

Analyse der Geschäftspartnerumfrage zum Thema: „Veränderte Sicherheitennutzung und Collateral Scarcity“

Inhaltsverzeichnis

0. MANAGEMENT SUMMARY	1
1. EINLEITUNG	2
2. ERGEBNISSE DER UMFRAGE UND ANALYSE	3

0. Management Summary

- Die Deutsche Bundesbank hat eine Umfrage unter 14 ausgewählten Geschäftspartnern zum Thema „Veränderte Sicherheitennutzung und Collateral Scarcity“ durchgeführt.
- Die meisten befragten Institute sehen einen signifikanten Bedarfsanstieg an „High Quality Liquid Assets“ (HQLA), bedingt durch Regulierung und verändertes Marktverhalten.
- Die Interviewpartner sehen keine generelle Collateral Scarcity, jedoch gibt es bei einzelnen Asset-Klassen deutliche Knappheiten (z.B. Staatsanleihen DE, AT, FI) inklusive Anstiegen in den Knappheits- und Liquiditätsprämien. Diese Knappheiten könnten sich in Zukunft noch verstärken.
- Gestiegene Preise und teilweise Knappheiten führen zu in-house Anpassungen im Collateral Management. Diese fallen sehr heterogen aus. Hierzu zählen etwa die Optimierung fragmentierter interner Sicherheiten-Pools und die Anpassung der Allokations-Systeme bis hin zur Implementierung automatisierter Collateral Optimierer und die verstärkte Nutzung externer Triparty Services.
- Steigende Knappheit in einzelnen Asset-Klassen könnte zukünftig zu höheren Risiken führen (volatilere Preise, ein weiterer Anstieg der Fails im Abwicklungsprozess, sowie die Absenkung von Sicherheitsanforderungen am Markt).
- Die meisten Interviewpartner erwarten selbst in der mittleren Frist keine Einschränkung des Sicherheitenrahmens des Eurosystems. Folglich könnten nicht erwartete Anpassungen zu stärkeren Marktreaktionen führen.
- Die Arbeit der Bundesbank und des Eurosystems im Bereich Collateral Management (ECMS, T2/T2S Konsolidierung) wird durchweg positiv beurteilt. Ein fortlaufender up-to-date Informationsfluss zu den Eurosystemprojekten wird gewünscht.
- Verbesserungspotenzial sehen Interviewpartner in der Ausweitung des Leiheprogramms, bei der Harmonisierung zwischen (I)CSDs sowie bei der Verfügbarmachung der XS-Gattungen in T2S.
- Bei Zukunftsthemen im Post-Trade Bereich sehen die befragten Institute großes Potenzial für Automatisierung und DLT – Artificial Intelligence befindet sich noch in der Untersuchungsphase.

1. Einleitung

Nach der globalen Finanzkrise ist die Nutzung von Sicherheiten an den Finanzmärkten sehr viel wichtiger geworden, bedingt sowohl durch neue Regulierung als auch durch verändertes Verhalten der Marktteilnehmer. Es ist anzunehmen, dass sich diese Entwicklung in den nächsten Jahren fortsetzen wird. Im Zuge von Basel III/CRD IV müssen Finanzinstitute seit dem 01.01.2018 eine Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, LCR¹) erfüllen. Diese Mindestquote für die von den Banken zu haltende, kurzfristig verfügbare Liquidität hat die Nachfrage nach Sicherheiten von hoher Qualität und hoher Liquidität (High Quality Liquid Assets, HQLA) gesteigert. Ferner erhöht sich die Nachfrage nach hoch-qualitativen Sicherheiten durch das im Zuge von EMIR² eingeführte zentrale Clearing von OTC-Derivaten³ sowie durch den obligatorischen Austausch von Initial Margin zwischen Kontrahenten bei bilateraler Abwicklung. In den vergangenen Jahren wurde nun von Marktteilnehmern und Regulatoren verstärkt darüber diskutiert, ob marktfähige Sicherheiten – besonders solche, die eine hohe Qualität und Liquidität aufweisen – knapp werden könnten. Dies wird allgemein als „Collateral Scarcity“ bezeichnet. Collateral Scarcity kann sich grundsätzlich auf drei Arten manifestieren: Erstens kann die Nachfrage nach HQLA das Angebot absolut übersteigen; zweitens besteht die Möglichkeit, dass die Umlaufgeschwindigkeit („Velocity“)⁴ der verwendeten Papiere zu gering ist; drittens kann die Ausstattung einzelner Marktakteure mit ausreichend HQLA eingeschränkt sein. Im Rahmen dieser Analyse werden nur die ersten beiden Arten von Collateral Scarcity betrachtet.

Sollte der Tatbestand der Collateral Scarcity im deutschen Markt auch nur teilweise erfüllt sein, ergäben sich hieraus weitreichende Implikationen mit hoher Relevanz für die Bundesbank. So dürfte eine Knappheit von hohen und wahrscheinlich deutlich volatileren Preisen begleitet werden, was Auswirkungen auf die Finanzstabilität haben, aber auch zu isolierten Marktstörungen führen könnte. Hierzu zählen insbeson-

¹ Das Baseler Committee on Banking Supervision hat als Teile des Gesamtpaketes Basel III 2013 das Papier „The Liquidity Coverage Ratio (LCR) and liquidity risk monitoring tools“ sowie 2014 das Papier „The net stable funding ratio“ (NSFR) veröffentlicht. Die LCR wurde mit der Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation, CRR) verpflichtend eingeführt. Nach einer Einführungsphase muss sie seit 01.01.2018 zu 100 % erfüllt werden. Nach der Auswirkungsstudie der EBA wurde die NSFR als verbindlich in den Entwurf der Kommission für die CRR II vom 23.11.2016 aufgenommen. Die Finalisierung der CRR II wird jedoch erst für Q2/Q3 2019 mit einem Inkrafttreten ab 2021/22 erwartet.

Die LCR soll die kurzfristige Liquiditätssituation eines Institutes abbilden. Die Quote setzt den Bestand an hochliquiden Aktiva (high quality liquid assets, HQLA) ins Verhältnis zu den erwarteten Nettomittelabflüssen einer Stressphase über die nächsten 30 Tage und sollte grundsätzlich (außer in Zeiten von Stress) über 100 % liegen.

Die NSFR soll die längerfristige Liquiditätssituation eines Institutes abbilden. Die Quote setzt die „verfügbare stabile Finanzierung“ ins Verhältnis zur „erforderlichen stabilen Finanzierung“ und sollte grundsätzlich (außer in Zeiten von Stress) über 100 % liegen.

² Die European Market Infrastructure Regulation (EMIR-Verordnung, (EU) Nr. 648/2012) zur Regulierung des außerbörslichen Derivatehandels wurde aufgrund der Erfahrungen der Finanzkrise verabschiedet. Ziel ist es, den außerbörslichen (over the counter) Derivatehandel dadurch transparenter und sicherer zu machen, dass standardisierte OTC-Derivate über zentrale Gegenparteien (Central Counter Parties, CCPs) abgewickelt und an Transaktionsregister gemeldet werden müssen.

³ OTC steht für „over-the-counter“ und meint Transaktionen die außerhalb von Börsen getätigt werden.

⁴ In diesem Zusammenhang wird Velocity als Umlaufgeschwindigkeit des beweglichen Collaterals definiert, während von dem – zur umfassenden Definition von Velocity gehörenden – nicht beweglichen Anteil an Assets abstrahiert wird.

dere Liquiditätsengpässe, die besonders durch einen beeinträchtigten Geldmarkt hervorgerufen werden könnten, aber auch operative Beeinträchtigung beispielsweise durch fehlgeschlagene Abwicklungsprozesse (Fails) und damit Lieferschwierigkeiten entlang der gesamten Lieferkette. Ein vermehrter Abzug von HQLA aus Bundesbankdepots erscheint angesichts des derzeit weit gefassten notenbankfähigen Sicherheitenrahmens wahrscheinlich. Dass sich der Anteil der (illiquiden) Kreditforderungen am bei der Deutschen Bundesbank eingereichten Sicherheitengesamtbestand in den letzten fünf Jahren fast verdoppelt hat, ist vermutlich Ausdruck dieses Prozesses. Eine Rückführung der temporären Erweiterungsmaßnahmen des Eurosystems könnte somit potentiell zu einer Verstärkung der Knappheit beitragen. Aber auch ohne Marktstörungen würden Knappheiten von HQLA einen Einfluss auf den Markt ausüben. So wären Anpassungen der Angebots- und Nachfragewege wahrscheinlich und Auswirkungen auf die Umlaufgeschwindigkeit (Collateral Velocity) denkbar. Beispielsweise könnten neue Akteure wie etwa Versicherungen als neue Anbieter in den Markt eintreten. Da die Bundesbank durch ihre liquiditätsbereitstellende Funktion, als Regulator und Überwacher, aber auch als Betreiber und Mitgestalter der Eurosystem-Infrastruktur sowie der Einreichungswege direkt von diesen Entwicklungen betroffen wäre, ist eine genauere Betrachtung dieser Thematik von großer Bedeutung.

Vor diesem Hintergrund hat die Deutsche Bundesbank im Zeitraum Mai bis August 2018 eine Umfrage bei ihren größten Geschäftspartnern – gemessen an der Sicherheitennutzung – zum Themenkomplex „Veränderte Sicherheitennutzung und Collateral Scarcity“ durchgeführt. Insgesamt wurden 14 Geschäftspartner bzw. Verbände befragt. Die befragten Geschäftspartner umfassen große Geschäftsbanken, Landesbanken sowie international tätige Institute. Per 28. Juni 2018 hatten diese Geschäftspartner Sicherheiten im Umfang von 84,5 Mrd. € bei der Bundesbank eingereicht, was 31% der gesamten eingereichten Sicherheiten entspricht (56% der durch Triparty eingereichten Sicherheiten)⁵. Der folgende Abschnitt fasst die Ergebnisse der Umfrage zusammen und analysiert die Konsequenzen daraus.

2. Ergebnisse der Umfrage und Analyse

Collateral Scarcity

Die Ergebnisse der Geschäftspartnerumfrage decken sich mit den Erkenntnissen der einschlägigen Literatur. So waren sich die Interviewpartner einig, dass es keine generelle Collateral Scarcity in Deutschland gebe oder diese zu erwarten sei. In ihrer

⁵ Triparty Collateral Management Services ermöglichen es einem Geschäftspartner, den Wert der bei der Zentralbank hinterlegten Sicherheiten durch Rückgriff auf die bei einem Triparty-Agenten gehaltenen Sicherheiten zu erhöhen oder zu senken.

Umfrage von 2014 kamen Capel und Levels von De Nederlandsche Bank zu einem vergleichbaren Ergebnis für den niederländischen Finanz- und Versicherungssektor.⁶ Ein signifikanter Bedarfsanstieg an HQLA sei jedoch zu beobachten, wodurch die Preise für diese Sicherheitenklassen ebenfalls deutlich gestiegen seien. Als Ergebnis drücke der Preisanstieg das Zinsergebnis einiger Institute. Viele Interviewpartner erwarten einen weiteren Anstieg der Nachfrage nach HQLA. Als besonders beeinflussendes singuläres Ereignis wurden häufig die Übererfüllung der LCR-Quote und die daraus resultierenden Hortungseffekte genannt.

Auch wenn die Interviewpartner für Deutschland keine generelle Collateral Scarcity sehen, so beobachten sie dennoch Knappheiten in einigen Asset-Klassen, die in Zukunft zunehmen könnten. Ursächlich für Knappheiten in bestimmten Asset-Klassen ist, dass es sich bei den Sicherheiten – bezogen auf die Wertpapiereigenschaften – nicht um einen homogenen Markt handelt. Dadurch sind Substitutionsmöglichkeiten stark eingeschränkt. Daher konzentriert sich die Nachfrage auf einige wenige Asset-Klassen, die besondere Kriterien erfüllen, aber kein elastisches Angebot aufweisen. So seien Bundesanleihen bestimmter Laufzeiten bereits heute sehr knapp. Auch andere Anleihen aus Kerneuropa seien deutlich schwerer zu erhalten. Folglich steigen die Preise der Sicherheiten durch Knappheits⁷- und Liquiditätsprämien.⁸

Besonders zu Stichtagen verstärke sich die Knappheit. Ein weiterer restringierender Faktor (gerade bei Bundeswertpapieren) seien große Nachfrager, die am Markt tätig sind. Hier seien insbesondere das Eurosystem mit seinem Anleiheankaufprogramm, aber auch andere Notenbanken zu nennen. Leiheprogramme seien hilfreich, um Knappheiten zu mindern, jedoch böten nicht alle großen Käufer eine solche Möglichkeit. Das Leiheprogramm des Eurosystems sei ein guter Anfang, solle laut den Interviewpartnern aber ausgebaut werden. Eine Prüfung dieses Ausbaus seitens der Bundesbank bzw. des Eurosystems sei daher angeraten, um den Knappheitstendenzen am Markt entgegenzuwirken sowie um Settlement Fails und die Volatilität zu senken. Neben den Nachfrage-Effekten seien die gestiegenen Besicherungsanforderungen durch Regulierung (insbesondere EMIR und die LCR, aber auch Solvency II) und allgemeine Markttendenzen steigender Besicherung auch bei bilateralen Geschäften der Hauptgrund für diese vereinzelt Knappheiten.

⁶ Capel, Jeannette und Levels, Anouk (2014): *Collateral optimisation, re-use and transformation: Developments in the Dutch financial sector*. DNB Occasional Studies Vol.12/No. 5.

⁷ Knappheitsprämien zeigen sich beispielsweise bei Bundesanleihen. Die Knappheitsprämie ist hierbei definiert als Zinsabstand zwischen den Zinssätzen aus den EONIA gekoppelten Swapkontrakten und laufzeitgleichen Bundesanleiherenditen.

⁸ Siehe Deutsche Bundesbank Monatsbericht Juli 2018: „Der Markt für Bundeswertpapiere: Halterstruktur und wesentliche Einflussfaktoren auf die Renditeentwicklung“
www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichte/2018/2018_07_monatsbericht.html

Knappheiten werden außerdem bei Anleihen der deutschen Bundesländer sowie bei qualitativ hochwertigen Unternehmensanleihen gesehen. Es sei jedoch einschränkend darauf hingewiesen, dass Knappheiten selbst in einer großen Anzahl von Asset-Klassen nur dann zum Problem werden, wenn überhaupt keine Substitutionsmöglichkeiten bestehen. Derzeit stellen Barguthaben (Cash Collateral) aber ein in den meisten Fällen adäquates Substitut dar. Sollte die Überschussliquidität jedoch absinken, könnte diese Substitutionsmöglichkeit zurückgehen. Anstiege von HQLA-Collateral würden diesen Effekt nicht kompensieren, und zwar aufgrund der Halter- und Käuferstruktur und wegen der (geringeren) Qualität der beim Eurosystem eingereichten Sicherheiten. Auch wiesen einige Institute darauf hin, dass die Gewöhnung an Cash Collateral potenzielle Risiken auf Einzelinstitutsebene erzeugen könne, wenn die Überschussliquidität abnimmt und die Expertise zur Beschaffung knappen Collaterals fehle. Somit sei Collateral Scarcity im Sinne der o.g. dritten Ausprägung – also auf Einzelinstitutsebene – nicht auszuschließen. Ein ebenfalls zu beobachtendes potenzielles Risiko liegt in der möglichen Absenkung der Sicherheitenanforderungen bei bilateralen Geschäften begründet, die auf Basis von Knappheiten erforderlich werden könnten.

Als Ergebnis dieser Knappheiten sei es ebenfalls wahrscheinlich, dass sich Nachfrage- und Angebotskanäle anpassen und der Markt bei der Beschaffung insgesamt flexibler werde. Eine Begleitung dieses Prozesses erscheint aus Sicht der Bundesbank sinnvoll. Gegebenenfalls sind weitere Umfragen zur Aufdeckung von Anpassungen am Markt hilfreich, vor allem, wenn eine Rückführung des erweiterten Sicherheitenrahmens des Eurosystems Knappheitstendenzen potenziell verstärkt und Marktreaktionen nicht eindeutig bestimmbar sind. Auch würden die Reinvestitionskäufe des Eurosystems im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) in Kombination mit dieser Rückführung signifikante Knappheiten in einzelnen Asset-Klassen verstärken.

In Bezug auf die zweite Art von Collateral Scarcity, die definiert ist als unzureichende Collateral „Velocity“ (Umlaufgeschwindigkeit), lässt sich auf Basis der Umfrage keine abschließende Aussage treffen. Grundsätzlich waren sich die Interviewteilnehmer einig, dass es Beschränkungen am Markt gebe, die eine Steigerung der Umlaufgeschwindigkeit behindern. In der Frage, wie realistisch der Abbau dieser Beschränkungen sei, gingen die Meinungen jedoch deutlich auseinander. Ob die Knappheit den Druck zum Abbau der Beschränkungen erhöhen wird oder aber die Wertpapiere aufgrund der Knappheit deutlich länger gehalten werden, ist somit nicht eindeutig vorherzusehen.

Optimierung in der Sicherheitenverwendung

Als Ergebnis der vereinzelt Knappheitstendenzen und regulatorischen Änderungen haben viele Institute ihre internen Systeme zur Sicherheitenverwaltung angepasst. Die Änderungen sind hierbei als sehr heterogen einzustufen. Einige Interviewpartner fragen vermehrt Triparty Services (d.h. Nutzung von Sicherheitenverwaltungssystemen externer Anbieter, wie z. B. Clearstream Banking). nach. Andere Geschäftspartner haben ihre internen Systeme so angepasst, dass der Handelsbestand automatisch auf HQLA-Fähigkeit hin untersucht und die Sicherheiten prioritätengesteuert in der Nutzung optimiert werden. Allerdings unterscheiden sich die Systeme deutlich. So sprachen einige Interviewpartner von signifikanten Änderungen in ihren internen Systemen. Neuartige Systeme können teilweise in Echtzeit Verträge lesen, neue Daten den bisherigen Zeitreihen hinzufügen und durch Machine Learning-Algorithmen eine bestmögliche Verwendung des vorhandenen Collaterals gewährleisten. Solche Optimierungssysteme sind jedoch nicht für jedes Institut und jedes Geschäftsmodell relevant und sinnvoll.

Es lässt sich festhalten, dass Sicherheitenoptimierung in Summe durch die Anpassung sowie den Auf- und Ausbau der internen Collateral Management Systeme vollzogen wird, während die Auslagerung des Optimierungs-Managements zu Triparty Services nur von einigen wenigen Geschäftspartnern als Optimierungsstrategie genannt wurde. Dabei werden die Services der Triparty Agenten oft maßgeschneidert. So werden von den Triparty-Nutzern beispielsweise die optimalen Allokationsregeln vorgegeben oder Tabellen für Bewertungsabschläge auf Basis der einzelnen Wertpapierkenn-Nummern bzw. Einzelinstituts-Basis übermittelt. Neben diesen Systemveränderungen lassen sich grundsätzlich Zentralisierungstendenzen, also die Zusammenlegung mehrerer Sicherheitenpools, die stärkere Vernetzung von Front- und Back-office, die Reduktion von IT-Komplexität und die verstärkte Digitalisierung und Automatisierung als allgemeine Trends der Optimierung des Sicherheitenmanagements ausmachen. Besonders der Abbau der derzeit noch stark fragmentierten internen Sicherheitenpools verspricht signifikante Optimierungspotenziale.

Das Antwortbild unserer Geschäftspartner weist eine deutlich höhere Optimierungsquote auf als die vergleichbare Umfrage der De Nederlandsche Bank 2014 (Capel und Levels, 2014). Dies scheint zum einen der fortgeschrittenen Regulierung und zum anderen der Zusammensetzung der Umfrageteilnehmer geschuldet zu sein. So zielt unsere Umfrage auf geldpolitische Geschäftspartner und umfasst keine Versicherungen oder Asset Manager.

Bewertung der Eurosystem- und Bundesbank Maßnahmen

Die meisten Interviewpartner haben sich ausdrücklich lobend über das T2/T2S-Konsolidierungsprojekt geäußert. Dieses biete signifikante Verbesserungen in der Liquiditätssteuerung. Auch die Verknüpfung mit TIPS (TARGET Instant Payment Settlement) sei hierbei ein großer Vorteil, da die hier gehaltene Liquidität für die Mindestreserve genutzt werden kann. Ebenfalls als sehr positiv wurde das Verfahren KEV (Kreditforderungen – Einreichung und Verwaltung) bewertet. Die technische Struktur und Bedienung, aber auch die Unterstützung im Tagesbetrieb seien sehr gut. Es müsse gerade im Hinblick auf weitere Harmonisierungsanstrengungen darauf geachtet werden, dass dieses Leistungsniveau unter keinen Umständen verschlechtert werde. In diesem Zusammenhang wurde auch die Bonitätsprüfung der Bundesbank bei fehlenden Marktratings lobend hervorgehoben.

Die Harmonisierungsanstrengungen werden ebenfalls befürwortet, wobei hier noch enormes Potenzial gesehen wird. Hierbei hat der Markt die Hoffnung, dass sich Notenbankvorgaben auch auf Marktstandards erweitern und so Harmonisierung im Markt gelingt. Die Ziele der gemeinsamen Eurosystem Plattform zur Sicherheitenverwaltung (ECMS, Eurosystem Collateral Management System) sowie die Integration und Harmonisierung der europäischen Finanzmärkte werden vollumfänglich unterstützt. ECMS sei außerdem zu begrüßen, da weniger Schnittstellen zu den nationalen Zentralbanken aufrechterhalten werden müssen. Neben einem divergierenden Serviceangebot der nationalen Systeme sind vor allem die hohen Anpassungskosten in Folge technischer Releases als problematisch zu betrachten. Des Weiteren besteht seitens der meisten Gesprächspartner der Wunsch, durch ECMS eine vereinfachte grenzüberschreitende Nutzung von Sicherheiten zu erreichen. Die Unterschiede zwischen nationaler und grenzüberschreitender Mobilisierung könnten durch ECMS abgebaut werden. Zukünftig sollten Sicherheiten auch über Ländergrenzen hinaus ebenso einfach und effizient mobilisiert werden können, wie es heute bereits im nationalen Umfeld der Fall ist.

Langfristige Trends im Collateral Management

Einige Interviewpartner untersuchen den potenziellen Einsatz der Blockchain-Technologie. Eine digitalisierte Übertragung von Wertpapieren in einer DLT/ Blockchain Umgebung sei besonders sinnvoll, da Wertpapiere ohnehin nicht mehr physisch übertragen würden, bestehende Prozesse aber weiterhin aufwändig und wenig effizient erscheinen. In diesem Zusammenhang wurde die Rolle der Bundesbank als Katalysator und Begleiter im Markt gelobt. Diese Rolle solle die Bundesbank auch in Zukunft beibehalten und dazu beitragen, dass Innovationen nicht behindert werden. Dies gelte auch für andere technologische Innovationen, wobei die Blockchain die

wichtigste für den Post-Trade Bereich darstelle. Des Weiteren seien einige AI-Komponenten⁹ vielversprechend.

Für die Zielerreichung erwarten die Interviewpartner u.a. verstärkte Anstrengungen des Eurosystems im Bereich der Harmonisierung. Verbesserungspotenzial wird in der grenzüberschreitenden Nutzung von T2S gesehen. So müssten alle Eurobonds (sog. XS-ISINs) in T2S verfügbar gemacht werden, und die Verbindungen zwischen den Zentralverwahrern (sog. Links) deutlich ausgebaut werden. Zudem müsse eine signifikante Harmonisierung innerhalb der CSD/ICSD Strukturen stattfinden und das Potenzial im grenzüberschreitenden Settlement gehoben werden. Steigende Kosten in T2S hätten volumenreduzierendes Anpassungsverhalten zur Folge. Eine stärkere Fokussierung auf die Multiwährungsfähigkeit von T2S wäre ebenfalls zu begrüßen.

⁹ Artificial Intelligence (AI) bietet aufgrund der immer größeren Datenmengen, die häufig in Echtzeit zur Verfügung stehen (Big Data), eine potenzielle Optimierungsmöglichkeit für den Post-Trade Bereich. Sie beschreibt intelligentes Maschinenverhalten, das auf Basis von Machine Learning Ansätzen zu einer eigenständigen Anpassung der Entscheidungsalgorithmen führt.