



Die EU-Finanzmärkte sind besser als ihr Ruf

Auf Kurs bleiben, um die Früchte harter Arbeit zu ernten

Zehn Jahre nach der globalen Finanzkrise – die EU hat konsequent internationale Standards umgesetzt

Die globale Finanzkrise hat gezeigt, dass Regulierung dringend notwendig ist. Deshalb sind sich Politiker auf der ganzen Welt darüber einig und haben beschlossen, dass Steuerzahler nicht auch für die nächste Krise aufkommen müssen: Die Staats- und Regierungschefs der Gruppe der Zwanzig (G20) einigten sich 2009 auf ambitionierte Maßnahmen sowie auf deren schnelle und koordinierte Umsetzung.¹ Sie „hoben die Notwendigkeit der Diskussion auf höchste politische Ebene und richteten die internationale Aufmerksamkeit darauf, ein stärkeres Netz aus international konsistenten Regeln aufzubauen“.² Hierfür identifizierten sie vier Kernbereiche, wie in Abbildung 1 dargestellt.

1. Schaffung stabiler Finanzinstitutionen	EU-Antworten
<ul style="list-style-type: none">▪ Zeitnahe Umsetzung der Basel III-Standards für Kapital und Liquidität▪ Banken schaffen weiter höhere und qualitativ bessere Kapital- und Liquiditätspuffer.▪ Weitere Maßnahmen zur Umsetzung der übrigen Basel III-Standards, während Regeln einiger entwickelter Länder nicht mit dem Basel-Rahmen übereinstimmen	<ul style="list-style-type: none">▪ ESA▪ Banking Union▪ SSM + SRB▪ CRD
2. Beendigung von „too big to fail“	EU-Antworten
<ul style="list-style-type: none">▪ Umsetzung höherer Verlustübernahme (Total Loss-Absorbing Capacity, TLAC) und einer intensiveren Überwachung für G-SIBs kommt gut voran.▪ Fortschritt anderer Abwicklungsreformen hat sich verlangsamt.▪ Viel Arbeit für Aufbau effektiver Abwicklungsregime und Operationalisierung von Abwicklungsplänen für multinationale Firmen ausstehend	<ul style="list-style-type: none">▪ Banking Union▪ SSM + SRB▪ CRD
3. Umwandlung von Schattenbanken in ein stabiles marktbasierendes Finanzsystem	EU-Antworten
<ul style="list-style-type: none">▪ Reformen für die Aufsicht und Regulierung von Schattenbanken, wie Geldmarktfonds, Wertpapierfinanzierung und Verbriefung▪ Umsetzung schreitet voran, ist aber noch in einer relativ frühen Phase.	<ul style="list-style-type: none">▪ ESRB▪ AIFMD / OGAW V
4. Derivatemärkte sicherer machen	EU-Antworten
<ul style="list-style-type: none">▪ Umsetzung am weitesten beim Handelsreporting fortgeschritten, aber weiterhin Herausforderungen bei effektiver Anwendung▪ Rahmenbedingungen für zentrales Clearing und Anforderungen für Margins und Interim-Kapitalanforderungen in den meisten FSB-Mitgliedsstaaten eingeführt▪ Rahmenbedingungen für Handelsplätze in der Hälfte aller FSB-Mitgliedsstaaten eingeführt	<ul style="list-style-type: none">▪ MiFID▪ EMIR▪ Recovery & Resolution▪ CRD

Abb. 1: Maßnahmen der G20 – Status quo und Umsetzung durch die EU

¹ University of Toronto (2009). G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit.

² IMF (2018). Global Financial Stability Report, S. 56.

Im Wesentlichen befassen sich diese mit dem Eigenkapital von Banken und Liquiditätspuffern (z. B. Basel-III-Standards) und zielen darauf ab, die Gefahr von „too big to fail“ (deutsch: „zu groß zum Scheitern“) durch die Umsetzung von Standards, die Verluste absorbieren, zu bannen. Zudem richten sie sich auf die Umwandlung von Schattenbanken in stabile marktbasierende Finanzinstitute sowie auf die Schaffung sichererer Derivatemärkte.

Insgesamt stellten Börsen und Clearinghäuser (auch: zentrale Gegenparteien, CCPs) während der Krise ihre Robustheit unter Beweis und spielten eine entscheidende Rolle zur Stärkung der Stabilität der Finanzmärkte, indem sie die unbesicherten Gegenparteirisiken im gesamten Finanzsystem reduzierten.³ So funktionierten z. B. die börslichen Märkte auch in Stresssituationen reibungslos, während die außerbörslichen („over the counter“, OTC) Märkte durch den Vertrauensverlust komplett „austrockneten“. Auf den Börseninfrastrukturen führte nicht einmal der Ausfall von bedeutenden Marktteilnehmern wie Lehman Brothers zu Verlusten bei den anderen Teilnehmern, da ausreichend kapitalgedeckte Sicherheiten vorhanden waren. Aus diesem Grund hat der Regulator Börsen und Clearinghäuser zum Mittelpunkt der Finanzmarktregulierung gemacht und ihnen eine wesentliche Rolle bei der Schaffung sicherer, transparenter und stabiler Finanzmärkte übertragen.⁴

Zehn Jahre nach der globalen Finanzkrise kommt das Financial Stability Board (FSB) zu dem Schluss, dass die Umsetzung zwar grundsätzlich weiter voranschreitet, die einzelnen Reformbereiche aktuell jedoch in unterschiedlichem Umfang bzw. unterschiedlicher Tiefe umgesetzt sind. Zudem zeigen die bisherigen Erkenntnisse zur Wirksamkeit der Reformen, dass eine höhere Resilienz erreicht wurde, ohne die Kreditvergabe an die Wirtschaft zu beeinträchtigen.⁵ Bereits 2017 bestätigte das FSB, dass die EU die G20-Maßnahmen konsequent umgesetzt hat.⁶ Dabei handelt es sich jedoch lediglich um eine Bestätigung über die gesetzliche Umsetzung der jeweiligen globalen Normen. Diese qualitative Bewertung gibt jedoch weder Aufschluss über den Stand der Umsetzung der Maßnahmen, noch quantifiziert sie die jeweiligen Auswirkungen.

³ IMF (2018). Global Financial Stability Report, S. 69.

⁴ University of Toronto (2009). G20 Leaders Statement: the Pittsburgh Summit.

⁵ FSB (2018). Implementation Report.

⁶ FSB (2017). OTC Derivatives Market Reforms: Twelfth Progress Report on Implementation.

Entgegen der Wahrnehmung zeigen die Wachstumswahlen des BIP der USA ein kontinuierliches Wachstum

Abbildung 2 zeigt, welchen Einfluss die Unruhen der globalen Finanzkrise auf die Volkswirtschaften hatten.

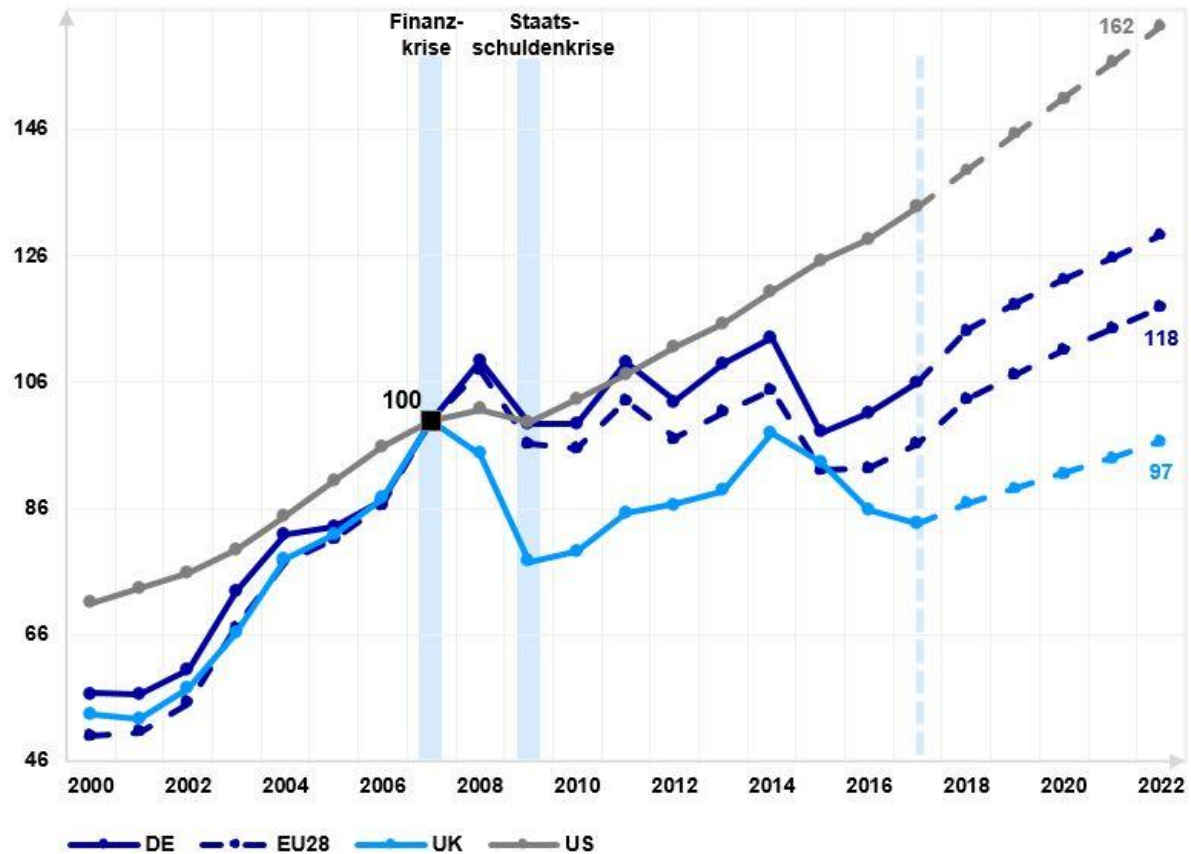


Abb.2: BIP in Mrd. US\$ (indexiert auf 2007=100)⁷

Aus der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) könnte man schließen, dass die USA sich sehr viel schneller von der Finanzkrise erholt haben als die anderen untersuchten Länder: Ihr BIP ist seit 2007 erheblich gewachsen. Weder die EU als Ganzes noch Deutschland oder das Vereinigte Königreich können mit dieser eindrucksvollen Performance mithalten: Ab 2007 wiesen sowohl die EU als auch Deutschland eine volatile horizontale Entwicklung auf, das sich erst 2015 in einen kontinuierlichen Anstieg wandelte. Die Tatsache, dass die wirtschaftlichen Auswirkungen hier nicht so ausgeprägt waren, wie im Vereinigten Königreich, könnte der guten Diversifizierung dieser Volkswirtschaften zuzuschreiben sein; sie wirkte als starker wirtschaftlicher Puffer, um die wirtschaftlichen Schocks der Finanzkrise abzumildern.

Im nächsten Schritt untersuchen wir die maßgeblichen Faktoren für die Stabilität von Finanzmärkten, die potenziell auch die Stabilität des Gesamtmarktes beeinflussen können und damit den wirtschaftlichen Output ganzer Volkswirtschaften.

⁷ IMF. Database.

Finanzstabilität kann nur erreicht werden, wenn unterschiedliche Maßnahmen einander ergänzen

Die globale Finanzkrise hat erhebliche Schwächen des Finanzsystems offenbart. Insbesondere ein Mangel an Transparenz und Risikomanagement in Kombination mit Interessenkonflikten waren die Hauptgründe für die Destabilisierung. Finanzstabilität zu erreichen, ist eine komplexe Herausforderung, da das sensible Zusammenspiel verschiedener Maßnahmen behutsam austariert werden muss. Abbildung 3 illustriert die verschiedenen mittel- und langfristigen Maßnahmen, um Finanzmärkte zu stabilisieren. Die langfristigen Maßnahmen schaffen einen Rahmen, um robuste Finanzmärkte zu erschaffen, die angespannte Marktsituationen überstehen können. Insgesamt gibt es fünf Faktoren, um dieses Ziel zu erreichen.

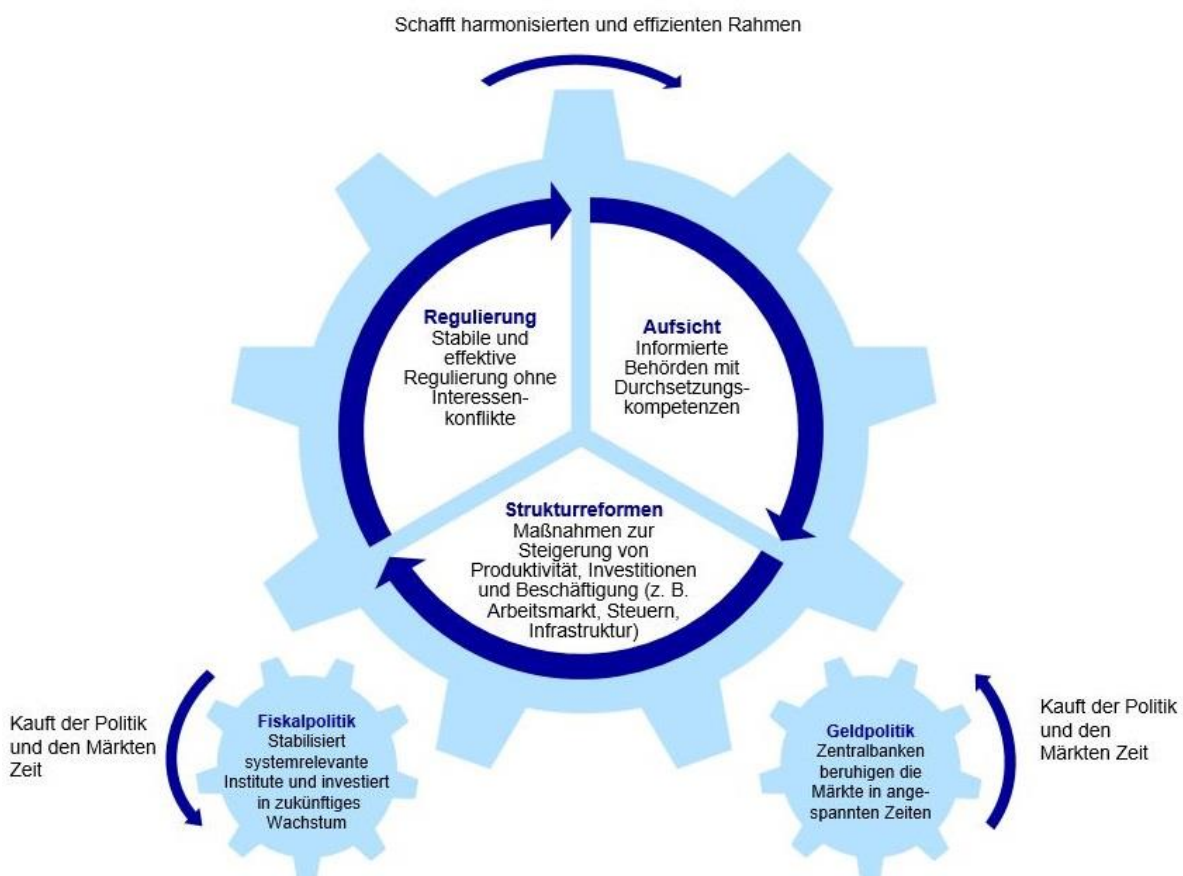


Abb.3: Vereinfachte Darstellung der maßgeblichen Faktoren für Finanzstabilität

Fiskal- und Geldpolitik wirken sich direkt auf die Märkte aus und verschaffen den Märkten und der Politik Zeit, um Maßnahmen zur Problemlösung zu ergreifen – die Strategie der EU ist fiskalisch nachhaltig

Es gibt zwei Maßnahmen, welche die Märkte und ihre Teilnehmer direkt betreffen und dazu beitragen, die Unsicherheit für Marktteilnehmer zu verringern. Gleichzeitig dienen sie dazu, den Märkten und der Politik Zeit für die Entwicklung und den Einsatz geeigneter Maßnahmen zu verschaffen.

Die ersten Maßnahmen sind **fiskalische Interventionen**, die die Unsicherheit verringern, indem sie Nachfragerücken schließen und Stabilität signalisieren. Während der globalen Finanzkrise beschloss beispielsweise die US-Regierung in den Markt einzugreifen und die American International Group als großen Versicherer, aufgrund dessen systemischer Relevanz und möglicher Ansteckungseffekten, zu retten. Ein Beispiel auf dem deutschen Markt ist die Rettung der Hypo Real Estate. Die Effekte dieser Interventionen spiegeln sich in den Daten in Abbildung 4 wider, da alle analysierten Länder ihr Verhältnis von Staatsverschuldung zum BIP stark erhöhten.⁸ Die Grafik zeigt die Entwicklung des Verhältnisses der Staatsverschuldung zum BIP von 2001 bis 2017 und Prognosen bis 2022. Die EU und Deutschland agieren fiskalisch nachhaltig, indem sie ihre Ausgaben reduzierten, sobald der Output wieder ansteigt (beide 2018 zwischen 62 und 68 Prozent). Im Gegensatz dazu erhöhen die USA ihre Verschuldungsquote weiter und erreichen mittlerweile ein Niveau von fast 110 Prozent, obwohl der Output stark wächst.

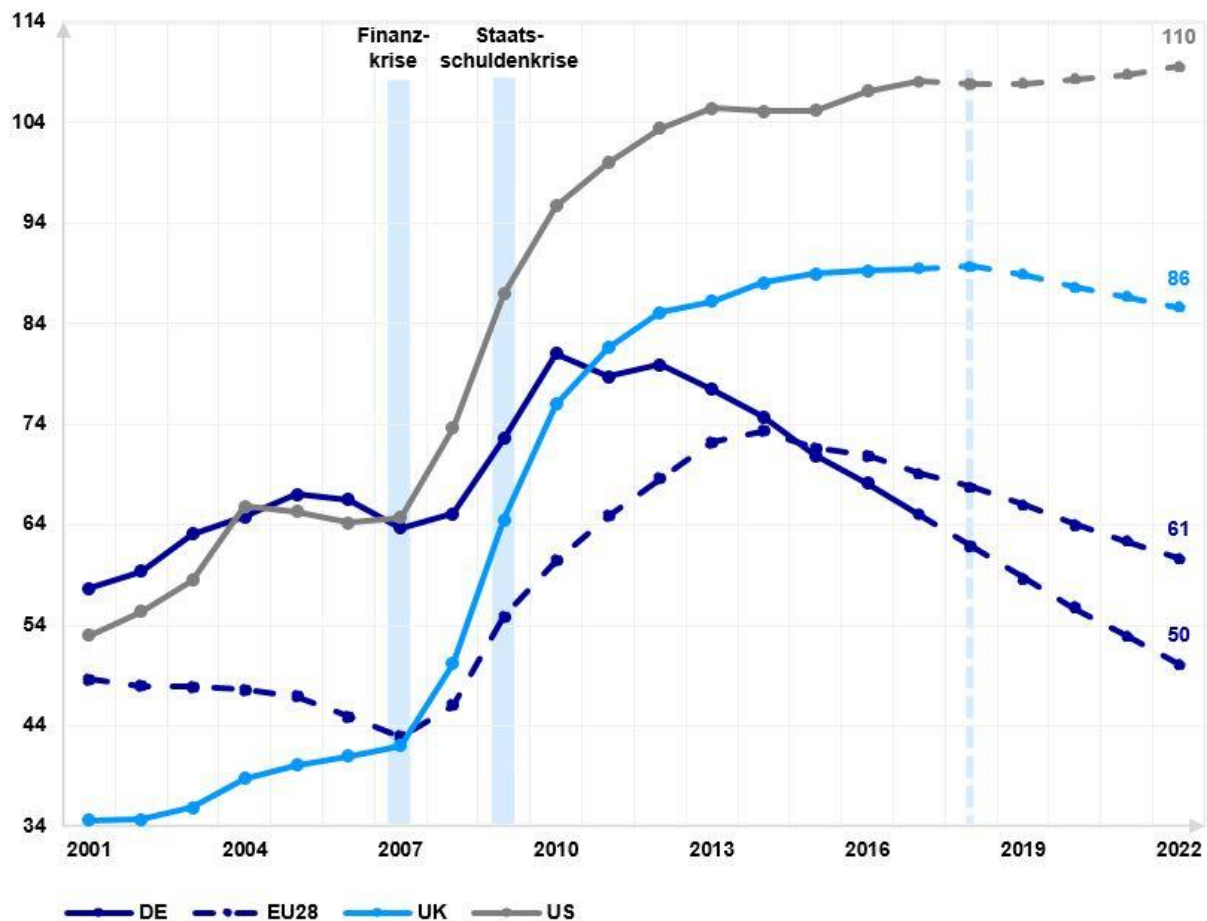


Abb.4: Nettostaatsverschuldung (in % vom BIP)⁹

Geldpolitik als zweite Maßnahme umfasst alle Aktivitäten von Zentralbanken, deren Hauptziel Preisstabilität ist. Hierfür stehen ihnen zwei wichtige Werkzeuge zur Verfügung: die Anpassung des Leitzinses und die Erweiterung bzw. Einschränkung der Geldmenge. Während der globalen Finanzkrise

⁸ IMF. Database.

⁹ IMF. Database.

haben alle analysierten Zentralbanken (d. h. Fed, BoE und EZB) solche Maßnahme in ähnlicher Weise eingesetzt – wenngleich die EZB mit einem beinahe zweijährigen Zeitversatz handelte.

Beide Maßnahmen sind allerdings mit Umsicht einzusetzen, da veränderte Erwartungen der Marktteilnehmer zu einer übermäßigen Risikobereitschaft führen können (Moral Hazard). Die Umsetzung stabiler, transparenter, effizienter und nachhaltiger Regulierungs-, Aufsichts- und Strukturreformen sind der Schlüssel, um diese Veränderungen des Verhaltens von Marktteilnehmern zu vermeiden, und der einzige Weg, um systemische Schwachstellen tatsächlich zu beheben.

Langfristige Maßnahmen müssen die richtigen Anreize und Strukturen setzen

Strukturreformen umfassen Maßnahmen zur Überwindung von Ineffizienzen, zur Steigerung der Produktivität und zur Weiterentwicklung von Innovationen wie Arbeits- oder Steuerreformen und Infrastrukturprojekte. Da sich dieser zentrale Bereich jedoch nicht allein auf das Finanzsystem bezieht, wird er in diesem Paper nicht im Detail erläutert. Ein häufig verwendeter Proxy zum Erfassen dieser Effekte ist der Leistungsbilanzsaldo, der positive Effekte für die EU anzeigt.¹⁰

Für das Finanzsystem sind Regulierung und Aufsicht die wichtigsten Maßnahmen. **Regulierung** schafft den Rahmen, um Transparenz zu erhöhen und Interessenkonflikte zu vermeiden. Außerdem schafft sie Anreize für ordentliches Risikomanagement und sichert so auch in Stresszeiten die Stabilität der Märkte. Zusätzlich zum Risiko durch den OTC-Handel hat die Regulierung mit der Marktmissbrauchsrichtlinie II (Market Abuse Directive II) und der EU-Benchmarkverordnung Interessenkonflikte in den Blick genommen, um Marktmanipulationen wie im Fall der Libor-Manipulation zu verhindern.

Aufsicht ist notwendig, um sicherzustellen, dass die Regulierung umgesetzt wird. Die Finanzkrise hat gezeigt, dass es auf Ebene der Aufsicht Mängel gegeben hat. Dabei wurde insbesondere der Mangel bezüglich der Verfügbarkeit von Informationen identifiziert. So verfügten die Aufsichtsbehörden während des Höhepunkts der Krise beispielsweise nur über unzureichende Informationen über Finanzmarktaktivitäten. Daher hatten sie nur einen sehr begrenzten Einblick in die potenziellen Systemrisiken. Darüber hinaus gab es Mängel bei grenzüberschreitenden Prozessen.

Um sowohl die Wirkung der Regulierung auf die verschiedenen Bereiche als auch die Durchsetzungsbe-fugnisse der besser informierten Aufsichtsbehörden zu erfassen, werden in den nächsten beiden Abschnitten ausgewählte Variablen analysiert und damit die Wirksamkeit der verschiedenen Regelungen und Instrumente der G20-Staaten für Banken und zentralen Infrastrukturen beleuchtet.

EU-Banken sind weniger profitabel, erfüllen jedoch höchste Risikostandards und sind nicht „too big to fail“

Eine 2018 von EY veröffentlichte Studie vergleicht die Profitabilität von Banken in der EU und den USA.¹¹ 2008 und 2009 verzeichneten die US-Banken massive Verluste, während ihre Rentabilität in den Folgejahren stark anstieg, das Niveau in der EU jedoch relativ niedrig blieb. Diese signifikanten Unterschiede können größtenteils auf unterschiedliche Strukturen des Bankensektors zurückgeführt werden, da die großen Banken in den USA einem deutlich geringeren Wettbewerb ausgesetzt sind, der zu höheren Margen und höherer Rentabilität führt. Der seit 2015 geltende Zinssatz der Fed verstärkt diesen Effekt.

¹⁰ Gutiérrez und Philippon (2018). How EU Markets Become More Competitive Than US Markets: A Study of Institutional Drift.

¹¹ EY (2018). Banken in Europa und den USA im Vergleich: Eine Analyse wichtiger Bilanzkennzahlen.

Im Vergleich dazu befindet sich die hohe Anzahl von Akteuren im EU-Bankensektor in einem starken Wettbewerb, der Margen und Rentabilität schmälert.

Die Rentabilität ist jedoch nur die eine Seite der Medaille: Für die Stabilitätsagenda der G20 sind auch die Erhöhung der Risikotragfähigkeit und die bessere Erfassung von Risiken in Bilanzen von Banken entscheidend. Um die unterschiedlichen Risikodimensionen zu erfassen, hat der Internationale Währungsfonds (International Monetary Fund, IMF) die sog. Financial Soundness Indicators erschaffen, welche die Robustheit und Stabilität des Bankensektors eines Landes quantifizieren sollen. Einer der Indikatoren, der sich auf diese Risikodimension bezieht, ist die Relation zwischen „bank regulatory capital to risk-weighted assets“ (siehe Abbildung 5).

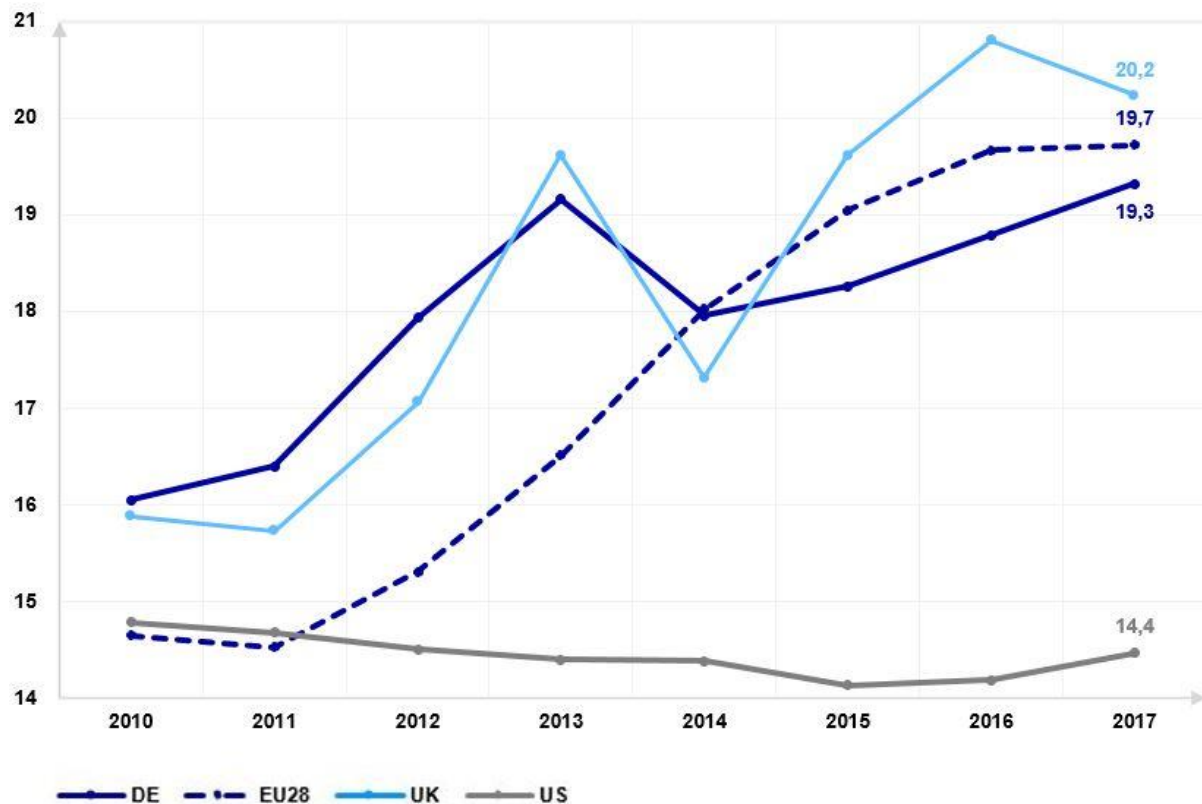


Abb.5: Relation zwischen „bank regulatory capital to risk-weighted assets“¹²

Eine höhere Relation deutet auf eine höhere Robustheit gegenüber systemischen Schocks hin. Ab 2010 stieg das Verhältnis in der EU, Deutschland und dem Vereinigten Königreich deutlich von rund 14 und 16 Prozent auf rund 20 Prozent. Die Bank mit der höchsten Marktkapitalisierung ist JP Morgan Chase (USA) mit 364Mrd. US\$. Unter den Top Ten befindet sich aus der EU nur die HSCB Holdings mit 194Mrd. US\$.¹³ Die Rentabilitätsmaßnahmen mit der Relation zwischen „bank regulatory capital to risk-weighted assets“ sowie der Größe des Instituts zu kombinieren, könnte den Erfolg des G20-Ziels „too big to fail“ zu beenden, in Frage stellen.

¹² IMF. Database.

¹³ Statista (2018). Größte Banken weltweit nach Börsenwert.

Die EU-Regulierung hat die Nutzung zentraler Infrastrukturen erhöht und Stresstests haben ihre Stabilität bewiesen – theoretisch und praktisch

Abbildung 6 zeigt, dass mehr Derivate durch CCPs gecleart werden. Der Wert hat sich in den vergangenen zehn Jahren verdoppelt – in der EU und weltweit. In Verbindung mit den erweiterten Rechten der Aufsichtsbehörden (siehe nächster Abschnitt) erhöht dies die Transparenz, reduziert Risiken und verbessert die Aufsicht.

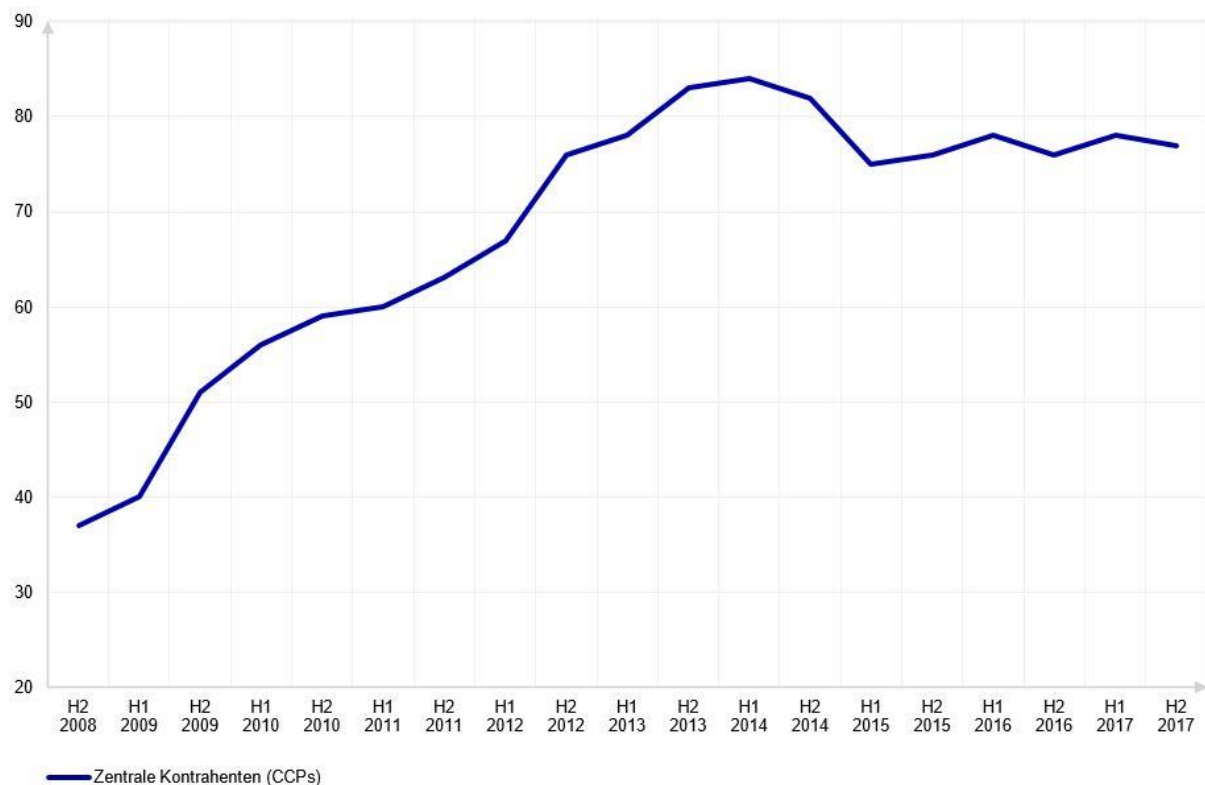


Abb. 6: Zinsderivate – global ausstehender Nominalbetrag (in %)¹⁴

Um sowohl die Resilienz von CCPs in angespannten Marktsituationen als auch das Zusammenspiel verschiedener Marktteilnehmer zu bewerten, hat die ESMA zwei CCP-Stresstests durchgeführt (im Februar 2017 und im März 2018). Dabei wurde der Ausfall der beiden größten Gruppen von Clearingmitgliedern beim jeweiligen CCP simuliert. Der deutsche CCP Eurex Clearing AG hat beide Tests erfolgreich bestanden.

Neben den theoretischen Tests könnte der „Brexit Day“ am 24. Juni 2016 gewissermaßen als Realitätstest angesehen werden, bei dem die europäischen Sicherheitsnetze sich bewiesen und alle Maßnahmen gut funktionierten: Der Schock der Brexit-Entscheidung entfachte einen enormen Anstieg der An- und Verkäufe – er sorgte für einen Rekord an den EU-Börsen. Zusätzlich zu diesem Volumenrekord erlebten die Märkte signifikante Volatilitätsspitzen; auf dem deutschen Markt verdreifachte sich der Orderbuchumsatz beinahe.¹⁵ Die EU-Behörden beobachteten die Märkte sehr genau und untersuchten die Möglichkeit, die

¹⁴ FSB (2018). Incentives to centrally clear over-the-counter (OTC) derivatives, S. 16.

¹⁵ Deutsche Börse AG. Werte für 23. und 24. Juni 2016: Xetra®-Orderbuchumsätze erhöhten sich von 6 Mrd. € auf 16 Mrd. €, während sich die Orderbuchumsätze an der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB®) von 193 Mrd. € auf 554 Mrd. € erhöhten.

Märkte am Morgen nach der Brexit-Entscheidung geschlossen zu lassen. Sie entschieden sie sich allerdings dafür, die Märkte wie gewohnt zu öffnen und haben damit ein großes Vertrauen in die umgesetzten Maßnahmen und Prozesse signalisiert. Auf dem deutschen Markt sorgten Volatilitäts-unterbrechungen (Umstellung vom kontinuierlichen Handel auf das Auktionsmodell angesichts übermäßiger Preisschwankungen) im Zusammenspiel mit den Folgesystemen wie CCPs, dass Märkte gut funktionierten und gewährleisteten Kontinuität im Handel.. Der deutsche CCP Eurex Clearing AG reagierte gemeinsam mit seinen Clearingmitgliedern und Handelsteilnehmern, die alle ihre Intraday Margin Calls erfüllten, sehr schnell auf die sich ändernden Marktbedingungen.

Auf Kurs bleiben, um die Früchte harter Arbeit zu ernten

In den letzten zehn Jahren hat die EU die G20-Ziele konsequent umgesetzt. Untersuchte Indikatoren belegen, dass sich Transparenz und Stabilität bereits deutlich verbessern – auch wenn einige Maßnahmen erst kürzlich in Kraft getreten sind oder noch vor ihrem vollständigen Inkrafttreten stehen (siehe Abbildung 7). Vor dem Hintergrund der beispiellosen politischen Unsicherheit durch den Brexit und der Forderung nach Deregulierung muss die EU-Agenda für Finanzmarktregulierung finalisiert werden, um von deren langfristigen Effekten zu profitieren. Darüber hinaus muss die Agenda in multilateralen Rahmen diskutiert werden, da einseitige Entscheidungen zu Regulierungsarbitrage führen werden.

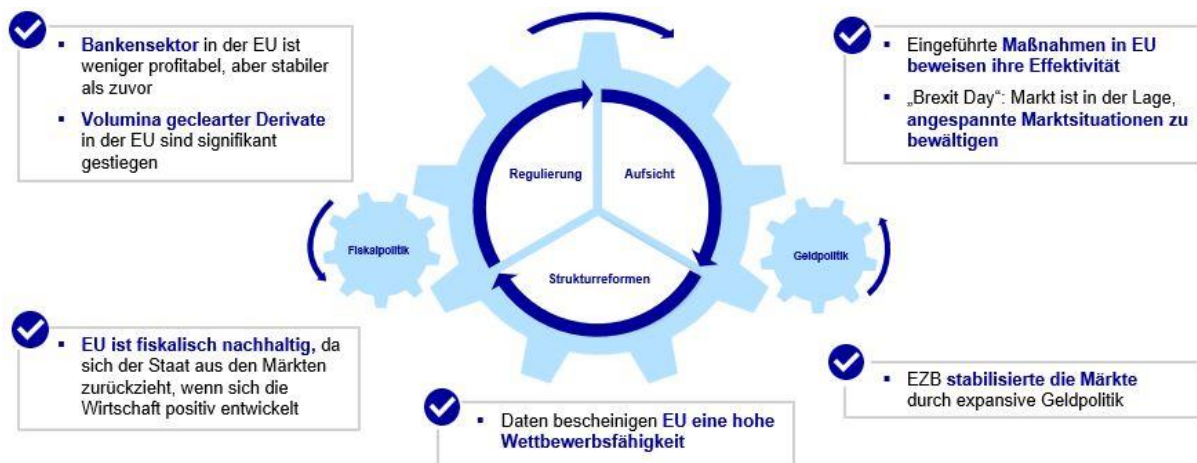


Abb. 7: Regulierung und Aufsicht machen die EU stabiler.

Vergangene Krisen haben ihre Spuren auf der Regulierungsagenda hinterlassen, indem sie Sicherheit, Stabilität und Transparenz der Finanzmärkte erhöhten. Jetzt müssen wir die Ziele Effizienz, Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit in diese Agenda nach der Krise integrieren, um den Finanzmarkt der Zukunft zu erschaffen. In den nächsten Jahren wird es für die EU entscheidend sein, das Vertrauen in Kontinentaleuropa zu stärken und mit einer Denkweise zu verbinden, die erforderlich ist, um weltweit wettbewerbsfähig zu bleiben sowie Wachstum und Arbeitsplätze auf der Grundlage von Finanzstabilität und Integrität zu schaffen.

Herausgeber

Deutsche Börse AG
60485 Frankfurt am Main

Oktober 2018

Kontakt**Group Regulatory Strategy**

E-Mail regulatory.strategy@deutsche-boerse.com

Dr. Torsten Schaper

Head of Regulatory Analysis

Deutsche Börse AG

E-Mail torsten.schaper@deutsche-boerse.com

Dr. Helena Kleinert

Regulatory Analysis

Deutsche Börse AG

E-Mail helena.kleinert@deutsche-boerse.com

Eine Kurzversion dieses Papers ist am 16. Oktober im „Rules and Regulations“-Newsletter der Börsen-Zeitung erschienen.