

Überblick: Wachstumsbedenken rücken in den Mittelpunkt

Von Anfang Juni bis gegen Ende August verlagerte sich die Aufmerksamkeit der Anleger von den Finanzierungsproblemen europäischer Staaten zu den unterschiedlichen Aussichten für das globale Wachstum und den Auswirkungen auf die Vermögenspreise. Zu Beginn des Berichtszeitraums trugen der bessere Zugang einer Reihe europäischer Staaten zu Finanzmitteln und die geringere Unsicherheit nach der Veröffentlichung der Stresstestergebnisse von EU-Banken zu einem Rückgang der Risikoprämien für die meisten Staaten und grösseren Banken bei. Weltweit gingen die Kreditspreads zurück und stiegen die Aktienkurse. Zudem reagierten die Kurse von Bankaktien positiv auf eine Reihe nationaler und internationaler regulatorischer Ankündigungen.

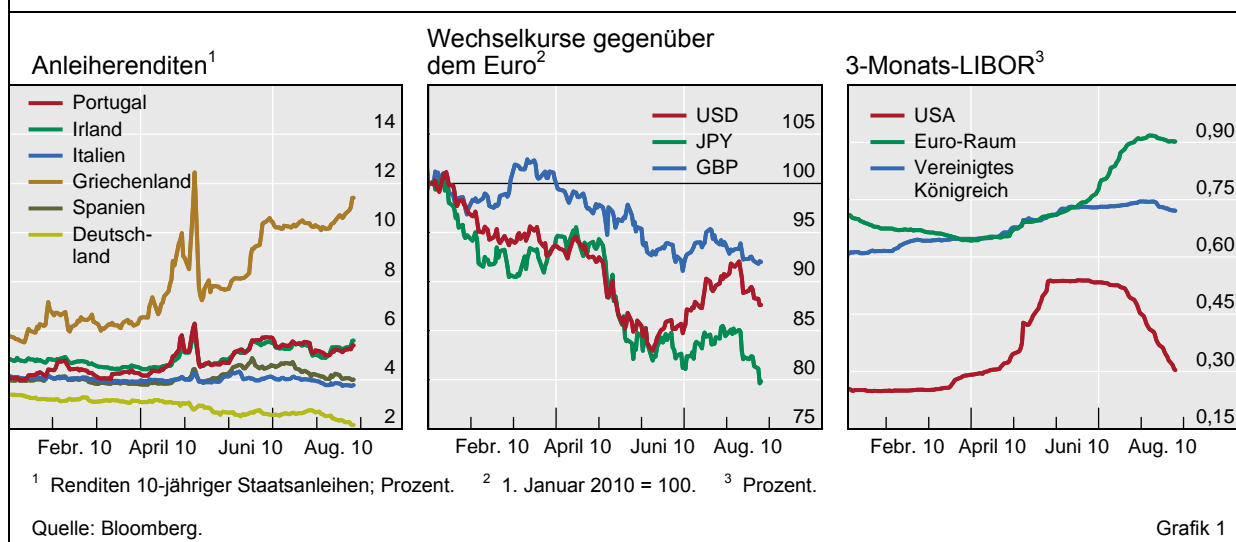
Ab Ende Juli führten sich mehrende Anzeichen einer schwachen Konjunktur in den USA dazu, dass die Inflationserwartungen und die Anleiherenditen zurückgingen. Im August beschleunigte sich der Renditenrückgang, und die Aktienkurse sanken, als sich in einer Anzahl fortgeschrittener Volkswirtschaften die Anzeichen eines schleppender verlaufenden Wirtschaftswachstums häuften.

Im Gegensatz dazu herrschte in China sowie in einer Anzahl weiterer asiatischer und einigen lateinamerikanischen Volkswirtschaften ein anhaltend starkes, wenn auch etwas langsames Wirtschaftswachstum. Der Inflationsdruck in schneller wachsenden aufstrebenden Volkswirtschaften, der von einem Anstieg der Vermögenspreise begleitet wurde, veranlasste einige Zentralbanken, ihre Geldpolitik zu straffen. Angesichts der erhöhten Zinssätze nahmen die Kapitalzuflüsse zu, und die Währungen werteten auf.

Bedenken über die Staatsfinanzierung im Euro-Raum schwinden

Die Märkte für Staatsanleihen des Euro-Raums stabilisierten sich im Berichtszeitraum. Die Renditen von Euro-Staatsanleihen gingen von Juni bis August für alle Länder mit Ausnahme Griechenlands, Irlands und Portugals zurück (Grafik 1 links). Ein ähnliches Bild zeigte sich auch bei den Spreads für Credit-Default-Swaps (CDS). Insgesamt verbesserte sich der Zugang zur marktbasierter Finanzierung, und mehrere Regierungen emittierten Anleihen. Im Berichtszeitraum gingen auch die Ankäufe von Euro-Staatsanleihen durch die EZB zurück. Im Juni und Juli erholte sich der Euro gegenüber den

Renditen von Staatsanleihen des Euro-Raums, Wechselkurse und Geldmarktsätze



wichtigsten Währungen (Grafik 1 Mitte), und die europäischen Aktienmärkte glichen ihre zuvor erlittenen Verluste teilweise wieder aus. Die Renditen griechischer, irischer und portugiesischer Staatsanleihen zogen ab August an, nachdem sie im Juni und Juli zurückgegangen waren. In Irland schlugen sich die überraschend hoch ausgefallenen Verluste einer staatlich unterstützten Bank in höheren Erwartungen in Bezug auf die Staatsverschuldung nieder. In der zweiten Augushälfte verlor der Euro gegenüber anderen wichtigen Währungen an Wert.

Sowohl Griechenland als auch Spanien, Portugal und Irland bestanden trotz Ratingherabstufungen wichtige Tests, die belegten, dass sie in der Lage waren, Anleihen zu begeben. Griechische Staatsanleihen kamen Mitte Juni erneut unter Druck, nachdem Moody's sie unter Investment-Grade herabgestuft hatte und die Titel in der Folge aus wichtigen Referenzindizes für Anleihen ausgeschlossen wurden. Dennoch kehrte Griechenland Mitte Juli an die Primärmärkte zurück. Dieser erneute Zugang zu den Anleihemärkten wurde als positive Reaktion darauf gewertet, dass Griechenland trotz öffentlichen Widerstands Fortschritte bei wichtigen Reformen machte. Obwohl Moody's eine Herabstufung Spaniens prüfte, führte das Land Mitte Juni erfolgreiche Auktionen durch und nahm auch einige Wochen später mit einer weiteren staatlichen Schuldtitelausgabe Mittel auf. Portugal und Irland emittierten am Tag nach der Herabstufung ihrer Staatspapiere ebenfalls Anleihen. Am 4. August war die European Financial Stability Facility (EFSF) voll einsatzbereit und stärkte als zusätzliche Stütze das Anlegervertrauen weiter. Die EFSF wurde von den 16 Staaten des Euro-Raums eingerichtet, um als Auffangnetz zu dienen, sollte ein Mitgliedstaat in finanzielle Schwierigkeiten geraten; Anleihen wurden jedoch nicht ausgegeben.

Dank der besseren Marktbedingungen an den Anleihemärkten des Euro-Raums von Mitte Juni bis Ende Juli konnten die Zentralbanken ihre Interventionen an den Finanzmärkten allmählich zurückfahren. Mitte Juni stellte die Schweizerische Nationalbank ihre Interventionen an den Devisenmärkten ein, welche die Aufwertung des Schweizer Frankens verlangsamten sollten. Ab

Dank besserer Bedingungen an den Euro-Staatsanleihemärkten ...

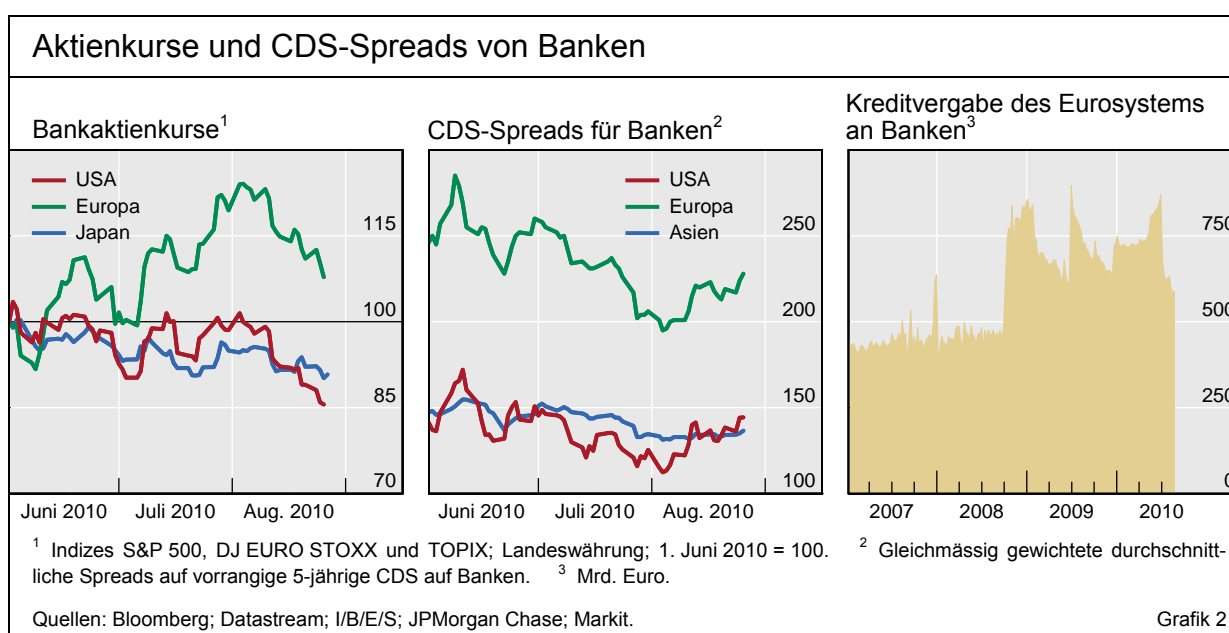
... allmählicher Abbau der Liquiditätsunterstützung durch die EZB

Mitte Juni drosselte die EZB das Tempo ihrer Ankäufe von Staatsanleihen und begann ihre ausserordentlichen Liquiditätsoperationen abzubauen. Sie reduzierte den Umfang der im Rahmen des Securities Market Programme wöchentlich angekauften Staatsanleihen, und am 1. Juli lief ihr einjähriges längerfristiges Refinanzierungsgeschäft aus und wurde nicht ersetzt. Ende Juli überprüfte die EZB ihre Besicherungsanforderungen und erhöhte die Sicherheitsabschläge für private Papiere niedrigerer Bonität. Die allmähliche Normalisierung der Liquiditätsbereitstellung durch die EZB spiegelte sich von Anfang Juni bis Mitte August teilweise im stetigen Anstieg des 3-Monats-EURIBOR-Satzes wider (des Satzes, zu dem sich Banken untereinander Kredite in Euro gewähren). Im selben Zeitraum ging der entsprechende US-Dollar-Satz zurück, während der Satz für das Vereinigte Königreich praktisch unverändert blieb (Grafik 1 rechts).

Stresstests europäischer Banken erhöhen Transparenz

Veröffentlichung der Ergebnisse der Stresstests von Banken

Nach der Veröffentlichung der Stresstestergebnisse von EU- und Schweizer Banken am Freitag, 23. Juli, verbesserte sich die Beurteilung des europäischen Bankensystems durch die Anleger deutlich. Die Ergebnisse der Stresstests von EU-Banken lieferten die sehr willkommene Transparenz in Bezug auf die Staatsanleihebestände führender europäischer Banken und eine Reihe einheitlicher Angaben zu den Bilanzen dieser Banken (s. Kasten). Diese erhöhte Transparenz beruhigte die Anleger. Am Montag nach der Veröffentlichung legten die Aktienkurse europäischer Banken um 2% zu, und ihre CDS-Spreads gingen um 10–15 Basispunkte zurück (Grafik 2 links und Mitte). Das grössere Vertrauen in europäische Banken trug zudem zu niedrigeren Länderrisiko-prämien und besseren Bedingungen an den europäischen Geldmärkten bei. Gleichzeitig gingen die EZB-Kredite an Banken des Eurosystems zurück (Grafik 2 rechts).



Die Veröffentlichung der geänderten Vorschläge des Basler Ausschusses in Bezug auf Kapital- und Liquiditätsanforderungen am Montag, 26. Juli, schlug sich in den darauffolgenden Tagen in einem weiteren Anstieg der Bankaktienkurse nieder. Die Anleger begrüßten die Zurückhaltung der Aufsichtsinstanzen. Da es noch nie zuvor einen weltweiten Liquiditätsstandard gegeben hat, gehen die Aufsichtsinstanzen bei der Umsetzung behutsam vor und bemühen sich, eine umsichtige, aber verhältnismässige Kalibrierung sicherzustellen. Der Ausschuss kündigte zudem an, dass die sog. Net Stable Funding Ratio (Verhältnis der verfügbaren Refinanzierung zur erforderlichen Refinanzierung) während eines Beobachtungszeitraums geprüft und am 1. Januar 2018 als Mindeststandard eingeführt wird. Darüber hinaus nahm der Ausschuss Anpassungen in Bezug auf die Behandlung von Minderheitsbeteiligungen, Anlagen in Finanzwerten und Bedienungsrechten von Hypotheken vor, um die unbeabsichtigten Folgen des ursprünglichen Vorschlags vom Dezember 2009 zu korrigieren und eine ausgewogenere, aber immer noch konservative Definition von Eigenkapital sicherzustellen. Die positiven Reaktionen auf die Stresstestergebnisse der Banken und auf die geänderten Vorschläge des Basler Ausschusses wurden von einer Reihe positiver Gewinnmeldungen europäischer Banken unterstützt. Die Prämien für Bankens-CDS gingen zurück, und der iTraxx Europe Senior Financials Index gab bis Ende Woche um 14,5% nach. In den darauffolgenden Wochen belebte sich der Handel an den Primärmärkten wieder, und die Finanzinstitute – namentlich spanische Banken – emittierten sowohl gedeckte als auch unbesicherte Anleihen.

Vermögenspreise spiegeln schwächere Wachstumsprognosen für die USA wider

Im Zeitraum Juni bis Ende August wurde eine Reihe überraschend schwacher Wirtschaftsdaten veröffentlicht; zusammen mit einem veränderten Ausblick der Federal Reserve überzeugte dies die Marktteilnehmer, dass sich die US-Konjunktur abkühlte. Diese Einschätzung, die durch verschiedene Erklärungen und Berichte der Federal Reserve untermauert wurde, führte zu niedrigeren Renditen von langfristigen Staatsanleihen, worin sich zum Teil ein Rückgang der Inflationserwartungen widerspiegelte.

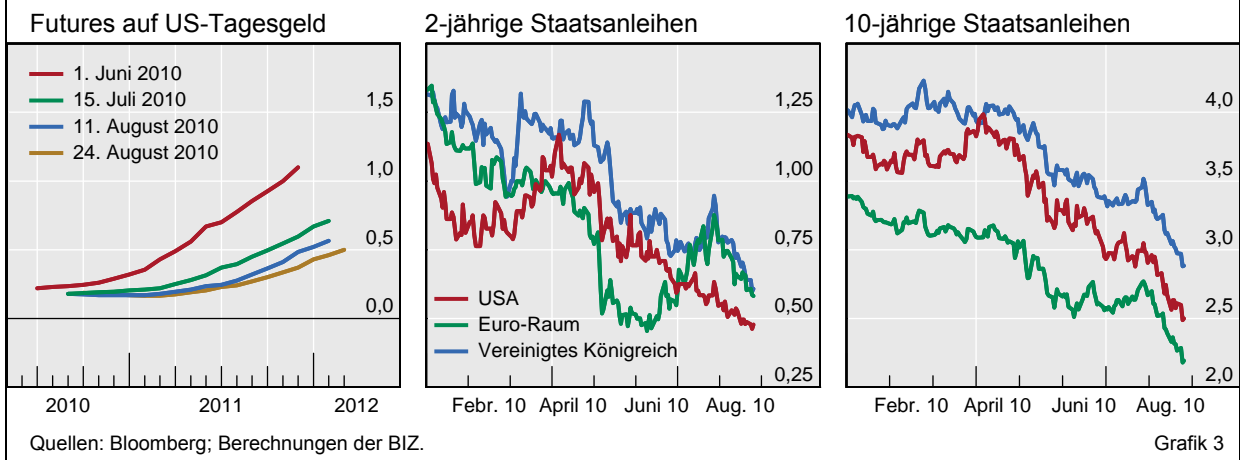
Der veränderte Ausblick für das US-Wachstum veranlasste die Anleger, den voraussichtlichen Zeitpunkt für die Normalisierung der geldpolitischen Rahmenbedingungen weiter hinauszuschieben, und weckte gleichzeitig Markterwartungen hinsichtlich einer möglichen weiteren „quantitativen Lockerung“. Der Bericht des Vorsitzenden der Federal Reserve Bernanke an den Kongress Ende Juli, das Protokoll der Sitzung des Offenmarktausschusses und Reden von Vertretern der Federal Reserve wurden als weitere Hinauszögerung der Normalisierung der Geldpolitik gedeutet. Zudem korrigierte die Federal Reserve nach einer Reihe enttäuschender US-Wirtschaftsdaten ihre Wachstumsprognosen nach unten. Als die US-Notenbank am 10. August beschloss, ihre Bilanzsumme erst später zu reduzieren und die durch ihren Hypothekenbestand generierten Gelder in US-Schatzpapieren wiederanzulegen, bestärkte

Konjunktur-
abkühlung in den
USA ...

... führt zu
niedrigeren
Renditen von US-
Schatzpapieren ...

Erwartungen bezüglich der Geldpolitik

Prozent

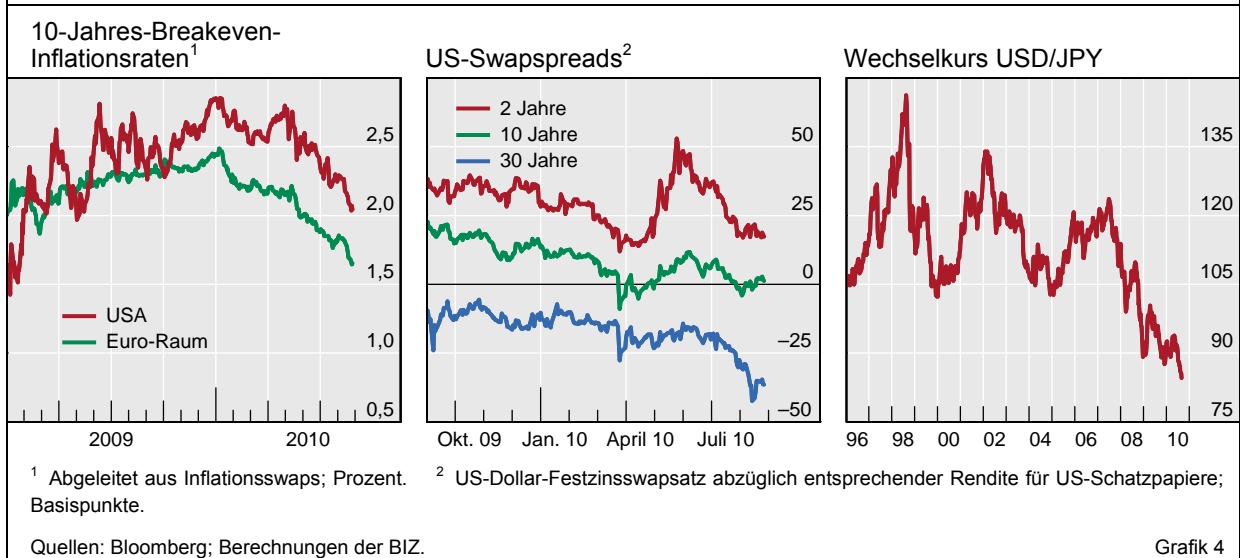


dies die Anleger noch in der Annahme, dass die Leitzinsen niedrig bleiben würden. Nach Bekanntgabe dieses Beschlusses gingen die Preise für Futures auf US-Tagesgeld zurück. Dies legte den Schluss nahe, dass allfällige Leitzinserhöhungen wahrscheinlich erst im zweiten Halbjahr 2011 oder Anfang 2012 erfolgen würden (Grafik 3 links).

... und rückläufigen
Inflations-
erwartungen

Die Form der US-Renditenstrukturkurve spiegelte die geänderten Wachstumsaussichten wider. Die Rendite 2-jähriger US-Schatzpapiere sank auf ein Allzeittief von rund 0,50% (Grafik 3 Mitte). Die Rendite 10-jähriger Papiere fiel unter 2,5% – ein Niveau, das zuletzt im Dezember 2008 verzeichnet worden war –, obwohl die Märkte von einem grösseren Mittelbedarf der USA zur Finanzierung der höheren Haushaltsdefizite ausgingen (Grafik 3 rechts). Dieser Rückgang der Renditen langfristiger US-Schatzpapiere deckt sich mit den tieferen Inflationserwartungen. Die Inflationsswaps implizierten eine 10-Jahres-Breakeven-Inflationsrate von etwa 1,7%, gegenüber über 2% Ende Mai (Grafik 4 links).

Inflationserwartungen, US-Swapspreads und Wechselkurs USD/JPY



In der letzten Juliwoche fiel der in einem 10-jährigen Zinsswap bezahlte Festsatz unter die Rendite von 10-jährigen US-Schatzpapieren und führte zum zweiten Mal in diesem Jahr zu einem negativen Swapsread (Grafik 4 Mitte). Swapsätze sind in der Regel höher als die Renditen von US-Schatzpapieren, da die variablen Zahlungen auf Interbanksätzen wie dem LIBOR beruhen, die das Kreditrisiko berücksichtigen. Vor März dieses Jahres war der 10-jährige US-Swapsread niemals unter null gefallen; allerdings war der 30-jährige Spread eine Zeit lang negativ gewesen. Der negative 10-jährige Swapsread könnte ein Zeichen für Absicherungsgeschäfte im Zusammenhang mit Emissionen von US-Unternehmensanleihen gewesen sein, die im Juli deutlich zunahmten. Angesichts der niedrigen Langfristzinsen wurde es für Investment-Grade-Schuldner interessant, festverzinsliche 10-jährige Anleihen zu emittieren und durch Bezug des Festsatzes eines 10-jährigen Swaps in variabel verzinsliche Verbindlichkeiten umzuwandeln. Marktcommentaren zufolge dürften vor allem Banken diese Gelegenheit rasch genutzt haben.

Negativer Swapsread

In den zwei Monaten nach Veröffentlichung des Berichts der Federal Reserve zu den regionalen Wirtschaftsbedingungen („Beige Book“) am 9. Juni, der auf ein gedämpftes Wirtschaftswachstum hindeutete, verlor der US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen an Wert. Gegenüber dem Yen sank er sogar auf den tiefsten Stand seit 15 Jahren (Grafik 4 rechts). Die rasche Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar veranlasste die japanischen Behörden, Bedenken über die starke Währung und die möglichen negativen Auswirkungen auf die japanischen Exporte zu äussern.

Abwertung des US-Dollars

Bessere Performance von Unternehmensanleihen bei anhaltender Vorsicht der Anleger

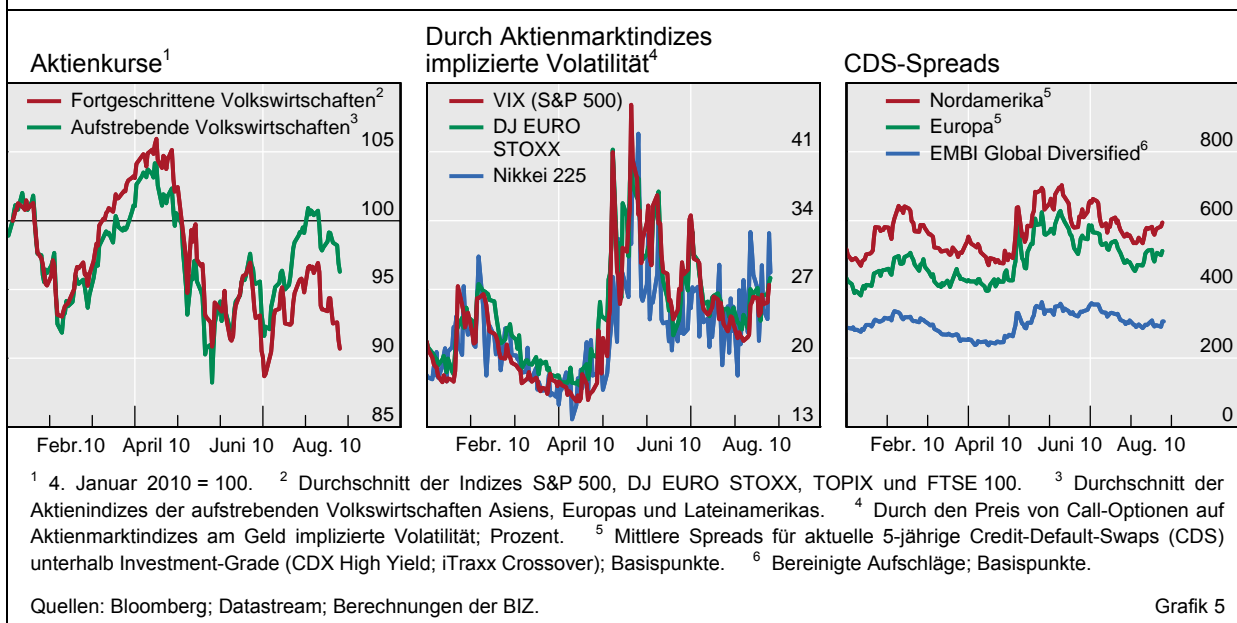
Die Anleger blieben aufgrund der zunehmenden Wachstumsbedenken vorsichtig. Dennoch zogen angesichts der besseren Bedingungen an den Märkten für Euro-Staatsanleihen, der positiven Gewinnmeldungen von US- und europäischen Unternehmen und der höheren Transparenz in Bezug auf die geplanten Aufsichtsmassnahmen die Kurse sowohl an den Aktien- als auch an den Unternehmensanleihemärkten an (Grafik 5 links). Zudem ging die Volatilität der Aktienkurse zurück (Grafik 5 Mitte). Infolge der erheblichen Rückgänge früher im Jahr erreichten die nordamerikanischen und europäischen Aktienmärkte jedoch bestenfalls ihr zu Jahresbeginn verzeichnetes Niveau. Demgegenüber legten einige lateinamerikanische Märkte stärker zu, während die Märkte Chinas, Japans und Australiens hohe Verluste erlitten.

Performance von Anleihen besser als von Aktien ...

Trotz der unveränderten CDS-Spreads (Grafik 5 rechts) erzielten sowohl Investment-Grade- als auch hochrentierende Unternehmensanleihen aufgrund der rückläufigen risikofreien Zinssätze hohe Erträge (Grafik 6 links). Die bessere Performance von Anleihemärkten gegenüber Aktienmärkten bildete sich in den globalen Anlageströmen ab. In den USA wurden die umfangreichen Abflüsse aus Aktienfonds von Mai bis Juli durch umfangreiche Zuflüsse in Anleihefonds kompensiert (Grafik 6 Mitte). Diese Zuflüsse nahmen im Juli erneut zu.

... und Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften

Aktienkurse und CDS-Spreads

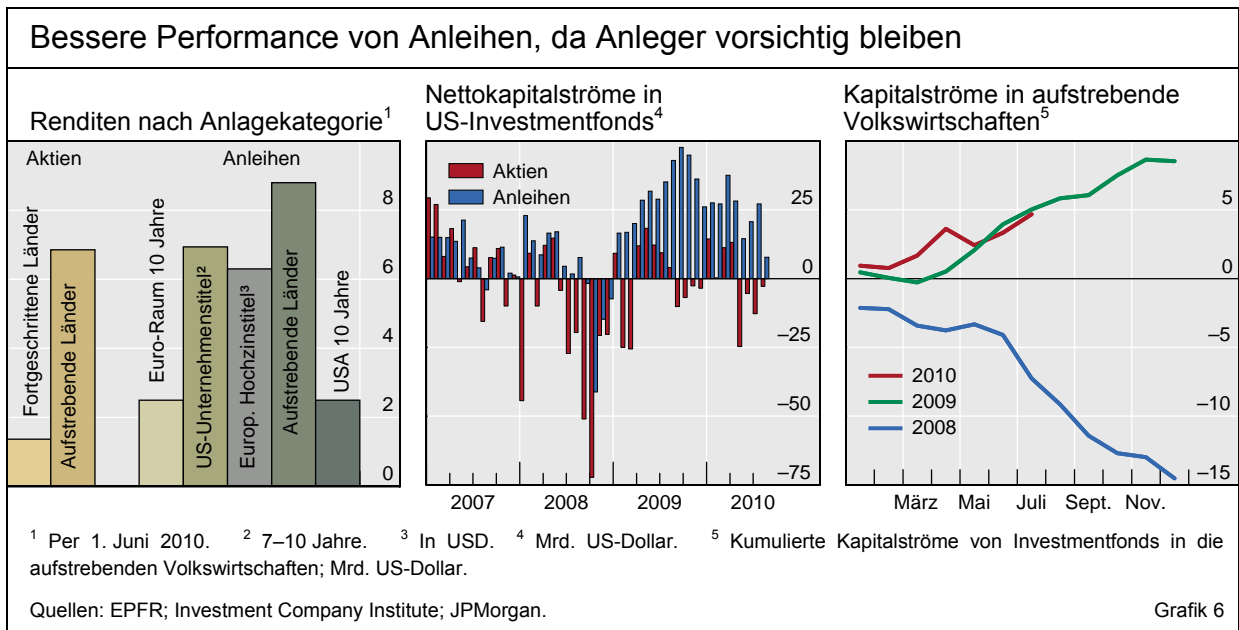


Allmähliche Normalisierung der Geldpolitik, wenn auch nicht überall

Das schwächere Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und die historisch niedrigen Staatsanleiherenditen schlugen sich in den führenden aufstrebenden Volkswirtschaften in einer verstärkten Nachfrage der Anleger nach Vermögenswerten mit höheren erwarteten Renditen nieder. Das grössere Interesse der Anleger geht sowohl aus Umfragen als auch aus Daten zu Anlageströmen hervor. Nach den umfangreichen Abflüssen 2008 verzeichneten die Aktien- und Anleihefonds aufstrebender Volkswirtschaften 2009 und im ersten Halbjahr 2010 umfangreiche Zuflüsse (Grafik 6 rechts). Ab Anfang Juni gehörten Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften zu den Anlagen mit der besten Performance (Grafik 6 links). Die Anleihe- und Aktienmärkte Brasiliens, Chinas und Indiens sowie Südostasiens, die angesichts der grösseren Volatilität und der höheren Risikoaversion während der Euro-Staatsschuldenkrise an Terrain verloren hatten, erholten sich wieder und legten um 10% oder mehr zu (Grafik 7 links). Die CDS-Spreads auf Staatsanleihen dieser Länder gingen zurück, und ihre Währungen werteten auf (Grafik 7 rechts).

Straffung der Geldpolitik in Ländern mit hohem Wachstum ...

In diesen Schwankungen der Vermögenspreise spiegelte sich die Erwartung der Anleger wider, dass die wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften trotz der Straffung der nationalen Geldpolitik und des schwächeren Wachstums in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiterhin kräftig zulegen würden. Die geldpolitischen Instanzen in den schnell wachsenden aufstrebenden Volkswirtschaften versuchten durch Leitzinserhöhungen, Währungsaufwertung und systemorientierte Aufsichtsmaßnahmen den Inflationsdruck und den Anstieg der Vermögenspreise zu dämpfen (Grafik 7 Mitte). Die Prognosemittelwerte für die Inflation, die im Juli zu sinken begannen, liessen vermuten, dass die Marktteilnehmer die Straffungsmassnahmen als wirksam erachteten.

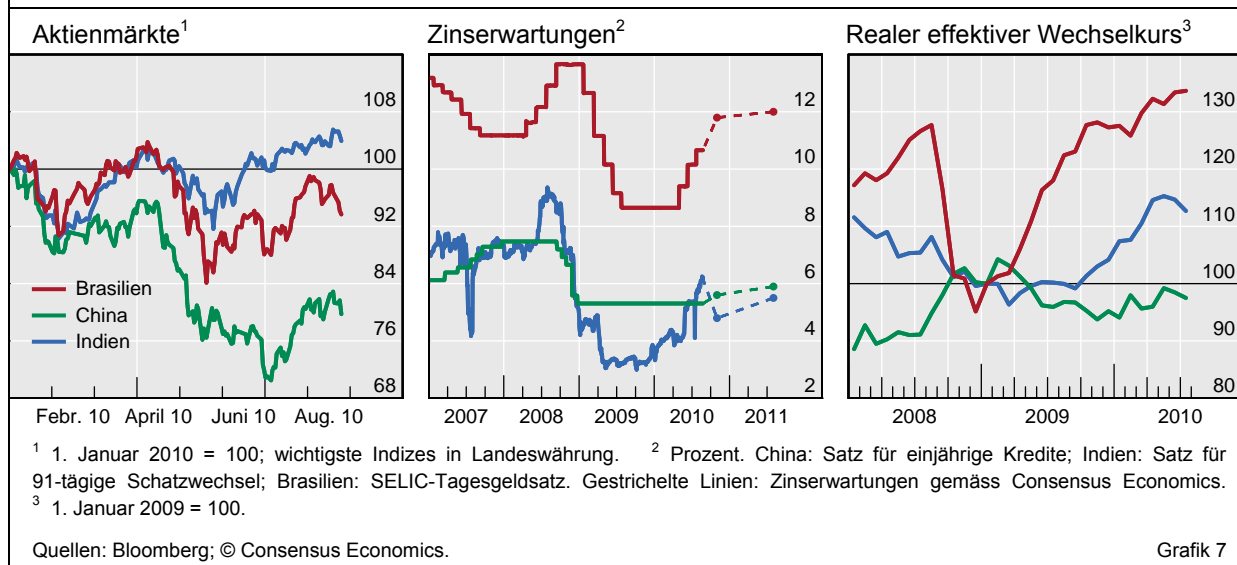


China beispielsweise ergriff in jüngster Zeit mehrere Massnahmen, um das Kreditwachstum zu bremsen und die Geldpolitik auch anderweitig zu normalisieren. Am 19. Juni gab die People's Bank of China (PBoC) bekannt, dass sie die Reform des Renminbi-Wechselkursregimes weiter vorantreiben und die Wechselkursflexibilität der chinesischen Währung verbessern werde. Die Anleger sahen in dieser Erklärung das Ende der inoffiziellen Krisenmassnahme Chinas, die darin bestanden hatte, den Renminbi an den Dollar zu koppeln. Nach dieser Erklärung signalisierte die PBoC, indem sie den täglichen Kassakurs auf demselben Niveau wie vor der Ankündigung festsetzte, dass es keine bedeutende einmalige Neubewertung des Renminbi geben werde. Die erste Reaktion am Markt für Quasi-Termingeschäfte („non-deliverable forwards“, NDF) war beträchtlich: Die einmonatigen NDF-Kontrakte implizierten eine Aufwertung von 6,7% gegenüber dem US-Dollar, während die einjährigen Kontrakte einen Anstieg von 2,7% implizierten. Ungeachtet der anfänglichen Markterwartungen wertete der Renminbi bis Ende August gegenüber dem US-Dollar um weniger als 0,5% auf.

Während einige aufstrebende Volkswirtschaften ein kräftiges Wachstum verzeichneten und die Geldpolitik strafften, erfuhren andere ein langsames Wachstum und eine Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen, und zwar in allen Regionen. Zu den Ländern, die ihre Leitzinsen senkten, gehörten Mexiko und Kolumbien in Lateinamerika, Russland, die Tschechische Republik und Ungarn in Mittel- und Osteuropa sowie Südafrika. Jede dieser Volkswirtschaften sah sich mit unterschiedlichen Schwierigkeiten konfrontiert, die teilweise auf externe und teilweise auf inländische Faktoren zurückzuführen waren. Die Aktienmärkte in Mexiko, Russland und Ungarn beispielsweise waren ziemlich volatil. Die Kurse stiegen im Juni und Juli, gingen dann aber Ende Juli und in der ersten Augushälfte zurück (Grafik 8 links), da die Zentralbanken die Leitzinsen senkten (Grafik 8 Mitte). Die Erwartungen eines schwächeren Wachstums und niedrigerer Zinssätze trugen zu einer Abwertung der entsprechenden Währungen bei (Grafik 8 rechts).

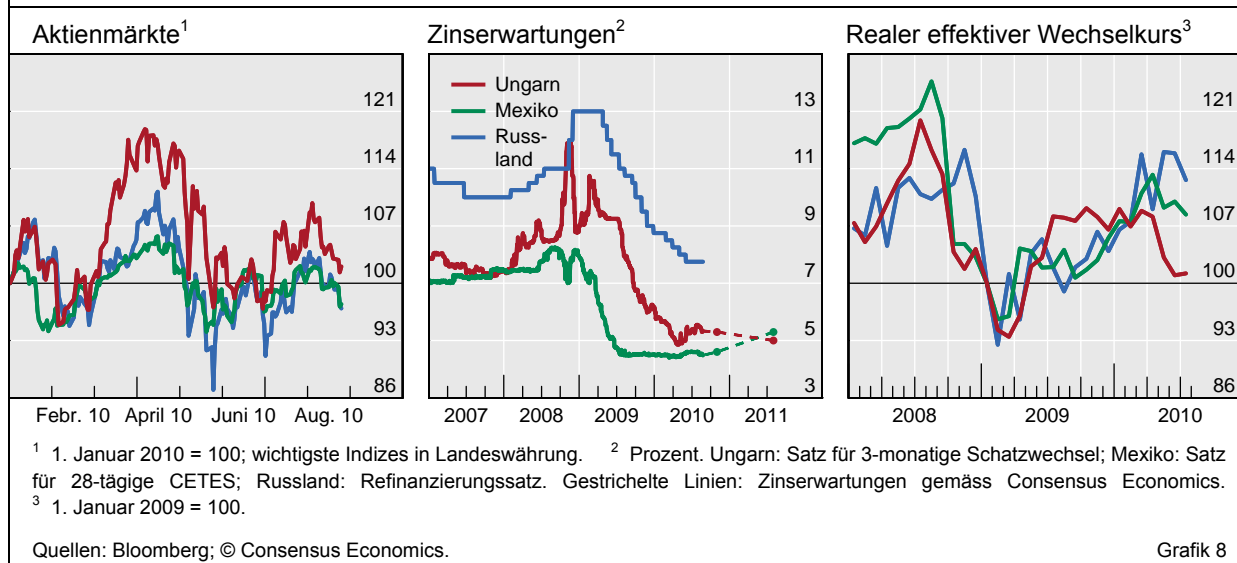
... und Zinssenkungen in anderen Ländern

Marktentwicklung in Brasilien, China und Indien



Im Falle Ungarn führten auch die Erklärungen und Massnahmen der neuen Regierung zu Volatilität an den Aktienmärkten und zu Wechselkurschwankungen. Anfang Juni liess ein Regierungsvertreter verlauten, dass eine Zahlungsunfähigkeit des Landes nicht ausgeschlossen werden könne. Dies führte zu einem Kurseinbruch des ungarischen Forint und zu einem Anstieg der Renditen von Staatsanleihen. Zusätzlich verstärkt wurden die Bedenken der Anleger, als die ungarische Regierung im Juli ihre Gespräche mit dem IWF über die Bedingungen eines Kredits des IWF und der EU in Höhe von € 4,4 Mrd. abrupt beendete.

Marktentwicklung in Ungarn, Mexiko und Russland



Stresstests für EU-Banken erhöhen Transparenz

Michael Davies und Michael R. King

Die EU-weiten Stresstests für Banken wurden entwickelt, um die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems der Europäischen Union gegenüber verschiedenen negativen Wirtschafts- und Finanzmarktschocks zu prüfen. Sie wurden vom Ausschuss der europäischen Bankenaufsichtsbehörden (CEBS) in Zusammenarbeit mit der EZB, der Europäischen Kommission und den nationalen Aufsichtsbehörden durchgeführt. An den Tests nahmen 91 Banken aus 20 EU-Mitgliedstaaten teil, auf die etwa 65% der gesamten Bilanzsumme der EU-Banken und mindestens 50% der Bilanzsumme der Banken in den jeweiligen Mitgliedstaaten entfallen. Spanien wies den höchsten Erfassungsgrad auf: Hier beteiligten sich 27 Banken, die fast 100% der Bilanzsumme der Banken des Landes abdecken. Die Ergebnisse für das Bankensystem der EU als Ganzes und für die einzelnen Bankkonzerne wurden am Freitag, den 23. Juli, nach dem europäischen Börsenschluss veröffentlicht. Am selben Tag gab ausserdem die Schweizer Aufsichtsbehörde FINMA bekannt, dass die beiden grössten Schweizer Banken ihre Stresstests bestanden hatten.

Im Rahmen der EU-weiten Stresstests für Banken wurden drei makroökonomische Szenarien untersucht, die über den 2-Jahres-Zeitraum bis Dezember 2011 angesetzt waren: i) ein Referenz-Szenario auf der Grundlage der Konjunkturprognose der Europäischen Union, die von einem BIP-Wachstum von 1,0% im Jahr 2010 und 1,7% im Jahr 2011 ausgeht, ii) ein Stress-Szenario, bei dem das aggregierte BIP im Betrachtungszeitraum im Vergleich zur EU-Prognose um 3% einbricht, und iii) ein ergänzendes Stress-Szenario, bei dem das ursprüngliche Stress-Szenario um einen Schock an den Staatsanleihemärkten erweitert wird. Dieser Schock wurde als Aufwärtsverschiebung der Renditenstrukturkurve von Staatspapieren in allen EU-Ländern, mit zusätzlichen länderspezifischen Erhöhungen bei den langfristigen Staatsanleiherenditen, modelliert. Die zuständigen Instanzen stellten für alle EU-Mitgliedstaaten, die USA sowie den Rest der Welt in jedem Szenario einen einheitlichen Satz makroökonomischer Variablen zur Verfügung. Um den Test zu bestehen, mussten die Banken in jedem Szenario eine Kernkapitalquote von mindestens 6% (gegenüber der regulatorischen Mindestanforderung von 4%) aufweisen.

Die meisten Banken bestanden die Stresstests ohne Probleme: Im strengsten Szenario sank die aggregierte Kernkapitalquote der EU-Banken von 10,3% Ende 2009 auf 9,2% Ende 2011. In diesem Szenario beliefen sich die über den 2-Jahres-Zeitraum aggregierten Wertminderungsaufwendungen für Kreditforderungen auf € 473 Mrd., die Handelsbuchverluste auf insgesamt € 26 Mrd. und die Verluste durch den zusätzlich simulierten Schock an den Staatsanleihemärkten auf € 67 Mrd. Diese Aufwendungen und Verluste wurden durch die von den Banken für den Prognosezeitraum erwarteten operativen Erträge fast genau abgedeckt.

Sieben Banken wiesen Kernkapitalquoten von unter 6% aus und müssen Kapital in Höhe von insgesamt € 3,5 Mrd. aufnehmen. Bei weiteren 20 Banken lagen die Kernkapitalquoten zwischen 6% und 7%. Kapitaldefizite wurden von fünf spanischen Sparkassen („cajas“) mit einem Kapitalbedarf von insgesamt € 1,8 Mrd., der deutschen Hypo Real Estate (€ 1,2 Mrd.) und der Agricultural Bank of Greece (€ 0,2 Mrd.) vermeldet. Die Behörden arbeiten zusammen mit diesen Banken an der Aufstockung ihres Eigenkapitals bzw. an Umstrukturierungen. In einigen Ländern waren bereits vor der Veröffentlichung der Stresstestergebnisse Auffangfazilitäten eingerichtet worden, während Regierungen in anderen Ländern mitgeteilt haben, dass bei Bedarf staatliche Hilfe bereitstehe.

Kritiker der Stresstests argumentierten, dass diese nicht streng genug waren. Es wurde bemängelt, dass sich die Tests nicht auf die Auswirkungen eines Ausfalls von Euro-Staatsanleihen erstreckten, d.h. dass die Preise von Staatspapieren in den Anlagebüchern (die den weit überwiegenden Teil der Staatsanleihebestände der Banken ausmachen) keiner Stressbelastung unterzogen wurden. Ausserdem wurde kritisiert, dass sich die Tests auf die bestehenden Kernkapitalquoten bezogen statt auf das strenger definierte „harte Kernkapital“, wengleich die Unterscheidung nur in einigen Ländern relevant ist. Trotz der Kritik begrüsst die Märkte die grössere Transparenz, die durch die Tests geschaffen wurde, und insbesondere die einheitlichen Daten zu den Beständen der einzelnen Banken an Staatsanleihen der EU-Länder.

In den Wochen vor der Veröffentlichung der Ergebnisse der EU-weiten Stresstests entwickelten sich Bankaktien besser als die marktbreiten Indizes, und die CDS-Spreads der Banken verringerten sich – möglicherweise in Erwartung positiver Testergebnisse. Die Reaktion der Märkte

unmittelbar nach der Bekanntgabe der offiziellen Resultate war positiv: Die Aktienkurse der europäischen Banken stiegen um 2%, und ihre CDS-Spreads gingen am ersten Handelstag nach der Veröffentlichung um 10 bis 15 Basispunkte zurück. Dieser Trend setzte sich in den darauffolgenden Wochen fort; allerdings lässt sich der Stresstesteffekt nicht von der Reaktion der Märkte auf das aktualisierte Reformpaket des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht in Bezug auf Kapital- und Liquiditätsanforderungen trennen. Zudem gaben einige Banken in dieser Zeit positive Gewinnmeldungen bekannt. Angaben zufolge hat sich der Zugang zur marktbasieren Finanzierung nach der Veröffentlichung der Testergebnisse für die grössten Banken verbessert. Im Einklang damit haben sich die Anleiheemissionen der europäischen Banken, vor allem der grössten spanischen Institute, belebt. Vereinzelt lassen jedoch darauf schliessen, dass die Finanzierungsbedingungen für mittlere und kleinere Banken weiterhin schwierig sind.