

Geldpolitik

Die EZB redet (es) sich schön

Die Europäische Zentralbank hat die Zinsen für den Euroraum jüngst um 25 Basispunkte auf den bisher niedrigsten Stand der Geschichte gesenkt. Die Währungshüter begründeten ihre Entscheidung mit der extrem niedrigen Inflation. Die Preise in der Eurozone waren im Oktober nach vorläufigen Schätzungen nur um 0,7 Prozent gestiegen. Im September hatte der Preisanstieg noch bei 1,1 Prozent gelegen. Dabei muss man zum einen berücksichtigen, dass die Entscheidung nicht auf der tatsächlichen Entwicklung der Preissteigerung fußt, sondern auf den künftigen Erwartungen der Zentralbank. Zum anderen sind natürlich die Gründe für den Rückgang zu beleuchten. Und dieser resultiert vor allem aus niedrigeren Nahrungsmittelpreisen, einer Verminderung des Ölpreises und der strengen Sparpolitik der südlichen Länder. Von daher ist die Entscheidung der EZB unter Ökonomen nicht unumstritten. Natürlich verteidigen manche der Währungshüter ihren Schritt. Das Pauschalurteil des EZB-Direktoriumsmitglieds Benoît Cœuré, Sparer seien nicht die Verlierer des Geldpolitik, ist allerdings übertriebene Schönrederei.

Cœuré führte weiter aus, dass höhere Leitzinsen die Rezession verschärft, das Einsetzen einer Erholung verzögert und zu deflationären Risiken beigetragen hätten und somit höhere Zinsen den Sparern mehr schaden würden als niedrige. Das kann man so nicht stehen lassen. Zum einen ist höchst umstritten, ob eine Absenkung der Zinsen um nur einen Viertel Prozentpunkt im gegenwärtigen Umfeld über den geldpolitischen Transmissionsmechanismus überhaupt Wirkung entfalten kann. Die Abhängigkeit der Investitionsneigung ist aller Erfahrung nach in der jüngeren Vergangenheit sehr viel weniger von den Kosten des Geldes als vielmehr der eigenen Einschätzung der Unternehmen abhängig. Die Zurückhaltung erklärt sich also mitnichten aus (zu) hohen Zinsen. Und auch die angeblichen Deflationsgefahren, vor denen das EZB-Direktoriumsmitglied warnt, sind wohl mehr ein aufgebauschtes Drohgebilde denn eine ernsthafte Bedrohung, berücksichtigt man die durchaus gewollten Gründe für den Rückgang. Während die Vorteile also umstritten sind, liegen Risiken einer solchen Geldpolitik auf der Hand. Cœuré selbst führte in einer Rede im vergangenen Jahr noch aus: „Insgesamt beinhalten Null- oder gar negative Zinsen einige Risiken – vor allem mikroökonomischer Natur –, die gegen mögliche Vorteile in Form von zusätzlichen makroökonomischen Impulsen abgewogen werden müssen.“ Auch dass offensichtlich rund ein Viertel der EZB-Direktoriumsmitglieder gegen eine weitere Zinssenkung

gestimmt hat, verschärft die Zweifel an der Argumentation.

Nein, die niedrigen Zinsen sind vor allem dazu da, den schwachen Banken der Südländer zu helfen, denen weiterhin ausreichende Sicherheiten für eine direkte Refinanzierung über die EZB fehlen. Darüber hinaus werden die hochverschuldeten Staaten des Euroraums gestützt, zulasten vergleichsweise solider Haushalte wie Deutschland. Bemerkenswert ist allerdings, dass die langfristigen Zinsen in Spanien und Italien als Folge der Aktion der Europäischen Zentralbank nicht gesunken, sondern im Gegenteil gestiegen sind. Und selbstverständlich schmälern Zinsen unter der Inflationsrate das Vermögen der Sparer, machen es großen institutionellen Anlegern wie Pensionskassen und Versicherern zunehmend schwerer Garantieverprechen einzulösen, haben damit direkte Konsequenzen für die Altersvorsorge und führen darüber hinaus beispielsweise im Krankenversicherungsbeitrag zu höheren Gebühren und schaden wiederum den Verbrauchern. All das ist hinlänglich erwiesen und keine Prognose. Das sollte auch die EZB fairerweise anerkennen und den Menschen reinen Wein einschenken.

Derivate

Ein ständiges Für und Wider

Der Zeitpunkt für den Start einer Meldepflicht der Banken ihrer OTC-Derivate-Geschäfte an zugelassene Transaktionsregister steht jetzt fest. Die europäische Wertpapieraufsichtsbehörde European Securities and Markets Authority (ESMA) hat zum 14. November 2013 vier Unternehmen als Transaktionsregister lizenziert (siehe auch Börsen, Seite 1157). Damit wird das Reporting für die fünf Assetklassen Kredit-, Zins-, Währungs-, Rohstoff- und Aktien-Derivate zum 12. Februar 2014 verpflichtend. Die Transaktionsregister sollen Informationen über Brutto- und Nettopositionen von Derivaten sowie über Verflechtungen von Marktteilnehmern liefern können – und dadurch helfen, mögliche Risiken für das breitere Finanzsystem aufzudecken. Die neueste Entscheidung der ESMA ist eine unter den zahlreichen Maßnahmen, mit denen die im Jahr 2009 auf dem G20-Gipfel in Pittsburgh getroffenen Vereinbarungen zur Regulierung der Derivatemarkte umgesetzt werden. Ihr Ziel: mehr Transparenz und Stabilität. In der Europäischen Union laufen diese im Wesentlichen über zwei Instrumente: die European Market Infrastructure Regulation (EMIR) sowie die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID 2). Mit Letzterer wird sich das Europäische Parlament in seiner

Plenarsitzung am 9. Dezember dieses Jahres nochmals befassen.

Dass bei der Regulierung zunächst die bilateral (und nicht die börslich) gehandelten Derivate im Vordergrund stehen, ist sowohl deren Unübersichtlichkeit als auch ihrem großen Anteil am Gesamtmarkt geschuldet. Das Volumen aller weltweit gehandelter Derivate betrug zum Jahresende 2012 rund 685 Billionen US-Dollar, davon machten die ausstehenden OTC-Kontrakte 633 Billionen US-Dollar aus. Von welchen Verträgen tatsächlich eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems ausgeht, muss analysiert werden, wenn Bemühungen zur Verbesserung der Markttransparenz Früchte tragen. Fest steht aber, dass gerade an dieser Stelle Differenzierung nottut. Derivate sind eben nicht nur Teufelszeug, sondern in zahlreichen Teilen der Finanzwirtschaft zur Absicherung grundsätzlicher Risiken im Kredit-, Zins- und Währungsbereich nützlich und wichtig (siehe dazu auch die Beiträge in ZfgK 4-2013). Und auch für die Privaten können sie in einer ausgesprochenen Niedrigzinsphase durchaus ihre Berechtigung bei der Erweiterung des Anlagehorizontes haben. Der deutsche Zertifikatemarkt (für Private) hatte im August dieses Jahres immerhin ein Gesamtvolumen von rund 92 Milliarden Euro.

Einen Beitrag zu der Debatte für oder gegen Derivate leisten aktuell auch Alessandro Beber, Finanzprofessor an der Cass Business School der City University of London, und Christophe Pérignon, Finanzprofessor an der HEC Paris beispielhaft für die Vermögensverwaltungsbranche. In der Asset-Management-Industrie, besonders bei europäischen Investmentfonds, ist der Einsatz von Derivaten für das Risikomanagement weit verbreitet, so die Bestandsaufnahme der Wissenschaftler. Bei einem Verbot von Derivaten könnten Investmentfonds zwar weiterhin diese Aktivitäten zur Begrenzung des Risikos durchführen, sie müssten aber dabei mit höheren Transaktions- und Betriebskosten rechnen.

In den Augen der Forscher könnten Fondsmanager durch die erhöhten Kosten dazu verleitet werden, diese Risikomanagement-Aktivitäten nicht durchzuführen, was zu suboptimalen Risiko-Rendite-Profilen führen würde, die letztlich den Investor teuer zu stehen kommen. Besonders für kleinere Vermögensverwalter würde sich ein solches Verbot äußerst nachteilig auswirken, da sie sich nicht auf große Skaleneffekte bei der Umsetzung von alternativen Risikomanagement-Strategien verlassen können. Bei der Vervollständigung der Regulierung im Bereich der Derivate, die man derzeit durchaus als unvollendetes Puzzle bezeichnen darf, müssen alle Aspekte dieses komplexen Themas berücksichtigt werden.

Öffentliche Banken

Ganz normale Sacharbeit

Es gab beim Bundesverband der Öffentlichen Banken Deutschlands in den vergangenen Jahren sicherlich sehr viel schwierigere Auftritte vor der Frankfurter Presse als die Premiere von Gunter Dunkel als Präsident. Denn zum einen dürfte der hauptamtliche Vorstandschef der Nord-LB seit der Verlautbarung zu seiner Kandidatur Ende Oktober vergangenen Jahres und seiner Wahl und dem Amtsantritt Anfang Juni den meisten Medienvertretern anderweitig längst mehrfach begegnet sein. Und zum Zweiten gehen für Dunkel die viel entscheidenderen Signale für eine unaufgeregte Begegnung mit der Presse ohne Zweifel von der verbesserten Lage der Landesbanken aus – eine Entwicklung, die auch der neuen Hauptgeschäftsführerin, Liane Buchholz, bei ihrem bevorstehenden Amtseintritt zugute kommen dürfte.

Im Vergleich zu dem Amtsantritt seines Vorgängers und jetzigen Vizepräsidenten Christian Brand sind die Landesbanken in der Tat erkennbar in ruhigeres Fahrwasser geraten (siehe auch Leitartikel und Bilanzen in diesem Heft). Trotz enormer Regulierungsfrequenz und damit von dieser Seite her sicher einer eher noch arbeitsaufwändigeren Einbindung in das neue, zusätzliche Amt hat sich die Arbeitsatmosphäre entspannt. Heute sind die vielen Fachbegegnungen und Gespräche auf nationaler und internationaler Ebene mehr dem sachlichen Regelungsbedarf geschuldet und weg von einer emotionalen Anfeindung gerückt. Als Christian Brand als Chef der L-Bank im Juni 2009 sein Amt als VÖB-Präsident antrat, war das anders. Damals waren einige der deutschen Landesbanken so sehr in die Turbulenzen der Finanzmarktkrise verwickelt und/oder mit der Neuordnung ihres Führungspersonals beschäftigt, dass man sich entgegen früheren Gepflogenheiten auf die Interessenwahrnehmung des Verbandes durch einen Vertreter aus dem Förderbankensektor verständigte.

Inzwischen sind wieder andere Banken und Sachthemen in den Vordergrund gerückt. Das gilt beispielsweise für die Forderung des VÖB an die Aufsicht der Europäischen Zentralbank, bei der anlaufenden Überprüfung der 124 europäischen Bankengruppen mit einer Bilanzsumme über 30 Milliarden Euro weiterhin auch die Bilanzierung und Berichterstattung nach HGB zuzulassen. Das betrifft keine der Landesbanken, wohl aber die VÖB-Mitglieder L-Bank und NRW-Bank sowie die Hamburger Sparkasse als außerordentliches Mitglied. Zwar hat die EZB vorläufig signalisiert, bei der Ausübung ihrer aufsichtsrechtlichen Funktionen auch die HGB-Berichterstattung akzeptieren

und keineswegs eine Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS vorschreiben zu wollen. Aber angesichts der ohnehin noch herrschenden Unsicherheit über die zur Anwendung kommenden Methoden und genauen Berichtspflichten könnten solche Absichtsbekundungen in der Praxis für den VÖB ebenso ein ständiges Feld für gründliche Wachsamkeit werden wie eine gleichmäßige Auslegung und Anwendung der IFRS-Berichtspflichten. In Sachen HGB-Akzeptanz darf man allerdings beim BVR mit Blick auf die Deutsche Apotheker- und Ärztebank wie auch die Münchener Hypothekenbank auf gleichlautende Interessen hoffen, und die Wahrung eines Level Playing Field bei der Anwendung der IFRS-Regelungen liegt gewiss im gemeinsamen Interesse der Deutschen Kreditwirtschaft.

Auf größeren Gleichklang unter den künftig 124 Bankengruppen beziehungsweise 128 Banken unter der EZB-Aufsicht darf der VÖB vermutlich mit seiner Forderung nach einem dreijährigen Regulierungsmoratorium hoffen. Denn anders als bei der vermeintlichen Verfolgung von deutschen Sonderinteressen bezüglich eines Festhaltens an den hiesigen Rechnungslegungsansätzen betrifft die Überfrachtung mit immer neuen politischen und/oder regulatorischen Vorgaben alle Aufsichtskandidaten der Europäischen Zentralbank. Und hinsichtlich neuer Großprojekte äußern auch Politiker zunehmend Sympathie für solch eine Atempause. Aber selbst wenn diese eingehalten würde, dürften sich die Banken angesichts der Umsetzung der schon angelaufenen Projekte und des immer wieder aufkommenden Bedarfs an Detailregelungen mit neuen Datenanfragen faktisch kaum entlastet fühlen. Allein zurzeit, so hat Gunter Dunkel nebenbei am Beispiel seines Hauses angemerkt, laufen in der Nord-LB fünf bis sechs Datenanfragen parallel und binden einen Großteil der IT-Spezialisten.

Allgemein konsensfähig ist zumindest in der hiesigen Kreditwirtschaft nicht zuletzt die VÖB-Forderung nach einer stärkeren Regulierung der Schattenbanken. Dem VÖB-Präsidenten ist dabei allerdings ausdrücklich wichtig, die notwendigen Daten zur Schaffung von Transparenz größtenteils direkt von den betroffenen Unternehmen einzufordern und nicht überwiegend indirekt über die Kreditwirtschaft, die mit diesen Geschäftsbeziehungen unterhält. Genau das dürfte aber allem Eindruck nach im angelsächsischen Raum politisch kaum durchsetzbar sein. Dass die dortigen Vorbehalte nicht unbedingt ein Problem der Machbarkeit sein müssen, wie in der öffentlichen Diskussion oft argumentiert wird, war übrigens bei Gunter Dunkel herauszuhören. Wenn unlizenzierte Geschäfte transparent gemacht werden sollen, so hat er sinngemäß formuliert, erhöht das nicht gerade den Unternehmenswert.

Bankenaufsicht

Größerer Ermessensspielraum

Ohne Frage, Banker haben es heutzutage nicht leicht. Die Imagewerte sinken etwa so schnell wie die Zinssätze, die Kunden werden ständig anspruchsvoller und regulatorische Auflagen nehmen seit Jahren spürbar zu. Der Tenor dieser Klagen ist altbekannt und wird ständig neu geübt, auch wenn die Verlautbarungen aus den verschiedenen Säulen der deutschen Kreditwirtschaft mit unterschiedlichen Nuancen und Lautstärken vorgetragen werden. Doch wie ist die Stimmung eigentlich in einem anderen – engstens mit der Branche verknüpften und zuweilen als Teil der Misere bezeichneten – Bereich, der Bankenaufsicht? Veranstaltungen zumindest, bei denen Aufseher referieren, sind dieser Tage echte Zugpferde. Auch wenn diese nur zu eher historisch-juristischen Themen wie dem „Entstehen von bankenaufsichtlichen Standards gestern und heute“ sprechen. So lautete die Headline von Sabine Lautenschläger, Vizepräsidentin der Deutschen Bundesbank, neulich beim Tax and Law Talk an der Frankfurt School of Finance.

Die Anforderungen an die Aufseher wachsen, das war einer der roten Fäden ihres Vortrages. Das hängt mit einer von Lautenschläger durchaus als richtig empfundenen Entwicklung zusammen: dem Trend hin zu einer mehr qualitativen ergänzend zur quantitativen Aufsicht. Anfang der neunziger Jahre gab es noch klare und tendenziell einfache Grenzen, die von den Banken eingehalten werden mussten – und an denen die Behörden sich festhalten konnten, so will man hinzufügen. Heute werden jedoch nicht nur Kennzahlen überwacht, sondern ganze Geschäftsmodelle auf ihre Plausibilität geprüft. Der Ermessensspielraum der Aufseher ist somit ungleich größer geworden und mithin auch die Ansprüche an dieselben. In einer Richtlinie mag beispielsweise stehen, eine Absicherung müsse „angemessen“ erfolgen – dem wird freilich auch niemand widersprechen wollen – was aber genau angemessen ist und was nicht, das obliegt im Zweifelsfall den Aufsichtsbehörden. Dass diese prinzipienorientierte Herangehensweise den Druck auf die Aufseher erhöht, da sie die Komplexität ihrer Aufgaben massiv steigert und sie dadurch auch verpflichtet sind, ständig und schnell auf neue Entwicklungen im Markt zu reagieren, leuchtet sofort ein. Wenn dann gleichzeitig auch die Einzelfallregelungen dramatisch zunehmen, trägt das nicht zu einem Abbau von Kompliziertheit bei.

Um zu garantieren, dass dabei die Kriterien und Maßstäbe der Beurteilung nicht von Aufseher zu Aufseher, von Behörde zu Behörde und – größer

gedacht – von Land zu Land oder Kontinent zu Kontinent, differieren, müssen sich die handelnden Personen und Behörden heutzutage auch stärker vernetzen. Im Sinne der auf den Weg gebrachten gemeinsamen europäischen Bankenaufsicht wird diese Vernetzung sicherlich stattfinden. Dass sich in diesem neuen Umfeld allerdings die von der Bundesbank befürwortete qualitative Aufsichtsphilosophie von Beginn an durchhalten lässt, ist eher fraglich. Denn dieser Tage lässt sich leicht beobachten, wie mühevoll es alleine ist, sich auf Definitionen, Prozesse und Kriterien der quantitativen Aufsicht zu einigen. Als Beispiel hierfür darf man das aktuelle Vorgehen der italienischen Zentralbank sehen: Nicht nur wurde der Wert der Zentralbankanteile, die zu einem Löwenanteil von Unternehmen des Finanzsektors gehalten werden, gerade massiv erhöht – selbstverständlich rein zufällig kurz vor dem Stresstest der European Banking Authority (siehe auch Bankenchronik, Seite 1126). Zudem gewährt die Zentralbank nun den Kreditinstituten Garantien auf ihre aktivierten latenten Steuerpositionen. Der qualitative Ansatz in der Bankenaufsicht mag kommen, in Europa jedoch erst in einem zweiten Schritt.

Asset Management

Geldpolitik als Risikofaktor für Institutionelle

Lange Zeit haben die Asset Manager die im Zuge der Finanzkrise eingeleitete lockere Geldpolitik der Notenbanken in ihren Anlageentscheidungen als vorübergehende Erscheinung gewertet. Doch je länger dieser Zustand andauert und je unpräziser die Ansagen darüber werden, wie lange das sogenannte Tapering, sprich das Auslaufen der reichlichen Geldversorgung durch die Notenbanken noch auf sich warten lassen wird, umso stärker verunsichert deren geld- und währungspolitische Ausrichtung die Anlagepolitik der institutionellen Investoren. Nach sechs Jahren Dauerkrise mit verschiedenen Ausprägungen, so interpretiert man bei Allianz Global Investors die Ergebnisse der ersten global durchgeführten Befragung institutioneller Investoren, bewerten diese inzwischen Auswirkungen der anhaltenden Niedrigzinspolitik neu.

Die Auswertung der Befragung von weltweit 390 Entscheidungsträgern aus 41 Ländern zeigt als meistgenannte Erwartung zwar ein kurzfristiges BIP-Wachstum (59 Prozent). Doch das ist bekanntlich ein Impuls, auf den gerade die typischerweise eher langfristig orientierten Anleger aus dem Bereich der Versicherungen und/oder der Altersvorsorge nicht gerne setzen wollen. Danach folgen

mit den Erwartungen einer höheren Inflation (57 Prozent), eines größeren systemischen Risikos (55 Prozent) sowie der Befürchtung einer verschlechterten Finanzmarktstabilität (44 Prozent) drei ungemütliche Szenarien für eine Erfolg versprechende Anlagepolitik. Auch wenn die konkret genannten Risiken von einer befürchteten Blasenbildung beziehungsweise Preisverzerrungen (37 Prozent) über steigende Risikotoleranz (25 Prozent) bis hin zu steigender Volatilität (19 Prozent) ein durchaus breites Spektrum aufweisen, überwiegt im Gesamtbild doch eindeutig die Befürchtung von steigenden Risiken.

Als besonders anfällig für Preisverzerrungen werden weltweit – von jeweils 51 Prozent der Befragten – Unternehmensanleihen und Staatsanleihen von Industrieländern eingestuft, wobei letztere in Deutschland mit 62 Prozent noch einmal deutlich kritischer gesehen werden. Spürbar stärkere Vorbehalte haben deutsche institutionelle Investoren auch gegenüber Immobilien aus Schwellenländern (52 Prozent gegenüber 44 Prozent in der globalen Auswertung).

Als die mit Abstand größte Bedrohung für ihre Ertragsziele auf Sicht von drei Jahren sehen die Befragten Extremrisiken (39 Prozent als beträchtliches Risiko und weitere 20 Prozent als großes Risiko). Damit rangiert diese Kategorie noch vor der Befürchtung steigender Zinsen, die von 31 Prozent als beträchtliches Risiko und von 25 Prozent als großes Risiko eingestuft werden. Nach Ländern differenziert kehren sich diese Gewichte freilich um, denn hierzulande stufen gleich 81 Prozent der Befragten steigende Zinsen als große Belastung ein, gefolgt von den Ausfallrisiken für Staatsanleihen (65 Prozent) und Extremrisiken (63 Prozent).

Interessant sind neben den Auswirkungen der Notenbankpolitik auch die erwarteten Folgen der Regulierung. Dass 73 Prozent der Befragten den regulatorischen Beschränkungen generell einen Preis beimessen, ist dabei wenig überraschend. Diesen Renditeverlust aber auf durchschnittlich 2,3 Prozentpunkte zu bemessen, unterstreicht einmal mehr wie belastend beziehungsweise kostspielig die vielen Regelungen empfunden werden. Vor diesem Hintergrund erklären sich dann aber auch die von den institutionellen Investoren bevorzugten Konzepte zur künftigen Ausrichtung ihrer Anlagepolitik. Die allgemein registrierbare Bereitschaft, mehr Risiken einzugehen, zeigt sich nicht zuletzt in positiven Erwartungen für Aktienengagements. Die AGI selbst verspricht sich darüber hinaus von verbesserten Rahmenbedingungen für Infrastrukturinvestments sowie einer klugen Strukturierung des Vermögens noch Reserven, um trotz des schwierigen Umfeldes zur erwünschten Rendite der Investoren beizutragen. ■■■■■