

Finanzstabilitätsbericht 2011

Das Dilemma der Bundesbank

Die Deutsche Bundesbank ist in der Eurokrise in einem echten Dilemma. Einerseits muss sie sich im Sinne ihres gesetzlichen Auftrags zur Wahrung der Preisstabilität klar und eindeutig gegen alle Bestrebungen wehren, fiskalpolitische Fehlentwicklungen durch geldpolitische Mittel zu bekämpfen. Und andererseits kann sie sichtbare Gefährdungen der Finanzstabilität auch nicht einfach ignorieren, sondern muss sie offensiv benennen. Derzeit tut die Notenbank beides, und das passt einfach nicht so recht zusammen. So spricht sich Bundesbankpräsident Jens Weidmann, wo immer er kann, tapfer gegen einen weiteren Einsatz der Europäischen Zentralbank beim Aufkauf von europäischen Staatsanleihen und die Auflage von Eurobonds aus. In der Sache unterstützt wird er dabei von seinen Vorstandskollegen. Aber bei der aktuellen Lageeinschätzung kommt die Bundesbank natürlich nicht umhin, von der europäischen Staatsschuldenkrise als dem größten Risiko für das deutsche Finanzsystem zu sprechen.

Mitte November 2011 haben Sabine Lautenschläger und Andreas Dombret genau das bei der turnusmäßigen Vorstellung des Finanzstabilitätsberichtes 2011 getan. Und auch gleich im ersten Satz des Vorwortes dieser Bestandsaufnahme wird dies als das derzeit wichtigste Problemfeld aufgegriffen. Mehr noch: Als ob die Berichterstatter geahnt hätten, wie schnell die Turbulenzen an den Märkten fortschreiten, weisen sie bereits im Prolog darauf hin, die aktuellen Entwicklungen nur bis zum Anfang der zweiten Novemberwoche berücksichtigt zu haben.

Im Übrigen enthält der Bericht sowohl mit Blick auf Italien und Spanien als auch auf die unkalkulierbare Ansteckungsgefahr für die Banken Klartext: „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.“

Kaum eine Woche später ist dieses Szenario an den Märkten in aller Schärfe eingetreten. Niemand weiß so recht, wie sich Italien, Spanien und selbst Frankreich bei den zuletzt aufgerufenen Konditionen in den kommenden Monaten refinanzieren sollen. Sogar Deutschland hat spüren müssen, dass seine Platzierungsfähigkeit zu den aufgerufenen

Bedingungen kein Selbstläufer ist. Und dass es in puncto Staatsverschuldung anderswo in der Welt auch nicht besser aussieht als in Europa, wird zur Beruhigung der Märkte nicht helfen.

Was nutzt es vor diesem Hintergrund der deutschen (Finanz-)Wirtschaft, dass es ihr vergleichsweise gut geht? Zwar darf die Deutsche Bundesbank in ihrem Finanzstabilitätsbericht noch den anhaltenden konjunkturellen Rückenwind aus einem überraschend langen intakten Aufschwung loben. Sie bescheinigt der hiesigen Kreditwirtschaft brav die Beherrschung ihrer Kreditrisiken sowie eine spürbare Rückführung der Wertberichtigungen. Und selbst für die Haushaltslage des Bundes hat sie im Vergleich zu anderen Ländern ein positives Wort übrig. Doch mit Blick auf die Gesamtlage in Europa klingen die Erwartungen der Notenbank eher skeptisch. Denn viele Indikatoren für die Entwicklung der kommenden Monate haben sich ins Negative gewendet.

Beobachter fühlen sich an den Herbst 2008 erinnert. Aber ganz genauso wie damals kann sich das Szenario nicht wiederholen. Denn seinerzeit waren es die Staaten, die mit ihrer expansiven Ausgabenpolitik den nach unten weisenden Märkten das notwendige Vertrauen geben konnten. Heute kann das nur die EZB. Eurobonds und/oder ein ungebremster Ankauf von Staatsanleihen bleiben als mögliche Instrumente weiter akut auf der Agenda. Die EZB steht faktisch im Wettbewerb mit anderen Zentralbanken um die expansivste Krisenpolitik. Letztlich geht die weltweit überbordende Staatsverschuldung zulasten kommender Generationen.

Unternehmensanleihen

Gemäß dem Zeitgeist

Die deutsche Wirtschaft, insbesondere der Mittelstand, steht vor einem Problem. Verließen sich die Unternehmer bislang zur Finanzierung zu einem großen Teil – und deutlich stärker als in anderen europäischen Ländern oder den USA – auf Kredite von Banken, so werden Letztere aufgrund schlechter Refinanzierungsmöglichkeiten im Markt bald ihre Zinssätze beziehungsweise Margen entsprechend korrigieren müssen. Konsequenz: Kredite werden zögerlicher vergeben oder sie werden teurer. Die HVB beispielsweise hat gerade bekannt gegeben, ihre Kreditvergabe um ein Fünftel reduzieren zu wollen. Betrachtet man die Konditionen etwa im Fünfjahresbereich, so wird schnell deutlich, dass sich Unternehmen bereits heute günstiger am Kapitalmarkt refinanzieren können als Kreditinstitute.

Als alternative Finanzierungsform etabliert sich daher immer stärker die Unternehmensanleihe – auch für mittelständische Unternehmen. Wegbereiter waren an den Banken vorbei seit Herbst 2010 insbesondere die regionalen Börsen, die den Unternehmen eine leicht zugängliche Infrastruktur auch zu privaten Investoren zur Verfügung stellen. Ein Jahr später waren allein in Stuttgart 18 Anleihen von 16 Unternehmen mit einem Gesamtvolumen von über 1,3 Milliarden Euro gelistet – Tendenz steigend. Und auch die Deutsche Börse hat im Februar 2011 mit dem Entry Standard nachgezogen. Tatsächlich hat dieser Finanzierungsweg aus Sicht vieler Unternehmen seinen Charme: Bislang hatten gerade Mittelständler oft Angst, mit der Hereinnahme von Aktionären, also Eigenkapital, einen Teil ihrer unternehmerischen Gestaltungsfreiheit aufgeben zu müssen. Per (nicht nur börsengehandelter) Anleihe können sie auf einfachem Wege frisches Geld bekommen, als Fremdkapital, ohne dass sich in der Unternehmensführung etwas ändert.

Dass der Frankfurter Marktbetreiber den Start seines Prime Standards, also des Qualitätssegments für Unternehmensanleihen, aufbauend auf dem Erfolg bei börsengehandelten Anleihen im Einstiegsegment nun nach oben ausbaut, ist ein konsequenter Schritt – mit dem er sich von den regionalen Wettbewerbern absetzt. Emissionsvolumina ab 100 Millionen Euro stellt sich die Börse hier vor, was also zumeist größeren Unternehmen vorbehalten sein wird. Wie attraktiv der Gesamtmarkt ist, zeigt die Statistik: Anleihen im Volumen von rund 120 Milliarden Euro wurden europaweit in den ersten sechs Monaten 2011 begeben, mehr als achtmal so viel wie im Vorjahreszeitraum. Gut ist dabei, dass die Börse die Transparenzanforderungen gegenüber denen im Entry Standard deutlich erhöht hat und nicht sechs, sondern 24 der von der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse (DVFA) gesetzten Kennzahlen veröffentlicht werden müssen. Denn angesichts der sich derzeit abzeichnenden Auftragsrückgänge könnte die Zahl der Unternehmenspleiten noch einmal deutlich steigen.

Auch aus Sicht des (langfristigen) Anlegers und Investors bieten Unternehmensanleihen mit meist attraktiven Zinsen eine gute Alternative zu Aktien beziehungsweise deren Dividenden – zumindest solange das Geschäft abseits vom Handel im Millisekundentakt ein etwas ruhigeres bleibt (siehe auch Seite 1232 in dieser Ausgabe). Anders als bei Zertifikaten & Co. wird zudem der allzu oft verloren gegangene Bezug zur Realwirtschaft wieder (be-)greifbarer, was sicherlich dem Zeitgeist entspricht. Wie lange das derzeit wachstumsstarke und attraktive Segment wohl vom (Über-)Eifer institutioneller Investoren und hochvolumigen Spekulationen verschont bleiben wird?

Deutsche Bank I

Kirch's Rache

Im Februar 2012 jährt sich der Tag, an dem Rolf-E. Breuer jenen fatalen Satz über die möglicherweise nicht mehr ganz einwandfreie Kreditwürdigkeit des Medienunternehmers Leo Kirch fallen ließ, nun schon zum zehnten Mal. Und ganz unabhängig, ob zu Recht, zu Unrecht, bestraft oder straffrei – es gibt Dinge, die man lieber nicht gesagt hätte. Dieser Satz gehört sicherlich nicht nur aus Sicht Breuers, sondern inzwischen der gesamten Deutschen Bank zweifelsfrei dazu. Schließlich muss man sich schon viel länger und viel intensiver mit dieser Sache beschäftigen, als allen Beteiligten dieser einen, der Bankseite, lieb sein kann. Kaum ein Monat vergeht, an dem das Institut sich nicht wieder in den Schlagzeilen findet, die Hausanwälte brütend die Köpfe zusammenstecken oder gar einer der ehemaligen oder amtierenden Bankvorstände mal wieder in einem Gerichtssaal erscheinen muss. Es wird munter geklagt, abgelehnt, beschuldigt, durchsucht und verhandelt.

Wer geglaubt haben sollte, mit dem Tod des Medienunternehmers würde etwas Ruhe einkehren, sieht sich getäuscht. Die Anwälte Kirchs, allen voran der Münchener Peter Gauweiler, lassen nicht locker. Warum auch? Denn es ist völlig unerheblich, ob der Ausspruch Breuers nun tatsächlich zum Niedergang des Kirch-Imperiums geführt hat oder eben nicht. Der Betroffene kann das durchaus so empfinden. Und dann strebt er vor allem nach Rache – natürlich auch nach milliardenschwerem Schadenersatz und vielleicht noch ein kleines bisschen nach der vielbeschworenen Gerechtigkeit. Bislang allerdings haben Kirchs Anwälte wenig erreicht. In zahllosen Zivilverfahren konnte (noch) keine Schuld festgestellt werden.

Ob nun mit der Durchsuchung von Privat- und Vorstandsräumen und der Aufnahme eines Ermittlungsverfahrens gegen Breuer, Ackermann & Co. eine Wende eintritt? Wahrscheinlich nicht. Es wird nur erneut die ein oder andere Anhörung beziehungsweise Verhandlung stattfinden, die ein oder andere Schleife gedreht werden, bis man dieses Thema zu den Akten legt und sich einem neuen zuwendet. Dass es diesmal zu Verurteilungen kommen könnte, dürfen die Kirch-Leute ebenso wenig hoffen, wie die Deutsche Bank, dass Ruhe einkehren wird. Sie muss sich vorwerfen lassen, Kirch und seine Rachsucht unterschätzt zu haben. Zwar halten sich Imageprobleme dank Peanuts und Victory-Zeichen in Grenzen, da gibt es kaum noch mehr zu ruinieren. Doch sollten die Ermittlungen tatsächlich dazu beigetragen haben, den Sinneswandel von Ackermann hinsichtlich eines Wechsels in den

Aufsichtsrat herbeizuführen, so hat es Kirch doch noch geschafft, der Deutschen Bank zu schaden – Corporate Governance hin oder her.

Deutsche Bank II

Nüchternes Kalkül im Asset Management

Die Deutsche Bank richtet den Einsatz ihres Kapitals ziemlich genau an dem momentanen oder absehbaren Erfolg ihrer Geschäftsbereiche aus. Insofern ist es normal, dass in Zeiten drohender Kapitalknappheit wieder einmal all jene Aktivitäten, Produkte und Regionen in den Fokus geraten, die den Renditeansprüchen der Bank nicht oder noch nicht entsprechen. Schon in den vergangenen Jahren gehörte der Geschäftsbereich Asset Management immer wieder zu dieser Kategorie der überprüfungswürdigen Geschäftsfelder. Daran festgehalten wurde letztlich, weil es sich um einen vergleichsweise stabilen Unternehmenszweig handelt, der mit seinen geringen Risikoaktiva ein gewisses Gegengewicht zu dem sehr volatilen Investmentbanking schaffen kann.

Mit entsprechenden Ergebnissen gegläntzt hat das Asset Management freilich nicht, auch wenn sich das in der Segmentberichterstattung der Bank lediglich an den Zahlenangaben im Lagebericht nachvollziehen lässt. Dort wird die Vermögensverwaltung institutioneller Kunden sowie das Angebot von Investmentfonds und anderer Anlageprodukte für Privatkunden zusammen mit dem Wealth Management geführt. Für das laufende Jahr beispielsweise wird dem gesamten Bereich per 30. September 2011 zwar ein im Vergleich zum Vorjahreszeitraum deutlich gestiegenes Ergebnis vor Steuern in Höhe von 602 (152) Millionen Euro bescheinigt. Von der Steigerung um 451 Millionen Euro darf sich das Private Wealth Management aber 307 Millionen Euro zurechnen und das Asset Management nur 143 Millionen Euro.

Die Grundtendenz indes war in den vergangenen Jahren regelmäßig klar: Wenn das Investmentbanking boomt, schrumpfen die Ergebnisbeiträge der anderen Geschäftsbereiche zu Marginalien. Und wenn Corporate Banking and Securities schwächelt, schafft mittlerweile allenfalls der Bereich Private and Business Clients ein richtiges Gegengewicht. Im Unternehmensbereich Asset and Wealth Management machte auch die Cost Income Ratio des Segments mit knapp unter 100 Prozent und teilweise auch darüber seit Jahren keine wirkliche Hoffnung auf Besserung. Und die Hinweise auf mögliche Synergieeffekte zwischen den einzelnen

Geschäftsfeldern, wie sie bei einer breiten Aufstellung der Segmente zweifellos an vielen Stellen auftauchen und in der internen Unternehmensrechnung sicherlich erfasst werden, reichen für eine unangefochtene Existenzberechtigung offensichtlich auch nicht mehr. Folgerichtig prüft Bank erneut, inwieweit sie weltweit als Asset Manager fungieren will.

An dem eigenen Anspruch gemessen, in allen Geschäftsfeldern zu den Marktführern gehören zu wollen, ist diese Grundsatzfrage nur konsequent. Denn mit dem volatilen, bewusst auf die Risikolohnabzielenden Investmentbanking passt das Asset Management nur bedingt zusammen. Asset Manager haben von der Unternehmenskultur her eine ganz andere Interessenlage als Investmentbanken. Sie haben dann den größten Zulauf von Investoren wie Pensionskassen, Lebensversicherungen, Zentralbanken oder auch Staatsfonds, wenn diese Investoren ihre Dienstleister einer nachhaltigen, langfristig orientierten und möglichst risikoarmen Strategie verpflichtet sehen. Diese Anforderungen richten sie auch an die Corporate Governance der Unternehmen, in die sie investieren. Nicht von ungefähr sind die weltweit größten Asset Manager längst nicht mehr die Banken, sondern Blackrock, State Street, Allianz, Fidelity und Vanguard.

Bei der Prüfung der strategischen Optionen ihres Asset Managements wird es deshalb die Kunst für die Deutsche Bank sein, die Synergieeffekte zu ihren anderen Geschäftsfeldern so weit zu erhalten, dass sie sich weltweit unter den führenden Anbietern von Finanzlösungen halten kann. Dass dabei die DWS mit all ihrer Kompetenz speziell am deutschen Markt ein wichtiges Asset bleiben soll, ist nachvollziehbar. Aber das ist nicht mehr Asset Management in großem Stil.

Algorithmischer Handel

An die Kandare!

Der automatisierte Handel im Millisekundentakt ist nicht per se etwas Schlechtes. Dennoch müssen dem immer noch weitgehend unreglementierten Bereich Grenzen gesetzt werden. Denn durch extrem schnelle Transaktionen und Herdeneffekte zwischen Hochfrequenzhändlern können vorhandene Kursverluste schnell ausgeweitet und verstärkt werden. Diese Sorge teilt auch die Bundesbank (siehe auch Kreditwesen 18-2011 und jüngster Stabilitätsbericht). So hat sich gerade in der Vergangenheit mehrfach gezeigt, dass sich Aktien durch algorithmische Geschäfte deutlich von

ihren vorherigen Werten entfernt haben, ohne dass diese Entwicklung durch neue Unternehmensnachrichten begründet war – der „Flash Crash“ in den USA im Mai 2010 dürfte wohl das prominenteste Beispiel sein. In den meisten Fällen freilich haben sich die Papiere zwar innerhalb einiger Zeit wieder erholt. Dennoch können solche Entwicklungen erheblichen Schaden anrichten.

Auch das gewichtigste Argument für den Hochfrequenzhandel, der mittlerweile rund 40 Prozent des hiesigen und 70 Prozent des US-amerikanischen Handelsgeschehens ausmacht, gilt nicht pauschal: So haben die vergangenen Monate gezeigt, dass die zusätzlich zur Verfügung gestellte Liquidität in adversen Marktsituationen zusammen mit dem Interesse der Hochfrequenzhändler schnell wieder verloren geht – also genau dann, wenn sie am dringendsten gebraucht wird. Dass extrem schnelle Programme zur Marktmanipulation und zur unfairen Vorteilsnahme gegenüber langsameren Investoren missbraucht werden können, beschäftigt zudem die Aufsichtsbehörden – von den möglichen Auswirkungen von Programmfehlern einmal ganz zu schweigen.

Dass die EU-Kommission mit ihrem Vorschlag zur Novelle der Marktorganisations-Richtlinie MiFID und zur Revision der Vorgaben im Kampf gegen Insiderhandel und Marktmanipulation auch auf die Entwicklungen Hochfrequenzhandel reagiert, ist also ein längst überfälliger Schritt. Sollte sich die Behörde mit ihrem Vorschlag durchsetzen, werden die Teilnehmer stärker auskunftspflichtig über ihre algorithmischen Strategien. Die Marktbetreiber müssen sich darüber hinaus für den Fall von Fehleingaben, Kapazitätsüberlastungen oder erratischen Preisschwankungen vorbereiten. Die vorgeschlagenen Transaktionslimits könnten hier den Schaden zumindest begrenzen. Nicht zuletzt müssen die Betreiber der Handelsplätze, wie auch die Kommission vorschlägt, Notbremsen einrichten (sogenannte Circuit Breakers), wenn es zu außergewöhnlichen Talfahrten oder Höhenflügen der Kurse kommt.

Ob die Maßnahmen wirklich greifen, wird sich allerdings erst im Nachhinein zeigen können. Denn wie sollen die Aufsichtsbehörden die in den Algorithmen verankerten Strategien – und deren Effekte auf die Märkte – nachempfinden beziehungsweise kontrollieren? Dazu fehlt ihnen schlichtweg die Technologie. Währenddessen hätte die Politik – beabsichtigt oder nicht – einen anderen Weg gefunden, einem Ausufer des Hochfrequenzhandels Einhalt zu gebieten: Mit der Transaktionssteuer würden sich rund die Hälfte der entsprechenden Handelsorders nicht mehr lohnen, so wird weithin von den Anbietern geschätzt, da die Margen oft nur im Cent-Bereich liegen und erst die hohe An-

zahl an Trades das Geschäft lohnenswert macht. Insbesondere in London, das reich mit sogenannten Algo-Boutiquen ausgestattet ist, wird man dieser Art der Regulierung aber auch in Zukunft nicht zustimmen.

Leasing

Guter Indikator?

Dem Leasing wird gemeinhin unterstellt, es sei ein guter Konjunkturindikator. Allerdings läuft es der realen Entwicklung stets ein kleines bisschen hinterher. Wenn die Konjunktur anspringt und sich die Investitionsneigung der Unternehmen zum Positiven wendet, braucht es für gewöhnlich eine Zeit, bis sich das auch in den Zahlen der Leasingbranche niederschlägt. Was soll man also nun davon halten, dass die Leasingbranche anders als die Realwirtschaft und all die Projektionskünstler aus den verschiedenen Instituten nichts von einer Abschwächung der deutschen Wirtschaftsleistung spürt? Sind das nur Nachlaufeffekte oder ist die Lage doch besser als die Stimmung?

Den vorläufigen Berechnungen des Bundesverbandes deutscher Leasingunternehmen BDL nach sieht es für die Branche jedenfalls gut aus. Der Mobilien-Leasingmarkt wuchs demzufolge im laufenden Jahr um zwölf Prozent und erzielte ein Neugeschäftsvolumen von 46 Milliarden Euro, immerhin der drittbeste Wert der vergangenen zehn Jahre. Die Verbandsverantwortlichen sprachen von einer „rasanten Zunahme der Investitionstätigkeit und der starken Nachfrage nach Maschinenbauprodukten, Fahrzeugen und Elektroerzeugnissen“. Und auch wenn sich die Nachfrage nach Leasingprodukten im letzten Quartal ein wenig abgeschwächt hat, gehen die Verantwortlichen mit einem guten Gefühl in das Jahr 2012 und rechnen mit ordentlichen Zuwächsen im hohen einstelligen Bereich. Vor allem die Tatsache, dass derzeit rund die Hälfte aller außenfinanzierten Investitionen via Leasing abgewickelt werden, stimmt zuversichtlich und zeigt, dass die Unternehmen ebenso wie die vermittelnden Banken dieses Geschäftsfeld als Alternative zur herkömmlichen bankenbasierten Kreditfinanzierung akzeptiert haben. Gerade für die Banken kann Leasing in Zeiten schwieriger Kreditnachfrage und erschwelter Refinanzierungsbedingungen ein Ausweg sein. Da die Wertansätze beim Leasingunternehmen aufgrund der besseren Verwertungsmöglichkeiten der Leasinggegenstände andere sind als im Bankbuch, kann sich eine Eigenkapitalentlastung ergeben. All das klingt eigentlich nach guten Aussichten. Aber was ist heute schon normal und planbar?