Institute, und werden künftig einen internationalen Standard darstellen.⁴⁾

Kooperationsvereinbarungen, ...

Neben der Stärkung nationaler Abwicklungsregime sind für globale SIFIs ergänzend institutsindividuelle Kooperationsvereinbarungen zwischen nationalen Aufsichtsbehörden abzuschließen. Diese Kooperation soll unter anderem durch Crisis Management Groups geschehen, die im Rahmen institutionalisierter Aufsichtskollegien einzurichten sind. Aber auch im Rahmen dieser grenzüberschreitenden Kooperation sind die letztliche Zuständigkeit und Verantwortung der nationalen Behörden zu beachten.

... Sanierungs- und Abwicklungspläne...

Eine wichtige Anforderung ist, dass globale SIFIs Sanierungs- und ihre Aufsichtsbehörden institutsindividuelle Abwicklungspläne (Recovery and Resolution Plans: RRP) aufstellen. Sie sind ein wichtiges Mittel der Krisenprävention. Ziel ist, die Weiterführung oder Abwicklung eines Institutes ex ante so zu organisieren, dass systemrelevante Unternehmensteile be-

ziehungsweise -funktionen möglichst ohne Störungen des Marktes und ohne Rückgriff auf öffentliche Mittel fortgeführt werden können.

Schließlich sollten auch Maßnahmen ergriffen werden, um die Abwicklungsfähigkeit von Finanzinstituten zu verbessern. Dies kann die Struktur eines Instituts oder einer Institutsgruppe, aber auch die Form der Geschäftsbwicklung betreffen, insbesondere in den Bereichen Informations- und Zahlungssysteme und unternehmensinterne Transaktionen sowie bei Dienstleistungen externer Anbieter.

... sowie verbesserte Abwicklungsfähigkeit notwendig

Die Umsetzung dieser zentralen Elemente für den Umgang mit SIFIs wird einen Schritt nach vorne darstellen. Für Europa wird die Europäische Kommission demnächst einen Gesetzgebungsvorschlag zur Ausgestaltung eines europäischen Rahmenwerks für das Krisenmanagement vorlegen.

Vorschlag der Kommission

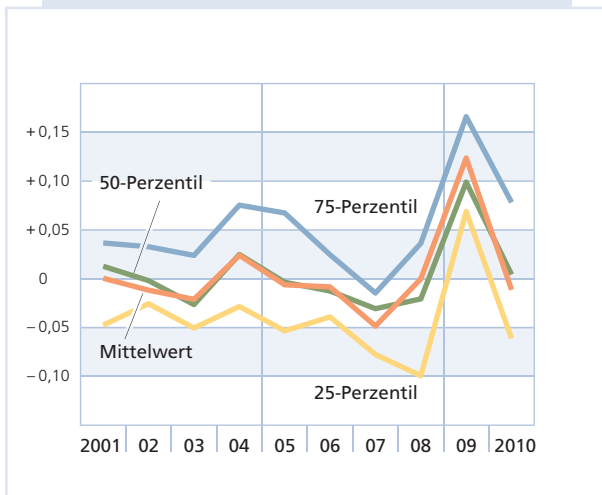
Wichtige Details zur Abwicklung von Finanzinstituten sind in den kommenden Monaten indes noch auszuarbeiten. Dabei ist zu beachten, dass die Einführung eines international gültigen Rahmenwerks umfangreiche Änderungen in vielen Ländern bedingt. Angesichts der weiterhin signifikanten Unterschiede zwischen nationalen Finanzsystemen ist es unerlässlich, einen Ausgleich zwischen internationaler Konvergenz und nationaler Flexibilität zu finden. Zudem müssen nicht nur Gesetze und Regulierungsvorschriften neu formuliert werden. Auch bei den Finanzinstituten selbst besteht Anpassungsbedarf, um ihre Abwicklungsfähigkeit zu verbessern. Perspektivisch wird es darauf ankommen, dass ein solches

Anpassungen in vielen Ländern notwendig

⁴ Vgl.: Financial Stability Board (2011a).

Schaubild 5.1

KONGRUENZ DER REFINANZIERUNG⁵⁾



Quelle: Unternehmensangaben und eigene Berechnungen. — * Relative Veränderung berechnet für große, international tätige deutsche Banken. Positive Werte bedeuten eine Zunahme der Kongruenz der Refinanzierung.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Rahmenwerk für die Sanierung und Abwicklung von SIFIs im Ernstfall tatsächlich zur Anwendung kommt und einen solchen Praxistest dann auch besteht.

Liquidität im Zentrum der Bankenregulierung

Neue Liquiditätskennzahlen

Finanzinstitute hatten seit Ausbruch der Finanzkrise teilweise erhebliche Probleme, ihre jederzeitige Zahlungsfähigkeit kurz- bis mittelfristig sicher zu stellen. Dies lag auch an einer mitunter exzessiv betriebenen Fristentransformation und an zu geringen Liquiditätspuffern. Zwei neue Liquiditätskennzahlen sollen künftig Liquiditätsrisiken verringern helfen: die Liquidity Coverage Ratio (LCR) und die

Net Stable Funding Ratio (NSFR). Die LCR soll die unmittelbare Zahlungsfähigkeit einer Bank auch unter akutem Liquiditätsstress sicherstellen. Hierfür wird ein Mindestbestand an hoch liquiden Aktiva in Höhe des kumulierten Nettozahlungsmittelabflusses über einen Zeitraum von 30 Tagen eingefordert. Die NSFR versucht, mittel- bis langfristige Zahlungsschwierigkeiten infolge einer zu stark ausgeprägten Fristentransformation zu unterbinden und wird als Verhältnis von verfügbarer stabiler Refinanzierung zu benötigter stabiler Refinanzierung unter der Annahme eines dauerhaften Stressszenarios berechnet.⁵⁾

Insgesamt kommt es darauf an, einen hinreichenden Bestand an auch unter Stressbedingungen zuverlässig marktfähigen Aktiva als Liquiditätsreserve aufzubauen sowie ein ausgewogeneres Verhältnis der Fristenstrukturen zwischen Aktiv- und Passivseite der Bilanz anzustreben. Die Einführung beider Kennziffern ist mit Basel III grundsätzlich beschlossen worden. Die konkreten Definitionen der erforderlichen liquiden Aktiva werden noch erarbeitet. Einzelne Regulierungsbereiche, wie zum Beispiel die Kriterien für die liquiden Aktiva in der LCR, sind bis zur Einführung als bindende Mindeststandards noch zu präzisieren. Die Kreditinstitute sollten aus den Erfahrungen der Krise lernen und sich auf die kommenden regulatorischen Anforderungen vorbereiten.

Auf kommende regulatorische Anforderungen vorbereiten

Schaubild 5.1 bildet die Kongruenz der Refinanzierung für große, international tätige deutsche Banken ab. Ähnlich der NSFR wird

Hypothetisches Maß für Fristentransformation...

⁵ Vgl.: Basel Committee on Banking Supervision (2010a).

die Finanzierungsseite (Passiva) den zu refinanzierenden Aktiva gegenübergestellt.⁶⁾ Stabilität und Laufzeit der einzelnen Passiv- und Aktivposten werden dabei durch ihre Gewichtung berücksichtigt. Die Kennziffer gibt somit Aufschluss darüber, welcher Anteil der weniger liquiden Aktiva stabil refinanziert ist. Die abgebildeten Wachstumsraten veranschaulichen die jährliche Veränderung der Kennziffer.

... zeigt
Verbesserung im
Jahr 2009

Die relativen jährlichen Veränderungen sind über die Zeit vergleichsweise konstant. Sie werden im Jahr 2009 für die meisten Finanzinstitute positiv, was eine Verbesserung der stabilen Refinanzierung bedeutet. Diese Verbesserung ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass der Anteil bestimmter Forderungen gegenüber Finanzinstituten zugunsten von liquider klassifizierten Aktiva (vor allem Forderungen gegenüber Nichtbanken) zurückging und der Anteil längerfristiger Verbindlichkeiten mit einer Laufzeit von über einem Jahr zulasten kurzfristiger Verbindlichkeiten zunahm.

Systemische Aspekte der Liquiditätsregulierung berücksichtigen

Liquiditätsprobleme können Finanzsystem gefährden

Die geplante mikroprudenzielle Liquiditätsregulierung ist von den Erfahrungen der Finanzkrise beeinflusst und soll das Liquiditätsrisiko auf Institutsebene verringern. Liquiditätsregulierung und Liquiditätsrisiko beinhalten aber auch systemische Aspekte, die zu berücksichtigen sind, denn Liquiditätsprobleme können bei mehreren Finanzinstituten gleichzeitig auftreten. Dann können sowohl die Marktliquidität für Aktiva der Banken als auch gleichzeitig

die Liquidität auf den Refinanzierungsmärkten stark eingeschränkt sein und damit das Finanzsystem als Ganzes bedrohen. Eine geringe Transparenz über die Liquiditätssituation von Finanzinstituten kann dabei systemische Probleme verursachen und die Ausbreitung einer Krise beschleunigen.

Die Liquiditätsregulierung hat darauf zu achten, nicht selbst durch die von ihr gesetzten Anreize und Restriktionen unbeabsichtigte Wirkungen auf das Finanzsystem und indirekt auf die Realwirtschaft zu entfalten. So kann die derzeitige Forderung, dass beide Kennziffern stets – also auch in Stresssituationen – eingehalten werden müssen, zur Hortung von Liquidität beitragen. Darüber hinaus beeinflussen die genauen Kriterien für liquide Aktiva deren Liquidität selbst. Diese Kriterien können Märkte für nicht anrechenbare Aktiva stark beeinträchtigen und umgekehrt Märkte für anrechenbare Aktiva entscheidend vergrößern.⁷⁾ Je enger die Definition gefasst ist, desto stärker kommen zudem Konzentrationsrisiken zum Tragen. In Bezug auf die Realwirtschaft könnte die unterstellte Inanspruchnahme von Kredit- und Liquiditätsfazilitäten, die Banken bereitstellen, unbeabsichtigte Auswirkungen auf das Liquiditätsmanagement von Unternehmen des Nichtfinanzsektors haben.

Effekte der Liquiditätsregulierung

Aus den neuen Liquiditätskennziffern ergeben sich auch Implikationen für die Geldpolitik. So könnte aus Sicht der Banken die Liquidi-

Implikationen für die Geldpolitik

⁶ Das dargestellte Konzept ist methodisch an die NSFR angelehnt, vereinfacht diese jedoch.

⁷ Bei konstanter Marktgröße kann die Liquidität bestimmter Wertpapiere erheblich sinken, wenn ein großer Teil dauerhaft von Banken zur Erfüllung regulatorischer Vorgaben gehalten wird.

tätsregulierung die Attraktivität längerfristiger gegenüber kurzfristiger Zentralbankliquidität erhöhen und sich so auf die Implementierung der Geldpolitik auswirken.

Beobachtungsphase nutzen

Die Herausforderung für die kommende Liquiditätsregulierung wird darin bestehen, eine substanzielle Reduzierung von Liquiditätsrisiken der einzelnen Finanzinstitute mit diesen systemischen Aspekten in Einklang zu bringen. Zudem sind Interdependenzen zwischen Liquiditäts- und Kapitalregulierung zu berücksichtigen. Hierfür sollte die Beobachtungsphase bis zur geplanten Einführung der LCR (2015) und der NSFR (2018) aktiv genutzt werden.

Solvency II hat Auswirkungen auf die Refinanzierung von Banken

Neue Sicht auf Solvenzbilanz der Versicherer

Neben Änderungen in der Bankenregulierung können sich auch Anpassungen in der Regulierung anderer Sektoren auf die Bankenfinanzierung auswirken. Dies gilt insbesondere für das neue Solvenzregime für den europäischen Versicherungssektor (Solvency II), das ab dem Jahr 2013 eingeführt werden soll. Der Wechsel vom bisherigen stark formelbasierten Solvency I-System zum risikobasierten Solvency II-System bedeutet einen fundamentalen Einschnitt für die europäische Versicherungsbranche. Insbesondere führt Solvency II zu einer neuen Sichtweise auf die Solvenzbilanz der Versicherungsunternehmen, die zur Ermittlung der Eigenmittel aufzustellen ist. Gegenüber dem Status quo ergeben sich vor allem zwei grundlegende Änderungen: Vermögenswerte und Verbindlichkeiten sind künftig marktkonsistent zu bewerten, und die Berechnung des benötigten Solvenzkapitals erfolgt dann im

Rahmen eines risikobasierten Ansatzes, der die vorzuhaltenden Eigenmittel aus dem Risikogehalt der Bilanzposten ableitet.

Die risikobasierten Eigenmittelanforderungen unter Solvency II sind grundsätzlich positiv zu bewerten. Von ihnen können – abhängig von der konkreten Ausgestaltung – aber auch neue systemische Risiken ausgehen, die zum Beispiel aus einer veränderten Beziehung zwischen Versicherungs- und Bankenbranche resultieren können. Während Eigenkapitalverflechtungen zwischen Banken und Versicherern in Deutschland mit der Trennung von Allianz und Dresdner Bank zurückgegangen sind, treten Versicherer insbesondere als Kreditgeber und Käufer von Fremdkapitaltiteln von Banken auf. Deutsche Versicherungsunternehmen⁸⁾ waren im März 2011 mit 486 Mrd € in Fremdkapital von Kreditinstituten investiert, 382 Mrd € davon entfielen auf deutsche Banken. Hierzu zählen Investitionen über Bankanleihen, direkte Kredite und Einlagen sowie über von Versicherern gehaltene Anteile an in Banken investierten Investmentfonds-Sondervermögen.

Versicherer als Kreditgeber von Banken

Die konkreten Auswirkungen von Solvency II auf die Refinanzierung deutscher Banken lassen sich derzeit wegen der noch laufenden Verhandlungen auf EU-Ebene schwer abschätzen. Trotz dieser Einschränkungen sind basierend auf den für die fünfte quantitative Auswirkungsstudie (QIS5) verwendeten Kalibrierungen Veränderungen des Anlageverhaltens von Versicherern nicht auszuschließen.

Höhere Investitionen in Staatsanleihen zu erwarten

⁸⁾ Lebensversicherungs-, Krankenversicherungs-, Schadens- und Unfallversicherungs- sowie Rückversicherungsunternehmen. Nach Angaben der Evidenzzentrale für Millionenkredite.

So steigen bei Verwendung der Standardformel⁹⁾ von Solvency II die Eigenmittelanforderungen bei größerer Duration und/oder schlechterem Rating der von Versicherern gehaltenen Bankschuldverschreibungen relativ stark an. Zwar werden kurz- bis mittelfristige vorrangige Bankanleihen, insbesondere guter Bonität, bei ausreichender Rendite auch weiterhin für Versicherer interessant bleiben. Zugleich könnten Versicherer jedoch vermehrt in EWR-Staatsanleihen¹⁰⁾ und gedeckte Schuldverschreibungen mit höchster Bonität (AAA-Rating) investieren, die in der Standardformel keine beziehungsweise eine deutlich geringere Kapitalbelastung als unbesicherte Bankanleihen verursachen. Allerdings verwenden größere Versicherer mit höheren Anlagevolumina typischerweise nicht die Standardformel, sondern eigene interne Modelle, um die Eigenkapitalanforderungen zu ermitteln. Mögliche verzerrende Einflüsse auf Anlageentscheidungen von Versicherern dürften durch die Anwendung interner Modelle gemildert werden.

Wechselwirkungen zwischen Solvency II und Basel III

Grundsätzlich sind auch Risiken durch Wechselwirkungen zwischen Solvency II und Basel III zu beachten. So erhöhen beide Regulierungsansätze für sich genommen die Anreize zu Investitionen in Staatsanleihen und gedeckte Schuldverschreibungen. Dadurch kann es zu einem Angleichen der Portfolios von Banken und Versicherern kommen, was beide Gruppen für ähnliche Risiken anfällig machen würde.

Vermehrter Einsatz von Derivaten

Mit Blick auf den Einsatz von Derivaten kann nicht ausgeschlossen werden, dass Versicherer stärker als bisher auf solche Instrumente (z. B. Zinsswaps) zurückgreifen, insbesondere um die

unter Solvency II mit Eigenmitteln zu unterliegende Durations-Diskrepanz¹¹⁾ zu reduzieren. Dadurch könnte sich ihr Exposure gegenüber Banken vergrößern. Generell dürfte wegen der mit Solvency II eingeführten Risikosensitivität der Eigenmittelanforderungen die Bereitschaft steigen, auch über die Durations-Diskrepanz hinausgehende Risiken mit Derivaten abzusichern, um die von der Aufsicht geforderte Eigenmittelunterlegung zu reduzieren.¹²⁾

Derzeit ist offen, welche regulatorisch induzierten Änderungen im Anlageverhalten der Versicherer überwiegen werden. Ein (teilweiser) Rückzug der Versicherer aus der Bankenrefinanzierung könnte die Vernetzung zwischen Versicherern und Banken und damit sektorübergreifende Ansteckungspotenziale verringern. Es gibt Hinweise darauf, dass Versicherer bereits seit einigen Jahren versuchen, ihre Portfolios stärker zu diversifizieren und Klumpenrisiken zu vermeiden. Der Anteil der Kapitalanlagen von deutschen Versicherungsunternehmen, der in Fremdkapital von Kreditinstituten investiert ist, sank im Zeitraum von 2002 bis 2010 von 37 % auf 34 %. Davon entfiel mit 36 Prozentpunkten beziehungsweise 27 Prozentpunkten jeweils der größte Teil auf heimische Banken.

Versicherer und Banken vernetzt

⁹ Analog zur Bankenregulierung können Versicherer die Eigenmittelanforderungen durch eine einheitliche Standardformel bestimmen oder auf ein geeignetes internes Modell zurückgreifen, das von der Aufsicht geprüft wird.

¹⁰ Der Europäische Wirtschaftsraum (EWR) umfasst die Mitgliedstaaten der EU sowie Island, Liechtenstein und Norwegen.

¹¹ Eine Durations-Diskrepanz (Duration Mismatch) besteht, wenn Aktiva und Passiva eine unterschiedliche Zinssensitivität aufweisen, sodass Änderungen der Marktzinsen sich unterschiedlich stark auf die Werte von Aktiva und Passiva auswirken.

¹² Zur größeren Bedeutung von Derivaten unter Solvency II vgl.: Committee on the Global Financial System (2011), S. 39–41.

Transparenz schaffen, finanzielle Infrastruktur stärken

Transparenz schaffen sowie die Infrastruktur robust gestalten sind Dauerthemen der regulatorischen Debatte. Denn der Strom an Innovationen in Geschäftsmodellen von Intermediären, in Produkten und Instrumenten sowie in Handelsusancen und -praktiken erschwert immer wieder die Einschätzung, wo Risiken für die Finanzstabilität liegen und bringt neue Herausforderungen an die finanzielle Infrastruktur.

Schattenbankensystem in die Berichtspflicht nehmen

Kreditintermediation durch Schattenbankensystem

Das Schattenbankensystem ist kein neuer, eigenständiger Teil des Finanzsystems. Vielmehr wird das Finanzsystem unter einem neuen Blickwinkel betrachtet. Hierbei wird auf das System der Kreditintermediation, in das Akteure und Aktivitäten eingebunden sind, die nicht zum regulären Bankensystem zählen, abgestellt.¹³⁾ Überwachung und Regulierung des Schattenbankensystems sind notwendig, weil mit dieser Kreditintermediation ähnliche Risiken verbunden sind wie mit der Kreditvergabe durch Banken.

Befugnisse zur Festlegung von Berichtspflichten erforderlich

Der neue Blickwinkel impliziert keineswegs, dass die dem Schattenbankensystem zuzurechnenden Akteure und Aktivitäten bisher nicht überwacht oder reguliert worden wären. Denn zum Schattenbankensystem zählen auch etablierte Intermediäre wie zum Beispiel Geldmarktfonds. Dennoch sind etwaige vorhandene Lücken bei bestehenden Datenerhebungen und Regulierungen zu schließen,

damit auch die vom Schattenbankensystem ausgehenden systemischen Risiken erfasst und gegebenenfalls eingedämmt werden können. Das FSB empfiehlt, Aufsichtsbehörden Befugnisse zur Anordnung von Berichtspflichten zu erteilen. Eine Überwachung kann dabei nicht allein auf Statistiken aufbauen, auch weil diese mit einem zeitlichen Nachlauf behaftet sind. Vielmehr kommt es darauf an, neue Entwicklungen im Finanzsystem auch qualitativ zu erfassen.

Weil die Definition von Banktätigkeiten im deutschen Kreditwesengesetz im internationalen Vergleich relativ weit gefasst ist, bleibt der Umfang des heimischen Schattenbankensystems in absoluten Zahlen wie auch in Relation zum regulären Bankensystem tendenziell deutlich geringer als zum Beispiel in den USA. Allerdings können deutsche Institute enge Verbindungen zum Schattenbankensystem in anderen Ländern unterhalten. Wie die Krise gezeigt hat, können diese grenzüberschreitenden Aktivitäten sehr risikobehaftet sein und auf das deutsche Finanzsystem durchschlagen. Um die Finanzstabilität zu sichern und Regulierungsarbitrage zu vermeiden, sind eine angemessene und international konsistente Überwachung und Regulierung des Schattenbankensystems wünschenswert und notwendig.

Deutsches Schattenbankensystem relativ klein

Organisierte Handelsplätze für Wertpapiere und Derivate

Die Finanzkrise hat Risiken auf den Wertpapier- und Derivatemärkten offenkundig und entsprechenden Regulierungsbedarf deutlich

¹³ Vgl.: Financial Stability Board (2011b).

gemacht. Dies betrifft sowohl die spezifischen Handels- und Nachhandelsinfrastrukturen als auch bestimmte Marktpraktiken (siehe Kasten 5.1 auf S. 76 f.).

Höhere Markttransparenz...

Der Handel von Wertpapieren und Derivaten kann entweder auf organisierten Handelsplätzen, also Börsen und multilateralen Handelssystemen, oder außerbörslich (Over-the-Counter: OTC) stattfinden.¹⁴⁾ Der weitgehend intransparente außerbörsliche Handel macht eine fundierte Einschätzung der Risiken, die dort handelnde Marktteilnehmer eingehen, schwierig; Marktdisziplin kann mithin kaum wirken. Auch deshalb haben sich die G20 dafür ausgesprochen, den außerbörslichen Derivatehandel auf organisierte Handelsplätze zu verlagern.¹⁵⁾ Darüber hinaus sind insbesondere in der EU Überlegungen weit vorangeschritten, die Transparenz auf den Wertpapier- und Derivatemarkten durch erweiterte (Vor- und Nach-) Handelstransparenzpflichten zu erhöhen.¹⁶⁾

...erleichtert Risikoeinschätzung

Grundsätzlich können diese Maßnahmen für eine höhere Markttransparenz zu einem stabileren Finanzsystem beitragen, unter anderem indem sie Informationsasymmetrien abbauen und die Risikoeinschätzung der Marktteilnehmer erleichtern. Um negativen Liquiditätseffekten vorzubeugen, sind bei der Ausgestaltung dieser Maßnahmen jedoch die zugrunde liegende Struktur und Organisation des jeweiligen Marktes angemessen zu berücksichtigen. Dazu gehören Faktoren wie Ausgangsliquidität, Produktkomplexität, Marktteilnehmer und Transaktionsgrößen und ob die Märkte ordnungsgemäß oder maklerdominiert sind.¹⁷⁾

Destabilisierende Handelspraktiken?

Wegen möglicherweise destabilisierender Wirkungen auf das Finanzsystem sind im Zuge der Finanzkrise bestimmte Handelspraktiken in die Kritik geraten, bei denen der Initiator von fallenden Kursen profitiert. Im Blickpunkt der öffentlichen Diskussion stehen Leerverkäufe, bei denen Wertpapiere verkauft werden, die der Verkäufer zum Zeitpunkt des Verkaufs (noch) nicht besitzt, aber auch andere Instrumente, wie zum Beispiel Kreditausfallswaps¹⁸⁾ (siehe Kasten 5.2 auf S. 80).

Leerverkäufe im Blickpunkt

Allerdings erfüllen diese Handelstechniken und Instrumente wichtige ökonomische Funktionen. So erhöhen Leerverkäufe im Allgemeinen die Liquidität im Markt und stellen ein wichtiges Instrument zur Absicherung von übernommenen Risiken dar. Daher sind pauschale Leerverkaufsverbote abzulehnen, während fallweise Einschränkungen in Krisensituationen geboten sein können, um die übergeordneten Ziele der Marktintegrität und der Finanzstabilität zu gewährleisten.

Pauschale Leerverkaufsverbote sind abzulehnen

¹⁴ Derzeit wird insbesondere ein Großteil des Derivate- und des Anleihehandels OTC ausgeführt; Aktien werden hingegen vorrangig auf organisierten Handelsplätzen gehandelt, wenngleich auch hier ein signifikanter Anteil des Handels OTC stattfindet. Die Zahlen zum OTC-Aktienhandel in Europa gehen stark auseinander und schwanken zwischen 16% und 40%. Vgl.: Association for Financial Markets in Europe (2011), S. 2 ff. sowie P. Gomber und A. Pierron (2010), S. 13 ff.

¹⁵ Alle standardisierten OTC-Derivate sollen – sofern angemessen – an Börsen oder elektronischen Handelsplattformen gehandelt und bis spätestens Ende 2012 über CCPs verrechnet werden. Weiterhin sollen die Kontrakte an Transaktionsregister gemeldet werden.

¹⁶ Vgl.: European Commission (2011c), S. 28 ff.

¹⁷ Vgl.: M. O'Hara (2001), S. 4 f.

¹⁸ Vgl.: European Commission (2010).

Kasten 5.1

HOCHFREQUENZHANDEL BRAUCHT REGELN

Der Hochfrequenzhandel (High Frequency Trading: HFT) hat in den letzten Jahren eine maßgebliche Rolle auf den Aktien- und Währungsmärkten erlangt. Regulierern, Aufsehern und Notenbanken stellt sich die Frage, welchen Einfluss HFT auf das Funktionieren der Märkte hat.

In den letzten Jahren sahen die Finanzmärkte in der Art und Weise, wie Aktien, Derivate und Währungen an den Handelsplätzen gehandelt werden, eine „algorithmische Revolution“. HFT ist Teil des algorithmischen Handels und bezeichnet Strategien, die auf Geschwindigkeitsvorteilen basieren und diese nutzen, um durch extrem schnelles computergesteuertes Kaufen und Verkaufen von Finanztiteln innerhalb von Millisekunden Gewinne zu erzielen. Das Geschäftsmodell der HFT-Akteure zielt darauf ab, Profite bei einer sehr hohen Anzahl von Transaktionen mit vergleichsweise kleinen Losgrößen zu erzielen. Die meisten HFT-Programme treffen ihre Entscheidungen, ohne den realen Firmenwert oder die Wertdeterminanten einer Währung zu beachten.

HFT hat mittlerweile eine dominante Stellung an den wichtigsten Börsen inne. Der geschätzte Anteil am gesamten Handelsvolumen bei Aktien betrug 2009 circa 70 % in New York¹⁾ und rund 40 % in Deutschland. Bei Währungen lag er global bei circa 45 %²⁾. Zu bedenken ist dabei, dass sich HFT primär auf die 5 % bis 10 % der liquidesten Aktientitel sowie die liquidesten Währungspaare konzentriert. Daher ist der HFT-Anteil bei diesen Werten noch deutlich höher als der Durchschnitt für den Gesamtmarkt.

Von etlichen Marktteilnehmern und wissenschaftlichen Studien wird HFT als ein Liquiditätsgarant und stabilisierender Faktor für den Handel bezeichnet. So wird für die letzten Jahre eine signifikante Reduktion der mittleren Geld-/Briefspanne festgestellt. HFT-Akteure und Börsenbetreiber vertreten die Ansicht, dass HFT aufgrund der dadurch im Handel erzeugten Liquidität per saldo eine spürbare Verbesserung der Markteffizienz bei der Preisfindung mit sich bringe.

Die Ereignisse um den Flash Crash vom 6. Mai 2010 (einer rund 15-minütigen Phase mit erheblichem Kurssturz und irrationaler Volatilität an der New Yorker Börse) und die Aktivitäten von HFT-Firmen an diesem Tag haben jedoch deutlich gemacht, dass Hochfrequenzhandel an den Märkten nicht nur eine positive Wirkung entfaltet. Durch extrem schnelle Transaktionen und Herdeneffekte zwischen den HFT-Akteuren können vorhandene Kursverluste, die ihren Ursprung nicht im HFT-Bereich haben, drastisch ausgeweitet und verstärkt werden. Kurzfristig entfernten sich viele Aktien extrem von ihren bisherigen Werten, ohne dass diese Bewegung durch neue Nachrichten begründet war. Nach einigen Minuten erholten sich die meisten Werte wieder.

Zeitgleich wurde deutlich, dass die durch HFT bereitgestellte Liquidität, eines der wichtigsten Argumente für HFT, in schwierigen Marktphasen schlagartig versiegen kann. Eine zunehmende Zahl von Marktteilnehmern betrachtet die von HFT geschaffene Liquidität als „Scheinliquidität“, die verloren geht, wenn adverse Marktbedingungen auftreten und die

¹ Vgl.: J. Brogaard, High Frequency Trading And Its Impact On Market Quality, 5th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper, November 2010. — ² Vgl.: Bank for International Settlements, High Frequency Trading In The Foreign

Exchange Market, September 2011. — ³ Vgl.: A. Haldane, The Race To Zero, Speech at the International Economic Association Sixteenth World Congress, Juli 2011.

HFT-Firmen sich aus dem Handelsgeschehen zurückziehen. Die Liquidität würde in einem solchen Fall genau dann verloren gehen, wenn sie am dringendsten gebraucht würde. Neben diesen seltenen, aber dramatischen Ereignissen mit hoher Volatilität erweist sich HFT aber auch im alltäglichen Handelsgeschehen aus Regulierungssicht als nicht unproblematisch.³⁾ Extrem schnelle HFT-Programme können zu Zwecken der Marktmanipulation und unfairer Vorteilsnahme gegenüber langsameren Investoren missbraucht werden. Auch kann das Versenden von tausenden von Kauf- und Verkaufsordern die Transaktionssysteme der Handelsplattformen so stark belasten, dass ihre Funktionsfähigkeit beeinträchtigt wird. Fehlerhaft programmierte Handelsalgorithmen können mit schadhafte Ordnern heftige Kursschwankungen auslösen. Insgesamt betrachtet ist HFT somit nicht nur ein positiver Faktor für den Markt, sondern kann auch erhebliche negative Auswirkungen haben, durch welche die Marktintegrität und -effizienz infrage gestellt werden und Risiken für die Finanzstabilität entstehen können.

Mehrere nationale und internationale Institutionen haben in den letzten 12 Monaten damit begonnen, den Bedarf für eine Regulierung und Aufsicht sowie geeignete Vorschläge hierzu zu evaluieren. Allen Regulierungsüberlegungen sollte dabei der Gedanke zugrunde liegen, dass die Transparenz, Marktintegrität und Effizienz von Märkten unter gleichzeitiger Wahrung der Finanzstabilität gewährleistet sein muss. Risiken müssen erkannt und begrenzt werden, ohne jedoch den Fortschritt unnötig zu behindern.

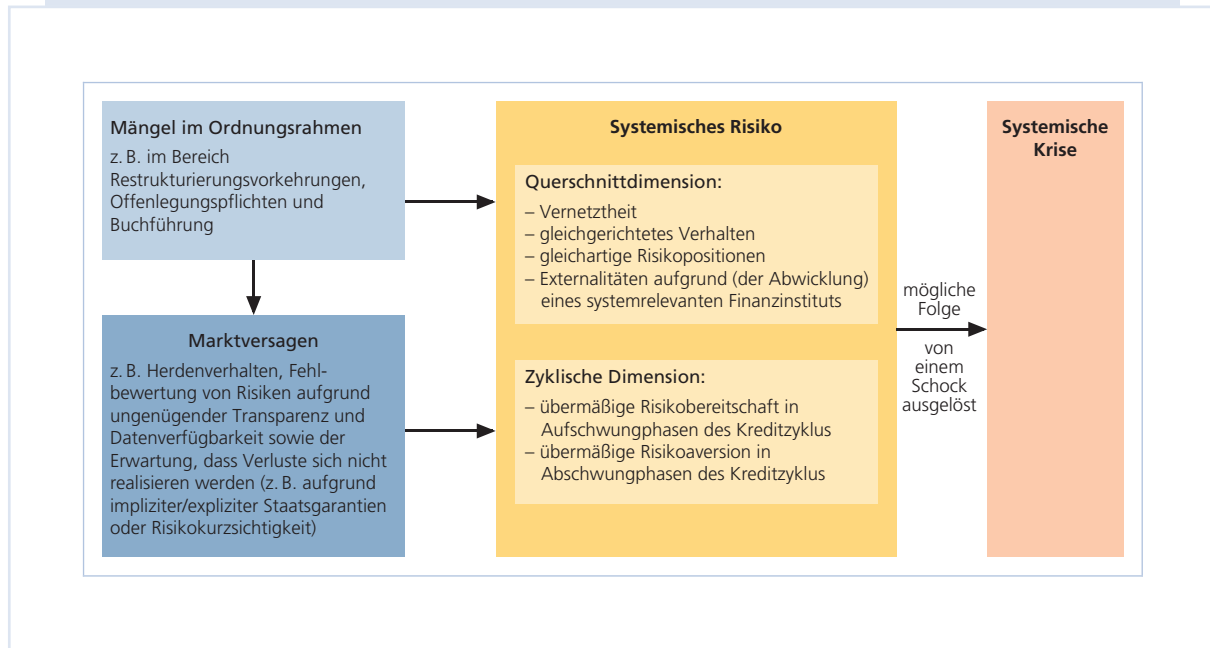
Es ist daher wichtig, dass die unterschiedlichen Strategien, die von HFT-Firmen verfolgt werden, differenziert betrachtet werden. Eine mögliche Regulierung sollte zum Ziel haben, die Vorteile derjenigen HFT-Strategien zu bewahren, die für den Markt positiv sind. Marktmissbräuchliche Strategien müssen unterbunden werden.

Eine Möglichkeit ist die Einführung einheitlicher Standards für Risikomanagementsysteme für alle Hochfrequenz-Händler und deren Zugangsanbieter (Prime Broker). Ein solches System sollte jede HFT-Order auf Fehler prüfen und inkorrekte Transaktionen bereits im Vorfeld verhindern. Ergänzend könnte ein Verhaltenskodex für HFT etabliert werden, in dem die Nutzung bestimmter, als unfair angesehener HFT-Taktiken explizit ausgeschlossen wird. Das Problem der massenhaften Versendung von Ordnern, hinter denen keine echte Intention zur Transaktion steht, könnte durch eine ex post zu kontrollierende Begrenzung des Verhältnisses von Ordnern zu Transaktionen angegangen werden. Auch über europaweit einheitliche Regeln für den Einsatz von Volatilitätsunterbrechern (Circuit Breakern) sollte nachgedacht werden.

Die Europäische Kommission hat ihre Vorschläge für eine Änderung der europäischen Finanzmarktrichtlinie MiFID vorgelegt, die unter anderem eine Regulierung von HFT vorsehen. Primäres Ziel ist es dabei, systemische Risiken zu reduzieren und eine Koexistenz von HFT und traditionellem Handel zu gewährleisten, damit die Allokationsfunktion des Marktes optimal erfüllt werden kann.

Schaubild 5.2

SYSTEMISCHES RISIKO



DEUTSCHE BUNDESBANK

Nachhandelsinfrastrukturen stärken

CCPs reduzieren und kanalisieren Risiken

Risiken für die Finanzstabilität können nicht nur im Handelsbereich, sondern auch im Nachhandel – also bei der Abrechnung und Abwicklung der abgeschlossenen Handelsgeschäfte – entstehen. Zentrale Kontrahenten (Central Counterparties: CCPs) reduzieren und kanalisieren diese Risiken. Der CCP stellt sich zwischen die Vertragsparteien und übernimmt damit das Kontrahentenausfallrisiko aus der ursprünglich bilateralen Vertragsbeziehung. Ferner führt der CCP ein sogenanntes Netting durch, bei dem gegenläufige Transaktionen eines Teilnehmers miteinander verrechnet werden, sodass nur eine Risikobewertung der verbliebenen Nettoposition erfolgt. Darüber hinaus verfügt der CCP über mehrere Si-

cherungsstufen, wie risikobasierte Zugangsvoraussetzungen für die direkte Teilnahme, Sicherheitenforderungen und einen Garantiefonds der beteiligten CCP-Teilnehmer.

Im Bereich der OTC-Derivate haben sich die G20 darauf verständigt, die CCP-Nutzung verpflichtend einzuführen.¹⁹⁾ Eine Ausweitung der Verpflichtung auf andere Finanzmärkte und -instrumente erscheint überlegenswert. Der Einsatz von CCPs im OTC-Derivatehandel wird durch den G20-Beschluss flankiert, dass alle OTC-Derivategeschäfte an zentrale Transaktionsregister gemeldet werden müssen. Der

CCP-Nutzung bei OTC-Derivaten wird verpflichtend

¹⁹ In den USA ist die legislative Umsetzung im Rahmen des Dodd-Frank-Acts bereits vorangeschritten. Auf EU-Ebene wird derzeit die von der Europäischen Kommission vorgeschlagene European Market Infrastructure Regulation (EMIR) verhandelt.

Aufbau dieser Register ist ein entscheidendes Element, um die Sicherheit und die Transparenz für die Marktteilnehmer und die Aufsicht zu erhöhen. Dies erleichtert, die Risikoverteilung im System zu erfassen.

Regulierung der Zentralverwahrer

Auch die Zentralverwahrer stellen einen wesentlichen Bestandteil der Nachhandelsinfrastruktur dar. Sie spielen eine Schlüsselrolle im Finanzsystem, da sie für die Emission von Wertpapieren technisch erforderlich sind und die Abwicklung und Endverwahrung vornehmen. In diesem Jahr wurden erste Arbeiten zur einheitlichen Regulierung der Zentralverwahrer auf EU-Ebene aufgenommen. Sie zielen ab auf Mindestanforderungen und die Reduzierung von operationellen Risiken durch verkürzte Abwicklungszyklen.²⁰⁾

Makroprudenzielle Überwachung handlungsfähig machen

Systemisches Risiko und Marktversagen

Die Begrenzung des systemischen Risikos stellt die wesentliche operative Aufgabe der makroprudenziellen Politik dar.²¹⁾ Systemisches Risiko entsteht typischerweise durch Marktversagen, das durch Mängel im Ordnungsrahmen ermöglicht oder sogar gefördert wird (siehe Schaubild 5.2). Um Marktversagen vorzubeugen, muss die Einhaltung des marktwirtschaftlichen Grundprinzips sichergestellt werden, wonach Renditechancen mit der Übernahme der entsprechenden Risiken verbunden sind.

Querschnitt- und zyklische Dimension

Mit Blick auf das systemische Risiko bietet es sich an, zwischen einer Querschnittdimension und einer zyklischen Dimension zu unterscheiden.²²⁾ Die Querschnittdimension entsteht

durch Abhängigkeiten im Finanzsystem: Vernetzung zwischen Instituten, gleichgerichtetes Verhalten und/oder gleichartige Risikopositionen. Diese können zu einer raschen Ausbreitung von Risiken und potenziell auch Schocks führen. Die zyklische Dimension bezeichnet den Wechsel im Kreditzyklus von übermäßiger Risikobereitschaft im Aufschwung zu extremer Risikoscheu im Abschwung. Die aktive Eindämmung der beiden Arten systemischen Risikos, verbunden mit steter Überprüfung und Ergänzung des Ordnungsrahmens, soll einer systemischen Krise vorbeugen. Makroprudenzielle Politik verfolgt somit einen mittelfristigen Ansatz.

Um eine umfassende Beaufsichtigung des Finanzsystems sicherzustellen, ist die makroprudenzielle Analyse und Überwachung eng mit der mikroprudenziellen Aufsicht zu verzahnen. Die laufende Aufsicht benötigt makroprudenzielle Informationen und Einschätzungen, um ihrerseits institutsspezifische Risikopotenziale frühzeitig erkennen und adressieren zu können.

Verzahnung mit mikroprudenzieller Aufsicht

Überwachung des europäischen Finanzsystems: ESRB und nationale Mandate

Die Gründung des ESRB, der Anfang 2011 seine Arbeit aufgenommen hat, bedeutet einen wesentlichen Schritt auf dem Weg zu einer funktionsfähigen makroprudenziellen Überwachung auf europäischer Ebene. Wich-

ESRB hat Arbeit aufgenommen...

²⁰ Vgl.: European Commission (2011a).

²¹ Für weitergehende Ausführungen zur Definition und Messung systemischen Risikos vgl.: Deutsche Bundesbank (2011), S. 39 ff sowie Deutsche Bundesbank (2010), S. 122 ff.

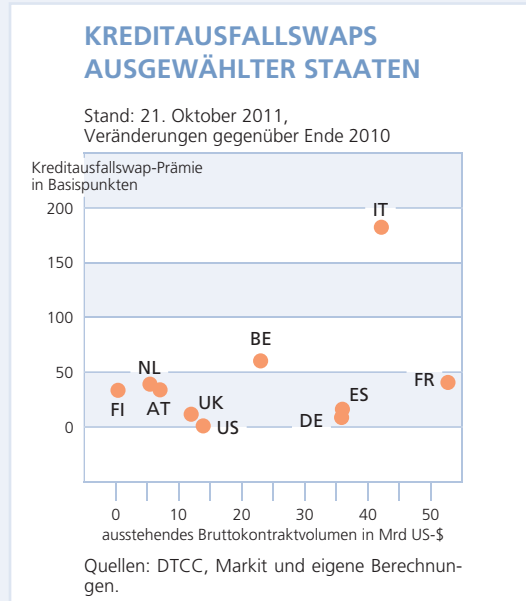
²² Vgl.: C. Borio und A. Crockett (2000), S. 1 ff.

Kasten 5.2

SYSTEMISCHE IMPLIKATIONEN VON KREDITAUSFALLSWAPS

Die Risikoverteilung im Finanzsystem zu ermitteln ist eine der Kernaufgaben makroprudenzieller Analyse. Kreditausfallswaps (Credit Default Swaps: CDS) sind ein effizientes Mittel, um Kreditrisiken schnell und häufig standardisiert zu übertragen. Ende 2010 standen nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich Kontrakte in einem Nominalvolumen von rund 30 000 Mrd US-\$ aus. Dieses Geschäft hat systemische Implikationen. So entsprechen die bilanziellen Forderungen nicht mehr den tatsächlichen Risikopositionen, wodurch die Erfassung der Risikolage sowohl seitens der Aufsicht als auch seitens der Marktteilnehmer erschwert wird. Darüber hinaus ist die Frage, wer als Sicherungsgeber von Kreditausfallswaps auftritt, von erheblicher Relevanz, um Risikokonzentrationen und mögliche Ansteckungskanäle im Finanzsystem beurteilen zu können.

In den letzten Monaten haben Marktteilnehmer zunehmend Absicherungsgeschäfte für Anleihen auch großer Industriestaaten abgeschlossen. Die Ausweitung des Marktvolumens stand jedoch nur in geringem Zusammenhang mit dem beobachteten Prämienanstieg (siehe nebenstehendes Schaubild). Dieser deutet auf eine verschlechterte Bonität der betroffenen Staaten hin. Bei der Interpretation des Anstiegs sowie dem Quervergleich zu den entsprechenden Anleiherenditen ist jedoch zu berücksichtigen, dass Anleihemärkte derzeit durch Kapitalströme in traditionell als sicher geltenden Anlagen sowie direkte Interventionen von Zentralbanken verzerrt sein können. Neben dem direkten Preiseffekt kann auch eine Verdrängung privater Investoren vom Anleihemarkt eine Rolle spielen. Aktuelle Untersuchungen¹⁾ zeigen zudem den hohen Konzentrationsgrad des



CDS-Marktes. Im Übrigen sichern Marktmacher offenbar große Positionen nur vergleichsweise langsam im Markt ab. Diese beiden Aspekte können, eventuell in Verbindung mit Kontrahentenrisiken, die Preisbildung für CDS verzerren.

Die Trennung von Risikopositionen und Forderungshöhe hat weitreichende Konsequenzen für die aufsichtliche Datenlage, zusätzliche Informationen wären wünschenswert.²⁾ Im Rahmen der geplanten Reform der europäischen Finanzmarkt-Richtlinie MiFID wird darüber diskutiert, über die bislang zur Verfügung stehenden Informationen hinausgehende Handelstransparenzvorschriften unter anderem auch für Kreditausfallswaps einzuführen. Marktseitige Informationen stehen dagegen in zunehmendem Umfang zur Verfügung.³⁾

¹ Eine Gruppe von rund 14 Banken hat eine führende Stellung inne. Vgl.: K. Chen, M. Fleming, J. Jackson, A. Li und A. Sarkar (2011), An Analysis of CDS Transactions: Implications for Public Reporting, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No 517. — ² Vgl.: Committee on Payment and Settlement Systems and The International Organization of Securities

Commissions, Report on OTC derivatives data reporting and aggregation requirements – consultative report, August 2011. — ³ Eine wesentliche Quelle ist das Transaktionsregister der Depository Trust & Clearing Corporation in den USA. Nach eigenen Angaben deckte es Anfang 2011 ca. 98 % des weltweiten CDS-Marktes ab.

tige Themen des ESRB im Jahr 2011 waren der Zusammenhang von Staatsschuldenkrise und Finanzierung des Bankensektors, Ansteckungspotenziale, Stresstests sowie Fremdwährungskredite.

... und spielt
herausragende
Rolle bei der
Kooperation

Im Rahmen der europäischen Regulierungsdebatte, zum Beispiel im Entwurf der Europäischen Kommission zur CRD IV/CRR²³, soll der Ausschuss nun ein besonderes Empfehlungsrecht für makroprudenzielle Eingriffe und eine herausragende Rolle bei der Koordination makroprudenzieller Politiken erhalten. Dabei wird der ESRB auch ein wesentlicher Teil der zu erwartenden Sicherungsmechanismen sein, die einen Missbrauch – wie unfaire Wettbewerbsbedingungen – der zu schaffenden nationalen makroprudenziellen Ermessensspielräume verhindern sollen.

Nationale
Überwachung
weiterentwickeln

Die institutionelle Ausgestaltung der makroprudenziellen Überwachung in Europa wird nun auf nationaler Ebene weiterentwickelt. Nach dem Subsidiaritätsprinzip ist zur Abwehr von Gefahren für das Finanzsystem die Handlungsfähigkeit nationaler makroprudenzieller Behörden erforderlich, da zum einen die größte Expertise bei der Analyse der makroprudenziellen Bedingungen auf der nationalen Ebene liegt. Zum anderen werden die Kosten einer Krise in erster Linie national getragen. Einige Länder haben bereits makroprudenzielle Mandate gesetzlich verankert.²⁴ Hierzu sind die Ziele zu definieren, Instrumente zu schaffen und Handlungsoptionen festzulegen sowie den makroprudenziellen Behörden die notwendigen Kompetenzen zuzuweisen. Das Mandat muss das gesamte Finanzsystem abdecken. Es darf sich also nicht nur auf Banken, sondern muss sich auch auf Versicherer, Märkte

und finanzielle Infrastrukturen beziehen. In Deutschland hat die Regierungskoalition Ende 2010 Eckpunkte für die Weiterentwicklung der Finanzaufsicht und die Ausgestaltung des makroprudenziellen Mandats vorgelegt.

Ausgestaltung makroprudenzieller Mandate

Die Anforderungen an makroprudenzielle Mandate sind international umfassend diskutiert worden.²⁵ Für die Definition und die Zuweisung eines makroprudenziellen Mandats bildet sich ein internationaler Standard (Best Practices) heraus. Die Aufgabe kann von einer Behörde einzeln oder im arbeitsteiligen Zusammenwirken mehrerer Institutionen wahrgenommen werden. Insbesondere Zentralbanken sollten dabei aufgrund ihrer Erfahrungen und ihres Sachverstandes eine hervorgehobene Rolle im institutionellen Arrangement der makroprudenziellen Politik spielen und die Zuständigkeit für die unabhängige makroprudenzielle Analyse erhalten. Grundsätzlich ist zu beachten, dass makroprudenzielle Maßnahmen – etwa zur Begrenzung eines (Kredit-)Booms – durchaus politisch umstritten sowie in der Finanzbranche unpopulär sein können. Gerade weil Maßnahmen vorausschauend ergriffen werden sollen, ist ihre Wirkung analytisch schwer abzuschätzen. Die Analyse erfordert eine lau-

²³ Vgl.: European Commission (2011b).

²⁴ Beispielsweise wird im Vereinigten Königreich die mikro- und makroprudenzielle Aufsicht in der Bank of England zusammengefasst. Andere Ansätze verfolgen u. a. Frankreich oder die Vereinigten Staaten, die auf eine verbesserte Koordinierung verschiedener Institutionen setzen, die teilweise reformiert werden.

²⁵ Vgl.: International Monetary Fund (2011a und 2011b, S. 38); Bank for International Settlements (2011), S. 49 ff., D. Schoenmaker und P. Wierts (2011), S. 10 f.

fende Einschätzung der makroökonomischen Entwicklung unter Berücksichtigung des technischen Fortschritts und ist daher mit großer Unsicherheit behaftet. Um trotz Widerstand und Unsicherheit zielgerichtet handeln zu können, sollte die Ausübung des makroprudenziellen Mandats frei von politischer und interessengeleiteter Einflussnahme sein. Dementsprechend ist den nationalen Zentralbanken des Eurosystems nach dem Unionsrecht die Aufgabe, zu Maßnahmen der Finanzstabilität beizutragen, zur unabhängigen Wahrnehmung übertragen.²⁶⁾

Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit

Im Zuge der Erteilung eines makroprudenziellen Mandats ist Transparenz gegenüber Öffentlichkeit und Marktteilnehmern essenziell. Dies gilt zum einen hinsichtlich der Ausgestaltung des Mandats, also in Bezug auf Zuständigkeiten und Befugnisse sowie Zielsetzung, Unabhängigkeit und Rechenschaftspflicht der makroprudenziellen Behörden. Zum anderen sollte auch die Tätigkeit nachvollziehbar sein, etwa die Politikstrategie, die Risikobeurteilung sowie der Einsatz von Instrumenten. Deshalb ist die Möglichkeit einer abgestuften Kommunikation der makroprudenziellen Behörde notwendig. Hierzu gehören öffentliche Einschätzungen mittels Berichten und analytischen Papieren. Aber auch formale Kommunikationsinstrumente wie Warnungen und Empfehlungen, die auch eine vertrauliche Behandlung erlauben, sind notwendig. In der Literatur wie auch in der Ausgestaltung des ESRB wird dabei eine *Comply-or-Explain*-Regelung als angemessen betrachtet: Der Empfänger einer Empfehlung hat dieser nachzukommen oder seine Ablehnung fundiert – eventuell öffentlich – zu begründen.

Makroprudenzielle Instrumente gegen systemische Risiken

Eine handlungsfähige makroprudenzielle Politik erfordert einen soliden Ordnungsrahmen, adäquate Instrumente zur Eindämmung systemischen Risikos sowie einsatzfähige Krisenmechanismen. Zu den Rahmenbedingungen gehört eine funktionsfähige Wettbewerbsordnung. Ein geordneter Marktaustritt muss für alle Institute möglich sein.²⁷⁾ Die Substituierbarkeit von Finanzinstituten setzt zugleich angemessene Markteintrittsmöglichkeiten für geeignete Wettbewerber voraus. Darüber hinaus sollten der Finanzmarkt transparent und Finanztransaktionen nachvollziehbar sein, um die Kontrollfunktion der Marktteilnehmer zu erleichtern und Marktunsicherheiten entsprechend zu reduzieren.

Funktionsfähige Wettbewerbsordnung

Direkte makroprudenzielle Eingriffe dienen vor allem dazu, systemisches Risiko in seiner zyklischen und seiner Querschnittsdimension einzudämmen. Hierfür sind geeignete Instrumente erforderlich. Aufgrund der Komplexität von Märkten und Intermediären können systemische Risiken dabei in sehr unterschiedlichen und schwer vorhersehbaren Formen auftreten. Aus diesem Grund ist es nicht möglich, eine abschließende Liste konkreter Bedrohungen und darauf ausgerichteter Instrumente zu erstellen. Daher ist es von besonderer Bedeutung, dass das verfügbare Instrumentarium kontinuierlich auf seine Angemessenheit überprüft und gegebenenfalls ergänzt wird. Um Stabilitätsgefahren adäquat und zeitnah

Geeignete Instrumente erforderlich, ...

²⁶ Vgl.: Art. 127 Abs. 5, 130, Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV).

²⁷ Siehe hierzu auch Abschnitt Systemrelevante Finanzinstitute erhalten spezielle Regeln auf S. 67 ff.

begegnen zu können, benötigen die zuständigen makroprudenziellen Aufseher eine hinreichende Flexibilität bei der Anwendung der Instrumente.

... um systemische Risiken zu reduzieren

Maßnahmen zur Reduktion der zyklischen Komponenten des systemischen Risikos könnten neben zeitvariablen Kapital- und Liquiditätsanforderungen zum Beispiel auch Anforderungen an Kreditsicherheiten, die Ausgestaltung der Kreditrisikovorsorge sowie die internationalen Rechnungslegungsstandards sein. Als Instrumente gegen systemische Risiken der Querschnittsdimension werden insbesondere die zusätzlichen Kapitalzuschläge für SIFIs sowie Liquiditätskennziffern zur Erhöhung einer stabilen Refinanzierung diskutiert.²⁸⁾ Zusätzlich sollten jedoch auch Maßnahmen und Möglichkeiten entwickelt werden, die auf außerhalb des Bankensystems entstehende Systemrisiken zielen.

Über Einsatz und Dosierung national entscheiden

Eine Harmonisierung makroprudenzieller Instrumente ist dabei auf europäischer Ebene wünschenswert, um die Effizienz des gemeinsamen europäischen Finanzmarktes nicht zu gefährden und nationalen Protektionismus zu verhindern. Die Entscheidung über den Einsatz sowie die Dosierung der Instrumente sollte jedoch den nationalen makroprudenziellen Aufsehern vorbehalten sein.

Reziprozität vereinbart

Als erstes makroprudenzielles Instrument wird der antizyklische Kapitalpuffer geschaffen. Sein Hauptziel ist, exzessives Kreditwachstum zu vermeiden, das oft in enger Verbindung mit dem Aufbau systemweiter Risiken steht.²⁹⁾ Der antizyklische Kapitalpuffer soll ab dem 1. Januar 2016 eingeführt werden, im Regelfall eine Spanne von 0 % bis 2 ½ % der

risikogewichteten Aktiva aufweisen und aus hartem Kernkapital oder anderen verlustabsorbierenden Kapitalbestandteilen bestehen. Als wichtigsten Indikator für die Bemessung des Kapitalpuffers sieht der Baseler Ausschuss die Abweichung des Verhältnisses des an den Privatsektor gewährten Kreditvolumens zum Bruttoinlandsprodukt vom langjährigen Trend dieser Relation (Credit to GDP Gap) an. Sofern erforderlich sollen weitere Kriterien bei der Bestimmung der Pufferhöhe einbezogen werden können. Besondere Beachtung verdient in diesem Zusammenhang die vereinbarte Reziprozität. Setzt Deutschland zum Beispiel für Forderungen gegen heimische Kreditnehmer einen Puffer von einem Prozent, müssen andere Staaten ihren Banken für grenzüberschreitende Forderungen gegen deutsche Kreditnehmer den gleichen Puffer auferlegen. Der Puffer eines Instituts setzt sich somit aus dem mit den Forderungen gewichteten Mittelwert der jeweiligen nationalen Puffer zusammen.³⁰⁾

Das Krisenmanagement benötigt geeignete Mechanismen, die Ansteckungseffekte im Krisenfall unterbinden (sog. Circuit Breaker).³¹⁾ Die derzeit etablierten Circuit Breaker wirken vor allem auf geregelten Marktplätzen wie Börsen. Das Vorhandensein von Circuit Breakern kann bereits im Vorfeld Anreizprobleme reduzieren, Erwartungen stabilisieren und Panikreaktionen im Finanzsystem verhindern.

Einrichten von Krisenmechanismen

²⁸ Siehe hierzu auch Abschnitt Systemrelevante Finanzinstitute erhalten spezielle Regeln auf S. 67 f.

²⁹ Vgl.: Basel Committee on Banking Supervision (2010b). Derzeit wird an der Übernahme in europäisches Recht (CRD IV/CRR) gearbeitet, vgl.: European Commission (2011b).

³⁰ Für Puffer über 2 ½ % wird in der EU eine freiwillige Reziprozität angestrebt. Für Forderungen gegenüber Kreditnehmern in Drittstaaten, die den antizyklischen Puffer nicht anwenden, soll der ESRB Empfehlungen geben.

³¹ Dies können z. B. Regeln zur Handelsunterbrechung oder zur Zulässigkeit von Leerverkäufen nur bei Kurssteigerungen (Uptick Rule) sein.

Auch zuvor etablierte Datenverfügbarkeit und Transparenz aller relevanten Bereiche des Finanzsystems können dazu beitragen, Unsicherheiten zu verringern.

Datenlücken schließen

Erhebung zusätzlicher Daten, ...

Makroprudenzielle Behörden benötigen zur effizienten Ausübung ihres Mandats einen umfassenden Datenzugang zu allen relevanten Bereichen des Finanzsystems. Dazu zählen neben Banken alle relevanten Finanzintermediäre und Märkte. Der Datenbedarf leitet sich aus der Notwendigkeit ab, die Risiken und Risikofaktoren zu erkennen, das systemische Risiko zu messen, gesamtwirtschaftliche Kosten und Nutzen abzuschätzen sowie die optimale Kalibrierung von Instrumenten zu ermitteln. Das Vorhandensein einer ausreichenden Datenbasis für Krisenprävention und -management bildet dabei den Kerngedanken einer entsprechenden Initiative des FSB im Auftrag der G20.³²⁾ Nationale Behörden sollten zudem berechtigt sein, zusätzlich benötigte Daten zu erheben.

... um Tail-Risiken und Vernetzung abzuschätzen

Dabei sind Informationen auf Einzelinstituts-ebene und über Kontrahenten unerlässlich, um extreme Risiken (sog. Tail-Risiken) und den Vernetzungsgrad abschätzen zu können. Potenziell kritische Datenlücken resultieren aus unzureichenden Informationen über die Konzentration von Forderungen gegenüber Ländern und Sektoren sowie über Markt-, Refinanzierungs-, Kontrahenten- und Ansteckungsrisiken. Zudem müssen die Daten in höherer Frequenz und Granularität verfügbar sein und alle relevanten Dimensionen umfassen.³³⁾

Im Rückblick auf das Krisenmanagement in den vergangenen Jahren erweist sich insbesondere der Mangel an zeitnahen und präzisen Informationen zu Verschuldungsgrad, Fristentransformation oder anderen Refinanzierungsrisiken als kritisch. Bei der Betrachtung von Risiken steht zunehmend die Ultimate-Risk-Sichtweise im Vordergrund. Diese verlangt, Risikotransfers mit zu berücksichtigen, die sich zum Beispiel aus Konzernverflechtungen oder gewährten Garantien ergeben. Die Erhebung verbesserter Daten kann auch positive Rückwirkungen auf das Risikomanagement der Banken haben und zu mehr Marktdisziplin beitragen.

Ultimate Risk im Vordergrund

Quellenverzeichnis

Association for Financial Markets in Europe (2011), Market Analysis – The Nature and Scale of OTC Equity Trading in Europe, April 2011.

Basel Committee on Banking Supervision (2010a), Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, Dezember 2010.

Basel Committee on Banking Supervision (2010b), Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer, Dezember 2010.

Basel Committee on Banking Supervision (2011), Global systemically important banks: assessment methodology and the additional

³² Vgl.: Financial Stability Board (2011c).

³³ Z. B. Instrumente, Restlaufzeiten und Währungen.

loss absorbency requirement, Rules text, Oktober 2011.

Bank for International Settlements (2011), Central bank governance and financial stability, A report by a study group, Mai 2011.

Borio, C. und A. Crockett (2000), In search of anchors for financial and monetary stability, Greek Economic Review, 20, S. 1–14.

Committee on the Global Financial System (2011), Fixed income strategies of insurance companies and pension funds, CGFS Papers, Nr. 44, Juli 2011.

Deutsche Bundesbank (2010), Finanzstabilitätsbericht 2010, November 2010.

Deutsche Bundesbank (2011), Ansätze zur Messung und makroprudenzielle Behandlung systemischer Risiken, Monatsbericht, März 2011.

European Commission (2010), Proposal on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps, September 2010.

European Commission (2011a), Consultation on central securities depositories and on the harmonisation of certain aspects of securities settlement in the EU, Januar 2011.

European Commission (2011b), Proposal CRD IV/CRR, Juli 2011.

European Commission (2011c), Proposal for a regulation on markets in financial instruments, Oktober 2011.

Financial Stability Board (2011a), Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, Oktober 2011.

Financial Stability Board (2011b), Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board, Oktober 2011.

Financial Stability Board (2011c), Understanding Financial Linkages: A Common Data Template for Globally Systemically Important Banks. Consultation Paper, Oktober 2011.

G20 (2011), Communiqué G20 Leaders Summit, Cannes, November 2011.

Gomber, P. und A. Pierron (2010), MiFID – Spirit and Reality, September 2010.

International Monetary Fund (2011a), Macroprudential policy: An organizing framework, März 2011.

International Monetary Fund (2011b), Towards Effective Macroprudential Policy Frameworks: An Assessment of Stylized Institutional Models, November 2011.

O'Hara, M. (2001), Overview: Market Structure Issues in Market Liquidity, in: BIS, Market liquidity: proceedings of a workshop held at the BIS, BIS Papers, Nr. 2, April 2001.

Schoenmaker, D. und P. Wierts (2011), Macroprudential Policy: The need for a coherent policy framework, DSF policy paper series, Nr. 13.

Übersicht | Veröffentlichungen der Bundesbank zum Thema Finanzstabilität

Diese Übersicht informiert über ausgewählte Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank zum Thema Finanzstabilität aus neuerer Zeit. Soweit nicht anders vermerkt, stehen die Veröffentlichungen in deutscher und in englischer Sprache sowie im Internet zur Verfügung. Die Veröffentlichungen werden an Interessenten kostenlos abgegeben und sind über die Abteilung Kommunikation zu beziehen. Außerdem kann gegen Kostenerstattung eine monatlich aktualisierte Datei mit circa 40 000 veröffentlichten Zeitreihen der Bundesbank auf CD-ROM oder zum Herunterladen im Bundesbank-ExtraNet über die Abteilung Statistische Informationssysteme, mathematische Methoden bezogen werden. Bestellungen werden schriftlich unter den im Impressum angegebenen Anschriften erbeten. Eine Auswahl von Zeitreihen steht auch im Internet zum Herunterladen bereit.

FINANZSTABILITÄTSBERICHTE

Finanzstabilitätsbericht November 2010
 Finanzstabilitätsbericht November 2009
 Finanzstabilitätsbericht November 2007
 Finanzstabilitätsbericht November 2006
 Finanzstabilitätsbericht November 2005
 Bericht zur Stabilität des deutschen Finanzsystems Oktober 2004
 Bericht zur Stabilität des deutschen Finanzsystems Dezember 2003

AUFSÄTZE AUS MONATSBERICHTEN

September 2011 Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2010 | Internationale Zusammenarbeit in der Bankenregulierung: Historie und aktuelle Entwicklungen
 Juni 2011 Renditedifferenzen von Staatsanleihen im Euro-Raum | Grundzüge des Restrukturierungsgesetzes
 April 2011 Zu den Beschlüssen des Europäischen Rates zur künftigen Vermeidung und Bewältigung von Staatsschuldenkrisen
 März 2011 Ansätze zur Messung und makroprudenziellen Behandlung systemischer Risiken | Konsequenzen für die Geldpolitik aus der Finanzkrise
 Januar 2011 Anlegerverhalten in Theorie und Praxis
 Dezember 2010 Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2009

DISKUSSIONSPAPIERE REIHE 2: STUDIEN ZU BANKEN UND FINANZWIRTSCHAFT

- 12/2011 The effect of the interbank network structure on contagion and common shocks
- 11/2011 Improvements in rating models for the German corporate sector
- 10/2011 Bank bailouts, interventions, and moral hazard
- 09/2011 The importance of qualitative risk assessment in banking supervision before and during the crisis
- 08/2011 Systemic risk contributions: a credit portfolio approach
- 07/2011 The two-sided effect of financial globalization on output volatility
- 06/2011 Contagion at the interbank market with stochastic LGD
- 05/2011 Does modeling framework matter? A comparative study of structural and reduced-form models
- 04/2011 The price impact of lending relationships
- 03/2011 Do capital buffers mitigate volatility of bank lending? A simulation study
- 02/2011 Gauging the impact of a low-interest rate environment on German life insurers
- 01/2011 Contingent capital to strengthen the private safety net for financial institutions: Cocos to the rescue?