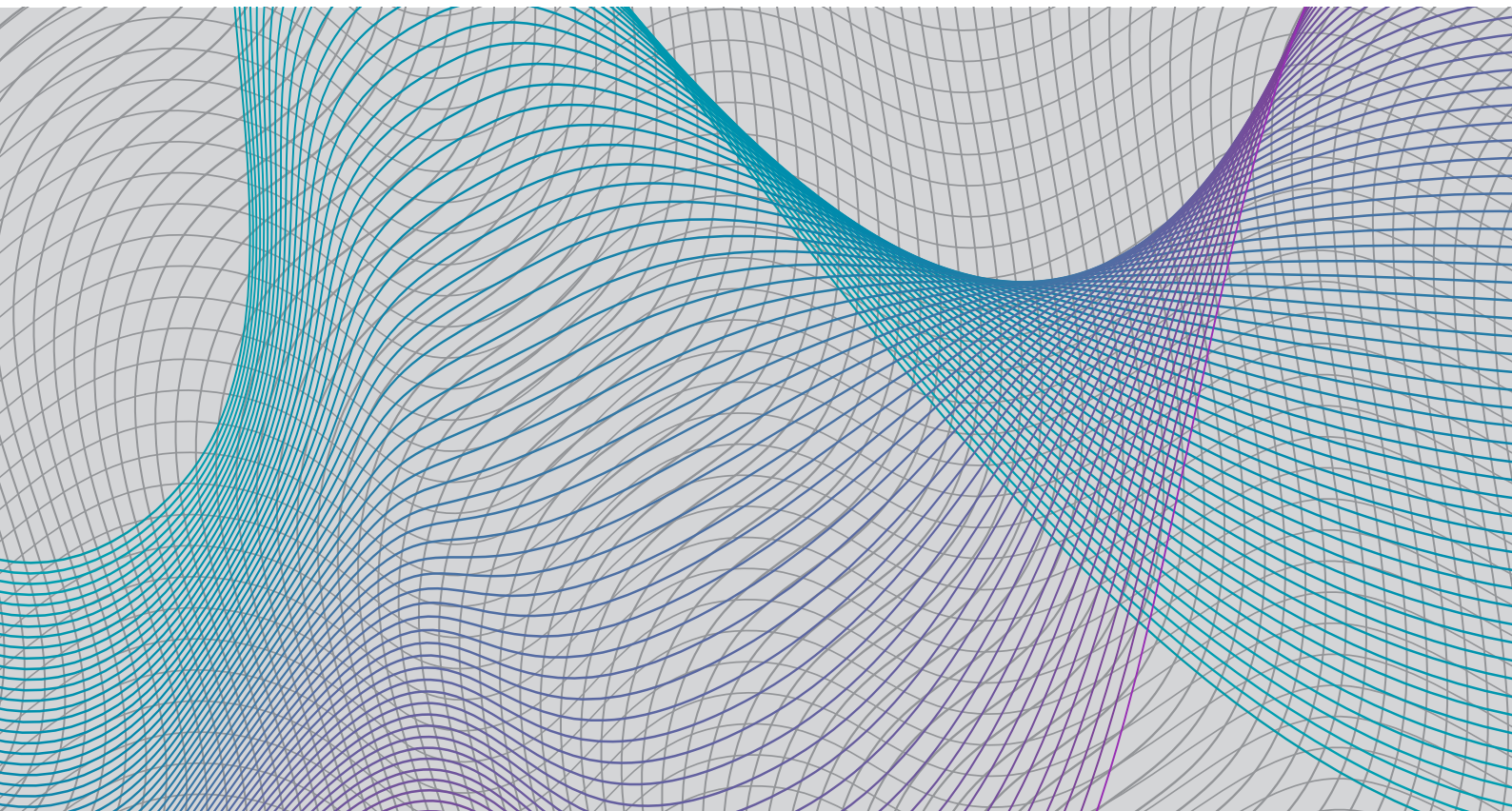




Finanzstabilitätsbericht 2014



Deutsche Bundesbank
Wilhelm-Epstein-Straße 14
60431 Frankfurt am Main

Postfach 10 06 02
60006 Frankfurt am Main

Fernruf 069 9566-0
Durchwahlnummer 069 9566- ...
und anschließend die gewünschte
Hausrufnummer wählen

Telefax 069 9566-3077

Internet <http://www.bundesbank.de>

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.
ISSN 1861-8960 (Druckversion)
ISSN 1861-8979 (Internetversion)

Abgeschlossen am 21. November 2014.

Der Finanzstabilitätsbericht erscheint im Selbstverlag
der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main, und
wird an Interessenten kostenlos abgegeben.



■ Finanzstabilitätsbericht 2014

Prolog	5
■ Überblick	7
■ Niedrige Zinsen – Risiken für die Finanzstabilität?	13
Niedrige Zinsen und geringe Volatilität begünstigen Renditesuche	14
Risikoneigung in verschiedenen Märkten unterschiedlich ausgeprägt	21
Deutsche Banken und Versicherer investieren eher konservativ	28
■ Risikolage im deutschen Finanzsystem	37
Niedrigzinsumfeld und strukturelle Probleme belasten Ertragskraft	38
Risikotragfähigkeit der Banken verbessert	41
Zinsänderungsrisiko der Banken kann Gewinne empfindlich beeinträchtigen	46
Geschäftsentwicklung der Versicherer durch Niedrigzinsumfeld eingetrübt	51
■ Immobilienkredite unter Beobachtung	61
Weiterhin aufwärtsgerichtete Preistendenz bei deutschen Wohnimmobilien	62
Ergebnisse einer Umfrage zur Vergabe von Wohnimmobilienkrediten	62
■ Implikationen der Bankenunion für die Finanzstabilität	73
Start der einheitlichen Bankenaufsicht fördert die Integration des europäischen Finanzmarktes	74
Abwicklungsmechanismus ergänzt einheitliche Aufsicht	78
Reform der Einlagensicherung stärkt Vertrauen	91
■ Der Risikoverbund von Banken und Staaten	95
Regulatorische Privilegien begünstigen Risikoverbund zwischen Banken und Staaten	96
Empirischer Befund: Verflechtungen zwischen Banken und Staaten haben sich intensiviert	97
Aktuelle Bankenregulierung fördert Banken-Staaten-Nexus	101
Privilegierung von Staatsschuldtiteln konsequent abbauen	102

■ Chronik makroprudenzieller Maßnahmen	107
■ Glossar	115
■ Veröffentlichungen der Bundesbank zum Thema Finanzstabilität	119

Kästen

Market-Making-Aktivitäten der Banken an den Anleihemärkten	16
Geldpolitik, Risikoneigung und Finanzstabilität	18
Regulierungsarbitrage über Kreditfonds?	22
Einfluss regulatorischer Änderungen auf die Kernkapitalquote	43
Ansteckungseffekte im Netzwerk der deutschen Banken	47
Ergebnisse des Comprehensive Assessment	53
Kennzahlen zur Verzinsung der Kapitalanlagen bei Lebensversicherern	55
Ein Ansatz zur Erklärung der gemeinsamen Preisschwankungen bei Wohnimmobilien in Deutschland.	69
Konzeptioneller und rechtlicher Rahmen der einheitlichen europäischen Bankenaufsicht.	76
Konzeptioneller und rechtlicher Rahmen des einheitlichen europäischen Abwicklungsmechanismus.	79
Umgang mit Kapitallücken im Übergangsjahr 2015	82

Abkürzungen und Zeichen

p	vorläufige Zahl
r	berichtigte Zahl
.	Zahlenwert unbekannt, geheim zu halten oder nicht sinnvoll
–	nichts vorhanden

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

I Prolog

Die zentrale Aufgabe der Bundesbank ist es, die Geldwertstabilität zu sichern. Darüber hinaus hat sie den gesetzlichen Auftrag, zur Finanzstabilität beizutragen. Im Jahr 2013 wurde in Deutschland der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) eingerichtet, dem auch Vertreter der Bundesbank angehören. Der AFS erörtert auf der Grundlage von Analysen der Bundesbank für die Finanzstabilität maßgebliche Sachverhalte. Er kann Warnungen und Empfehlungen abgeben. Zudem hat die Bundesbank über ihre Beteiligung an der Bankenaufsicht und an der Funktionsweise des Zahlungsverkehrs wichtige stabilitätspolitische Aufgaben.

Zusätzlich zu ihrer zentralen Rolle im Rahmen der makroprudenziellen Überwachung auf nationaler Ebene ist die Bundesbank eng in die entsprechenden europäischen Strukturen eingebunden. Zum einen ist ihr Präsident stimmberechtigtes Mitglied im Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB), der für die makroprudenzielle Überwachung des gesamten EU-Finanzsystems zuständig ist. Zum anderen wirkt die Bundesbank im Euro-Raum an der Durchführung von Maßnahmen auf dem Gebiet der Finanzstabilität mit. Hierzu hat das Eurosystem einen Finanzstabilitätsausschuss (Financial Stability Committee: FSC) eingesetzt, in dem die Bundesbank vertreten ist. Makroprudenzielle Maßnahmen gegenüber Banken können nicht nur von nationaler Seite her ergehen, sondern auch von der Europäischen Zentralbank (EZB) verschärft werden. Hierüber entscheidet der EZB-Rat.

Die Bundesbank definiert Finanzstabilität als die Fähigkeit des Finanzsystems, seine zentralen gesamtwirtschaftlichen Funktionen zu erfüllen und dies gerade auch in Stresssituationen und Umbruch-

phasen. Ziel der Finanzstabilitätspolitik ist es, die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zu stärken. Die traditionelle Bankenaufsicht hat das Ziel, für die Stabilität einzelner Institute zu sorgen. Gefahren, die sich aus der Schieflage einzelner Institute oder Gruppen von Instituten für die Gesamtwirtschaft ergeben, stehen dabei nicht im Vordergrund.

Bei der Analyse der Systemstabilität verfolgt die Bundesbank einen risikoorientierten Ansatz. Es werden Szenarien untersucht, die einen hohen Schaden für die Gesamtwirtschaft verursachen können, selbst wenn deren Eintrittswahrscheinlichkeit gering erscheint. Im Unterschied dazu beschreiben Prognosen die wahrscheinlichsten Entwicklungen. Ob ein Finanzsystem hinreichend robust gegenüber Abwärts-szenarien ist, hängt wesentlich von der Eigenkapitalausstattung ab. Je mehr Eigenkapital im System vorhanden ist, umso besser können Marktteilnehmer Krisen aus eigener Kraft abfedern.

Um Stabilitätsrisiken einzudämmen, können unterschiedliche makroprudenzielle Instrumente eingesetzt werden. Mit der Anwendung vieler Instrumente besteht noch wenig Erfahrung. Für einen effektiven und effizienten Instrumenteneinsatz ist daher eine strukturierte Wirkungsanalyse umso wichtiger.

Der vorliegende Bericht gibt die Einschätzung der Risiken und der Widerstandskraft im deutschen Finanzsystem wieder. Er befasst sich zudem mit den Implikationen der am 4. November 2014 gestarteten europäischen Bankenunion für die Finanzstabilität.

Aktuelle Entwicklungen konnten bis zum Redaktionsschluss am 21. November 2014 berücksichtigt werden.

Überblick

Niedrige Zinsen kennzeichnen die Lage auf den internationalen Finanzmärkten im Jahr 2014. Sie gehen mit einer reichlichen Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken einher. Insbesondere in Europa ist die expansive Geldpolitik eine Reaktion auf die niedrige Inflation in einem insgesamt schwachen wirtschaftlichen Umfeld. Die vielfach zugrunde liegenden strukturellen Probleme können indes nicht durch die Geldpolitik, sondern nur durch entsprechende Reformen behoben werden. In europäischen Ländern, die Strukturreformen in Gang gesetzt haben, gibt es zwar deutliche Zeichen einer realwirtschaftlichen Erholung. Gleichzeitig kommen nötige Reformen in einigen Kernländern des Währungsraumes nur schleppend voran. Die angesichts hoher Schuldenstände des staatlichen Sektors notwendige Konsolidierung der öffentlichen Haushalte wird immer wieder infrage gestellt. Es ist jedoch die Kernaufgabe der Wirtschaftspolitik, bessere Bedingungen für ein realwirtschaftliches Wachstum zu schaffen.

Eine wesentliche Reform mit Blick auf die Finanzstabilität ist der Start der europäischen Bankenunion. Das Jahr 2014 war von der Schaffung der institutionellen und organisatorischen Rahmenbedingungen geprägt. Eine wesentliche Säule der Bankenunion stellt die gemeinsame europäische Aufsicht (Single Supervisory Mechanism: SSM) dar, die am 4. November 2014 ihre Arbeit aufnahm. In diesem Zusammenhang wurden weitreichende mikro- und makroprudenzielle Kompetenzen auf die Europäische Zentralbank (EZB) übertragen.

Um aus Sicht der Finanzmärkte Vertrauen zu schaffen, wird es entscheidend sein, den Start in die Bankenunion glaubwürdig zu gestalten und nachhaltige Strukturen im europäischen Bankensektor zu

schaffen. Seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 sind die gesamten ausstehenden Kredite der Banken des Euro-Raums an Schuldner des Euro-Raums zwar von 191% auf 168% des Bruttoinlandsprodukts gefallen. Die Anpassung ist über die einzelnen Länder hinweg aber ungleich verlaufen. Eine Anpassung über Marktaustritte (größerer) Banken fand im Euro-Raum kaum statt.

Um Vertrauen zu schaffen, wird es entscheidend sein, den Start in die Bankenunion glaubwürdig zu gestalten und nachhaltige Strukturen im europäischen Bankensektor zu schaffen.

Ein erster Schritt, um das Vertrauen in den Bankensektor zu stärken, war die Bilanzüberprüfung von 130 Banken des Euro-Raums sowie ein Stresstest (Comprehensive Assessment: CA). Dabei ging es darum, vor Beginn der einheitlichen Bankenaufsicht Transparenz zu schaffen, etwaige Altlasten und Kapitallücken aufzuspüren und notwendige Anpassungen zu ermöglichen. Das Comprehensive Assessment der EZB hat gezeigt, dass die Bilanzen der 25 teilnehmenden deutschen Institute solide sind und dass diese Banken einem simulierten schweren wirtschaftlichen Schock standhalten würden. Es gab nur eine deutsche Bank mit einer Kapitallücke zum Stichtag 31. Dezember 2013. Diese Bank hat jedoch ihr Kapital im Laufe des Jahres 2014 deutlich gestärkt und damit die Lücke geschlossen. Trotz dieses positiven Befundes sollten die deutschen Banken weiterhin Anstrengungen unternehmen, ihre Kapital- und Ertragsposition zu verbessern. Gerade mit Blick auf die ungewichtete Kapitalquote, die Leverage Ratio, haben deutsche Banken im europäischen Vergleich noch Nachholbedarf.

Anzeichen für risikoreicheres Verhalten der Investoren

Die aktuell niedrigen Zinsen und eine geringe Volatilität auf den Märkten bergen Anreize für eine verstärkte Suche nach Rendite. Es besteht die Gefahr, dass Investoren erhöhte Risiken in Kauf nehmen. Zwar ist das Streben nach Rendite ein normales Verhalten. Dieses Verhalten kann aber problematisch werden und die Funktionsweise des Finanzsystems gefährden, wenn Investoren keine ausreichenden Risikopuffer vorhalten. Eine ausreichende Kapitalausstattung der Banken leistet einen zentralen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems. Zudem muss sichergestellt sein, dass Anlageentscheidungen nicht durch Regulierungen oder durch implizite staatliche Garantien verzerrt werden.

Es gibt Anzeichen dafür, dass die Suche nach Rendite in bestimmten Marktsegmenten zu Übertreibungen führt. Das erste Kapitel dieses Berichts – „Niedrige Zinsen – Risiken für die Finanzstabilität?“ – zeigt, dass Investoren in der schon seit Jahren anhaltenden Niedrigzinsphase vermehrt Risiken eingegangen sind. Deutlich ausgeprägt ist dieser Effekt auf den Märkten für Unternehmensanleihen und syndizierte Kredite. Auf anderen Märkten sind die Indizien weniger deutlich.

Es gibt Anzeichen dafür, dass die Suche nach Rendite in bestimmten Marktsegmenten zu Übertreibungen führt.

Der verstärkte Rückgriff der Unternehmen auf Finanzierungsquellen außerhalb des Bankensektors deutet auf strukturelle Anpassungen im deutschen Finanzsystem hin. So finanzieren sich Unternehmen über Kredite von Nichtbanken und zuletzt verstärkt über die Emission von Anleihen. Daneben haben insbesondere die kleinen und mittelgroßen Unternehmen zunehmend ihre Gewinne einbehalten und so ihre Eigenkapitalbasis teils deutlich gestärkt. Hierin liegt nicht nur das Potenzial für eine verbesserte Finan-

zierung von Innovationen; Eigenkapital bietet im Vergleich zu Fremdkapital darüber hinaus einen besseren Puffer gegenüber Schocks. Denn Eigenkapitalgeber sind unmittelbar an Gewinnen und Verlusten eines Unternehmens beteiligt. Je breiter die Beteiligungen gestreut sind, umso besser können mögliche Verluste auf viele Schultern verteilt werden.

Durch den Rückgriff der Unternehmen auf neue Fremdkapitalquellen könnten sich aber auch Risiken außerhalb des Bankensektors aufbauen und die Stabilität des Systems gefährden. Daher beobachten die Aufsichts- und Regulierungsbehörden entsprechende Entwicklungen, bauen zusätzliche Berichtssysteme auf und leiten, wo nötig, regulatorische Maßnahmen ein. Letztlich bleibt es aber Aufgabe der Investoren, hinreichend Eigenkapital als Puffer für Krisen vorzuhalten und ihre Renditeerwartungen an den realwirtschaftlichen Entwicklungen zu orientieren.

Deutsche Banken und Versicherer haben Anreize, höhere Risiken einzugehen, nur in begrenztem Umfang nachgegeben. Insbesondere haben sie ihre Investitionen in wenig regulierte Fonds, wie Hedgefonds und Kreditfonds, nicht signifikant ausgeweitet. Banken haben Risiken tendenziell abgebaut und Versicherer insgesamt vorsichtige Anlagestrategien verfolgt. Während der Finanzkrise hatten insbesondere Risiken, die aus der Kreditvergabe an das Ausland resultierten, deutsche Banken belastet. In der Folge haben die deutschen Banken ihre Forderungen gegenüber dem Ausland deutlich reduziert; insgesamt bleibt das deutsche Finanzsystem aber gerade mit den Ländern des Euro-Raums stark verflochten.

Deutsche Banken erhöhen trotz Ertragsschwäche ihre Eigenkapitalquoten

Das Kapitel „Risikolage im deutschen Finanzsystem“ diskutiert vor diesem Hintergrund die Widerstandsfähigkeit der deutschen Banken und Versicherungsun-

ternehmen. In den vergangenen Jahren haben deutsche Finanzinstitute für zukünftige Risiken zusätzlich vorgesorgt. Die Kernkapitalquote aller deutschen Banken ist, gemessen an den risikogewichteten Aktiva der Banken, von 8,9% im März 2008 auf 15,3% im Dezember 2013 gestiegen. Im gleichen Zeitraum hat sich das bilanzielle Eigenkapital von 4,8% auf 5,8% der Bilanzsumme erhöht; die Verschuldungsquote ist somit gesunken. Bei den Banken ist die Erhöhung des Eigenkapitals nicht zuletzt das Ergebnis verschärfter regulatorischer Eigenkapitalanforderungen und der Vorbereitung auf das Comprehensive Assessment der EZB.

Die Bundesbank hat die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors in verschiedenen makroökonomischen Stressszenarien untersucht. Demnach würden die Verluste aus einem abrupten Anstieg der kurzfristigen Zinsen sowie aus einem adversen Szenario für den Wohnimmobilienmarkt zwar zu erheblichen Gewinnrückgängen führen. Ein isoliertes Auftreten solcher Ereignisse wäre nach diesen Simulationen aber beherrschbar. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass makroökonomische Risiken in der Regel nicht isoliert auftreten. Eine Kumulation von Risiken könnte den deutschen Finanzsektor vor Probleme stellen.

Die strukturelle Ertragsschwäche der deutschen Banken dauert an. Damit bleiben die Banken anfällig gegenüber krisenhaften Entwicklungen auf den Finanzmärkten und gegenüber einer lang anhaltenden

Die strukturelle Ertragsschwäche der deutschen Banken dauert an.

Niedrigzinsphase. Auf absehbare Zeit niedrige Zinsen können den Druck auf die Erträge weiter verstärken: Wenn höher verzinsten Krediten auslaufen, werden sie durch niedriger verzinsten Krediten ersetzt. Dies senkt den Zinsüberschuss. Erschwerend kommt hinzu, dass die Banken einen Rückgang der Kreditzinsen nicht dadurch auffangen können, dass sie die Einlagezinsen weiter senken. Diese liegen bei vielen Banken bereits nahe 0%.

Während die Geschäftsentwicklung des deutschen Versicherungssektors insgesamt durchaus positiv verlief, sind gerade die Lebensversicherer aufgrund hoher Garantieverpflichtungen von niedrigen Zinsen betroffen. So sind die Eigenmittel der Lebensversicherer nahezu konstant geblieben, während sich die regulatorische Eigenmittelanforderung erhöht hat. In der Summe führt das zu einer geringeren Solvabilität. Darüber hinaus befindet sich der deutsche Versicherungssektor in der Anpassungsphase an neue Regulierungen (Solvency II) und muss schon deshalb seine Eigenmittelbasis stärken.

Lebensversicherer sind aufgrund hoher Garantieverpflichtungen von niedrigen Zinsen betroffen.

Immobilienkreditvergabe unter Beobachtung

In der Vergangenheit waren Übertreibungen auf den Immobilienmärkten häufig Auslöser für Finanzkrisen. Das Kapitel „Immobilienkredite unter Beobachtung“ geht der Frage nach, inwieweit es in Deutschland Anzeichen für eine übermäßige Expansion der Wohnimmobilienkredite gibt

und sich die Kreditvergabestandards gelockert haben. Die Analysen der Bundesbank liefern kaum Hinweise auf ein prozyklisches Verhalten der Banken oder eine destabilisierende Wechselwirkung zwischen Kreditvergabe und Preisentwicklung. In den untersuchten Städten mit hohen Preissteigerungen fällt jedoch ein hoher Anteil an Krediten mit einem Beleihungsauslauf von mehr als 100% auf. Dies deutet auf strukturelle Anfälligkeiten im deutschen Bankensystem gegenüber Risiken auf den städtischen Immobilienmärkten hin.

Auffallend ist ein hoher Anteil an Wohnimmobilienkrediten mit einem Beleihungsauslauf von mehr als 100% in Städten mit hohen Preissteigerungen.

Es besteht somit weiterhin die Aufgabe, mögliche Schwachstellen im System zu beobachten, gegebenenfalls regulatorische Gegenmaßnahmen zu ergreifen und die Weichen für eine nachhaltige Entwicklung des deutschen Bankensystems zu stellen. In Deutschland ist mit dem Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) im Jahr 2013 eine Institution geschaffen worden, die eine koordinierte Überwachung von Gefahren für die Finanzstabilität gewährleisten soll. Der AFS diskutiert regelmäßig die Risiken für die Finanzstabilität in Deutschland und hat sich bisher vor allem mit den Entwicklungen am deutschen Wohnimmobilienmarkt sowie der Lage der deutschen Lebensversicherer und Kreditinstitute auseinandergesetzt. Die Analysen für den AFS werden von der Bundesbank erarbeitet. Gegenstand dieser Analysen ist unter anderem, ob etwaige Risiken für die Finanzstabilität durch makroprudenzielle Instrumente eingedämmt werden können. Da solche Instrumente in der Regel verzögert wirken, müssen sie rechtzeitig bereitstehen und gegebenenfalls präventiv eingesetzt werden können. Voraussetzung für die Analyse und Bewertung von Maßnahmen sind aussagekräftige Daten. Die Bundesbank arbeitet daher an einer verbesserten Verfügbarkeit von Daten für makroprudenzielle Analysen.

Vertrauen in den Finanzsektor stärken

Die Entwicklungen im Herbst des Jahres 2014 haben gezeigt, wie schnell eine scheinbare Ruhe an den Finanzmärkten in erhöhte Marktschwankungen umschlagen kann. Auf einigen Märkten kam es zu Kursauschlägen infolge erhöhter Unsicherheit hinsichtlich der weiteren Markt- und Konjunkturentwicklung. Zweifel an der Konsolidierung der Staatsfinanzen in geschwächten Volkswirtschaften trugen zur Volatilität bei. Unsicherheit ist Teil der üblichen Marktprozesse. Ein Teil der Unsicherheit rührt aber daher, dass zwar die rechtlichen Grundlagen für viele Reformen gelegt wurden, wie etwa die neuen Regeln zur nationalen Haushaltspolitik

oder zur Bankenunion, der Praxistest aber noch aussteht.

Es ist daher Aufgabe der Politik, dafür zu sorgen, dass die neuen institutionellen Regeln konsequent angewandt werden und das Vertrauen in den europäischen Finanzsektor weiter gestärkt wird. Ein wichtiger Schritt in diese Richtung war das Comprehensive Assessment der EZB, das Unsicherheit über die Bewertung von Banken reduzieren und eventuelle Verlustrisiken offenlegen sollte. Es hat sich gezeigt, dass das Offenlegen von Risiken in den Bankbilanzen und das Forcieren des notwendigen Strukturwandels im Bankensektor realwirtschaftliches Wachstum fördern kann. Dabei sollte insbesondere der Marktaustritt von Banken ohne nachhaltiges Geschäftsmodell ermöglicht werden.

Das Offenlegen von Risiken in den Bankbilanzen und das Forcieren notwendiger struktureller Anpassungen im Bankensektor kann realwirtschaftliches Wachstum fördern.

Bankenunion stärkt Haftung der Eigentümer und Gläubiger

Die mit dem Comprehensive Assessment offengelegten Verlustrisiken müssen, sollten sie sich realisieren, national getragen werden. Ein entscheidender Unterschied zu früheren Phasen der Krise ist, dass ab dem Jahr 2015 mit der Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Finanzinstituten (Bank Recovery and Resolution Directive: BRRD) europarechtlich harmonisierte Verfahren für die Restrukturierung und gegebenenfalls Abwicklung von Banken in Schieflage zur Verfügung stehen werden. Das Kapitel „Implikationen

Eigentümer und Gläubiger werden künftig prinzipiell an den Kosten einer Restrukturierung oder Abwicklung beteiligt.

der Bankenunion für die Finanzstabilität“ diskutiert diese neuen institutionellen Rahmenbedingungen. Ein Kernstück der neuen Regeln ist das Instrument des Bail-in, das mit der BRRD bis spätestens 2016 in nationales Recht umgesetzt werden muss. Wenn es zum Bail-in kommt, werden künftig gemäß einer klar definierten Haftungskaskade Eigentümer und Gläubiger an den Kosten einer Restrukturierung oder Abwicklung einer Bank beteiligt werden.

Fiskalische Mittel zur Abwicklung von Banken dürfen nur die Ultima Ratio sein und sollten allenfalls übergangsweise eingesetzt werden. Dabei muss die staatliche Unterstützung im öffentlichen Interesse sein und darf ausschließlich zur Vermeidung systemischer Krisen erfolgen. Fiskalische Mittel kommen prinzipiell erst zum Einsatz, nachdem auf Eigentümer und Gläubiger sowie den Bankenabwicklungsfonds (Single Resolution Fund: SRF), der sich durch Beiträge der europäischen Banken finanziert, zurückgegriffen wurde. Mittelfristig sollte damit die Verwendung öffentlicher Mittel nicht mehr notwendig sein. Bis der SRF in vollem Umfang zur Verfügung steht, kann das Bereitstehen nationaler fiskalischer Backstops auf indirektem Wege dazu beitragen, einer umfassenden Beteiligung des Privatsektors nachhaltige Glaubwürdigkeit zu verleihen. Dabei muss auf den nationalen Backstop umso weniger zurückgegriffen werden, je stärker Anteilseigner und Fremdkapitalgeber einer Bank in Anspruch genommen werden.

Ermessensspielräume beim Bail-in einschränken

Dass die neuen Regeln in der Praxis ihre Wirksamkeit entfalten, unterliegt keinem Automatismus. Letztlich wird es auf den politischen Willen ankommen, sie konsequent anzuwenden und private Gläubiger in Haftung zu nehmen. Als problematisch kann es sich erweisen, dass den Behörden ein gewisses Ermessen eingeräumt wird. Ausnahmen von einer Gläubigerbeteiligung sind möglich, wenn anderenfalls eine Gefährdung für die Stabilität des Finanzsystems

droht. Die für die Restrukturierung von Banken zuständigen Behörden stehen in einem Interessenkonflikt. Einerseits kann eine strenge Umsetzung der Gläubigerhaftung die Stabilität des Finanzsystems gefährden, wenn sich an zentralen Stellen des Systems Ansteckungseffekte ergeben. Andererseits bedeutet jede Ausnahme von der Gläubigerhaftung, dass die Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme staatlicher Mittel steigt. Die hierfür entwickelten Ausnahmeregelungen müssen verantwortungsvoll angewandt werden. Ansonsten besteht die Gefahr, dass eine notwendige Bankenabwicklung gar nicht erst eingeleitet und Strukturprobleme verschleppt werden.

Bislang gibt es keine Erfahrung mit den neuen Bail-in-Regeln. Ihre vorzeitige Einführung, wie in Deutschland vorgesehen, wäre auch in anderen Ländern wünschenswert. Dies würde nicht zuletzt bei der Restrukturierung und Abwicklung international tätiger Banken vor dem Jahr 2016 helfen.

Gerade um das Vertrauen in die Funktionsweise der neuen Regeln zu erhöhen und Unsicherheit zu reduzieren, sollten Ausnahmen von dem Prinzip der Gläubigerhaftung minimiert werden. Ausnahmen, die durch den vermeintlichen Schutz des Finanzsystems begründet sind, letztlich aber nur dem Schutz einzelner Gläubiger oder Gläubigergruppen dienen, setzen die falschen Anreize. Zwar ist im Prinzip eindeutig geregelt, wer die verbleibenden Lasten trägt, falls Ausnahmen von der Gläubigerhaftung gewährt werden. Unklar ist aber, ob sich die entsprechenden Regeln im Falle einer Abwicklung unter Zeitdruck als praktikabel erweisen werden. Auch hier müssen hohe Barrieren für Ausnahmen gesetzt werden. Ansonsten könnten unter dem Deckmantel des Schutzes der Systemstabilität zukünftige Stabilitätsrisiken entstehen.

Ausnahmen vom Prinzip der Gläubigerhaftung sollten minimiert werden.

Durch eine konsequente Anwendung der neuen Regeln für den Umgang mit Banken in Schieflage können andere Politikbereiche entlastet werden. Um ihre Wirkung entfalten zu können, braucht die Geldpolitik einen gesunden Finanzsektor. Es liegt gleichzeitig außerhalb des Mandats und der Mög-

Durch konsequente Anwendung der neuen Regeln für den Umgang mit Banken in Schieflage können andere Politikbereiche entlastet werden.

lichkeiten der Geldpolitik, strukturelle Probleme im Finanzsektor zu beseitigen. Da die EZB mit dem Start der Bankenunion sowohl für die Geldpolitik als auch für die einheitliche europäische Aufsicht zuständig ist, muss dafür Sorge getragen werden, dass Mandate und Instrumente von Geldpolitik einerseits und mikro- und makroprudenzieller Aufsicht andererseits klar voneinander getrennt sind. Wichtig ist, dass die Geldpolitik unabhängig von aufsichtlichen Erwägungen bleibt. Das gilt umso mehr, als in der Bankenunion die bestehenden rechtlichen Rahmenbedingungen zu komplexen Entscheidungsstrukturen geführt haben und eine klare institutionelle Trennung der einzelnen Aufgaben erschwert wird.

Regulatorische Vorzugsbehandlung staatlicher Verbindlichkeiten beenden

Ein erklärtes Ziel der Bankenunion war es, die enge Verknüpfung von Banken und Staaten zu entkop-

peln. Dieses Ziel kann die Bankenunion aber nur partiell erreichen. Indem sie die Übernahme von Verlusten durch die Eigentümer oder die Gläubiger von Banken erleichtert, wird die Inanspruchnahme öffentlicher Mittel weniger wahrscheinlich. Fehlreize, die aus der Bankenregulierung entstehen, beseitigt die Bankenunion jedoch nicht. Dies ist der Ausgangspunkt für das Kapitel „Der Risikoverbund von Banken und Staaten“. Wie die europäische Staatsschuldenkrise gezeigt hat, stellt ein intensiver Risikoverbund zwischen Finanzsystem und Staat ein systemisches Risiko dar. In Schieflage geratene Banken können zu finanziellen Lasten führen, die den Staat überfordern. Umgekehrt können Zweifel an der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen eines Staates die Bonität nationaler Banken belasten.

Der Nexus zwischen Banken und Staaten erklärt sich jedoch zu einem guten Teil aus Privilegierungen staatlicher Verbindlichkeiten in der Regulierung des Finanzsektors. Diese Bevorzugung sollte mittel- bis langfristig beendet werden. Forderungen gegenüber staatlichen Schuldnern sollten angemessen

Die Privilegierungen staatlicher Verbindlichkeiten in der Regulierung sollten mittel- bis langfristig beendet werden.

mit Eigenmitteln unterlegt werden und Großkreditgrenzen sollten für alle Forderungen der Kreditinstitute gelten. Außerdem sollten Staatsanleihen in der Liquiditätsregulierung ihrem tatsächlichen Liquiditätsstatus entsprechend eingestuft werden.

Niedrige Zinsen – Risiken für die Finanzstabilität?

Niedrige Zinsen und eine reichliche Liquiditätsbereitstellung durch die Zentralbanken haben die Folgen der Finanz- und Staatsschuldenkrise abgemildert. Allerdings wächst in lang anhaltenden Niedrigzinsphasen die Gefahr, dass Investoren erhöhte Risiken eingehen, ohne dafür ausreichende eigene Risikopuffer vorzuhalten. Anreize zur Übernahme erhöhter Risiken sind für Banken und andere Marktteilnehmer besonders stark, wenn sie im Falle einer Schiefelage damit rechnen können, von öffentlichen Stellen gestützt zu werden.

Niedrige Risikoprämien, günstige nichtpreisliche Konditionen für Kapitalnachfrager, hohe Emissionsvolumina und eine starke Nachfrage der Anleger können Indizien dafür sein, dass Investoren erhöhte Risiken eingegangen sind. Gemessen an diesen Kriterien sind die Anzeichen für eine Renditesuche auf den Märkten für Unternehmensanleihen und syndizierte Kredite mit schlechten Bonitätsnoten und schwachen Anlegerschutzklauseln am stärksten ausgeprägt. Auf anderen Märkten sind die Indizien weniger deutlich.

Hinweise auf die Risikobereitschaft deutscher Banken und Versicherer lassen sich aus deren Anlagepolitik, aber auch aus weiteren Indikatoren wie dem Verschuldungsgrad und der Übernahme von Zinsänderungsrisiken ableiten. Die Banken konzentrieren sich überwiegend noch darauf, Risiken zu reduzieren und Eigenkapital aufzubauen.

Im Falle einer abrupten Zinswende oder auch bei zunehmenden geopolitischen Spannungen könnten Vermögenspreise deutlich fallen, wodurch auch das deutsche Finanzsystem getroffen würde. Deutsche Banken und Versicherer sollten sich auf diese Risiken vorbereiten.

Niedrige Zinsen und geringe Volatilität begünstigen Renditesuche

In Phasen anhaltend niedriger Zinsen und geringer Volatilität an den Finanzmärkten steigt die Wahrscheinlichkeit, dass Investoren erhöhte Kredit- oder Marktrisiken eingehen, um ihre Renditen aufzubessern. Die Gefahr einer Renditesuche unter Inkaufnahme erhöhter Risiken besteht weniger im Kernfinanzsystem, das seit der Finanzkrise im Zentrum von Regulierungsreformen steht. Höhere regulatorische Anforderungen und vielfach auch noch Altlasten in den Portfolios der Banken gehören zu den Ursachen dafür, dass die Risikoneigung der deutschen Kreditinstitute insgesamt nicht besonders hoch ist. Allerdings dürfte die Zurückhaltung der Banken dazu beitragen, dass Kapitalnachfrager stärker nach alternativen Finanzierungswegen suchen. Beispielsweise sind die Emissionen am Markt für Unternehmensanleihen in den letzten Jahren deutlich gestiegen.

Über das Eingehen von Risiken können Anleger im Rahmen ihrer Geschäftspolitik grundsätzlich frei entscheiden. Die Suche nach Rendite ist Ausdruck des individuellen Gewinnstrebens und damit ein Prinzip der Marktwirtschaft. Investoren müssen in der Lage sein, sich auf ein verändertes Renditeniveau und -gefüge einzustellen, indem sie beispielsweise Portfolioumschichtungen vornehmen.

Eine erhöhte Risikoneigung der Anleger kann jedoch die Finanzstabilität so weit gefährden, dass zentrale makroökonomische Funktionen des Finanzsystems beeinträchtigt werden. Insbesondere wenn Investoren für höhere Risiken im Gegenzug unangemessen niedrige Renditen akzeptieren und

Grundsätzlich müssen Eigentümer und Gläubiger von Banken und anderen Finanzintermediären die Folgen einer übertriebenen Risikoneigung selbst tragen.

die eigene Risikovorsorge vernachlässigen, steigt das Verlustpotenzial im Verhältnis zu den vorhandenen Kapitalpuffern und Insolvenzrisiken nehmen zu. Die Folgen einer übertriebenen Risikoneigung müssen grundsätzlich Eigentümer und Gläubiger von Banken und anderen Finanzintermediären selbst tragen. Das Ziel der Finanzstabilität darf nicht als Vorwand missbraucht werden, einzelne Eigentümer- und Gläubigergruppen nicht an Verlusten zu beteiligen. Ausnahmen darf es nur geben, wenn tatsächlich das Funktionieren des Systems gefährdet ist.

Infolge einer überzogenen Risikobereitschaft können an den Finanzmärkten Anlagegelder fehlgeleitet werden, Volatilitäten ungerechtfertigt weit zurückgehen und Preise übertrieben stark steigen.¹⁾ Überbewertungen äußern sich darin, dass sich Finanzmarktpreise von realwirtschaftlichen Entwicklungen entkoppeln, also beispielsweise Aktienkurse unrealistisch hohe Erwartungen an das Gewinnwachstum der Unternehmen widerspiegeln oder Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen nicht mit tatsächlich zu erwartenden Ausfallwahrscheinlichkeiten konform sind. Renditen an den Finanzmärkten stehen dann nicht mehr in Einklang mit der Lage in der Realwirtschaft.

Anhaltend niedrige Zinsen und geringe Volatilitäten können in eine sich selbst verstärkende Wechselwirkung zwischen zunehmender Risikobereitschaft sowie verzerrter Risikowahrnehmung der Investoren einerseits und sinkenden Risikoprämien an den Märkten andererseits münden. Löst sich der Zustand niedriger Zinsen und geringer Volatilität auf, dann kann es zu einer abrupten und massiven Veränderung von Vermögenspreisen und Liquiditätsbedingungen kommen, in deren Folge die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems beeinträchtigt wird.

Für einen Wechsel zwischen Phasen niedriger und hoher Volatilität (siehe Kasten „Geldpolitik, Risiko-

¹⁾ Vgl. dazu auch: C. Borio und H. Zhu (2012), S. 245.

neigung und Finanzstabilität“ auf S. 18 f.) beziehungsweise fallender und steigender Risikoprämien kann es verschiedene Auslöser geben. In der aktuellen Situation kommen dafür vor allem wachsende geopolitische Spannungen und eine abrupte Zinswende infrage. So dürfte ein Anstieg der Zinsen in den USA aufgrund des engen internationalen Zinsverbundes auch im Euro-Raum zu höheren Zinsen führen. Anspannungen an den Märkten drohen insbesondere, wenn Marktteilnehmer auf das Szenario einer abrupten Zinswende oder wachsende geopolitische Risiken nicht ausreichend vorbereitet sind.²⁾

Markttechnische Mechanismen könnten einen Zins- und Volatilitätsanstieg verstärken und möglicherweise sogar zu überschießenden Marktreaktionen führen. So geben Risikomodelle vieler Anleger bei erhöhter Volatilität typischerweise ein Signal, Risiken zu reduzieren. Wenn diese Signale zeitgleich erfolgen, können sie einen Marktabschwung verschärfen.³⁾ Dies gilt umso mehr, als Banken ihre Aktivitä-

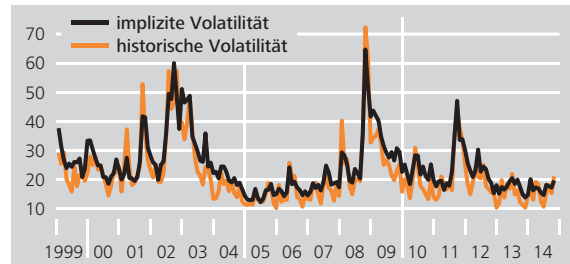
Markttechnische Mechanismen können einen Zins- und Volatilitätsanstieg verstärken und möglicherweise sogar zu überschießenden Marktreaktionen führen.

ten im Bereich Market Making, also dem Stellen von An- und Verkaufskursen, an den Anleihemärkten reduziert haben. Dadurch haben Banken zwar ihre eigenen Risiken aus diesem Geschäftsbereich verringert. Bei Anspannungen und Verkaufsdruck an den Märkten stehen jedoch möglicherweise weniger Market Maker bereit als in vergangenen Stressphasen. Aus Sicht der Finanzstabilität ist es wichtig, dass Preise an den Finanzmärkten solche Liquiditätsrisiken korrekt widerspiegeln (siehe Kasten „Market-Making-Aktivitäten der Banken an den Anleihemärkten“ auf S. 16 f.). Das Vordringen passiver Handelsstrategien, beispielsweise durch Exchange Traded Funds (ETFs), könnte ein Herdenverhalten in der Tendenz verstärken.

Historische und implizite Volatilitäten am deutschen Aktienmarkt³⁾

Schaubild 1.1

in %, Monatsendstände



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. * Die historische Volatilität wurde aus historischen Werten des DAX-Kursindex mittels eines GARCH-Modells auf annualisierter Basis errechnet. Die implizite Volatilität zeigt die Schwankungen des DAX in annualisierter Form, abgeleitet aus Marktpreisen von Optionen.

Deutsche Bundesbank

Fehlanreize und verzerrte Wahrnehmung können zu erhöhter Risikoneigung führen

Wenn Investoren erhöhte Risiken eingehen und dabei den Aufbau ausreichender Kapitalpuffer vernachlässigen, liegt die Ursache oft in Fehlanreizen. Die Gefahr einer verzerrten Wahrnehmung nimmt zu, je länger außergewöhnlich günstige Bedingungen an den Märkten bestehen. Anleger tendieren dann verstärkt dazu, niedrige Zinsen und seltene Zahlungsausfälle als Normalzustand in die Zukunft fortzuschreiben. Die Unterschätzung und damit zu niedrige Bepreisung von Risiken kann sich in sehr geringen Schwankungen von Marktpreisen niederschlagen (Schaubild 1.1). In manchen Segmenten, wie beispielsweise bei Unternehmensanleihen, kann sich bei einer starken Nachfrage die Illusion dauerhaft hoher Liquidität einstellen.⁴⁾ Technische Methoden zur Risikomessung können einen zu hohen Grad an Sicherheit signalisieren, wenn in die Modelle Da-

² Bereits im Sommer 2013 legten Renditen von Staatsanleihen nach Hinweisen auf einen näher rückenden Ausstieg der Federal Reserve aus der quantitativen Lockerung zwischenzeitlich deutlich zu. Phasenweise stiegen auch die Volatilität an den Aktienmärkten und die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen.

³ Vgl.: T. Adrian und H. S. Shin (2014).

⁴ Vgl.: Committee on the Global Financial System (2014).

Market-Making-Aktivitäten der Banken an den Anleihemärkten

Den Ergebnissen einer Umfrage des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System: CGFS)¹⁾ zufolge ziehen sich die global tätigen Banken, darunter auch deutsche Institute, teilweise aus dem Eigenhandel und Market-Making-Aktivitäten an den Anleihemärkten zurück.²⁾ Aufgabe der Market Maker ist das Stellen von Kursen für Käufer und Verkäufer von Anleihen. Bei Angebot-Nachfrage-Ungleichgewichten können Market Maker Anleihepositionen temporär in ihre eigenen Bücher nehmen und damit Liquidität an den Märkten sicherstellen. Der Rückgang der Market-Making-Aktivitäten dürfte die Liquidität der Anleihemärkte daher zu einem gewissen Grad verringern. In Stressphasen könnten sich Kursbewegungen verstärken.

Von dem Rückgang des Market Makings sind die generell weniger liquiden Unternehmensanleihemärkte besonders betroffen. Innerhalb dieses Segments konzentrieren die Banken ihr Market-Making-Angebot auf verhältnismäßig häufig gehandelte Anleihen. Der Umfrage zufolge ist die Bereitschaft der Banken, weniger liquide Anleihen in ihre Bücher zu nehmen, zurückgegangen. In Stressphasen müssen Investoren daher künftig damit rechnen, Anleihenbestände nur mit einer gewissen Verzögerung verkaufen zu können. Des Weiteren dürften Verkäufe oder Käufe einen stärkeren Einfluss auf die Kurse haben. Banken tendieren zudem dazu, ihre Market-Making-Aktivitäten auf ihre wichtigsten Kunden zu beschränken.

Dem Rückzug vieler Banken aus dem Market Making steht eine steigende Nachfrage nach diesen Dienstleistungen gegenüber. Wie auf der Ange-

botsseite ist auch auf der Nachfrageseite eine zunehmende Konzentration erkennbar. Eine immer bedeutendere Rolle spielen große Vermögensverwalter an den Anleihemärkten. Die Umfrage ergab, dass größere Anleihetransaktionen aufgrund des schwachen Market-Making-Angebots teilweise nur schwer gehandelt werden können. Die Vermögensverwalter könnten dadurch gezwungen sein, größere Transaktionen in mehrere Teile aufzusplitten. In der Regel führt dies zu einer zeitlichen Verzögerung bei der Umsetzung von Transaktionen wie auch zu höheren Transaktionskosten. Problematisch kann diese Entwicklung beispielsweise für Anleihenfonds sein, die ihren Anlegern „tägliche Liquidität“ versprechen.

Der Rückzug vieler Banken aus dem Market Making ist der Umfrage zufolge weniger ein temporäres, als ein strukturelles Phänomen. Er wird vor allem auf strukturelle Faktoren wie etwa geänderte Geschäfts- und Risikomodelle³⁾ sowie teilweise noch laufende Regulierungsvorhaben

1 Das CGFS ist das bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) angesiedelte Gremium für das weltweite Finanzsystem. Die BIZ und die ihr angeschlossenen Gremien nehmen eine Schlüsselrolle bei der globalen Kooperation der Zentralbanken und anderer Institutionen aus dem Finanzbereich ein.

2 Befragt wurden im Zeitraum zwischen Dezember 2013 und Februar 2014 nicht nur international tätige Banken, sondern auch Wertpapierhändler, Pensions- und Hedgefonds, Vermögensverwalter sowie Betreiber elektronischer Handelsplattformen. Vgl.: Committee on the Global Financial System (2014), Market-Making and Proprietary Trading – Industry Trends, Drivers and Policy Implications, erscheint demnächst.

3 An der Umfrage teilnehmende Banken gaben an, dass ihre Risikotoleranz seit der Finanzkrise zurückgegangen ist. Zudem führe die Regulierung dazu, dass die Risikoübernahme durch Banken kapitalintensiver wird. Auch wenn die Risikoreduktion bei einzelnen Banken positiv zu werten ist, können im Aggregat negative Auswirkungen auf die Marktliquidität insgesamt resultieren. Die Marktteilnehmer sollten daher bei ihrer Risikoeinschätzung negative Effekte auf die Liquidität berücksichtigen.

zurückgeführt. Vor diesem Hintergrund werden nicht nur die Bestände an illiquiden Anleihen deutlich reduziert, auch die Bereitschaft größere Positionen im Rahmen des Market Makings auch nur kurzfristig in die eigenen Bücher zu nehmen, ist zurückgegangen.

Die Arbeiten des CGFS deuten darauf hin, dass sich die Nichtbanken, die Liquidität bereitstellen könnten, auf den Handel mit liquiden und standardisierten Finanzprodukten konzentrieren. Es ist daher nicht davon auszugehen, dass die rückläufigen Market-Making-Aktivitäten durch Nichtbanken einfach ersetzt werden können. Teilweise versuchen große Vermögensverwalter dies zu kompensieren, indem sie untereinander han-

deln. Dieses Vorgehen scheint allerdings wenig erfolgversprechend, da die Vermögensverwalter aufgrund ähnlicher Geschäftsmodelle im Falle von Krisensituationen tendenziell auf derselben Marktseite stehen könnten. Erfolgversprechender sind multilaterale elektronische Handelsplattformen, auf denen eine Vielzahl unterschiedlicher Marktteilnehmer miteinander handeln kann. Die Plattformen eignen sich derzeit aber eher für standardisierte Anleihen und kleinere Transaktionen. Der Großteil des Handels mit weniger liquiden und außerbörslichen Anleihen ist somit nach wie vor auf die Banken als Market Maker angewiesen.

ten aus sehr ruhigen Marktphasen eingehen und die verwendeten Zeitreihen zu kurz sind.

Aber auch Fehlanreize, beispielsweise aus der Regulierung, können die Risikobereitschaft erhöhen.⁵⁾ Anreize für eine Inkaufnahme erhöhter Risiken bei Banken, Versicherern und anderen Marktteilnehmern können entstehen, wenn diese im Falle einer Schieflage damit rechnen können, von öffentlichen Stellen gestützt zu werden. Laufende Regulierungsreformen sollen dieser Gefahr entgegenwirken. So sollen zukünftig neue Abwicklungsmechanismen dafür sorgen, dass für Verluste im Wesentlichen die Eigentümer und Gläubiger der Banken, nicht aber die Steuerzahler haften. Solange jedoch im Falle einer Abwicklung Verluste nicht vollständig von privaten Kapitalgebern getragen werden, können Fehlanreize fortbestehen.

Wenn Investoren erhöhte Risiken eingehen und dabei den Aufbau ausreichender Kapitalpuffer vernachlässigen, liegt die Ursache oft in Fehlanreizen.

Darüber hinaus können Fehlanreize aus Interessenkonflikten zwischen Anlagemanagern in Finanzinstituten und Kapitalgebern entstehen (Prinzipal-Agenten-Problem). Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die Vergütung und die Leistungsmessung von Managern eine kurzfristige Erfolgsmaximierung fördern. Für Anlagemanager kann eine Strategie der kurzfristigen Einkommensmaximierung darin bestehen, auf eine wenig transparente Weise gerade solche Risiken einzugehen, die zwar eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit haben, aber auf längere Sicht zu hohen Verlusten führen können.⁶⁾ Dies ist beispielsweise bei Investitionen in komplexe strukturierte Produkte der Fall.⁷⁾ Auch wenn das Eingehen solcher Extremrisiken (Tail Risks) über Regeln zur leistungsabhängigen Bezahlung schwer zu erfassen ist, wird versucht, diesem Verhalten mit neuen regulatorischen Vorgaben entgegenzuwirken. Ziel der Vorschriften ist es unter anderem, den variablen Anteil der Vergütung zu begrenzen und die leistungs-

⁵ Vgl.: B. Becker und V. Ivashina (2014) sowie A. Cox (1967).
⁶ Vgl.: R. G. Rajan (2006), S. 514 ff.
⁷ Vgl.: J. C. Stein (2013).

Geldpolitik, Risikoneigung und Finanzstabilität

Im gegenwärtigen Umfeld niedriger Zinsen und reichlicher Liquiditätsbereitstellung durch die Zentralbanken stellt sich die Frage, inwieweit die Risikoneigung der Finanzmarktteilnehmer durch geldpolitische Maßnahmen beeinflusst wird.

Im Rahmen eines nichtlinearen vektorautoregressiven Modells¹⁾ für die Vorkrisenperiode lässt sich der Zusammenhang zwischen Geldpolitik, Produktion, Kreditvergabe und Risikoneigung der Investoren untersuchen.²⁾ Letztere wird durch die Aktienmarktvolatilität und durch Kreditrisikoprämien abgebildet.³⁾ Dabei wird angenommen, dass eine niedrige Aktienmarktvolatilität oder geringe Kreditrisikoprämien eine hohe Risikoneigung implizieren.

Die Schätzungen des zugrunde liegenden Modells basieren auf Daten von 1998 bis 2006 für die USA und für den Euro-Raum. Es werden die Industrieproduktion, die Kreditvergabe der Banken, der Verbraucherpreisindex, der Leitzins, die Kreditrisikoprämie und die realisierte Aktienmarktvolatilität modelliert.⁴⁾ Die geschätzte Gleichung für den Leitzins kann als geldpolitische Reaktionsfunktion interpretiert werden. Unerwartete geldpolitische Maßnahmen werden mithilfe theoretisch fundierter Vorzeichenrestriktionen aus den Störtermen der Modellgleichungen abgeleitet.

Das Schaubild auf Seite 19 zeigt Impuls-Antwort-Folgen verschiedener Variablen in Reaktion auf einen unerwarteten Rückgang des Leitzinses um 100 Basispunkte im Vergleich zum Basisszenario. Die Ergebnisse werden jeweils sowohl für den Euro-Raum als auch für die USA dargestellt. Dabei wird zwischen einem Regime mit hoher (blau)

und einem mit niedriger Aktienmarktvolatilität (rot) unterschieden.

In dem Regime niedriger Volatilität führt die expansive geldpolitische Maßnahme⁵⁾ zu einem Anstieg des Kreditvolumens und der Produktion sowie zu einem Rückgang der Aktienmarktvolatilität und der Kreditrisikoprämie.⁶⁾ Der Kreditanstieg und der Rückgang der Risikoprämie deuten auf geldpolitisch induzierte Kreditangebotseffekte hin. Dies wie auch der Rückgang der Volatilität sprechen für eine steigende Risikoneigung der Investoren. In Phasen niedriger Volatilität sind diese Reaktionen deutlicher ausgeprägt als in Phasen hoher Volatilität.

¹ Vgl.: N. Balke (2000), Credit and Economic Activity: Credit Regimes and Nonlinear Propagation of Shocks, Review of Economics and Statistics, Vol 82 Issue 2, S. 344–349.

² Die Untersuchung basiert auf S. Eickmeier, N. Metiu und E. Prieto (2014), Monetary Policy Propagation and Financial Market Volatility, mimeo. Vgl. auch: G. Bekaert, M. Hoerova und M. Lo Duca (2013), Risk, Uncertainty and Monetary Policy, Journal of Monetary Economics, Vol 60 Issue 7, S. 771–788, die eine ähnliche Studie für die USA basierend auf einem Modell mit konstanten Parametern durchgeführt haben.

³ Die Aktienmarktvolatilität spiegelt sowohl allgemeine Marktunsicherheit als auch die Risikoneigung der Marktteilnehmer wider. Vgl.: G. Bekaert, M. Hoerova und M. Lo Duca (2013), Risk, Uncertainty and Monetary Policy, a.a.O., S. 771–788.

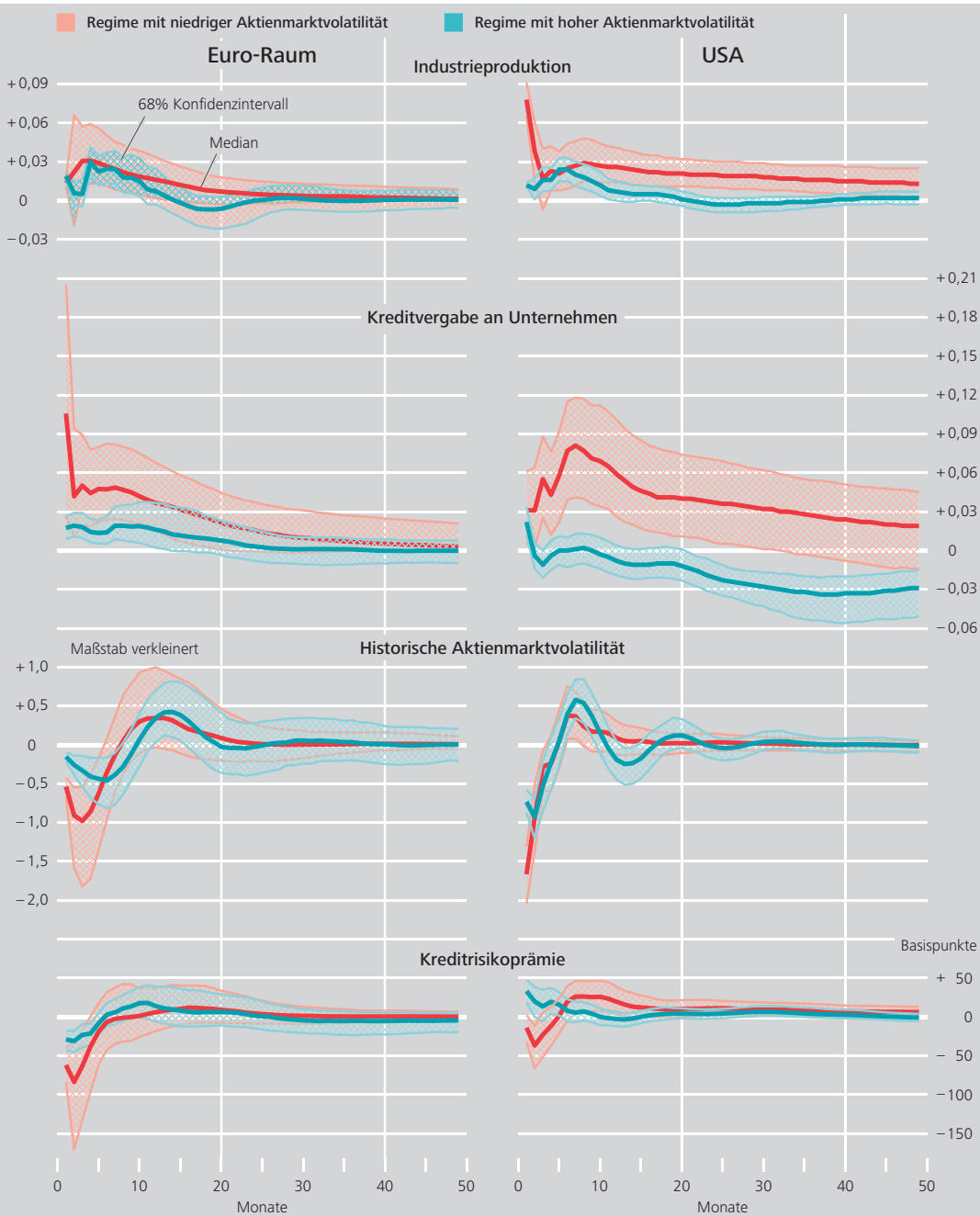
⁴ Für den Euro-Raum (die USA) ist der Leitzins der EONIA (die Federal Funds Rate), die Kreditrisikoprämie ist die optionsbereinigte Zinsprämie gemäß Angaben von Merrill Lynch (Moody's Baa-Aaa Risikoprämie), die Aktienmarktvolatilität basiert auf dem EuroStoxx 50 (S&P 500). Alle Daten (außer Zinssätzen und Risikoprämien) gehen logarithmiert in das Modell ein.

⁵ Die Untersuchung bezieht sich auf die Vorkrisenperiode von 1998 bis 2006 und damit auf mögliche Leitzinssenkungen in der Vergangenheit.

⁶ Die Inflation (hier nicht gezeigt) steigt temporär gemäß der auferlegten Vorzeichenrestriktionen.

Ökonometrische Schätzung der Auswirkungen eines expansiven geldpolitischen Schocks^{*)} auf ausgewählte Variablen

Änderung in %



Quellen: EZB, Federal Reserve Bank of St. Louis, Haver Analytics, Thomson Reuters Datastream und eigene Berechnungen. * Senkung des Leitzinses um 100 Basispunkte.

Deutsche Bundesbank

abhängige Entlohnung besser an den eingegangenen Risiken auszurichten.⁸⁾

Die Bereitschaft, erhöhte Risiken in Kauf zu nehmen, kann unterschiedliche Gestalt annehmen. Investoren können beispielsweise den Anteil risikoreicher und weniger liquider Anlagen in ihren Portfolios erhöhen. Sie können zudem Kredite zu günstigeren Konditionen und an Schuldner geringer Bonität vergeben oder sich stärker mit Fremdkapital hebeln.⁹⁾ Banken können in höherem Maße Fristentransformation betreiben, also langfristig gebundene Vermögenswerte durch kurzfristige Verbindlichkeiten refinanzieren. Lebensversicherer stehen durch ihre Verpflichtungen aus lang laufenden Zinsgarantien unter Druck, in ihrer Anlagepolitik höhere Marktpreis- und Kreditrisiken einzugehen.¹⁰⁾ Investitionen in langfristige und weniger liquide Vermögenswerte sind für Versicherer aufgrund ihrer langfristigen Verbindlichkeiten indes tendenziell mit geringeren Zinsänderungs- und Liquiditätsrisiken behaftet als für Banken.

Unternehmensfinanzierung verändert sich

Infolge der sehr vorteilhaften Finanzierungskonditionen an den Anleihemärkten haben mittelgroße und große deutsche nichtfinanzielle Unternehmen während der letzten Jahre deutlich mehr Anleihen emittiert als in der Vorkrisenzeit. Viele Unternehmen haben erstmals Anleihen begeben und sind damit nun weniger abhängig von einer Finanzierung über Bankkredite. Dieser Vorteil könnte Unternehmen dazu bewegen, Bankkredite auch dauerhaft durch Anleihen oder andere Finanzierungsinstrumente, wie beispielsweise Schuldscheindarlehen, zu ersetzen. Aus einem anhaltenden Trend zur Disintermediation könnten Risiken entstehen, falls eine stärker bankenunabhängige Finanzierung zu einer höheren Bedeutung der Mittelvergabe durch Schattenbanken führt (siehe auch Kasten „Regulierungsarbitrage über Kreditfonds?“ auf S. 22). Es ist genau zu beobachten, inwiefern unterschiedliche rechtliche Anforderun-

gen an Banken und Schattenbanken Möglichkeiten zur Regulierungsarbitrage eröffnen können.

Außerdem haben Bankkredite als Finanzierungsweg an relativer Bedeutung verloren, da deutsche nichtfinanzielle Unternehmen in den Jahren 2000 bis 2012 ihre Eigenkapitalquote vor allem über die Thesaurierung von Gewinnen deutlich von 18,7% auf 27,4% erhöht haben. Damit sind die Unternehmen resistenter gegenüber Krisen geworden. Die europäischen Märkte für Finanzierungsmittel, insbesondere für Eigenkapital, sind jedoch bislang nicht vollständig integriert.

Wären die europäischen Kapitalmärkte noch stärker grenzüberschreitend miteinander verflochten, könnten nicht nur Chancen, sondern auch Risiken besser geteilt werden.

Wären die europäischen Kapitalmärkte noch stärker grenzüberschreitend miteinander verflochten, könnten nicht nur Chancen, sondern auch Risiken besser geteilt werden. So könnte ein weiterer Abbau noch bestehender Hindernisse für tiefer integrierte Märkte, beispielsweise aus Unterschieden in den nationalen Steuer- und Rechtssystemen, dazu beitragen, das Finanzsystem robuster zu machen.¹¹⁾

Im Folgenden wird zunächst untersucht, wie stark sich die Risikoneigung der Anleger auf einzelne

⁸ Regulatorische Anforderungen an Vergütungssysteme existieren insbesondere für Kreditinstitute (CRR/CRD IV), Versicherungsunternehmen (deutsche Versicherungsvergütungsverordnung) sowie für Asset Manager (AIFM-Richtlinie sowie künftig die OGAW-V-Richtlinie). Die Anforderungen betreffen grundsätzlich verschiedene Kategorien von Mitarbeitern (z. B. Führungskräfte, Risikoträger, Mitarbeiter mit Kontrollfunktionen).

⁹ Vgl.: C. M. Buch, S. Eickmeier und E. Prieto (2014), G. Jiménez, S. Ongena, J.-L. Peydró und J. Saurina (2014), M. D. Delis und G. P. Kouretas (2011), A. Maddaloni und J.-L. Peydró (2011) und Bank for International Settlements (2014), S. 34 ff.

¹⁰ Vgl. dazu auch: R. G. Rajan (2006), S. 517, sowie B. Becker und V. Ivashina (2014). Die laufende Verzinsung als Kennzahl für den Zins, den die Versicherungsnehmer erhalten, liegt derzeit deutlich über dem Niveau der Renditen von bspw. zehnjährigen Bundesanleihen. Vgl.: Assekurata (2014), S. 7 f.

¹¹ Vgl. hierzu auch: Europäische Kommission (2014), Kapitel 7.

Finanzmarktsegmente ausgewirkt hat. Indizien für eine Renditesuche können sich nicht nur aus den Bewertungsniveaus, sondern auch aus nichtpreislichen Konditionen und dem Wachstum der Segmente ergeben. Anschließend wird der Frage nachgegangen, inwieweit deutsche Marktteilnehmer höhere Risiken eingegangen sind. Wesentliche Beurteilungsmaßstäbe dafür sind die Anlagepolitik, aber auch der Verschuldungsgrad der Investoren und die Übernahme von Zinsänderungsrisiken.

Risikoneigung in verschiedenen Märkten unterschiedlich ausgeprägt

Die Märkte für Unternehmensanleihen und syndizierte Kredite entwickeln sich dynamisch und einige Indizien deuten darauf hin, dass Anleger in diesen Märkten erhöhte Risiken in Kauf nehmen. Gerade das Segment der Unternehmen mit schlechteren Bonitätsnoten wächst schnell. Auf diesem Markt

Einige Indizien deuten darauf hin, dass Anleger auf den sich dynamisch entwickelnden Märkten für Unternehmensanleihen und syndizierte Kredite erhöhte Risiken in Kauf nehmen.

können Investoren Extremrisiken (Tail Risks) auf wenig transparente Weise, wie beispielsweise über das Einräumen sehr günstiger nichtpreislicher Konditionen in Anlegerschutzklauseln, eingehen. Dagegen

sind Hinweise auf eine erhöhte Risikoneigung in anderen Finanzmarktsegmenten weniger deutlich.

Bei Investitionen in komplexe Finanzinstrumente oder in neue, rasch expandierende Finanzmarktsegmente besteht die Gefahr, dass Risiken unterschätzt werden. In den Jahren 2007 bis 2009 hatten Anleger erhöhte Risiken mithilfe neuartiger und komplexer Finanzprodukte wie Verbriefungen und außerbörslich gehandelten Derivaten übernommen, was

die Messung des Risikogehalts erschwerte. Zum Teil waren diese Investitionen Ergebnis eines Innovationsprozesses auf den Finanzmärkten, zum Teil wurden diese Produkte aber gerade mit dem Ziel entwickelt, Regulierungen zu umgehen. Es ist also darauf zu achten, dass komplexe oder innovative Finanzinstrumente nicht wieder regulatorisch begünstigt werden.

Es ist darauf zu achten, dass komplexe oder innovative Finanzinstrumente nicht regulatorisch begünstigt werden.

Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, dass regulatorische Standards, die nach der Finanzkrise verschärft wurden, nicht wieder aufgeweicht werden. Regulatorische Anforderungen müssen beispielsweise mit der angestrebten stärkeren Integration der Kapitalmärkte Schritt halten. Auch dürfen politische Vorstöße zur Förderung einer verbesserten Finanzierung für kleine und mittelgroße Unternehmen oder für langfristige Investitionsprojekte in Europa nicht zu regulatorischen Fehlanreizen führen.

Keine klaren Anzeichen einer deutlichen Überbewertung an den Aktienmärkten

Die Kurse an den internationalen Aktienmärkten sind seit dem Höhepunkt der Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 stark gestiegen. In den USA liegen die Kurse nun sogar über dem Niveau aus der Vorzeitenzeit. Auch der DAX 30-Kursindex hat seit März 2009 kräftig zugelegt und sich dem Niveau des Jahres 2007 deutlich angenähert (Schaubild 1.2).¹²⁾ Trotzdem

Bewertungskennzahlen sprechen weder an den deutschen noch an den internationalen Aktienmärkten für eine deutliche Überbewertung.

¹²⁾ Beim DAX-Kursindex werden, im Gegensatz zum DAX-Performance-Index, Dividendenzahlungen nicht berücksichtigt.

Regulierungsarbitrage über Kreditfonds?

Kreditfonds investieren in Kredite und in Wertpapiere mit direktem Kreditbezug. Zudem können sie in einigen Ländern selbst Kredite vergeben und tragen so zur Kreditintermediation durch das Schattenbankensystem bei.

Für Investoren bestehen im Niedrigzinsumfeld und durch laufende Regulierungsanstrengungen Anreize, nicht traditionelle Anlagen auszuweiten. Die Auswertung verschiedener Statistiken¹⁾ zeigt, dass Versicherer sowie Pensionsfonds zunehmend in Kreditfonds investieren, um ihre Anlagen zu diversifizieren.

Für Versicherer sind insbesondere kreditvergebende Fonds mit geringem Fremdkapitaleinsatz interessant. Diese können gemäß der Anlageverordnung für Versicherer in der Anlageklasse „Beteiligung“ bilanziert werden. In dieser Kategorie ist mit 35% des Sicherungsvermögens eine höhere Investitionsquote zulässig als bei Verbriefern (7,5% des Sicherungsvermögens) und Hedgefonds (5%), die ebenfalls für Kreditengagements infrage kommen.²⁾

Investmentfonds, die in Deutschland aufgelegt werden, ist die Kreditvergabe durch das Kreditwesengesetz (KWG) grundsätzlich³⁾ untersagt. Sie sind daher auf die Zusammenarbeit mit einer vermittelnden Bank (sog. Fronting Bank) angewiesen, die die Aufgaben übernimmt, welche Investmentfonds durch das KWG verboten sind.

In einigen EU-Ländern ist Kreditfonds die direkte Kreditvergabe jedoch erlaubt. Da dies die Transaktionskosten senken kann, werden europäische Kreditfonds mehrheitlich in diesen Ländern aufgelegt. Aufgrund der EU-weit geltenden passiven Dienst-

leistungsfreiheit können sie Kredite auch an deutsche Kreditnehmer vergeben, sofern die Kreditgeschäfte durch den Kreditnehmer initiiert werden. Dies kann eine Verlagerung von Kreditgeschäft in ausländische Schattenbanken begünstigen.

Vor diesem Hintergrund wären Schritte in Richtung einer EU-weiten Harmonisierung der Regulierung von Kreditfonds zu begrüßen, die mögliche regulatorische Arbitrage verhindert. Insbesondere sollten die Anforderungen für alternative Investmentfonds (AIFM-Richtlinie)⁴⁾ präzisiert werden. Beispielsweise sind die bestehenden Vorgaben zum Verschuldungsgrad sehr allgemein, wodurch viel Entscheidungsspielraum bei den zuständigen Aufsichtsbehörden verbleibt.

In Deutschland dürfte sich ab dem Jahr 2015 ein umfassenderes Bild über den Verschuldungsgrad von Kreditfonds ergeben. So wird die Datenlage durch Anpassungen der Statistik über Investmentfonds, zum Beispiel durch die Erfassung von Wertpapierpensionsgeschäften, und die Berichtspflicht geschlossener Fonds verbessert.

¹ Die Berechnungen basieren auf der Statistik über Investmentfonds und der Statistik über Wertpapierinvestments.

² Zu den quantitativen Beschränkungen vgl.: Anlageverordnung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3913).

³ Begrenzte Ausnahmen hiervon bestehen derzeit für deutsche Investmentfonds, die nach den Regeln für Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) und Europäische Fonds für Soziales Unternehmertum (EuSEF) aufgelegt werden, sowie im Hinblick auf Gesellschafterdarlehen offener Immobilienfonds an Immobiliengesellschaften (§ 240 KAGB). Zukünftig wird voraussichtlich sog. Europäischen Langfristigen Investmentfonds (ELTIF) eine Kreditvergabe in größerem Umfang möglich sein.

⁴ Vgl.: Art. 16 AIFM-Richtlinie in Verbindung mit Art. 49 der Level 2-Verordnung (delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013).

sprechen Bewertungskennzahlen weder an den deutschen noch an den internationalen Aktienmärkten für eine deutliche Überbewertung. So liegen das Verhältnis von Kursen zu erwarteten Gewinnen und das Verhältnis von Kursen zu Buchwerten für den DAX 30, den Euro Stoxx 50 und den S&P 500 nicht weit von ihren längerfristigen Durchschnittswerten seit dem Jahr 2005 entfernt. Auch die im historischen Vergleich recht hohen impliziten Aktienrisikoprämien sprechen gegen signifikante Übertreibungen (Schaubild 1.3).¹³⁾

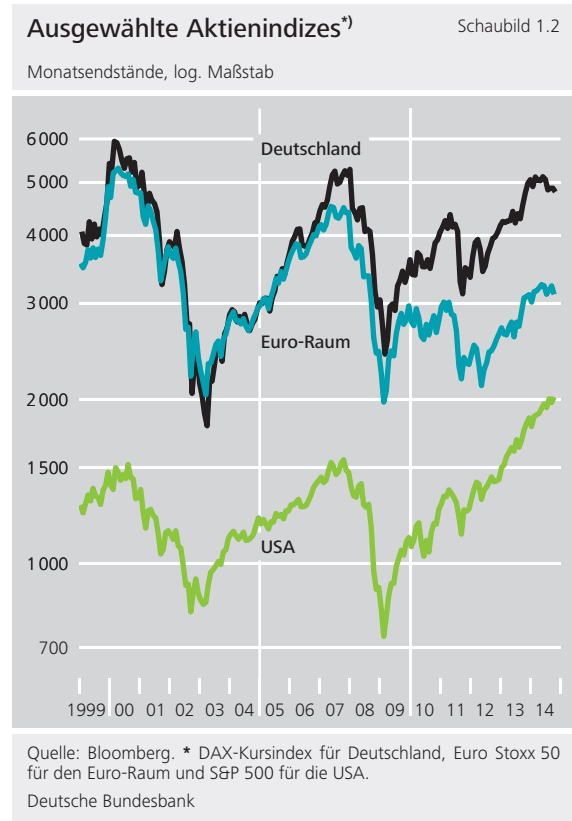
Anleger auf Unternehmenskreditmärkten besonders risikobereit

Auf den Märkten für Unternehmensanleihen und syndizierte Kredite gibt es Anzeichen für eine erhöhte Risikobereitschaft der Investoren. Preisliche und nichtpreisliche Konditionen sind für Unternehmen sehr günstig. Anleiheemissionen und die Vergabe syndizierter Kredite liegen sowohl im Euro-Raum als auch in den USA auf oder nahe an ihren bisherigen Höchstwerten.

In Phasen, in denen viele Banken ihr Bilanzvolumen verringern, werden andere Finanzierungswege stärker genutzt. Dass Investoren aus Renditeerwägungen Anlagen mit schlechten Bonitätsnoten und schwachem Investorenschutz sehr stark nachfragen, birgt jedoch Risiken für die Finanzstabilität. So sind die Anleiheemissionen weltweit im Bereich Non-Investment Grade sehr hoch.¹⁴⁾ Im Euro-Raum haben zudem die Emissionen von Hybridanleihen nichtfinanzieller Unternehmen neue Höchststände erreicht. Der starke Anstieg bei der Vergabe syndizierter Kredite an Schuldner schwacher Bonität (Leveraged Loans) sticht besonders hervor. Sie stieg von Anfang 2012 bis Oktober

Investoren fragen aus Renditeerwägungen Anlagen mit schlechten Bonitätsnoten und schwachem Investorenschutz stark nach.

von Hybridanleihen nichtfinanzieller Unternehmen neue Höchststände erreicht. Der starke Anstieg bei der Vergabe syndizierter Kredite an Schuldner schwacher Bonität (Leveraged Loans) sticht besonders hervor. Sie stieg von Anfang 2012 bis Oktober



2014 in den USA auf ein Volumen weit über dem bisherigen Höchststand. Innerhalb dieses Marktes hat die Bedeutung von Krediten mit lockeren Anlegerschutzklauseln (Covenant Lite Loans) nach Angaben von Ratingagenturen sprunghaft zugenommen.¹⁵⁾

Im Euro-Raum haben die Emissionen von Hybridanleihen nichtfinanzieller Unternehmen neue Höchststände erreicht.

Solche Kredite machen im bisherigen Jahresverlauf mehr als die Hälfte der insgesamt vergebenen Leveraged Loans aus. Da die Kredite im Durchschnitt an

¹³ Die rechnerisch hohen Werte für die Aktienrisikoprämie sind auch auf den starken Rückgang des risikolosen Zinses zurückzuführen.

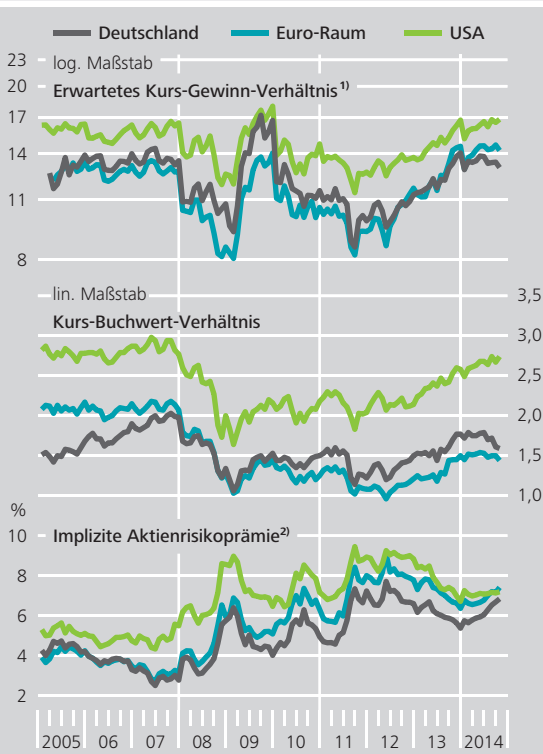
¹⁴ Ein steigender Anteil von Emissionen mit einem Non-Investment-Grade-Rating ist ein statistisch signifikanter Indikator für eine hohe Bewertung und dementsprechend niedrigere zukünftige Renditen an den Unternehmensanleihemärkten; vgl.: R. Greenwood und S. G. Hanson (2013).

¹⁵ Vgl.: Standard & Poor's (2014).

Bewertungskennzahlen ausgewählter Aktienindizes^{*)}

Schaubild 1.3

Monatsendstände



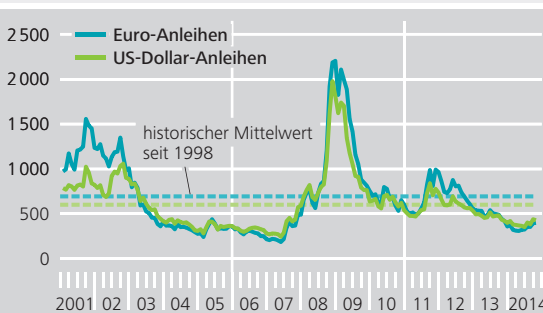
Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. * DAX-Kursindex für Deutschland, Euro Stoxx 50 für den Euro-Raum und S&P 500 für die USA. **1** Basierend auf Konsensschätzungen für den Gewinn pro Aktie für die nächsten vier Quartale. **2** Differenz zwischen einer marktimpliziten Rendite und der Rendite von Staatsanleihen. Die marktimplizite Rendite wird aus Residualgewinnen ((Eigenkapitalrendite minus Eigenkapitalkosten) × Buchwert des Eigenkapitals der Vorperiode) und Kursen von Aktienindizes ermittelt.

Deutsche Bundesbank

Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen im Non-Investment-Grade-Segment

Schaubild 1.4

Basispunkte, Monatsendstände



Quelle: Bloomberg (Bank of America/Merrill Lynch).

Deutsche Bundesbank

Unternehmen mit deutlich geringerer Bonität als vor der Finanzkrise vergeben wurden, entsteht hier ein großes Ausfallpotenzial.

Ausfälle könnten drohen, wenn Refinanzierungen anstehen. Am größten sind die Refinanzierungsrisiken in den Jahren 2017 bis 2019, wenn viele der jetzt ausstehenden Kredite fällig werden. Ein großer Teil der Nachfrage nach syndizierten Krediten mit schlechter Bonitätsnote und speziell auch nach Covenant Lite Loans entfällt auf Collateralised Loan Obligation Funds. Emissionen dieser spezialisierten Anlagevehikel liegen in den USA im laufenden Jahr in der Nähe der bisherigen Höchststände aus den Jahren 2006 und 2007.¹⁶⁾

Im Euro-Raum wurden Leveraged Loans seit dem Jahr 2013 zwar auch in Rekordumfang vergeben, und das Volumen von Covenant Lite Loans übersteigt im laufenden Jahr schon jetzt den vorherigen Höchststand aus dem Jahr 2007.¹⁷⁾ Allerdings ist der Markt für Leveraged Loans hierzulande wesentlich kleiner als in den USA. Nach Angaben von Dealogic betrug das ausstehende Volumen an Leveraged Loans in den USA im Oktober 2014 rund 1560 Mrd US-\$ (14,1% des BIP) und im Euro-Raum nur 289 Mrd € (3,0% des BIP). Auch die Emissionen von Collateralised Loan Obligation Funds liegen im Euro-Raum noch deutlich unter dem Vorkrisenniveau.

Seit Ende 2008 sind die Renditen auf Anleihen von Unternehmen geringer Bonität von Höchstständen bei 27,4% im Euro-Raum und 22,7% in den USA

16 Collateralised Loan Obligation Funds sind Anlagevehikel, die Unternehmenskredite aufkaufen, bündeln und in Tranchen an Investoren weiterreichen. Käufer von Tranchen mit einem guten Rating sind einerseits typischerweise besser gegen Verluste geschützt als in der Vorkrisenzeit, da die sog. Equity-Tranchen, auf die Verluste aus den Kreditportfolios zuerst entfallen, nun in der Regel größer sind. Risiken für Investoren haben sich aber andererseits aufgrund des hohen Anteils der Covenant Lite Loans in den Portfolios erhöht.

17 Im Euro-Raum laufen in den Jahren 2018 bis 2020 verhältnismäßig viele Unternehmensanleihen aus dem Bereich Non-Investment Grade aus. Im Falle von Marktanspannungen könnten Anschlussfinanzierungen gefährdet sein.

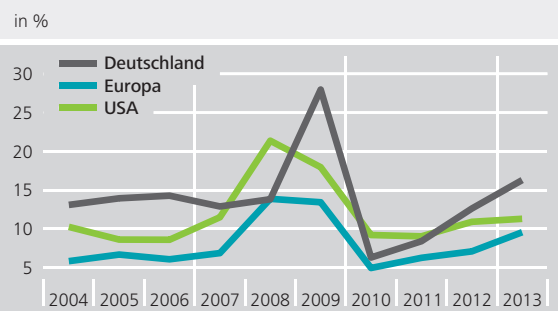
auf Tiefstwerte von 4,1% im Juni 2014 beziehungsweise 5,6% im Dezember 2013 gefallen. Zum einen sind die Renditen als sicher geltender Staatsanleihen und zum anderen die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen zurückgegangen. Die Risikoaufschläge liegen jetzt unter ihren langfristigen Durchschnitten, aber noch über ihren Tiefstwerten aus den Jahren 2005 bis 2007 (Schaubild 1.4). Aus diesen Aufschlägen abgeleitete implizite Ausfallraten liegen Modellberechnungen¹⁸⁾ der Bundesbank zufolge für die USA, Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien unterhalb des langfristigen Durchschnitts der historischen Ausfallraten. Zudem differenzieren Investoren weniger stark nach dem Risikogehalt von Unternehmensanleihen. Risikoaufschläge für Unternehmen aus unterschiedlichen Ländern des Euro-Raums und auch für die Segmente Investment Grade und Non-Investment Grade haben sich von Ende 2012 bis Oktober 2014 einander deutlich angenähert.

Das Bewertungsniveau für Unternehmensanleihen erscheint gemessen an Modellberechnungen zu den marktimpliziten Ausfallraten sowie an fundamenta-

Das Bewertungsniveau für Unternehmensanleihen erscheint gemessen an marktimpliziten Ausfallraten sowie an fundamentalen Entwicklungen im Unternehmenssektor als hoch.

len Entwicklungen im Unternehmenssektor als hoch. Zu dieser Einschätzung trägt bei, dass insbesondere im Euro-Raum die konjunkturellen Aussichten verhalten sind. Zudem sind die Verschuldungsgrade kapitalmarktaktiver Unternehmen vor allem in den USA und auch in einigen Ländern des Euro-Raums sehr hoch.¹⁹⁾ Die Anteile von Unternehmen, die Verluste ausweisen, sind gestiegen (Schaubild 1.5).

Anteil nichtfinanzieller Unternehmen mit Verlustausweis im Jahresabschluss für ausgewählte Aktienindizes^{*)} Schaubild 1.5



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.* Nichtfinanzielle Unternehmen der Aktienindizes HDAX für Deutschland, Stoxx Europe 600 für Europa und Russell 1000 für die USA.

Deutsche Bundesbank

Risikodifferenzierung zwischen Staaten im Euro-Raum gesunken

Im Vorlauf zur Währungsunion und im ersten Jahrzehnt ihres Bestehens hatten sich die Renditedifferenzen zwischen den Staatsanleihen der Mitgliedsländer kontinuierlich eingeeengt. Hierzu trug bei, dass die Investoren von einer Angleichung der makroökonomischen Risiken in der Währungsunion ausgingen.²⁰⁾ In einigen Ländern führten die erweiterten Finanzierungsmöglichkeiten an den Euro-Kapitalmärkten und die geringeren Finanzierungskosten zum Aufbau von Schuldenständen, die sich als nicht tragfähig herausstellten.

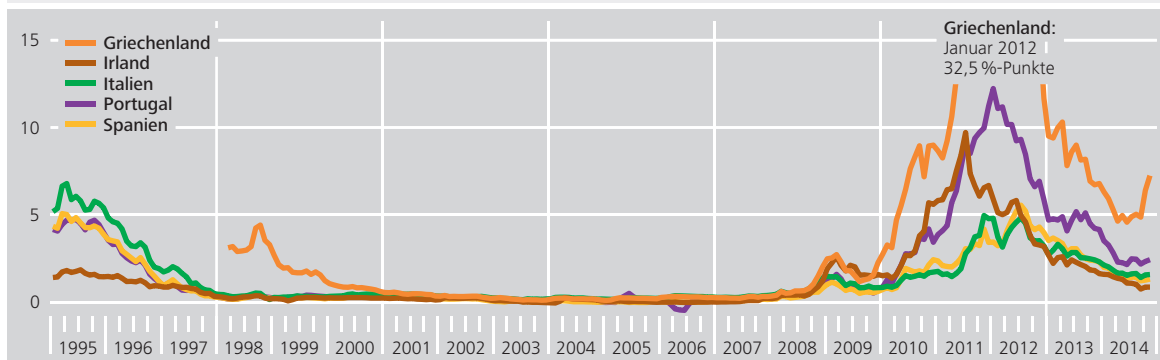
¹⁸ Implizite Ausfallraten werden aus den Risikoaufschlägen auf Basis eines Modells errechnet, das von durchschnittlich risikoa-versen Marktteilnehmern und durchschnittlichen Liquiditätsrisikoprämien ausgeht. Unter den Modellannahmen spiegeln die impliziten Ausfallraten die von den Marktteilnehmern durchschnittlich erwarteten Ausfallraten wider. Zur Berechnungsmethode vgl.: Rappoport (2001).

¹⁹ Entsprechend hat sich die Schockabsorptionsfähigkeit der kapitalmarktaktiven Unternehmen verringert. Aus dieser Perspektive ist der seit dem Jahr 2000 im gesamten deutschen nichtfinanziellen Unternehmenssektor – einschl. der nicht kapitalmarktaktiven Unternehmen – anhaltende Trend zu steigenden Eigenmittelquoten positiv zu bewerten.

²⁰ Vgl.: A. R. Gosh, J. D. Ostry und M.S. Qureshi (2013).

Renditedifferenzen ausgewählter Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen²¹⁾ Schaubild 1.6

%-Punkte, Monatsdurchschnitte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. * Mit zehnjähriger Restlaufzeit. Bis Ende 1998 bzw. Ende 2000 (für Griechenland) beinhalten die Renditedifferenzen neben Kredit- (und Liquiditätsrisiken) auch Wechselkursrisiken.

Deutsche Bundesbank

In der Finanz- und Wirtschaftskrise wurden makroökonomische Fehlentwicklungen offengelegt. Infolgedessen kam es zu einer zeitweise abrupten Zunahme der

Risikodifferenzierung. Länder, die von der Krise besonders betroffen waren, sahen sich sehr hohen Risikoaufschlägen ausgesetzt. Dagegen sanken die Renditen für Anleihen

In den meisten der von der Schuldenkrise besonders betroffenen Staaten wurden neue Rendite-tiefstände erreicht.

von als sicher erachteten Emittenten auf historische Tiefstände.²¹⁾ Im Sommer 2012 kehrte sich diese Entwicklung um. Die Renditeaufschläge für Anleihen der von der Krise besonders betroffenen Staaten sanken insbesondere auch vor dem Hintergrund der Ankündigung außergewöhnlicher geldpolitischer Maßnahmen (Schaubild 1.6).

Die Phase der verstärkten Risikoaversion ging mit einem Wandel im Gläubigerkreis einher.²²⁾ Zwischen Ende 2009 und Mitte 2012 reduzierten die Banken der Währungsunion die grenzüberschreitenden Positionen von Staatsanleihen der von der Krise besonders betroffenen Länder erheblich. Dagegen stockten insbesondere in Italien und Spanien inländische Banken ihre heimischen Staatsanleihebestände

kräftig auf. Hierbei spielte die über die langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LTROs) des Eurosystems Ende 2011 und Anfang 2012 bereitgestellte Liquidität eine wichtige Rolle.²³⁾ In Ländern mit Anpassungsprogrammen (Griechenland, Irland, Portugal und Zypern) wiederum ging ein zunehmender Anteil der Staatsverschuldung auf die finanzielle Hilfe leistenden ausländischen öffentlichen Gläubiger über. In der Folge machten Buchkredite einen zunehmenden Anteil an den Staatsschulden der betroffenen Länder aus.

Im ersten Halbjahr 2014 konnten Griechenland, Irland, Portugal und Zypern nach teilweise mehrjährigen Unterbrechungen wieder Anleihen an den Märkten platzieren. So investieren in jüngster Zeit internationale Fonds und Anlagegesellschaften vermehrt in diese Länder. Auch die Bestände von Anleihen der von der Krise besonders betroffenen Staaten bei internationalen Banken stiegen zuletzt wieder – nach dem starken Rückgang bis zum Ende des drit-

²¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2011), S. 29 ff.

²² Zum Einfluss der Gläubigerstruktur auf Staatsanleiherenditen vgl.: L. Jaramillo und Y. S. Zhang (2013).

²³ Siehe hierzu auch das Kapitel „Der Risikoverbund von Banken und Staaten“ auf S. 95 ff.

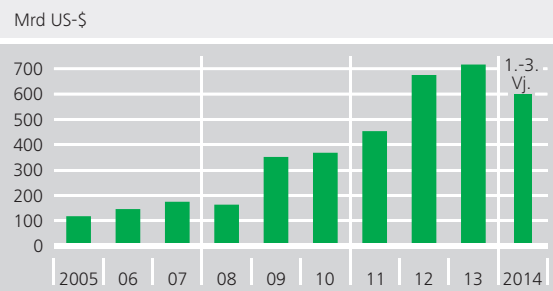
ten Quartals 2012. Das gilt nicht für die deutschen Banken, die in der Krise ihre Forderungen gegenüber diesen öffentlichen Haushalten nochmals leicht reduzierten. In den meisten der von der Schuldenkrise besonders betroffenen Staaten wurden neue Renditetiefstände erreicht.

Es stellt sich die Frage, inwieweit die Einengung der Renditedifferenzen auf fundamentalen Anpassungen beruht.²⁴⁾ Zwar wurden in den von der Krise erfassten Ländern Reformen vorangetrieben.²⁵⁾ Die gegenwärtige Sondersituation umfangreicher, stützender Zentralbankmaßnahmen spricht allerdings dafür, dass die Marktbewertung nicht allein auf erzielten Reformfortschritten beruht.²⁶⁾ So bestehen weiterhin Anpassungserfordernisse, zum Beispiel beim Umsetzen von Strukturreformen und dem Abbau der hohen Verschuldung der privaten und öffentlichen Sektoren. Es zeigt sich, dass Länder wie Irland und Spanien, die grundlegende Reformen in ihren Bankensektoren zügig umgesetzt haben, bereits von einem höheren Wirtschaftswachstum profitieren. Für die von der Krise besonders betroffenen Länder besteht eine große Herausforderung darin, die notwendigen öffentlichen Haushaltsüberschüsse zur Sicherung der Schuldentragfähigkeit zu erzielen.²⁷⁾ Begünstigt wird dieser Anpassungsprozess von den gesunkenen Refinanzierungskosten im Niedrigzinsumfeld. Die von der Geldpolitik mit ihren umfangreichen Maßnahmen gekaufte Zeit muss von der Politik genutzt werden. Den im Euro-Raum und den Mitgliedstaaten eingeschlagenen und vereinbarten Reformpfad gilt es konsequent fortzuführen, um die wirtschaftliche Dynamik zu erhöhen und das zurückgewonnene Vertrauen der Marktteilnehmer nicht erneut zu gefährden.

Suche nach Rendite in Schwellenländern

Eine spürbare Verbesserung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten in vielen Schwellenländern über die letzten Jahre in Verbindung mit Anstrengun-

Bruttoemissionen von Schuldtiteln nichtfinanzieller Unternehmen der Schwellenländer^{*)} Schaubild 1.7



Quelle: Dealogic. * Argentinien, Brasilien, Chile, China, Indien, Indonesien, Republik Korea, Malaysia, Mexiko, Philippinen, Polen, Russische Föderation, Saudi-Arabien, Südafrika, Tschechische Republik, Thailand, Türkei und Ungarn.

Deutsche Bundesbank

gen zur Entwicklung lokaler Anleihemärkte hat die Zugangsmöglichkeit für Investoren zu dieser Anlageklasse ausgeweitet. Insbesondere die Märkte für Unternehmensanleihen entwickelten sich in den Schwellenländern dynamisch. So haben sich die Bruttoemissionen von Unternehmensanleihen seit dem Jahr 2009 mehr als verdoppelt. Im Jahr 2013 lagen sie bei 717 Mrd US-\$ (Schaubild 1.7). Das Volumen der ausstehenden Anleihen der betrachteten Länder ist seit dem Jahr 2007 von 670 Mrd US-\$ (5,1% des BIP) auf 3,1 Billionen US-\$ (12,6% des BIP) zum Ende des dritten Quartals 2014 angewachsen.²⁸⁾

Insbesondere die Märkte für Unternehmensanleihen wuchsen in den Schwellenländern zuletzt stark.

Trotz stark gestiegener Emissionstätigkeit, die eigentlich einen Anstieg der Risikoaufschläge nahe-

²⁴ Vgl. hierzu bspw.: International Monetary Fund (2014a).

²⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014), S. 31 ff.

²⁶ Vgl.: L. de Haan, J. Hessel und J. W. van den End (2014).

²⁷ Vgl.: B. Eichengreen und U. Panizza (2014).

²⁸ Die Gruppe der betrachteten Schwellenländer umfasst Argentinien, Brasilien, Chile, China, Indien, Indonesien, Republik Korea, Malaysia, Mexiko, Philippinen, Polen, Russische Föderation, Saudi-Arabien, Südafrika, Tschechische Republik, Thailand, Türkei und Ungarn.

legen würde, sind diese von Ende 2011 bis Oktober 2014 weiter gesunken. Die seit Mitte 2013 gestiegenen Schwellenländerrisiken, wie zunehmende makroökonomische Ungleichgewichte und schlechtere Wachstumsaussichten, scheinen gegenwärtig offenbar kaum eingepreist zu sein. Die aktuellen geopolitischen Spannungen haben bislang lediglich in Ost- und Mitteleuropa zu einem moderaten Anstieg der Risikoprämien geführt. Insgesamt übersteigen die Risikoaufschläge der in US-Dollar denominierten Unternehmensanleihen in Schwellenländern die Tiefststände von Anfang 2007 (140 Basispunkte) allerdings noch immer um mehr als das Doppelte.²⁹⁾

Sollten die Zinsen in den entwickelten Volkswirtschaften jedoch steigen, würden Unternehmensanleihen aus Schwellenländern weniger attraktiv. Im Zuge der dadurch ausgelösten Portfolioumschichtungen könnte sich die Marktliquidität schnell verflüchtigen. Der zuletzt stark gestiegene Anteil kurzfristig orientierter Anleger auf den Schwellenländermärkten könnte diese Entwicklung noch zusätzlich verstärken.³⁰⁾

Die Unternehmen würden sich dann erschwerten Refinanzierungsbedingungen und einer sinkenden Profitabilität ausgesetzt sehen. Ein weiterer Belastungsfaktor könnte sich aus den in Fremdwährung denominierten Unternehmensanleihen ergeben. Der Fremdwährungsanteil an den Bruttoemissionen in Schwellenländern (ohne China) ist von 46,6% im Jahr 2009 auf 55,0% zum Ende des dritten Quartals 2014 gestiegen. Bei bestehenden Währungsinkongruenzen in den Unternehmensbilanzen könnten sich hieraus im Falle einer Abwertung der heimischen Währung Liquiditäts- und Verlustrisiken ergeben.

Deutsche Banken und Versicherer investieren eher konservativ

Anhaltspunkte für die Übernahme erhöhter Risiken können sich aus der Anlagepolitik von Investoren und aus weiteren Indikatoren wie dem Verschuldungsgrad und dem Ausmaß von Zinsänderungsrisiken ergeben. Die Gefahr einer zu ausgeprägten Renditesuche unter Inkaufnahme erhöhter Risiken dürfte derzeit weniger bei Banken und Versicherern, sondern eher in weniger regulierten Sektoren bestehen.

Die Gefahr einer zu ausgeprägten Renditesuche unter Inkaufnahme erhöhter Risiken dürfte derzeit weniger bei Banken und Versicherern, sondern eher in weniger regulierten Sektoren bestehen.

Für das deutsche Kernfinanzsystem bestätigt sich diese Sicht: Deutsche Banken sind überwiegend noch damit beschäftigt, Risiken zu reduzieren und Eigenkapital aufzubauen. Deutsche Versicherer verfolgen weiterhin eine insgesamt noch verhältnismäßig konservative Anlagestrategie. Das Gewicht von Unternehmensanleihen in den Portfolios der Versicherer ist allerdings gestiegen.

Bilanzanpassungen bei den Banken

Deutsche Banken haben, befördert von höheren regulatorischen Anforderungen, innerhalb der vergangenen zwei Jahre Bilanzanpassungen vorgenommen. Sie haben ihre Eigenkapitalausstattung verbessert und ihr Bilanzvolumen verringert. So stieg das bilanzielle Ei-

²⁹ Die Angaben basieren auf dem JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index Global.

³⁰ Vgl.: C. Ebeke und Y. Lu (2014) und International Monetary Fund (2014b).

genkapital gemäß Bilanzstatistik für Monetäre Finanzinstitute im deutschen Bankensystem seit Mitte 2012 von 4,8% auf 5,8% der Bilanzsumme im Dezember 2013 beziehungsweise auf 6% im September 2014. Die Bilanzsumme reduzierte sich im gleichen Zeitraum um 10% auf 7 798 Mrd €. Sie machte damit 270% des BIP aus. Bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften war der Rückgang der Bilanzsumme wesentlich geringer als bei anderen Kreditinstituten (Schaubild 1.8). Zwar ist die Bilanzsumme des deutschen Bankensystems im Verhältnis zum BIP zuletzt aufgrund des Bilanzbereinigungsprozesses stark gesunken; im September 2014 wurde in etwa das Niveau des Jahres 1999 erreicht. Gemessen am langfristigen Mittel seit dem Jahr 1970 von 213% war der Wert aber immer noch vergleichsweise hoch.³¹⁾

Auch die Entwicklung der Kreditvergabe zeigt, dass deutsche Banken Risiken zuletzt eher verringert haben. Die ausstehenden Kredite der deutschen Banken an Schuldner des Euro-Raums sind von 183% des deutschen BIP im September 2008 auf 153% im September 2014 gefallen. Für die Banken des Euro-Raums insgesamt ist, gemessen am BIP des Euro-Raums, ein Rückgang von 191% auf 168% zu verzeichnen. Die Anpassung ist dabei über die einzelnen Länder hinweg ungleich verlaufen.

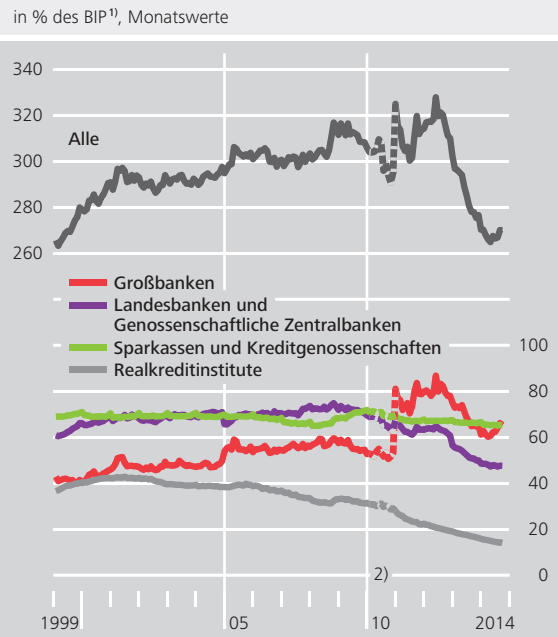
Vor allem aus Forderungen gegenüber ausländischen Schuldnern haben sich für deutsche Banken in der Finanzkrise starke Belastungen ergeben. Auch in diesem Bereich haben die deutschen Institute ihre Risiken mittlerweile erheblich reduziert.

Seit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im Jahr 2008 sind die Forderungen deutscher Banken gegenüber dem Ausland deutlich gesunken.

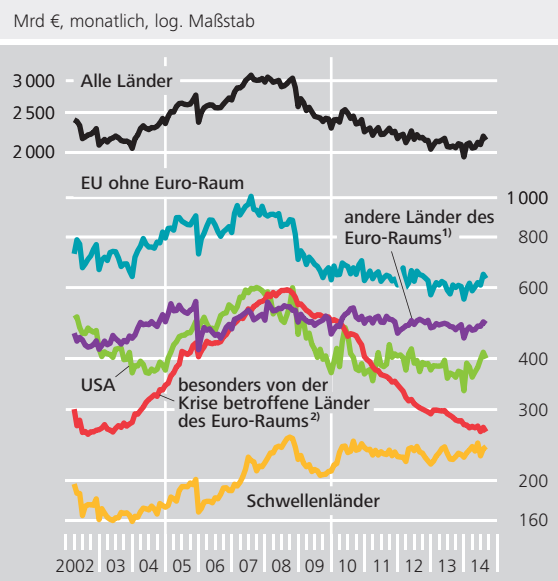
Seit dem Zusammenbruch der Investmentbank Leh-

³¹ Zur Entwicklung der Kapitalausstattung und der Aktiva der 12 großen, international tätigen deutschen Banken siehe das Kapitel „Risikolage im deutschen Finanzsystem“ auf S. 37 ff.

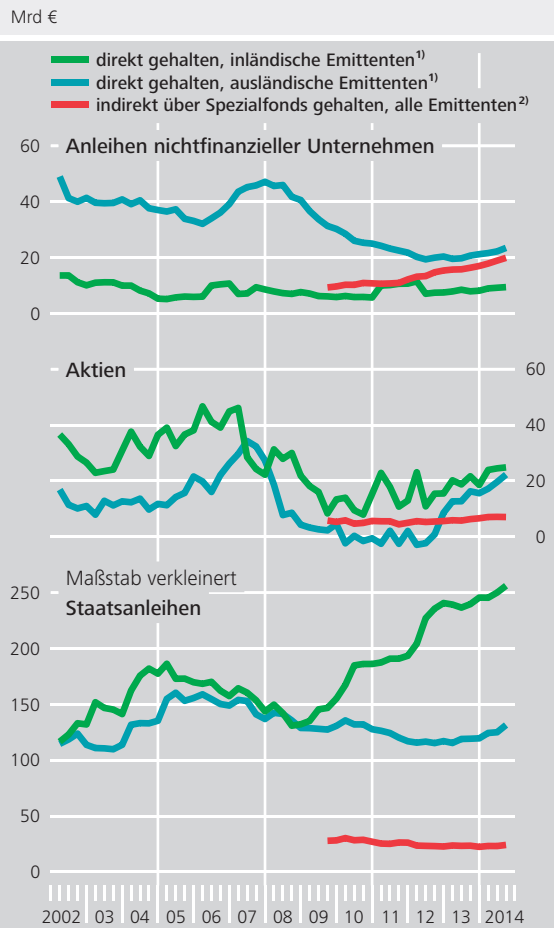
Bilanzsummen ausgewählter deutscher Bankengruppen Schaubild 1.8



Auslandsforderungen deutscher Banken¹⁾ Schaubild 1.9



Von Banken in Deutschland gehaltene Wertpapiere Schaubild 1.10



Deutsche Bundesbank

man Brothers im Jahr 2008 sind die Forderungen deutscher Banken gegenüber dem Ausland deutlich gesunken. Stark zurückgegangen sind Forderungen gegenüber den besonders von der Schuldenkrise betroffenen Ländern des Euro-Raums. Forderungen gegenüber anderen Ländern des Euro-Raums haben sich nur wenig verändert. Rückläufig waren auch die Forderungen gegenüber europäischen Ländern außerhalb des Euro-Raums und gegenüber den USA. Forderungen gegenüber Schwellenländern sind von vergleichsweise geringerer Bedeutung (Schaubild 1.9).³²⁾

Gleichzeitig bauten Banken in Deutschland ihre Anlagen in einzelnen Marktsegmenten aus. Insbesondere stiegen die Bestände an Unternehmensanleihen und Aktien, nachdem Mitte 2012 in beiden Segmenten zwischenzeitliche Tiefststände erreicht worden waren. Die Bestände an Unternehmensanleihen wuchsen seit Juni 2012 um 33% auf 53 Mrd € im September 2014, während die Aktienbestände sich in diesem Zeitraum von einem niedrigen Niveau aus um 290% auf 54 Mrd € erhöhten (Schaubild 1.10).³³⁾ Die Bestände an Unternehmensanleihen und Aktien entsprechen derzeit 11% beziehungsweise 12% des Eigenkapitals oder jeweils 0,7% der Bilanzsumme. Allerdings sind die Bestände an Unternehmensanleihen und Aktien noch deutlich von ihren Höchstständen aus der Vorkrisenzeit entfernt.

Die Banken in Deutschland haben ihre Bestände an Staatsanleihen seit dem Ausbruch der Finanzkrise erhöht. Allerdings wurde diese Entwicklung durch ein starkes Wachstum bei den inländischen Staatsanleihen getrieben. Darüber hinaus sind deutsche Banken in der anhaltenden Niedrigzinsphase höhere Risiken eingegangen, indem sie die Zinsbindung ihrer Aktiva erhöht haben.³⁴⁾

Versicherer bauen Anlagen in Unternehmensanleihen weiter aus

Die anhaltend niedrigen Zinsen stellen die deutschen Versicherer in ihrer Anlagepolitik vor Herausforderungen. Vor allem die Lebensversicherer stehen unter Druck, trotz niedriger Renditen aus als sicher

³² Der Anteil der Forderungen deutscher Banken gegenüber China an den Gesamtforderungen gegenüber Schwellenländern beträgt derzeit nur etwa 14,5%.

³³ Die Beträge ergeben sich aus den Summen der betrachteten Teilaggregate. Anders als bei Banken in Deutschland deuten Daten für über Auslandsniederlassungen deutscher Banken gehaltene Wertpapiere allerdings darauf hin, dass dort die Bestände an Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen und Aktien zurückgegangen sind.

³⁴ Zu Zinsänderungsrisiken siehe ausführlich das Kapitel „Risikolage im deutschen Finanzsystem“ auf S. 37 ff.

geltenden Anlagen Erträge zu erwirtschaften, die ausreichen, um ihre langfristigen Garantiezusagen erfüllen zu können. Bislang haben die Versicherer diesem Anreiz, höhere Risiken einzugehen, allerdings nur begrenzt nachgegeben. Außerdem wirft auch die für das Jahr 2016 vorgesehene Einführung von Solvency II ihren Schatten voraus. Anders als gemäß den aktuell noch geltenden Vorschriften werden Risiken aus Kapitalanlagen dann genau erfasst und müssen entsprechend mit Eigenmitteln unterlegt werden. Für Versicherer bestehen daher Anreize, Risiken aus Kapitalanlagen nicht zu stark auszuweiten. Insgesamt kann die Anlagepolitik der Versicherer mit einem Schwerpunkt bei festverzinslichen Schuldverschreibungen von guter Kreditqualität nach wie vor als konservativ gelten.³⁵⁾

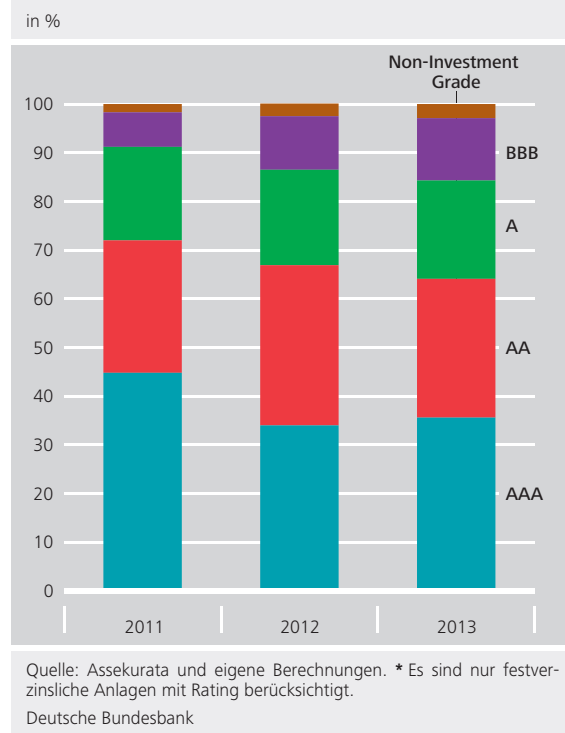
Gleichwohl gibt es einige Anzeichen für eine allmählich steigende Risikobereitschaft. Deutsche Versicherer haben ungeachtet niedriger Risikoaufschläge den

Deutsche Versicherer haben den Anteil der Unternehmensanleihen an ihren Kapitalanlagen von 4,3% im Jahr 2011 auf 6,9% Mitte 2014 erhöht.

Anteil der Unternehmensanleihen an ihren Kapitalanlagen von 4,3% im Jahr 2011 auf 6,9% Mitte 2014 erhöht. Die absoluten Bestände haben sich von 55 Mrd € auf 99 Mrd € nahezu verdoppelt.³⁶⁾ Bei den börsennotierten Aktien stieg der entsprechende Anteil³⁷⁾ im gleichen Zeitraum von 2,7% auf 3,5%, was einem Zuwachs der absoluten Bestände von rund 40% entspricht.

Innerhalb der von deutschen Lebensversicherern gehaltenen Portfolios festverzinslicher Wertpapiere haben sich die Ratings verschlechtert. So ist der Anteil der mit der Topnote AAA bewerteten Titel in den Jahren 2011 bis 2013 von 44,8% auf 35,6% gefallen, während gleichzeitig der Anteil der Anlagen mit BBB-Rating, also der niedrigsten Stufe im Bereich Investment Grade, von 7,1% auf 12,8% gestiegen ist (Schaubild 1.11).³⁸⁾ Zumindest ein Teil dieser Ent-

Ratingverteilung für Rentenportfolios deutscher Lebensversicherer *)



35 So entfielen laut Erhebungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zum 30. Juni 2014 rd. 32% der gesamten Kapitalanlagen von Erstversicherungsunternehmen auf direkt gehaltene Schuldverschreibungen, Pfandbriefe und Kommunalobligationen. Auch ein Großteil der indirekt über Investmentfonds gehaltenen Bestände beinhaltet festverzinsliche Titel. Die Risikokapitalanlagequote, also der Anteil der regulatorisch explizit als risikoreich eingestuften Anlagen, der Erstversicherungsunternehmen blieb im Jahr 2013 nahezu unverändert bei 11,3% und liegt damit weit unter dem regulatorisch erlaubten Höchstwert von 35% des Sicherungsvermögens. Zu den Risikoanlagen gemäß der Anlageverordnung gehören unter anderem direkt und indirekt gehaltene Aktienanlagen, Genussrechte und Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten, Anleihen aus dem Bereich Non-Investment Grade, Anlagen mit Zahlungsausfällen, an Rohstoffrisiken gebundene Anlagen und bestimmte Fondsanlagen. Zu den Einzelheiten vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2014).

36 Die Zahlen umfassen sowohl die direkt als auch indirekt über Spezialfonds gehaltenen Bestände an Unternehmensanleihen.

37 Die Zahlen beziehen sich auf Buchwerte. Indirekt gehaltene Bestände beinhalten auch Genussrechte.

38 Eigene Berechnungen basierend auf: Assekurata (2014), S. 4. Eine Auswertung der Geschäftsberichte der größten Versicherungskonzerne des Euro-Raums bestätigt dieses Ergebnis. Hier nahmen die Bestände an mit AAA benoteten Wertpapieren im selben Zeitraum sogar von 39,4% auf 21,0% ab. Die zehn ausgewählten Versicherer machen rd. 44% der gesamten Kapitalanlagen der Versicherer im Euro-Raum aus.

wicklungen ist auf Ratingherabstufungen großer Länder des Euro-Raums sowie einzelner Wertpapie-

In den von deutschen Lebensversicherern gehaltenen Portfolios festverzinslicher Wertpapiere haben sich die Ratings verschlechtert.

re im Jahr 2012 zurückzuführen. Im Jahr 2013 ist trotz weitgehend stabiler Entwicklung der Ratings der Portfolioanteil der mit BBB benoteten Anlagen etwas gestiegen.

Allerdings hat auch das Gewicht der Titel mit AAA-Rating wieder etwas zugenommen.

Seit Ende des dritten Quartals 2013 haben deutsche Versicherungskonzerne einer Sonderabfrage der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zufolge Anlagen in den vier Programmländern des Euro-Raums sowie in Italien und Spanien wieder um 7,9% erhöht.³⁹⁾

Im Falle einer Korrektur an den Finanzmärkten könnten sich für Versicherer aus ihrer gestiegenen Risikobereitschaft Belastungen ergeben.⁴⁰⁾41)

Entwicklungen bei Investmentfonds spiegeln gestiegene Risikobereitschaft wider

Die Netto-Mittelzuflüsse in Investmentfonds mit Schwerpunkten bei Unternehmensanleihen im Bereich Non-Investment Grade und bei Aktien sind seit Mitte 2012 weltweit gestiegen. Deutsche Aktienfonds verzeichneten in den vergangenen beiden Jahren ebenfalls kräftige Netto-Mittelzuflüsse. Mitte 2014 kam es dann infolge zunehmender geopolitischer Spannungen zu starken Netto-Mittelabflüssen

vor allem bei Fonds für Unternehmensanleihen aus dem Bereich Non-Investment Grade. Investoren haben bei Fondsanlagen in dem wenig liquiden Markt für Unternehmensanleihen einen starken Anreiz, ihre Mittel in Stressphasen schnell abzuziehen, um ansonsten später möglicherweise deutlich höher ausfallende Verluste zu vermeiden. In Stressphasen können sich Kursrückgänge so verstärken. Problematisch ist dies vor allem, wenn sich Anleger dieses Risikos nicht in vollem Maße bewusst sind und zu geringe Kapitalpuffer für einen scharfen Kursverfall vorhalten. Außerdem besteht eine Ansteckungsgefahr für andere Märkte. Wenn Anleger Rücknahmeforderungen stellen, können Fondsmanager versuchen, ihre Kursverluste zu minimieren, indem sie zunächst liquidere Anlagen abstoßen. Der Verkaufsdruck würde dann am Markt für Unternehmensanleihen zwar etwas sinken, auf anderen bisher nicht betroffenen Märkten aber zunehmen.

Ein Anzeichen für eine steigende Risikobereitschaft der Anleger ist die wachsende Nachfrage nach nicht traditionellen Anlagen wie Investitionen in Hedgefonds oder Kreditfonds (siehe Kasten „Regulierungsarbitrage über Kreditfonds?“

Hohe Mittelzuflüsse verzeichnen vor allem Hedgefonds, die anders als traditionelle Investmentfonds durch die Aufnahme von Krediten und den Einsatz von Derivaten stark gehebelt sind.

³⁹ Die Angabe bezieht sich auf das Wachstum der Nennwerte. Auf Grundlage von Zeitwerten sind auch Angaben zu Anlagequoten möglich. Der Anteil von Anlagen der befragten Konzerne in den vier Programmländern sowie Italien und Spanien ist seit dem dritten Quartal 2013 von 8,3% auf 9,0% der gesamten Kapitalanlagen gestiegen.

⁴⁰ Von einer Zinswende würden vor allem Lebensversicherer profitieren, da die Verbindlichkeiten im Regelfall eine längere Laufzeit als die Anlagen haben. Dem stünden bei einer Korrektur an den Märkten allerdings Verluste aus fallenden Kursen, sich ausweitenden Risikoaufschlägen und möglicherweise auch Zahlungsausfällen gegenüber. Vgl. dazu auch: P. Antolin, S. Schich und J. Yermo (2011).

⁴¹ Zur Risikotragfähigkeit der Lebensversicherer in der anhaltenden Niedrigzinsphase sowie bei einem kurzfristigen Zinsanstieg siehe das Kapitel „Risikolage im deutschen Finanzsystem“ auf S. 37 ff.

auf S. 22). Hohe Mittelzuflüsse verzeichnen vor allem Hedgefonds, die anders als traditionelle Investmentfonds durch die Aufnahme von Krediten und den Einsatz von Derivaten stark gehebelt sind. Anleger haben dabei hauptsächlich in die besonders großen Hedgefonds investiert, sodass die ohnehin schon hohe Konzentration der Branche weiter zugenommen hat. Die 100 größten Hedgefonds, deren zahlenmäßiger Anteil an allen Hedgefonds etwa 1% ausmacht, verwalteten Anfang 2014 rund 56% des global durch die Branche betreuten Vermögens.⁴²⁾

Zudem haben Banken in Umfragen des Eurosystems⁴³⁾ zu den Kreditbedingungen an den Märkten für auf Euro lautende wertpapierbesicherte Finanzierungen und OTC-Derivate darüber berichtet, dass Hedgefonds in den Jahren 2013 und 2014 ihre Hebelung erhöht haben.⁴⁴⁾ Nach Angaben der Banken im Rahmen dieser Umfragen haben Hedgefonds in zunehmendem Maße versucht, bessere Kreditbedingungen auszuhandeln. Mit der gestiegenen Konzentration und dem erhöhten Hebeleinsatz in der Branche hat das Risiko zugenommen, dass in Korrekturphasen an den Märkten Wertpapierverkäufe durch Hedgefonds Kursabschwünge verstärken.

■ Quellenverzeichnis

Adrian, T. und H. S. Shin (2014), Pro-cyclical Leverage and Value-at-Risk, *Review of Financial Studies* Vol 27 No 2, S. 373–403, Februar 2014.

Antolin, P., S. Schich und J. Yermo (2011), The Economic Impact of Protracted Low Interest Rates on Pension Funds and Insurance Companies, *OECD Journal, Financial Market Trends* Vol 2011 Issue 1, S. 237–256, September 2011.

Assekurata (2014), Marktausblick Lebensversicherung, Mai 2014.

Balke, N. (2000), Credit and Economic Activity: Credit Regimes and Nonlinear Propagation of Shocks, *Review of Economics and Statistics* Vol 82 Issue 2, S. 344–349, Mai 2000.

Bank for International Settlements (2014), 84th Annual Report, Juni 2014.

Becker, B. und V. Ivashina (2014), Reaching for Yield in the Bond Market, *Journal of Finance*, erscheint demnächst.

Bekaert, G., M. Hoerova und M. Lo Duca (2013), Risk, Uncertainty and Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics* Vol 60 Issue 7, S. 771–788, Oktober 2013

Borio, C. und H. Zhu (2012), Capital Regulation, Risk Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism? *Journal of Financial Stability* Vol 8 Issue 4, S. 236–251, Dezember 2012.

Buch, C. M., S. Eickmeier und E. Prieto (2014), In Search for Yield? Survey-Based Evidence on Bank Risk Taking. *Journal of Economic Dynamics and Control* Vol 43, S. 12–30, Juni 2014.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2014), Jahresbericht 2013, Mai 2014.

Committee on the Global Financial System (2014), Market-Making and Proprietary Trading – Industry Trends, Drivers and Policy Implications, erscheint demnächst.

⁴² Allerdings ist der Konzentrationsgrad auch in anderen Bereichen des Finanzsektors hoch. Beispielsweise hatten die zehn größten Banken weltweit einen Anteil von 19% an den Vermögenswerten des globalen Bankensektors. Vgl.: Financial Stability Board (2013).

⁴³ Survey on Credit Terms and Conditions in Euro-denominated Securities Financing and OTC-Derivatives.

⁴⁴ Vor allem große Hedgefonds scheinen höhere Hebel einzusetzen. Vgl.: Financial Conduct Authority (2014), S.16.

- Cox, A. (1967), Regulation of Interest on Deposits: An Historical Review, *Journal of Finance* Vol 22 No 2, S. 274–296, Mai 1967.
- De Haan, L., J. Hessel und J. W. van den End (2014), Are European Sovereign Bonds Fairly Priced? The Role of Modelling Uncertainty, *Journal of International Money and Finance* Vol 47, S. 239–267, Oktober 2014
- Delis, M. D. und G. P. Kouretas (2011), Interest Rates and Bank Risk Taking, *Journal of Banking and Finance* Vol 35 Issue 4, S. 840–855, April 2011.
- Deutsche Bundesbank (2011), Monatsbericht, Juni 2011.
- Deutsche Bundesbank (2014), Monatsbericht, Januar 2014.
- Ebeke, C. und Y. Lu (2014), Emerging Market Local Currency Bond Yields and Foreign Holdings in the Post-Lehman Period – a Fortune or Misfortune, IMF Working Paper No 14/29, Februar 2014.
- Eichengreen, B. und U. Panizza (2014), A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve its Debt Problem? NBER Working Paper No 20316, Juli 2014.
- Eickmeier, S., N. Metiu und E. Prieto (2014), Geldpolitik in Phasen niedriger Finanzmarktvolatilität, mimeo.
- Europäische Kommission (2014), European Financial Stability and Integration Report 2013, April 2014.
- Financial Conduct Authority (2014), Hedge Fund Survey, März 2014.
- Financial Stability Board (2013), Global Shadow Banking Monitoring Report, November 2013.
- Gosh, A. R., J. D. Ostry und M. S. Qureshi (2013), Fiscal Space and Sovereign Risk Pricing in a Currency Union, *Journal of International Money and Finance* Vol 34, S. 131–163, April 2013.
- Greenwood, R. und S. G. Hanson (2013), Issuer Quality and Corporate Bond Returns, *Review of Financial Studies* Vol 26 No 6, S. 1483–1525, April 2013.
- International Monetary Fund (2014a), Improving the Balance between Financial and Economic Risk Taking, *Global Financial Stability Report*, Oktober 2014.
- International Monetary Fund (2014b), How do Changes in the Investor Base and Financial Deepening Affect Emerging Market Economies, *Global Financial Stability Report*, April 2014.
- Jaramillo, L. und Y. S. Zhang (2013) Real Money Investors and Sovereign Bond Yields, IMF Working Paper No 13/254, Dezember 2013.
- Jiménez, G., S. Ongena, J.-L. Peydró und J. Saurina (2014), Hazardous Times for Monetary Policy: What do Twenty-Three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk? *Econometrica* Vol 82 Issue 2, S. 463–505, März 2014.
- Maddaloni, A. und J.-L. Peydró (2011), Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-Area and the U.S. Lending Standards, *Review of Financial Studies* Vol 24 Issue 6, S. 2121–2165, Juni 2011.
- Rajan, R. G. (2006), Has Finance Made the World Riskier? *European Financial Management* Vol 12 Issue 4, S. 499–533, September 2006.
- Rappoport, P. (2001), Rock-Bottom Spread Mechanics, J. P. Morgan Portfolio Research, August 2001.

Standard & Poor's (2014), Leveraged Finance: Covenant-Lite Issuance Casts a Cloud over Future Default Levels, Juli 2014.

Stein, J. C. (2013), Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses, Rede bei einer Veranstaltung der Federal Reserve Bank of St. Louis, Februar 2013.

Risikolage im deutschen Finanzsystem

Die deutschen, insbesondere die großen, international tätigen Banken haben in den letzten Monaten in großem Umfang Kapital aufgenommen. Das Comprehensive Assessment der Europäischen Zentralbank (EZB) hat gezeigt, dass die Bilanzen der 25 teilnehmenden deutschen Institute solide sind und dass diese Banken einem simulierten schweren wirtschaftlichen Schock standhalten würden. Es gab nur eine deutsche Bank mit einer Kapitallücke zum Stichtag 31. Dezember 2013, die jedoch durch Kapitalaufnahme im Jahr 2014 bereits geschlossen wurde.

Zwar hat sich auch der Verschuldungsgrad der deutschen Banken verringert. Allerdings bleibt dieser nach wie vor hoch, und das deutsche Bankensystem ist weiterhin durch sinkende Erträge gekennzeichnet. Stresstests der Bundesbank für kleinere Banken mit einem langen Zeithorizont zeigen, dass vor allem ein Szenario mit einem starken und abrupten Anstieg der Kurzfristzinsen nach einer Niedrigzinsphase erhebliche Spuren in der Gewinn- und Verlustrechnung hinterlassen würde. Dies würde gerade dann zu einem Problem für die Finanzstabilität werden, wenn zusätzlich andere ungünstige Ereignisse einträten. Die Banken sind somit gehalten, für hinreichende Eigenkapitalpuffer zu sorgen, die nicht nur einen isolierten Zinsschock verkraftbar machen, sondern sie auch für den Fall wappnen, dass sich mehrere Risiken zur gleichen Zeit realisieren.

Ein lang anhaltendes Niedrigzinsumfeld würde die Lebensversicherer mit ihren langfristigen Zinsgarantien in Mitleidenschaft ziehen. Das im August dieses Jahres in Kraft getretene Lebensversicherungsreformgesetz stärkt zwar die Risikotragfähigkeit. Analysen der Bundesbank verdeutlichen jedoch, dass ein abrupter und starker Anstieg der Kapitalmarktzinsen die Stabilität der Lebensversicherer beeinträchtigen könnte. Der langfristig entlastende Effekt der höheren Zinssätze auf die Solvenz der Unternehmen könnte dadurch aufgewogen werden, dass Versicherungsnehmer aufgrund attraktiverer Alternativen Anlagen Verträge kündigen. Daher ist es erforderlich, dass auch die Lebensversicherer ihre Solvabilität nachhaltig verbessern.

Niedrigzinsumfeld und strukturelle Probleme belasten Ertragskraft

Der operative Ertrag in der Gruppe der 11 großen, international tätigen deutschen Banken¹⁾ lag im ersten Halbjahr 2014 mit 31,8 Mrd € rund 8% unterhalb des Vorjahresniveaus (Schaubild 2.1). Der Hauptgrund hierfür war ein rückläufiger Zinsüberschuss (– 5% gegenüber dem ersten Halbjahr 2013), der die wichtigste Ertragsquelle deutscher Banken

Der operative Ertrag der 11 großen, international tätigen deutschen Banken lag im ersten Halbjahr 2014 rund 8% unterhalb des Vorjahresniveaus.

ist. Das Handelsergebnis verschlechterte sich deutlich (– 30%), während der Provisionsüberschuss praktisch unverändert blieb (+ 1%). Eine gesunkene Risikovorsorge stützte das Ergebnis im ersten Halbjahr 2014 maßgeblich. Von einem bereits niedrigen Niveau aus ist sie stark zurückgegangen (– 63%). Dies dürfte die Erträge aber nur kurzfristig stabilisieren, da hierfür vor allem Sondereffekte verantwortlich waren. Sollten sich die Konjunkturaussichten eintrüben, könnte die Risikovorsorge zudem wieder steigen. Die Ertragslage geriete dann zusätzlich unter Druck.

Auf Basis der IFRS-Konzernberichterstattung lag die Eigenkapitalrentabilität der großen, international tätigen Banken im Jahr 2013 bei 4,0%, auf Ebene der Einzelinstitute gemäß HGB-Rechnungslegung sogar nur bei 2,4%. Damit war die Eigenkapitalrentabilität deutlich geringer als bei den Sparkassen (10,6%) und Kreditgenossenschaften (14,8%).²⁾

Niedrigzinsumfeld zunehmend belastend

Ein zunehmender Belastungsfaktor für die Ertragslage der deutschen Banken ist das Niedrigzinsumfeld.³⁾ In Phasen mit niedrigen Zinsen ist zu beobachten,

dass die Zinsspanne⁴⁾ tendenziell sinkt. Dies drückt auf den Zinsüberschuss. Auf aggregierter Ebene sind die Auswirkungen niedriger Zinsen auf die Ertragslage bislang noch begrenzt. Der Zinsüberschuss ist weitgehend stabil, weil die Sparkassen und Genossenschaftsbanken von Volumenzuwächsen im Kreditgeschäft profitieren. Auch stützte die vergleichsweise steile Zinsstrukturkurve die Ertragslage, insbesondere die der Sparkassen und Genossenschaftsbanken. Außerdem kommt den Banken derzeit noch zugute, dass sie vor dem Ausbruch der Finanzkrise höherverzinsten Kredite abgeschlossen haben. Mit zunehmender Dauer der Niedrigzinsphase laufen diese Kredite aus und müssen durch Kredite mit geringerer Verzinsung ersetzt werden. Dies setzt den Zinsüberschuss weiter unter Druck. Erschwerend kommt hinzu, dass die Banken den Rückgang der Kreditzinsen nicht dadurch auffangen können, dass sie die Einlagenzinsen weiter senken, weil diese bei vielen Instituten bereits nahe null Prozent liegen und die Banken sich zumindest bei Kleinanlegern scheuen, ohne triftigen Grund negative Einlagenzinssätze zu vereinbaren (vgl. auch den Abschnitt „Zinsände-

Mit zunehmender Dauer der Niedrigzinsphase kommt der Zinsüberschuss unter Druck.

1 In der Regel wird in diesem Bericht eine Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken betrachtet. Da für ein Institut dieser Gruppe keine unterjährigen Angaben auf Basis des internationalen Standards zur Finanzberichterstattung (International Financial Reporting Standards: IFRS) mehr zur Verfügung stehen, beruht die Darstellung der operativen Erträge auf dem Berichtsbereich der verbleibenden 11 Institute. Die hier ansonsten untersuchte Gruppe der 12 Institute machte Mitte 2014 etwa 58% der Bilanzsumme aller deutschen Banken aus. Im Finanzstabilitätsbericht 2010 gehörten zu dieser Gruppe noch 15 Kreditinstitute.

2 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014c), S. 76. Sondereffekte wie die Auflösung der Vorsorgereserven für allgemeine Bankrisiken gemäß § 340 f HGB, die in den Vorjahren den Gewinn und die Eigenkapitalrentabilität verzerrt haben, sind im Jahr 2013 deutlich zurückgegangen.

3 Siehe hierzu auch Kapitel „Niedrige Zinsen – Risiken für die Finanzstabilität?“ auf S. 13 ff.

4 Die Zinsspanne ist das Verhältnis von Zinsüberschuss zu Bilanzsumme.

rungsrisiko der Banken kann Gewinne empfindlich beeinträchtigen“ auf S. 46 ff.). Schaubild 2.2 zeigt, dass die Zinsspanne einem langfristigen negativen Trend unterliegt. Davon sind besonders die Großbanken und die Landesbanken betroffen. Der Jahresüberschuss, insbesondere der Sparkassen und Kreditgenossenschaften, profitierte von Sondereffekten. Dies hat die Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds für diese Institute gemildert.⁵⁾

Die Zinsspanne unterliegt einem langfristigen negativen Trend.

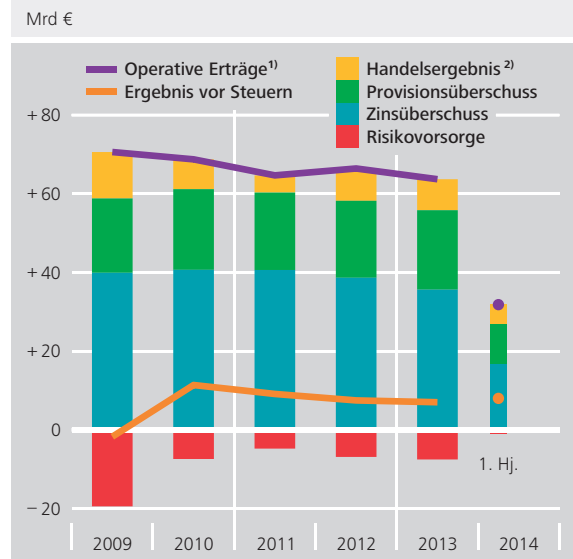
Banken könnten verstärkt Risiken eingehen

Einzelne, vorwiegend ertragsschwache Institute könnten vermehrt Risiken eingehen, wenn das Niedrigzinsniveau weiter andauert. Insbesondere bei Sparkassen und Genossenschaftsbanken, die stark vom Zinsüberschuss abhängen, besteht diese Gefahr. In einer Bundesbankstudie finden sich Hinweise darauf, dass Banken versuchen, einen geringeren Konditionenbeitrag durch einen höheren Strukturbeitrag auszugleichen.⁶⁾ Unter sonst gleichen Bedingungen sollte die Zinsspanne mit höheren Zinsänderungsrisiken steigen. Im Querschnitt der Banken zeigt sich aber kein starker Zusammen-

Einzelne, vorwiegend ertragsschwache Institute könnten vermehrt Risiken eingehen, wenn das Niedrigzinsniveau weiter andauert.

hang zwischen Zinsänderungsrisiko und Zinsspanne. Eine mögliche Erklärung ist, dass Banken mit hohem Zinsänderungsrisiko weniger Kreditrisiken eingehen. Die Banken scheinen die verschiedenen von ihnen eingegangenen Risiken so auszubalancieren, dass das Gesamtrisiko⁷⁾ in etwa gleich bleibt. Kann eine Bank nicht genügend Kredite mit auskömmlichen Margen vergeben, könnte sie vermehrt Zinsänderungsrisiken eingehen. Dafür spricht der Verlauf des Zinsänderungsrisikos. So ist die Kennziffer zur

Komponenten der Ertragslage ausgewählter Banken¹⁾ Schaubild 2.1



Quelle: Unternehmensangaben und eigene Berechnungen. * Umfasst IFRS-Angaben von 11 der 12 großen, international tätigen deutschen Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. **1** Summe aus Zinsüberschuss, Provisionsüberschuss und Handelsresultat. **2** Einschl. Ergebnis aus zum Fair Value klassifizierten finanziellen Vermögenswerten.
 Deutsche Bundesbank

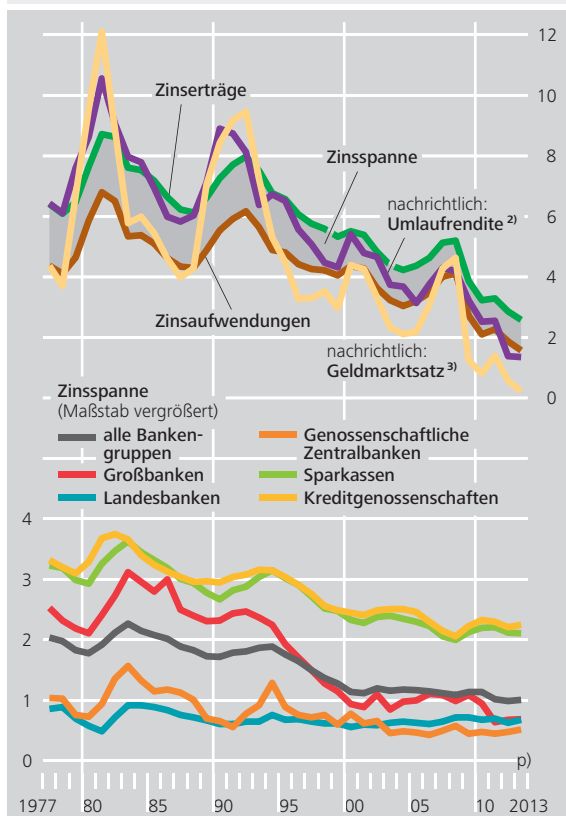
Messung des barwertigen Zinsänderungsrisikos, der sogenannte Baseler Zinskoeffizient, im Mittelwert von 16,5% im vierten Quartal 2011 auf 18,6% im

5 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014c), S. 76.
 6 Der Konditionenbeitrag ergibt sich aus der Marge zwischen dem Kundengeschäft und einem alternativen (sicheren) Geld- und Kapitalmarktgeschäft gleicher Laufzeit und Zahlungsstruktur. Der Strukturbeitrag bemisst das Ergebnis aus der Fristentransformation; vgl.: C. Memmel (2011).
 7 Das Gesamtrisiko setzt sich aus Kreditrisiko und Marktrisiko zusammen. Das Marktrisiko für die kleineren Banken besteht vor allem im Zinsänderungsrisiko. Hinzu kommen noch andere Risiken, wie z. B. das operationelle Risiko.

Zinserträge und Zinsaufwendungen der Banken in Deutschland

Schaubild 2.2

in % der durchschnittlichen Bilanzsumme¹⁾



1 Bis einschl. 1998 in % des durchschnittlichen Geschäftsvolumens. 2011 buchungstechnischer Anstieg der aggregierten Bilanzsumme um rd. 10% (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz). **2** Durchschnittliche Rendite inländischer Inhaberschuldverschreibungen. **3** Dreimonats-EURIBOR, bis einschl. 1998 Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld in Frankfurt.

Deutsche Bundesbank

zweiten Quartal 2014 gestiegen.⁸⁾ Banken mit einem Baseler Zinskoeffizienten von mehr als 20% (Schaubild 2.3) – diese Banken würden bei einer Zinserhöhung um 200 Basispunkte barwertige Verluste im Anlagebuch in Höhe von mehr als 20% der Eigenmittel erleiden – werden als Institute mit erhöhtem Zinsänderungsrisiko klassifiziert. Der Anteil dieser Institute erhöhte sich im betrachteten Zeitraum von 28% auf 44%, was auch das vermehrte Eingehen von Zinsänderungsrisiken belegt.

Ein potenzieller Belastungsfaktor für die Finanzstabilität ist der hohe Gleichlauf der Zinsänderungsrisiken

im Querschnitt der Banken. Zwar sind die Kreditrisiken für die meisten Banken die bedeutendsten Risiken. Angesichts ihrer hohen bankenspezifischen Komponente können sich Kreditrisiken im Querschnitt aller Banken jedoch gegenseitig ausgleichen. Zinsänderungen schlagen sich hingegen im Ergebnis vieler Banken gleichzeitig nieder, sodass ein Risikoausgleich im Querschnitt nicht oder nur eingeschränkt stattfinden kann.

Für die Finanzstabilität ist der hohe Gleichlauf der Zinsänderungsrisiken im Querschnitt der Banken ein potenzieller Belastungsfaktor.

Umso wichtiger ist es, dass Banken eine ausreichende, dem wirtschaftlichen Umfeld angemessene Risikovorsorge betreiben und Gewinne einbehalten, selbst wenn ihre Erträge gering sind. Gewinne einzubehalten ist insbesondere für die Sparkassen und Genossenschaftsbanken relevant, da sie ihr Kapital vor allem durch thesaurierte Gewinne aufstocken.

Die Zinsmarge ist über die Zeit geschrumpft. Dadurch sind die Banken ertragsseitig unter Druck gekommen. Sie könnten dem entgegenwirken, indem sie ihre Kosteneffizienz erhöhen. Darüber hinaus kann eine weitere Konsolidierung vor allem der kleineren Institute angebracht sein. Es ist zu erwarten, dass von einer solchen Konsolidierung insbesondere die kleinen Banken profitieren würden, da sie wohl das größte Kostensenkungspotenzial haben.

⁸ Grundlage dieser Berechnungen ist das überarbeitete Rundschreiben 11/2011 (BA) über die aufsichtliche Behandlung von Zinsänderungsrisiken im Anlagebuch. Es werden zwei Szenarien betrachtet: eine Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve um 200 Basispunkte nach oben (Szenario 1) und eine Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve um 200 Basispunkte nach unten (Szenario 2). In die Berechnung werden nur Institute einbezogen, die in mindestens einem der beiden Szenarien eine negative Veränderung des Risikobeitrags aufweisen. Sofern beide Werte negativ sind, wird der betragsmäßig höhere Wert herangezogen. Da in fast allen Fällen der niedrigere Wert in Szenario 1 auftritt, können die Ergebnisse als eine Approximation des Szenarios einer Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve um 200 Basispunkte nach oben betrachtet werden.

Starke Abhängigkeit vom Zinseinkommen

Um rückläufige Erträge aus dem Zinsgeschäft zu kompensieren und grundsätzlich ihre Abhängigkeit vom Zinseinkommen zu reduzieren, könnten die Sparkassen und Genossenschaftsbanken verstärkt ihr Einkommen diversifizieren und ihr Nichtzinseinkommen ausbauen. Dieses besteht im Wesentlichen aus Provisionseinnahmen, wie Tabelle 2.1 zu entnehmen ist.

Empirische Hinweise auf die Vorteile einer besseren Einkommensdiversifikation, wie zum Beispiel den Ausgleich von Einkommensschwankungen, gibt es insbesondere für Sparkassen und Genossenschaftsbanken.⁹⁾ Für Banken

Empirisch gibt es Hinweise darauf, dass Banken von einer besseren Einkommensdiversifikation profitieren.

allerdings, die stärker im Kapitalmarktgeschäft aktiv sind, kann empirisch gezeigt werden, dass ihre Erträge nachhaltiger werden, wenn sie ihr Zinsgeschäft ausbauen. Im Unterschied zu den Sparkassen und Genossenschaftsbanken sind sie deutlich stärker von anderen Einkommensarten abhängig. Außerdem ist ihr Nichtzinseinkommen deutlich volatil.

Im Unterschied zu den Sparkassen und Genossenschaftsbanken sind sie deutlich stärker von anderen Einkommensarten abhängig. Außerdem ist ihr Nichtzinseinkommen deutlich volatil.

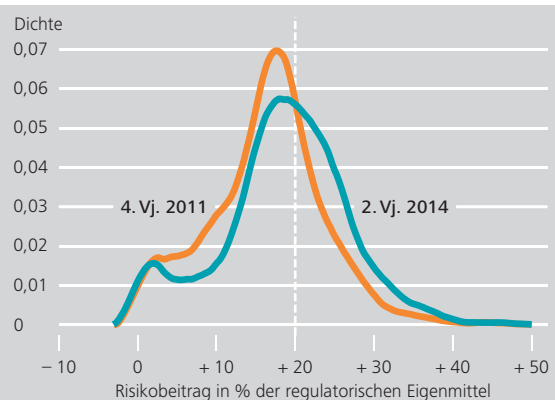
Risikotragfähigkeit der Banken verbessert

Die Risikotragfähigkeit der 12 großen, international tätigen deutschen Banken hat sich in den vergangenen Jahren verbessert. Zuletzt ist die Kernkapitalquote, die wichtigste Kennzahl der Risikotragfähigkeit, zwar leicht gesunken. Sie betrug Mitte 2014 14,3%, was einem Rückgang gegenüber Mitte 2013 von

⁹ Vgl.: M. Köhler (2014a) und (2014b).

Kerndichtefunktionen für den Risikobeitrag der Zinsänderungsrisiken im Anlagebuch im Verhältnis zu den regulatorischen Eigenmitteln für das deutsche Bankensystem^{*)}

Schaubild 2.3



* Es wurde eine Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve um ± 200 Basispunkte untersucht. Berechnungsgrundlage für die (barwertigen) Auswirkungen sind alle wesentlichen mit einem Zinsänderungsrisiko behafteten Positionen des Anlagebuchs. Zur Schätzung der Kerndichtefunktion wurde ein Epanechnikov-Kernel mit einer datenbasierten automatischen Bandweitenselektion (Silverman Option) verwendet.

Deutsche Bundesbank

Komponenten der Ertragslage ausgewählter Bankengruppen^{*)}

Tabelle 2.1

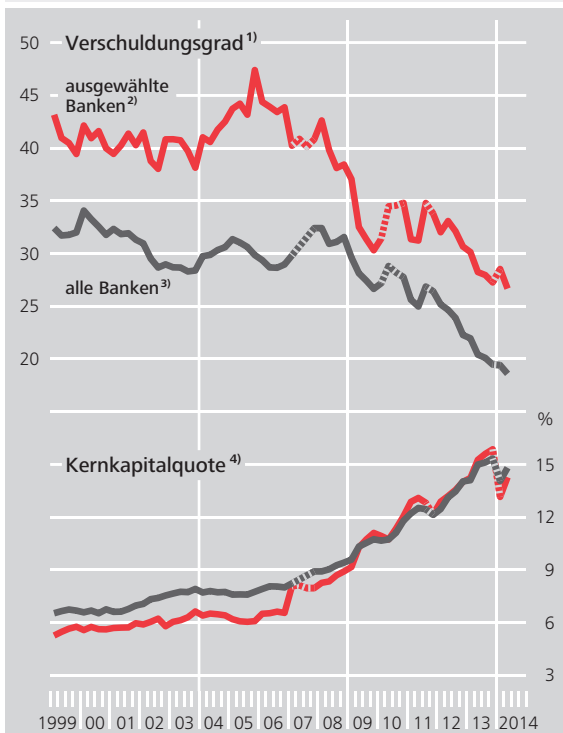
in % der gesamten Erträge, Mittelwerte von 1995 bis 2012

Position	Großbanken	Landesbanken	Genossenschaftliche Zentralbanken	Sparkassen	Kreditgenossenschaften
Zinsüberschuss	57	78	63	80	77
Nichtzinseinkommen	43	22	37	20	23
davon in % des Nichtzinseinkommens:					
Provisionsüberschuss	68	56	47	92	81
Handlungsergebnis	27	25	47	3	1
Saldo der sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen	5	19	6	5	18

* Ohne Berücksichtigung der Risikovorsorge und reiner Aufwandspositionen der Gewinn- und Verlustrechnung.

Deutsche Bundesbank

Verschuldungsgrad und Kernkapitalquote der Banken in Deutschland^{*)} Schaubild 2.4



* Ab den Jahren 2007, 2011 und 2014 gelten jeweils andere Bewertungen von Kernkapital und risikogewichteten Aktiva aufgrund der Eigenkapitalrichtlinien CRD II, CRD III und CRD IV. **1** Bilanzsumme als Vielfaches des Kernkapitals; 2010 Übergangsperiode gemäß Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz. **2** 12 große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. **3** Lineare Interpolation von Verschuldungsgrad und Kernkapitalquote in 2007. **4** Kernkapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva.
 Deutsche Bundesbank

knapp 1 Prozentpunkt entspricht (Schaubild 2.4). Dieser Rückgang ist jedoch vor dem Hintergrund

Die neuen Eigenkapitalstandards für Banken beinhalten strikere Anrechnungs- und Bewertungsvorschriften, die sich in einer verringerten Kernkapitalausstattung sowie erhöhten risikogewichteten Aktiva widerspiegeln.

der geänderten bankaufsichtlichen Regelungen zur Ermittlung regulatorischer Kenngrößen zu sehen. Seit dem 1. Januar 2014 gelten die Vorgaben der Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation: CRR) und der

Kapitaladäquanzrichtlinie IV (Capital Requirements Directive: CRD IV).¹⁰⁾ Diese setzen das Basel III-Regelwerk in der EU um. Die neuen Eigenkapitalstandards für Banken treten bis 2021 schrittweise in Kraft. CRD IV und CRR beinhalten strikere Anrechnungs- und Bewertungsvorschriften, die sich in einer verringerten Kernkapitalausstattung sowie erhöhten risikogewichteten Aktiva widerspiegeln. Die eigentliche Verbesserung der Risikotragfähigkeit schlägt sich aufgrund dieser methodischen Änderungen nicht in höheren Kernkapitalquoten nieder (siehe hierzu auch Kasten „Einfluss regulatorischer Änderungen auf die Kernkapitalquote“ auf S. 43).

Zur Vorbereitung der Umsetzung des Basel III-Regelwerks haben 11 der 12 großen, international tätigen Banken schon in den vergangenen Jahren zusätzlich entsprechend den zukünftigen Regeln berichtet. Mithilfe dieser Meldungen lassen sich für die betreffende Untergruppe der 12 Großbanken intertemporal vergleichbare Kernkapitalquoten angeben. Die Kernkapitalquote nach dem zum jeweiligen Stichtag gültigen Regelwerk betrug für die 11 Banken Mitte 2014 13,7%, verglichen mit 14,9% im Vorjahr. Der Effekt der Methodenänderung auf die Kernkapitalquote ist für sich genommen groß; so hätte die Kernkapitalquote ohne Methodenänderungen Mitte 2014 17,1% betragen. Für den Verschuldungsgrad Mitte 2014 ergibt sich entsprechend eine Quote von 24,7, verglichen mit 27,7 unter Berücksichtigung der geänderten Methodik.

Kreditgenossenschaften und Sparkassen wiesen Mitte 2014 im Vergleich zu den betrachteten Großbanken mit 13,5% beziehungsweise 13,7% eine erkennbar geringere Kernkapitalquote auf.¹¹⁾ Allerdings ging die Differenz zwischen den Kernkapitalquoten der 12 Großbanken und den betrachteten Bankengruppen im Jahresvergleich zurück. Mitte 2013 betrug sie noch knapp 2 Prozentpunkte für Sparkas-

¹⁰ Vgl.: Europäisches Parlament und Rat (2013a und 2013b).
¹¹ Sie verfügen jedoch zusätzlich über stille Reserven.

Einfluss regulatorischer Änderungen auf die Kernkapitalquote

Die Kernkapitalquote ist ein zentraler Indikator zur Beurteilung der Risikotragfähigkeit des Bankensystems. Die Einführung der Kapitaladäquanzverordnung IV (Capital Requirements Regulation: CRR) und der Kapitaladäquanzrichtlinie (Capital Requirements Directive IV: CRD IV) zum 1. Januar 2014 haben wesentliche Auswirkungen auf die Berechnung von Kernkapital und risikogewichteten Aktiva (Risk Weighted Assets: RWA). Aufgrund dieser methodischen Änderungen sind die Kernkapitalquoten bis Ende 2013 nicht unmittelbar mit den Quoten vergleichbar, die ab Anfang 2014 ausgewiesen werden. Um aussagefähige Vergleiche zu erhalten, müssen die Effekte der methodischen Änderung herausgerechnet werden. Dabei sind die Effekte auf die Kernkapitalquote, die aus der Änderung des Zählers (Kernkapital) und des Nenners (RWA) resultieren, separat zu betrachten.¹⁾

Die Tabelle zeigt, dass die Effekte der methodischen Änderungen auf die Kernkapitalquote erheblich sind. Der darauf zurückzuführende Rückgang der Kernkapitalquote²⁾ in Höhe von 3,4 Prozentpunkten (– 1,4 Prozentpunkte Kernkapitaleffekt sowie – 2,0 Prozentpunkte RWA-Effekt) überlagerte den positiven Effekt vonseiten eines verbesserten Risikoprofils in Höhe von 2,2 Prozentpunkten (+ 1,4 Prozentpunkte Kernkapitaleffekt sowie + 0,8 Prozentpunkte RWA-Effekt). Insgesamt führte dies dazu, dass die Kernkapitalquote der betrachteten Banken von 14,9% im Juni 2013 auf 13,7% im Juni dieses Jahres zurückging.

Zerlegung der Kernkapitalquotenänderung ausgewählter Banken¹⁾

Kernkapitalquote in %, Änderungen in %-Punkten

Kernkapitalquote Juni 2013	14,9
Kernkapitaleffekt	+ 0,0
davon:	
Risikoprofiländerung	+ 1,4
Methodenänderung	– 1,4
RWA ¹⁾ -Effekt	– 1,2
davon:	
Risikoprofiländerung	+ 0,8
Methodenänderung	– 2,0
Änderung der Kernkapitalquote insgesamt	– 1,2
davon:	
Risikoprofiländerung	+ 2,2
Methodenänderung	– 3,4
Kernkapitalquote Juni 2014	13,7

* Betrachtet werden die Mittelwerte von 11 der 12 großen, international tätigen deutschen Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. Das Risikoprofil bezieht sich auf die Höhe des Kernkapitals bzw. der risikogewichteten Aktiva, die jedoch um Effekte aus der Anpassung des regulatorischen Rahmenwerks bereinigt sind (Einführung der Eigenkapitalrichtlinie CRD IV). ¹ Risikogewichtete Aktiva (Risk Weighted Assets).

Deutsche Bundesbank

¹ Die Veränderung der Kernkapitalquote wird wie folgt zerlegt: $\Delta KQ/KQ = \Delta K/K - \Delta RWA/RWA$. Diese Gleichung gilt nur näherungsweise. Der damit verbundene Approximationsfehler ist jedoch gering. Die Änderungen von Zähler und Nenner werden wiederum in zwei Komponenten zerlegt. Die erste Komponente vergleicht den Vorjahreswert mit dem aktuellen Wert auf Basis der neuen Regulierung (CRD IV). Die zweite stellt die Veränderung des Vorjahreswertes aufgrund der methodischen Anpassungen dar:

$$\begin{aligned} \Delta K &= K(\text{CRD IV; Q214}) - K(\text{CRD III; Q213}) \\ &= [K(\text{CRD IV; Q214}) - K(\text{CRD IV; Q213})] \\ &\quad + [K(\text{CRD IV; Q213}) - K(\text{CRD III; Q213})] \end{aligned}$$

² Betrachtet werden 11 große, international tätige deutsche Banken.

sen (Kernkapitalquote: 13,3%) beziehungsweise gut 3 Prozentpunkte für Kreditgenossenschaften (Kernkapitalquote: 12,1%).

Neues Kapital aufgenommen

Entsprechend der neuen Abgrenzung betrug das Kernkapital der 12 Institute Mitte 2014 rund 173 Mrd €. ¹²⁾ Damit erhöhte sich das Kernkapital im Vorjahresvergleich um gut 0,2 Mrd €. Auch hier sind aber die methodischen von den ökonomischen

Die großen deutschen Banken haben neues Kapital aufgenommen und Gewinne einbehalten.

Änderungen abzugrenzen. Allein wegen der verschärften Anrechnungsvorschriften hätte sich das Kernkapital rechnerisch reduziert. Jedoch haben die Banken zugleich neues Kapital aufgenommen (+ 11,5 Mrd €) und durch einbehaltene Gewinne sowie durch Änderungen der Neubewertungsrücklage (+ 2,5 Mrd €) gebildet. In der Regel wird dieses Kapital aufsichtsrechtlich als hartes Kernkapital anerkannt.

So erhöhten einzelne Banken ihr Kapital, indem sie neue Aktien ausgaben. Zudem hat eine Bank erstmals Pflichtwandelanleihen (Contingent Convertible Bonds: CoCos) begeben, die unter bestimmten, vorher festgelegten Bedingungen in Eigenkapital umgewandelt werden. ¹³⁾ Solche Pflichtwandelanleihen erkennt die Aufsicht als zusätzliches Kernkapital an. Sie werden bei der regulatorischen Kernkapitalquote berücksichtigt. Große internationale Banken, insbesondere in der Schweiz und im Vereinigten Königreich, griffen in der jüngeren Vergangenheit vermehrt auf dieses Finanzierungsinstrument zurück. Aufgrund der steuerlichen und beabsichtigten regulatorischen Behandlung ¹⁴⁾ der Pflichtwandelanleihen planen weitere deutsche Banken, dieses Instrument ebenfalls zu nutzen.

Realistischerer Risikoausweis durch neue Bewertungsvorschriften

Neben der Kernkapitalbasis wirken sich die Änderungen im aufsichtlichen Rahmenwerk auf die risikogewichteten Aktiva aus. Die Einführung strikterer Bewertungsvorschriften – vorrangig in den Bereichen Verbriefungen, Handelsbuchaktiva und Kontrahenten-Ausfallrisiken – erhöht die Risikoaktiva. ¹⁵⁾ Entsprechend haben sie Mitte 2014 bei den 12 großen, international tätigen deutschen Banken im Vergleich zu Mitte 2013 um rund 7,1% zugenommen. Der Anstieg ist maßgeblich auf die Einführung der neuen aufsichtlichen Regelungen zurückzuführen.

Bereinigt um diesen statistischen Bruch ergibt sich für die betreffende Untergruppe der 12 Großbanken sogar ein leichter Rückgang der Risikoaktiva.

Diese Entwicklung gründet auf einer niedrigeren Bilanzsumme sowie verminderten Risikopositionen.

Seit Dezember 2009 ist der Anteil von Krediten mit erhöhtem Ausfallrisiko ¹⁶⁾ gemessen an der Gesamtkreditforderungshöhe bei den 12 großen, international tätigen deutschen Banken leicht rückläufig. Er lag Mitte 2014 bei 3,6%.

Seit Dezember 2009 ist der Anteil von Krediten mit erhöhtem Ausfallrisiko gemessen an der Gesamtkreditforderungshöhe bei den 12 großen, international tätigen deutschen Banken leicht rückläufig.

Wegen des Risikoabbaus fiel der Anstieg der Risikoaktiva unter dem neuen aufsichtlichen Rahmenwerk moderat aus.

¹²⁾ Damit beläuft sich das Kernkapital dieser 12 Banken auf 40% des Kernkapitals aller deutschen Banken.

¹³⁾ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), S. 56 f.

¹⁴⁾ Regelungen zu den Wandlungsbedingungen entsprechend dem Gesetzentwurf zur Änderung des Aktiengesetzes (Aktienrechtsnovelle 2014).

¹⁵⁾ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2011b), S. 21 ff.

¹⁶⁾ Kredite mit erhöhtem Ausfallrisiko bestehen aus Krediten mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von über 4%, in Verzug geratenen Krediten und einzelwertberechtigten Krediten.

Verlangsamter Bilanzabbau

Aufgrund gestiegener Risikoaktiva durch die Einführung der CRD IV und der CRR ist der ausgewiesene Risikogehalt¹⁷⁾ der Bilanz der betrachteten Banken deutlich gestiegen (Schaubild 2.5). Mitte 2014 betrug das Verhältnis aus risikogewichteten Aktiva und Bilanzsumme bei den 12 großen, international tätigen deutschen Banken 26%. Dies entspricht einer Erhöhung gegenüber Mitte 2013 von rund 3 Prozentpunkten, die jedoch vorrangig durch die strikteren Anrechnungsvorschriften getrieben wird.

Die Bilanzsumme ist bei den betrachteten Banken im Verhältnis zum Kernkapital zurückgegangen. Im Vergleich zu den Vorjahren hat sich der Abbau der Verschuldung (Deleveraging) fortgesetzt. Für die Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen

Die großen deutschen Banken haben den Abbau der Verschuldung fortgesetzt.

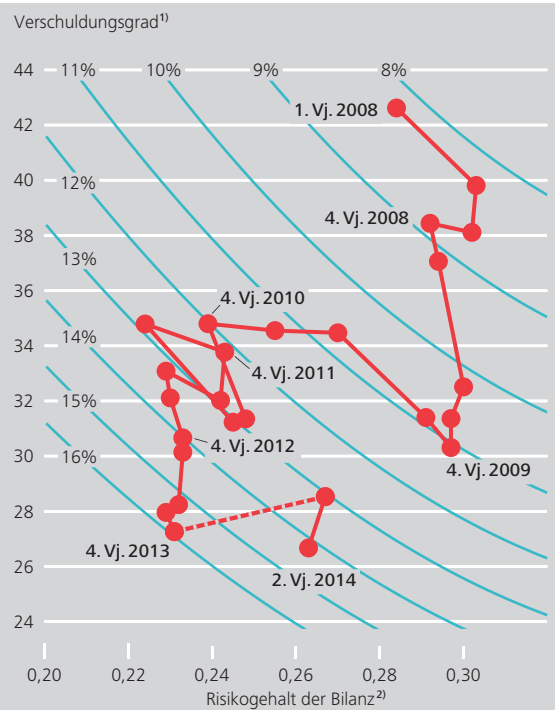
Banken betrug der Verschuldungsgrad, gemessen als Verhältnis von Bilanzsumme zu Kernkapital, Mitte

2014 26,7 verglichen mit 28,2 Mitte 2013 (Schaubild 2.5). Die aggregierte Bilanzsumme hat sich dabei im Vorjahresvergleich um gut 5% verringert. Der Rückgang im Kundengeschäft war deutlich schwächer ausgeprägt als bei der gesamten Bilanzsumme.

Der durchschnittliche Verschuldungsgrad der Kreditgenossenschaften und Sparkassen lag Mitte 2014 mit 13,2 beziehungsweise 12,8 deutlich unter dem Durchschnittswert der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken. Der geringere Finanzierungshebel ist auf das Geschäftsmodell beider Bankengruppen zurückzuführen, welches auf das klassische Kreditgeschäft ausgerichtet ist.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die betrachteten Banken ihre Risikotragfähigkeit weiter festigen konnten. Die Änderungen der relevanten Kennzahlen, insbesondere das Kernkapital und die risikogewich-

Verschuldungsgrad versus Risiko-
 gehalt der Bilanz ausgewählter Banken^{*)} Schaubild 2.5



* Betrachtet werden 12 große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. Die Isokurven stellen die Kernkapitalquoten dar. Ab Anfang 2014 geänderte Bewertung des Kernkapitals sowie der risikogewichteten Aktiva aufgrund der Eigenkapitalrichtlinie CRD IV und -verordnung CRR. **1** Bilanzsumme als Vielfaches des Kernkapitals; 2010 Übergangsperiode gemäß Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz. **2** Verhältnis risikogewichteter Aktiva zur Bilanzsumme; ab Ende 2011 geänderte Bewertung der risikogewichteten Aktiva aufgrund der Eigenkapitalrichtlinie CRD III.
 Deutsche Bundesbank

teten Aktiva, sind vor dem Hintergrund strengerer regulatorischer Vorschriften zu interpretieren.

Liquiditätsausstattung weiterhin stabil

Die Liquiditätsausstattung, neben der Kapitalausstattung, ein weiteres wichtiges Stabilitätsmerkmal der Banken, wird künftig mit der Liquiditätsdeckungs-

¹⁷ Unter dem Risikogehalt ist das Verhältnis von risikogewichteten Aktiva zur Bilanzsumme zu verstehen.

quote (Liquidity Coverage Ratio: LCR)¹⁸⁾ und der strukturellen Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio: NSFR)¹⁹⁾ reguliert. Bis zu deren endgültiger Einführung kann auf den Liquiditätspuffer zurückgegriffen werden. Diese Kennzahl bildet die Differenz liquider Aktiva und kurzfristiger Verbindlichkeiten ab.²⁰⁾ Für die 12 großen, international tätigen deutschen Banken liegt diese Kennzahl seit Mitte 2010 auf einem relativ stabilen, hohen Niveau und betrug Mitte 2014 rund 23% der liquiden Aktiva.

Risikotragfähigkeit verbessert – Systemrisiko bleibt

Insgesamt haben die neuen Regelungen des Basel III-Rahmenwerks Anpassungsdruck auf die Banken ausgeübt. Zugleich haben sich diese auf die umfassende Prüfung ihrer Bilanzen durch die EZB vorbereitet.²¹⁾ Seit dem Höhepunkt der Finanzkrise haben sie ihre Risikotragfähigkeit deutlich gestärkt, auch indem sie die Kapitalqualität verbessert haben. Gleichwohl kann der Ausfall einzelner Banken nach wie vor Ansteckungseffekte im System auslösen. Dies zeigen Studien zur Vernetzung systemrelevanter Banken (siehe Kasten „Ansteckungseffekte im Netzwerk der deutschen Banken“ auf S. 47).

Der Ausfall einzelner Banken kann nach wie vor Ansteckungseffekte im System auslösen.

Zinsänderungsrisiko der Banken kann Gewinne empfindlich beeinträchtigen

Wie schon am Anfang des Kapitels dargelegt, können mit Zinsänderungen erhebliche Risiken für die Banken, und somit für die Finanzstabilität, einhergehen. Daher hat die Bundesbank näher untersucht, wie sich verschiedene Zinsszenarien auf die Erträge

aus der Fristentransformation, die gesamten Zinserträge sowie auf das Eigenkapital der Banken auswirken. Anders als bei der Marktwert basierten Messung der Zinsänderungsrisiken im vorangegangenen Abschnitt steht hier nicht der kurzfristige Effekt einer Zinsänderung im Vordergrund, sondern der mittel- und langfristige Effekt, wobei auch und gerade das Neugeschäft berücksichtigt wird.

Bei den durchgeführten Makrostresstests wurden nur die kleinen und mittelgroßen Banken (Sparkassen, Kreditgenossenschaften und Kreditbanken (ohne Großbanken)) einbezogen, da für größere Banken den Marktrisikoumfragen der Bundesbank²²⁾ zufolge das unmittelbare Zinsänderungsrisiko klein ist. Den Szenarien liegt ein Zeithorizont von zehn Jahren zugrunde. Risiken aus einem stetig erodierenden Zinsergebnis werden – im Unterschied zu Kreditrisiken – gewöhnlich erst in der langen Frist schlagend, wenn das Zinsergebnis die Ertragskraft der Banken beeinträchtigt. Folgende Szenarien werden untersucht (Tabelle 2.2):

Im Basisszenario wird unterstellt, dass die zukünftigen Kassazinssätze für den kurzfristigen (drei Monate) und langfristigen Zins (zehn Jahre) den gegenwärtigen²³⁾ aus der Zinsstrukturkurve für Bundesanleihen ermittelten impliziten kurz- beziehungsweise langfristigen Terminzinssätzen entsprechen.

18 Die LCR setzt den Bestand an hochliquiden Aktiva ins Verhältnis zum Netto-Zahlungsabgang unter Stress. Mittels einer Untergrenze für die LCR kann ein Mindestbestand bestimmter hochliquider Aktiva als kurzfristige Liquiditätsreserve vorgeschrieben werden. Die LCR wird schrittweise in den Jahren 2015 bis 2018 eingeführt.

19 Die NSFR errechnet sich als Quotient aus der verfügbaren und der von den Aufsichtsbehörden geforderten „stabilen“ Refinanzierung. Sie wird 2018 in Kraft treten.

20 Unter liquiden Aktiva werden Zahlungsmittel gemäß Liquiditätsverordnung mit Restlaufzeiten von bis zu einem Monat verstanden.

21 Siehe hierzu auch Kasten „Ergebnisse des Comprehensive Assessment“ auf S. 53.

22 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2011a), S. 54.

23 Stichtag ist der 30. Juni 2014.

Ansteckungseffekte im Netzwerk der deutschen Banken

Aus Sicht der Finanzstabilität sind Banken als problematisch anzusehen, die als „Too big to fail“ gelten.¹⁾ Mit diesem Begriff sind systemrelevante Banken gemeint, deren Ausfall das gesamte Finanzsystem bedrohen würde. Bislang konnten diese Banken mit staatlichen Stützungsmaßnahmen im Falle einer Schieflage rechnen. Diese implizite Staatsgarantie verleitet die Institute zu erhöhter Risikoübernahme, belastet den Steuerzahler und verzerrt den Wettbewerb.

Um die „Too big to fail“-Problematik gezielt angehen zu können, müssen zunächst systemrelevante Banken identifiziert und die negativen Externalitäten, die bei einem Ausfall einträten, quantifiziert werden. Neben ihrer Größe ist der Grad der Vernetzung der Banken ein entscheidendes Kriterium für ihre Systemrelevanz. So kann der Ausfall einer kleinen Bank, die mit anderen Finanzmarktakteuren stark vernetzt ist, auch letztere in Schieflage bringen.

Die Bundesbank hat für den deutschen Interbankenmarkt simuliert, wie sich negative exogene Schocks und damit verbundene Bonitätsverschlechterungen von kreditnehmenden Banken im Netzwerk auf deren kreditgebende Banken übertragen.²⁾ Zwischen der Ausfallwahrscheinlichkeit einer Bank und deren Kernkapitalquote gibt es einen empirisch belegten³⁾ negativen Zusammenhang: Je höher die Kernkapitalquote einer Bank ist, desto niedriger ist deren Ausfallwahrscheinlichkeit. Gleichzeitig führt ein Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeit einer Bank zu einer Wertminderung von Forderungen anderer Banken gegenüber dieser Bank. Da diese Wertminderungen einem Verlust gleichzusetzen sind, sinkt die Kernkapitalquote und damit die Kreditwürdigkeit (gemessen als Ausfallwahrscheinlichkeit) der direkten Kreditgeber dieser Bank. Weil sich die direkten Kreditgeber wiederum bei anderen Banken refinanzieren, setzt sich die Kette der Wertminderungen von Forderungen und der Verringerung der Eigenkapitalquote für weitere Banken fort. Die beschriebene Simulation führt damit zu einem Kreditverlust auf Ebene des gesamten Bankensystems. Der Gesamtkreditverlust dient als Maß

für die negativen Externalitäten auf das Finanzsystem aufgrund der wechselseitigen Vernetzung der Banken.

Für Deutschland kommt der beschriebene Ansatz zu dem Ergebnis, dass sich der gesamte Ansteckungseffekt nur zu einem kleinen Teil aus den unmittelbaren Wertminderungen (direkter Ansteckungseffekt) ergibt. Vielmehr spielen mittelbare Wertminderungen eine übergeordnete Rolle. Diese indirekten Effekte ergeben sich aus Bonitätsverschlechterungen anderer Banken. Diese sind zwar nicht unmittelbar betroffen, aber eng verflochten mit der Bank, von der die ursprüngliche Störung ausging (indirekter Ansteckungseffekt). Indirekte Effekte machen durchschnittlich 81% des Gesamteffekts aus. Dabei wird angenommen, dass der Staat nicht eingreift. Tatsächlich sind einige der betroffenen Banken so stark untereinander vernetzt, dass der Ausfall einer dieser Banken den Ausfall mehrerer Banken zur Folge haben könnte.

Der hier vorgestellte Ansatz ist in Ergänzung zu anderen Methoden in der Literatur zur Messung von systemischen Risiken, wie zum Beispiel dem sogenannten CoVaR-Ansatz von Adrian und Brunnermeier⁴⁾, zu betrachten. Diese stützen sich zum einen auf eine unterschiedliche Datengrundlage. Zum anderen werden im Gegensatz zum hier vorgestellten Ansatz indirekte Ansteckungseffekte in diesen Modellen nicht explizit berücksichtigt.

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht, November 2011, S. 67 ff.

² Vgl. hierzu: K. Fink, U. Krüger, B. Meller und L. H. Wong (2014), BS Loss – a comprehensive measure for interconnectedness, Arbeitspapier, abrufbar unter: www.eba.europa.eu, 3rd EBA Policy Research Workshop „How to measure the riskiness of banks.“

³ Vgl.: B. Craig, M. Koetter und U. Krüger (2014), Interbank lending and distress: observables, unobservables, and network structure, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 18/2014.

⁴ Vgl.: T. Adrian und M. K. Brunnermeier (2011), CoVaR, Working Paper, Princeton University. Alternativ werden in der Literatur u. a. Ansätze vorgeschlagen, die auf dem sog. „Systemic Expected Shortfall“ basieren (vgl.: V. Acharya, L. H. Pedersen, T. Philippon und M. Richardson (2012), Measuring Systemic Risk, CEPR Discussion Paper No. 8824.

Makrostresstest: Szenarien für die Zinsentwicklung

Tabelle 2.2

Zins	Basisszenario	Szenario 1	Szenario 2	Szenario 3				
Zins	Zinssätze in den Szenarien							
Kurzfristiger Zins	Implizite Terminalsätze für drei Monate aus der Zinsstrukturkurve für Bundesanleihen + 20 Basispunkte	Bundesanleihe mit dreimonatiger Restlaufzeit – Stand am 30. Juni 2014 + 20 Basispunkte	2014 wie im Basisszenario, ab 2015: 70 Basispunkte	Zinsschock im Jahr 2017 um 3,5 Prozentpunkte				
Langfristiger Zins	Implizite Terminalsätze für zehn Jahre aus der Zinsstrukturkurve für Bundesanleihen	Bundesanleihe mit zehnjähriger Restlaufzeit – Stand am 30. Juni 2014	2014 wie im Basisszenario, ab 2015: 70 Basispunkte	Leichtes Abfallen, ab 2018 linearer Anstieg				
	Zinssätze der Szenarien in % (Jahresdurchschnitte)							
Jahr	Kurzfristiger Zins	Langfristiger Zins	Kurzfristiger Zins	Langfristiger Zins	Kurzfristiger Zins	Langfristiger Zins	Kurzfristiger Zins	Langfristiger Zins
2014 ¹⁾	0,26	1,46	0,27	1,26	0,26	1,46	0,27	1,24
2015	0,19	1,64	0,27	1,26	0,70	0,70	0,27	1,15
2016	0,39	1,96	0,27	1,26	0,70	0,70	0,27	1,03
2017	0,75	2,27	0,27	1,26	0,70	0,70	3,77	0,97
2018	1,17	2,55	0,27	1,26	0,70	0,70	3,77	1,36
2019	1,62	2,79	0,27	1,26	0,70	0,70	3,77	1,84
2020	2,05	2,99	0,27	1,26	0,70	0,70	3,77	2,32
2021	2,44	3,13	0,27	1,26	0,70	0,70	3,77	2,80
2022	2,79	3,24	0,27	1,26	0,70	0,70	3,77	3,28
2023	3,07	3,29	0,27	1,26	0,70	0,70	3,77	3,76
2024	3,30	3,31	0,27	1,26	0,70	0,70	3,77	4,24

¹ Die Jahresdurchschnitte für das Jahr 2014 enthalten für das Basisszenario und Szenario 2 bis zum Stichtag der Szenarien am 30. Juni 2014 auch realisierte Werte. In den Szenarien 1 und 3 wurden dagegen lediglich die Zinssätze der Szenarien im zweiten Halbjahr 2014 berücksichtigt.

Deutsche Bundesbank

Hinzu kommt ein Aufschlag auf den kurzfristigen Zins von 20 Basispunkten.²⁴⁾

Das Basisszenario kann als marktbasierter Prognose der Zinsentwicklung interpretiert werden. Die langfristigen Zinsen steigen stetig an. Die kurzfristigen Zinsen erhöhen sich dagegen nur in der mittleren Frist. Damit verengt sich die Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen mittelfristig und beträgt am Ende nur noch 0,01 Prozentpunkte.

– In Szenario 1 wird angenommen, dass das aktuelle Niedrigzinsumfeld anhält; die heutige Zinsstruktur-

kurve wird dabei für die kommenden zehn Jahre eingefroren.

– Szenario 2 stellt eine Situation dar, in der die Erträge aus der Fristentransformation gegen null gehen. Dazu wird für die kommenden Jahre eine vollkom-

²⁴ Dieser Aufschlag ist anzusetzen, da das Prognosemodell auf dem Dreimonats-EURIBOR beruht. Die 20 Basispunkte orientieren sich an dem Spread zwischen dem Dreimonats-EURIBOR und dem aus der Zinsstrukturkurve für Bundesanleihen abgeleiteten Dreimonatszins im Juni 2014.

men flache Zinskurve unterstellt. Das allgemeine Zinsniveau liegt in diesem Szenario bei 0,7%.

- In Szenario 3 steigen die kurzfristigen Zinsen nach drei Jahren abrupt um 3,5 Prozentpunkte. Danach erhöhen sich auch die langfristigen Zinsen kontinuierlich.²⁵⁾

Alle Szenarien (bis auf das Basisszenario) setzen das Zinsergebnis der Banken unter Druck. Oft stehen die Erträge aus der Fristentransformation im Vordergrund. Diese machen aber nur einen Teil des Zinsergebnisses aus. Zur Vervollständigung des Bildes wird daher auf ein ökonometrisches Modell zurückgegriffen, das alle Teile des Zinsergebnisses berücksichtigt.²⁶⁾

Zinsschock mit deutlichen Spuren in der Gewinn- und Verlustrechnung

Schaubild 2.6 zeigt die Entwicklung des Medians der Zinsspannen in den vier Szenarien. Im Basisszenario steigt das Zinsergebnis zunächst und erreicht im Jahr 2018 sein Maximum. Aufgrund der sich anschließenden Abflachung der Zinsstrukturkurve geht das Zinsergebnis dann bis zum Ende des Prognosezeitraums im Jahr 2024 zurück. Am Ende unterschreitet es sogar leicht das Ausgangsniveau.

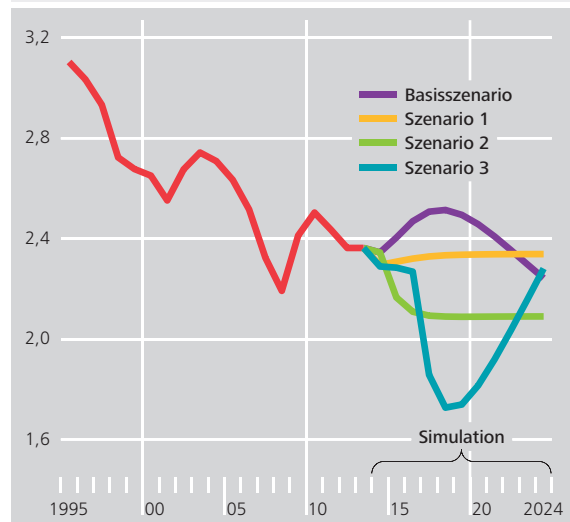
In Szenario 1, das ein Einfrieren der aktuellen Zinsstrukturkurve simuliert, bleibt das Zinsergebnis in etwa auf dem niedrigen Ausgangsniveau. Bei einer vollkommen flachen Zinsstrukturkurve, wie in Szenario 2 unterstellt, bricht das Zinsergebnis in den Jahren 2015 und 2016 stark ein. Szenario 3 stellt das schärfste Szenario dar. Der abrupte Zinsanstieg um 350 Basispunkte belastet das Zinsergebnis erheblich. Es geht in den ersten Jahren deutlich zurück (um 27%), um anschließend wieder zu steigen.

Um die Auswirkungen auf die Ertragslage und damit auf das Eigenkapital der Banken abzuschätzen, sind

Makrotest: Zinsspanne kleiner und mittelgroßer deutscher Banken*)

Schaubild 2.6

Zinsüberschuss in % der Bilanzsumme (Median)



* In vier Zinsszenarien wurden die Auswirkungen auf die Zinsspanne von Sparkassen, Kreditgenossenschaften und Kreditbanken (ohne Großbanken) untersucht. Das Basisszenario steht für eine marktbasiertere Prognose der Zinsentwicklung. Szenario 1 stellt ein Einfrieren der aktuellen Zinsstrukturkurve dar. Szenario 2 unterstellt eine Abflachung der Zinsstrukturkurve und Szenario 3 einen abrupten Zinsanstieg.

Deutsche Bundesbank

zusätzlich zu den Szenarien für die Zinserträge Annahmen über die anderen Aufwands- und Ertragskomponenten zu treffen. Dazu werden zunächst alle Beträge aus dem Jahr 2012 fortgeschrieben.²⁷⁾ Außerdem müssen die Zuführungen zu den Wertberichtigungen spezifiziert werden.²⁸⁾

²⁵ Der Zinsanstieg von 3,5 Prozentpunkten erscheint recht hoch. Allerdings hat es ein solches Zinsszenario in den achtziger Jahren bereits gegeben, und zwar von Mai 1988 bis Mai 1989. C. Memmel (2008) zeigt, dass dieses Szenario unter 260 betrachteten historischen Szenarien das für die Banken ungünstigste war.

²⁶ Dabei werden Zinsertrag und Zinsaufwand der Banken mit bankspezifischen Größen und Zinssätzen erklärt. Mit den so gefundenen Zinssensitivitäten können die Auswirkungen der einzelnen Szenarien auf das Zinseinkommen der Banken bestimmt werden.

²⁷ Zu dem Zeitpunkt der Durchführung des Stresstests (Mitte 2014) waren die Daten für das Jahr 2012 die aktuellsten Daten, die verfügbar waren. Mit der Fortschreibung der Daten wird implizit die Annahme getroffen, dass die Daten am aktuellen Rand die beste Prognose für die zukünftigen Daten sind.

²⁸ Die Wertberichtigungen befanden sich im Jahr 2012 auf einem historisch niedrigen Niveau. Für den Prognosezeitraum wurde unterstellt, dass sie auf den Medianwert der Jahre 1995 bis 2012 zurückkehren (0,4% im Verhältnis zur Bilanzsumme).

Die deutlichsten Auswirkungen auf die Ertragslage hat ein starker und abrupter Zinsanstieg (Szenario 3). In diesem Szenario geraten viele Banken in die Verlustzone. Auch bei einer deutlichen Abflachung der Zinsstrukturkurve wie in Szenario 2 ist mit erheblichen Gewinneinbußen zu rechnen (– 43%).

Die deutlichsten Auswirkungen auf die Ertragslage kleiner und mittelgroßer Institute hat ein starker und abrupter Anstieg der Zinsen.

Mit Blick auf die Finanzstabilität kommt es letztlich darauf an, ob die Banken in der Lage sind, anfallende Verluste zu tragen. Im nächsten Schritt der Untersuchung wird daher ermittelt, wie viele Banken in jedem Jahr nach Abzug potenzieller Verluste die regulatorische Mindesteigenkapitalquote unterschreiten und somit in eine Schieflage geraten. Unterstellt wird, dass die risikogewichteten Aktiva der Banken über den gesamten Prognosehorizont konstant bleiben und dass die Kreditausfallraten durch die steigenden Zinsen nicht ansteigen.²⁹⁾ Die Mindesteigenkapitalanforderungen werden durch die gesamten Tier-1-Kapitalanforderungen zuzüglich des Kapitalerhaltungspuffers abgebildet. Dabei muss berücksichtigt werden, dass die Mindesteigenkapitalquote wegen der gestaffelten Einführung von Basel III von 5,5% im Jahr 2014 auf 8,5% im Jahr 2019 steigt.

Die Ergebnisse zeigen, dass in dem zehnjährigen Prognosezeitraum höchstens 9% der Banken ausfallen.³⁰⁾ Dies gilt selbst dann, wenn unterstellt wird, dass die Gewinne vollständig ausgeschüttet werden. Die Resultate sind vornehmlich auf die insgesamt gute Kapitalausstattung der betrachteten Banken zurückzuführen, sodass diese Verluste verkraften können. Dabei zeigen sich je-

Im adversen Szenario unterschreiten insbesondere Institute der Gruppe Kreditbanken (ohne Großbanken) überproportional häufig die Mindesteigenkapitalquote.

doch Unterschiede zwischen den Bankengruppen. Überproportional häufig unterschreiten die Banken der Gruppe Kreditbanken (ohne Großbanken) die Mindesteigenkapitalquote. Diese Gruppe ist sehr heterogen, was ihre Eigenkapitalausstattung und Ertragskraft betrifft. Sie umfasst überproportional viele stark kapitalisierte Banken, aber auch viele gering kapitalisierte Banken, die dann besonders anfällig für Schieflagen sind. Weiterhin sind die Banken insgesamt gehalten, für hinreichende Eigenkapitalpuffer zu sorgen, sodass sie nicht nur einen isolierten Zinsschock verkraften können, sondern auch dafür gewappnet sind, wenn sich mehrere Risiken zur gleichen Zeit realisieren sollten.

Ergebnisse der umfassenden Bankenprüfung (Comprehensive Assessment)

Um die Widerstandsfähigkeit deutscher Banken im europäischen Vergleich zu beurteilen, können die Ergebnisse der umfassenden Bankenprüfung (Comprehensive Assessment) der EZB für 130 Banken herangezogen werden. Dieses bestand neben einer Einschätzung der Gesamtrisikolage mittels Einzelbewertung der Bankaktiva (Asset Quality Review: AQR) aus einem Stresstest, den die Banken nach Vorgaben der EZB durchgeführt haben (siehe Kasten „Ergebnisse des Comprehensive Assessment“ auf S. 53).

Der im vorigen Abschnitt beschriebene Makrostresstest unterscheidet sich im Wesentlichen in drei Punkten vom Stresstest des Comprehensive Assessment. Erstens bezieht sich der hier beschriebene Makrostresstest auf die kleinen und mittelgroßen

²⁹ Implizit wird damit angenommen, dass sich die Bilanzzusammensetzung und deren Risikogehalt nicht ändern.

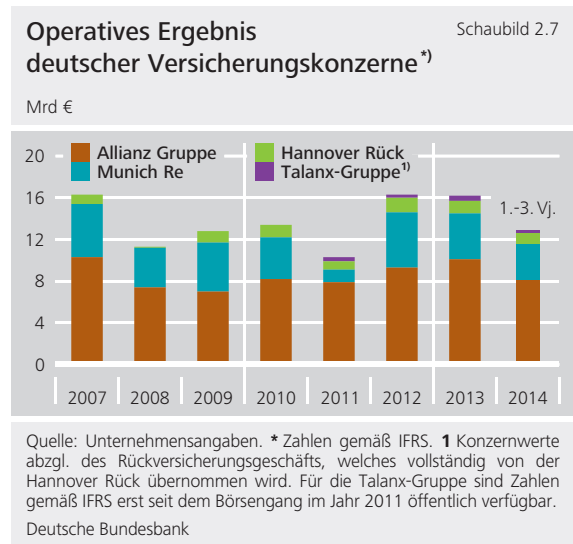
³⁰ Zum Vergleich: Im Zeitraum von 1995 bis 2012 nahm die Zahl der kleinen und mittelgroßen Banken (maßgeblich aufgrund von Übernahmen und Fusionen) um ca. 4% pro Jahr ab. In der obigen Analyse bleiben allerdings mögliche Ansteckungseffekte unberücksichtigt. Dieses Risiko erscheint relativ gering, da in den betrachteten Szenarien das Eigenkapital der ausgefallenen Banken in nur wenigen Fällen vollständig aufgezehrt wird.

Banken, die vorwiegend Zinsänderungsrisiken ausgesetzt sind. Zweitens steht bei dem Bundesbank-Stresstest das Zinsänderungsrisiko im Vordergrund, um dieses Risiko gezielt alleine untersuchen zu können, während der Stresstest des Comprehensive Assessment allgemein eine Vielzahl von Risiken der Banken abbildet. Drittens beträgt der Stresszeitraum zehn Jahre, um auch mittel- und langfristige Effekte abbilden zu können, verglichen mit einem Horizont von drei Jahren des Stresstests des Comprehensive Assessment.

Geschäftsentwicklung der Versicherer durch Niedrigzinsumfeld eingetrübt

Wie schon in den vergangenen Jahren war auch im Jahr 2013 die Geschäftsentwicklung der deutschen Versicherer durch niedrige Zinsen geprägt. Dabei konnten die Erstversicherer insgesamt ihre Prämieinnahmen gegenüber dem Vorjahr um gut 3% steigern. Deutsche Lebensversicherer erzielten ein überdurchschnittliches Prämienwachstum von knapp 4%, allerdings ausschließlich im Bereich bestehender Policen. Das Neugeschäft der Lebensversicherer war hingegen stark rückläufig. So wurden im Jahr 2013 mit 5,5 Millionen knapp 13% weniger Policen verkauft als im Vorjahr.³¹ Daran zeigt sich die geringere Attraktivität von Lebensversicherungen bei niedrigen Zinsen. Bei Verträgen mit laufender Beitragszahlung fiel der Rückgang sogar noch stärker aus. Diese Entwicklung konnte durch einen Anstieg bei den Verträgen gegen Einmalbeitrag teilweise kompensiert werden.

Die unterjährige Entwicklung bei Erstversicherern lässt sich für das Jahr 2014 mithilfe der Quartalsberichte großer Versicherungskonzerne abschätzen. In den ersten drei Quartalen 2014 stieg im Vorjahresvergleich das operative Ergebnis der betrachteten Konzerne um 5,8% (Schaubild 2.7); die Beiträge san-



ken leicht um 0,4%. Das Kapitalanlageergebnis stieg im Vorjahresvergleich um 7,0%.³²⁾

Insbesondere bei den Lebensversicherern spielt das weiterhin vorherrschende Niedrigzinsumfeld eine entscheidende Rolle im Hinblick auf ihre Stabilität. Die Erträge aus den Kapitalanlagen könnten bei einer ungünstigen Marktentwicklung bei einigen Unternehmen langfristig nicht mehr ausreichen, um die den Kunden zugesagten Garantieleistungen und darüber hinausgehende Überschusszahlungen zu erbringen.³³⁾

Die Rendite öffentlicher Anleihen des Bundes eignet sich als Indikator für die Verzinsung von Neuanlagen. Seit September 2011 liegt die Umlaufrendite unter

³¹ Vgl.: Gesamtverband der Deutschen Versicherer e.V. (2014a) und Gesamtverband der Deutschen Versicherer e.V. (2014b).

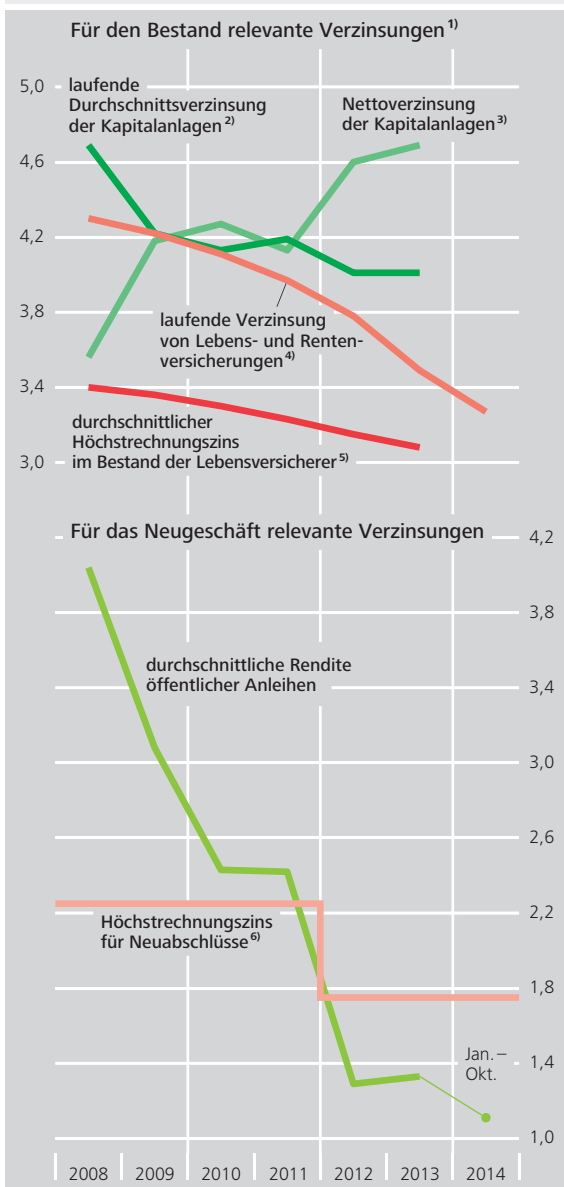
³² Nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) wird ein Teil der Aktivseite zu Marktwerten bilanziert. Dies hat zur Folge, dass bei einem Zinsrückgang die Marktwerte von festverzinslichen Wertpapieren ansteigen. Das Kapitalanlageergebnis ist demzufolge durch diese Marktwertveränderung beeinflusst.

³³ Eine Szenarioanalyse der Bundesbank hat gezeigt, dass in einem Stressszenario mit lang anhaltenden Niedrigzinsen bis zum Jahr 2023 mehr als ein Drittel der deutschen Lebensversicherer die regulatorischen Eigenmittelanforderungen nach den bislang gültigen Solvabilitätsvorschriften (Solvency I) nicht mehr erfüllen könnte. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), S. 73 ff.; sowie A. Kablau und M. Weiß (2014).

Schlüsselzinssätze der Lebensversicherer

Schaubild 2.8

in %



Quellen: Assekurata, BaFin, Deckungsrückstellungsverordnung (DeckRV) und eigene Berechnungen. **1** Sowohl die Nettoverzinsung als auch die laufende Durchschnittsverzinsung beziehen sich auf die gesamten Kapitalanlagen. Die laufende Verzinsung sowie der durchschnittliche Höchstrechnungszins beziehen sich hingegen auf den Sparbeitrag bzw. die Deckungsrückstellung. **2** Nettoverzinsung, bereinigt um außerordentliche Erträge und Aufwendungen. **3** Kapitalanlageerträge abzüglich der Aufwendungen im Verhältnis zum mittleren Kapitalanlagebestand des Jahres. **4** Umfasst den Höchstrechnungszins, Direktgutschriften und laufende Überschussbeteiligungen. **5** Durchschnitt der verschiedenen Tarifgenerationen mit unterschiedlichen Höchstrechnungszinsen zum jeweiligen Abschlusszeitpunkt der Verträge. **6** Der Zinssatz, den die Lebensversicherer für die Berechnung der Deckungsrückstellungen für Neuverträge maximal zugrunde legen dürfen.

Deutsche Bundesbank

dem für das Neugeschäft maßgeblichen Höchstrechnungszins.³⁴⁾ Nach einer Seitwärtsbewegung in den Jahren 2012 und 2013 sank sie im Jahr 2014 um gut 90 Basispunkte auf unter 0,7% (Stand: Ende Oktober 2014). Gleichzeitig bleiben die Verpflichtungen zur Bedienung der Altverträge hoch, denn der durchschnittliche Höchstrechnungszins im Bestand der Lebensversicherer betrug Ende 2013 im Durchschnitt 3,1%.

Die Unternehmen konnten die Nettoverzinsung im Jahr 2013 erneut steigern. Dies ist jedoch – wie bereits im Jahr 2012 – darauf zurückzuführen, dass sie Bewertungsreserven realisiert haben, um die Dotierung der Zinszusatzreserve zu erfüllen. Die laufende Durchschnittsverzinsung, die im Gegensatz zur Nettoverzinsung nur die laufenden Erträge und Aufwendungen aus Kapitalanlagen berücksichtigt,³⁵⁾ ist in den vergangenen Jahren im Gegensatz zur Nettoverzinsung kontinuierlich gesunken. In ihr werden die Belastungen des Niedrigzinsumfelds deutlich sichtbar (Schaubild 2.8 und Kasten „Kennzahlen zur Verzinsung der Kapitalanlagen bei Lebensversicherern“ auf S. 55).

Das Niedrigzinsumfeld zeigt sich auch in der Entwicklung der Solvabilität. So ist die Bedeckungsquote³⁶⁾ der Lebensversicherer weiterhin rückläufig (Schaubild 2.9). Während die Eigenmittel nahezu konstant geblieben sind, erhöhte sich die regulatorische Eigen-

Die Solvabilität der Lebensversicherer ist weiterhin rückläufig.

34 Der Höchstrechnungszins ist der Zinssatz, den die Lebensversicherer für die Berechnung der Deckungsrückstellungen für Neuverträge maximal zugrunde legen dürfen. Bis zum 31. Dezember 2011 lag der Höchstrechnungszins bei 2,25%, zum 1. Januar 2012 wurde er auf 1,75% gesenkt. Am 1. Januar 2015 folgt die nächste Senkung auf 1,25%.

35 Zusätzlich werden noch die Abschreibungen auf Grundstücke als Aufwendungen erfasst.

36 Die Bedeckungsquote beschreibt das Verhältnis der Eigenmittel zu der regulatorischen Eigenmittelanforderung. Die Bedeckungsquote muss oberhalb von 100% liegen, damit die regulatorischen Eigenmittelanforderungen erfüllt sind.

Ergebnisse des Comprehensive Assessment

Das Comprehensive Assessment (CA) der EZB¹⁾ ergab für die untersuchten deutschen Banken eine Kapitallücke von 229 Mio € bei einem Institut (Euro-Raum: 24,6 Mrd € bei 25 Banken). Diese Lücke wurde bereits durch Kapitalaufnahme im Jahr 2014 geschlossen.

Die Überprüfung setzte sich aus einem Asset Quality Review (AQR) und einem Stresstest, bestehend aus einem Basis- und einem adversen Szenario, zusammen. Für die deutschen Banken ergab sich aus dem AQR ein negativer Kapitaleffekt in Höhe von 3,9 Mrd €, was 0,3% des harten Kernkapitals entspricht (Euro-Raum: 33,8 Mrd €). Maßgeblich getrieben wird dieser Effekt von Neubewertungen der Schiffsfinanzierungs- und Immobilienportfolios. Der AQR führte bei keiner deutschen Bank zu einer nachträglichen Anpassung des Jahresabschlusses 2013. Allerdings wurden Positionen in Höhe von 8,4 Mrd € neu als leistungsgestörte Kredite klassifiziert. Ein wesentlicher Anteil dieser Neuklassifizierung geht auf die Verwendung eines vereinheitlichten, aber zum Zeitpunkt des CA noch nicht rechtlich bindenden Standards der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) zurück. Insgesamt erhöhten sich die leistungsgestörten Kredite im Euro-Raum um 18% auf 879 Mrd €. Im adversen Szenario des Stresstests reduzierte sich die harte Kernkapitalquote, die sich für die deutschen Banken aus dem AQR ergibt, im Aggregat um 3,8 Prozentpunkte (Euro-Raum: – 3,0 Prozentpunkte). Dieses Stressszenario bestanden einige deutsche und europäische Institute jedoch nur knapp. Gerade für diese Institute ist es wichtig, ihre Geschäftsmodelle zu überprüfen und sich

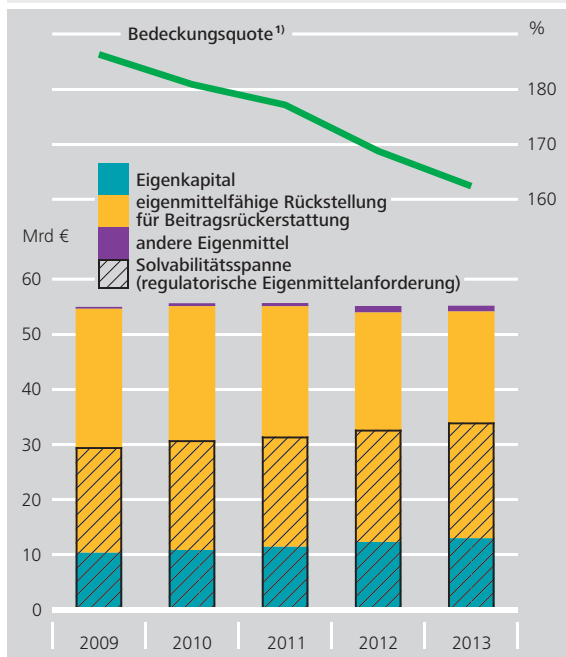
nachhaltig aufzustellen. Zur Verbesserung ihrer Widerstandsfähigkeit haben im Jahr 2014 neun untersuchte deutsche Banken bereits 14,4 Mrd € Kapital aufgenommen (Euro-Raum: 40,5 Mrd €).

Die gründliche Überprüfung der Bankbilanzen und die dadurch ausgelöste Kapitalaufnahme hat die Transparenz und Widerstandsfähigkeit des Bankensystems verbessert. Einige Aspekte bedürfen jedoch weiterer Aufmerksamkeit. So zeigte sich in der Überprüfung, dass die von Banken im Euro-Raum bilanzierten latenten Steueransprüche (Deferred Tax Assets) einen signifikanten Teil des gesamten harten Kernkapitals ausmachen. Dies verschärft in einigen Ländern den Staat-Banken-Nexus, da im Falle einer Zahlungsunfähigkeit eines Staates die Steueransprüche nicht mehr realisiert werden können.

Vorausblickend werden die strengeren Regulierungsvorschriften gemäß Basel III weitere Anstrengungen notwendig machen. Fünf deutsche Banken hätten den Stresstest bei Anwendung der Basel III-Regeln, die erst in einigen Jahren vollumfänglich gelten werden, nicht bestanden. Insbesondere mit Blick auf die ungewichtete Kapitalquote, die sogenannte Leverage Ratio, haben deutsche Banken im europäischen Vergleich noch Nachholbedarf. Das CA sollte deshalb nicht als punktuell wirksame Maßnahme verstanden werden, vielmehr müssen noch weitere Schritte folgen. Aus makroprudenzieller Sicht ist es besonders wichtig, die Stabilität des Bankensektors langfristig sicherzustellen. Wesentlicher Bestandteil hiervon ist, Transparenz und Widerstandsfähigkeit weiter zu verbessern.

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Oktober 2014, S. 45 ff.

Eigenmittel der Lebensversicherer Schaubild 2.9



Quelle: BaFin. 1 Quotient aus Eigenmitteln und Solvabilitätsspanne.
 Deutsche Bundesbank

mittelanforderung (Solvabilitätsspanne) kontinuierlich. Die erhöhte Solvabilitätsspanne ist in erster Linie auf die Zinszusatzreserve zurückzuführen, die seit dem Jahr 2011 von den Unternehmen zu bilden ist. Darüber hinaus befindet sich der deutsche Versicherungssektor insgesamt in der Anpassungsphase zu Solvency II und muss auch deshalb seine Eigenmittelbasis stärken.

Lebensversicherer reduzieren Überschussbeteiligung bislang nur wenig

Am 7. August 2014 trat das Lebensversicherungsreformgesetz (LVRG)³⁷⁾ in Kraft. Damit reagierte der Gesetzgeber auf die Risiken, die sich durch die aktuell vorherrschenden niedrigen Zinsen für den Lebensversicherungssektor ergeben. Die mit dem LVRG beschlossenen Maßnahmen können dazu beitragen, die Stabilität deutscher Lebensversicherer zu erhöhen.³⁸⁾

Allerdings können die Probleme in einem lang anhaltenden Niedrigzinsumfeld durch das LVRG allein nicht dauerhaft gelöst werden. Vielmehr sind die Lebensversicherer gefordert, selbst einen Beitrag zu leisten. So sollten sie ihre Eigenmittelpolster stärken und ihre Anfälligkeit gegenüber Zinsänderungsrisiken reduzieren.³⁹⁾ Darüber hinaus sollten sie bei der Deklaration der Überschussbeteiligung die Risikotragfähigkeit berücksichtigen.

Die Lebensversicherer sind gefordert, einen Beitrag zu leisten, um ihre Eigenmittelpolster zu stärken und ihre Anfälligkeit gegenüber Zinsänderungsrisiken zu reduzieren.

Die Bundesbank hat Überlegungen angestellt, wie bestimmte Maßnahmen die Solvabilität beeinflussen. Dazu hat sie die erweiterte Prognoserechnung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) verwendet. In dieser wurden die Lebensversicherer nach ihren Erwartungen für die Geschäftsentwicklung im laufenden Jahr sowie in den vier Folgejahren befragt. Diese Untersuchung kommt zu dem Ergebnis, dass die Beteiligung der Versicherten an den Bewertungsreserven bis zum Jahr 2017 unter den gesetzten Annahmen über die Zinsentwicklung⁴⁰⁾ ohne das LVRG 10,9 Mrd. € betragen hätte. Das LVRG dürfte die Lebensversicherer diesbezüglich erheblich entlasten. Ein vollständiger Verzicht auf

³⁷⁾ Dieses sieht u. a. eine Änderung bei der Beteiligung der Kunden an den Bewertungsreserven vor. Stille Lasten auf der Passivseite werden nun bei festverzinslichen Wertpapieren berücksichtigt. Daneben sieht das LVRG insbesondere eine Begrenzung der Ausschüttung an Anteilseigner und eine Herabsetzung des Höchstrechnungszinses von 1,75% auf 1,25% vor. Auch wird die Mindestbeteiligung der Versicherungsnehmer an den Risikoüberschüssen von 75% auf 90% erhöht.

³⁸⁾ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014a) und Deutsche Bundesbank (2014b), S. 71 ff.

³⁹⁾ Zinsänderungsrisiken lassen sich bspw. über Produkte ohne bzw. mit einer flexiblen Garantieverzinsung reduzieren.

⁴⁰⁾ Annahmegemäß erfolgt die Neu- und Wiederanlage ausschließlich in Pfandbriefen mit einer Laufzeit von zehn Jahren und einer Verzinsung von 2,50%. Die Deklaration der Überschussbeteiligung legen die Lebensversicherer in ihrer Prognoserechnung individuell fest.

Kennzahlen zur Verzinsung der Kapitalanlagen bei Lebensversicherern

Um die Leistungsversprechen an ihre Kunden zu erfüllen, müssen Lebensversicherer hinreichend hohe Erträge vor allem aus ihren Kapitalanlagen erwirtschaften. Die bilanzielle Ertragslage der deutschen Lebensversicherer ist zwar weiterhin stabil. In einem Umfeld langfristig niedriger Zinsen gehen die Kapitalerträge allerdings schneller zurück als die den Versicherungsnehmern gutzuschreibenden Zinsen.

Als Kennzahl für das Kapitalergebnis wird für gewöhnlich die Nettoverzinsung betrachtet. Sie setzt den Saldo sämtlicher Kapitalanlageerträge und -aufwendungen ins Verhältnis zu den gesamten Kapitalanlagen. Im Jahr 2013 lag die Nettoverzinsung im Aggregat der deutschen Lebensversicherer bei knapp 4,7%. Die Nettoverzinsung wurde in den letzten Jahren wesentlich davon beeinflusst, dass die Lebensversicherer einen Teil der steigenden Bewertungsreserven realisieren mussten, um die Zinszusatzreserve zu erfüllen.¹⁾ Aufgrund sinkender Zinsen stieg die Dotierung zur Zinszusatzreserve in den letzten Jahren deutlich an. Mussten im Jahr 2011 noch 1,5 Mrd € eingestellt werden, so stieg dieser Betrag im Jahr 2013 auf gut 6 Mrd €.

Betrachtet man die zuletzt weiter steigende Nettoverzinsung, kann ein falscher, zu positiver Eindruck von der Ertragslage der Lebensversicherer entstehen. Wird sie um die Realisierung von Bewertungsreserven und Erträgen aus Zuschreibungen korrigiert, ergibt sich die laufende Durchschnittsverzinsung. Sie lag im Jahr 2013 nur knapp über 4%. Seit dem Jahr 2008 ist sie um etwa 70 Basispunkte gefallen, während die Nettoverzinsung aufgrund der Realisierung von Bewertungsreserven um gut 110 Basispunkte gestiegen ist (siehe Schaubild 2.8 auf S. 52).

Als Kennzahl für den Zins, der den Versicherungsnehmern auf ihre Sparbeiträge gezahlt werden muss, wird die laufende Verzinsung²⁾ verwendet. Der Höchstrechnungszins macht den größten Anteil der laufenden Verzinsung aus. Er lag im Jahr 2013 im Durchschnitt bei knapp 3,1% der Sparbeiträge.³⁾

Seit dem Jahr 2008 ist die laufende Durchschnittsverzinsung (Verzinsung auf Kapitalanlagen der deutschen Lebensversicherer) sehr viel stärker gesunken als der Höchstrechnungszins (Zins auf die vertraglich garantierten Leistungen für die Versicherten). Der sich verringernde Abstand zwischen diesen beiden Größen verdeutlicht die zunehmenden Belastungen der Lebensversicherer im Niedrigzinsumfeld. Diese Entwicklung wird sich weiter verschärfen, wenn die Zinsen auf niedrigem Niveau bleiben.

Die positive Entwicklung der Nettoverzinsung steht hierzu nicht im Widerspruch. Sie ist vor allem auf die Realisierung von Bewertungsreserven zurückzuführen. Mittelfristig dürfte allerdings das Potenzial zur Hebung von Bewertungsreserven bei einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld zurückgehen.

¹ Bei der Zinszusatzreserve handelt es sich um eine für Lebensversicherer gesetzlich vorgeschriebene Rückstellung, um auch in Zukunft die zugesagten Garantien erfüllen zu können. Sie ist seit dem Jahr 2011 für diejenigen Verträge zu bilden, für die der Referenzzinssatz – der zehnjährige Durchschnitt der Null-Kupon-Euro-Zinsswapsätze mit einer Laufzeit von zehn Jahren – unterhalb des ursprünglichen Höchstrechnungszinses liegt. Vgl.: § 5 Deckungsrückstellungsverordnung (DeckRV).

² Die laufende Verzinsung ist die Summe aus Höchstrechnungszins (Ansprüche aus garantierten Leistungen) sowie Direktgutschriften und laufenden Überschussbeteiligungen. Darüber hinaus erhalten die Versicherungsnehmer gegebenenfalls Schlussüberschüsse und eine Beteiligung an den Bewertungsreserven.

³ Die Deckungsrückstellung eines Lebensversicherers entspricht dem Sparbeitrag aller Kunden; sie ist betragsmäßig kleiner als die Kapitalanlagen.

Ausschüttungen an Anteilseigner würde die Eigenmittel voraussichtlich um weitere 3,5 Mrd € erhöhen. Eine Senkung der Überschussbeteiligung auf null könnte die Eigenmittel der Lebensversicherer bis Ende 2017 um zusätzliche 28,4 Mrd € erhöhen. Bezogen auf die kumulierten Eigenmittel der Lebensversicherer Ende 2013 von 55,2 Mrd € sind das rund 51%.

Neben der Neuregelung der Beteiligung der Versicherten an den Bewertungsreserven kann somit eine reduzierte Überschussbeteiligung die Risikotragfähigkeit in einem Niedrigzinsumfeld signifikant erhöhen. Diese Maßnahme wird von den Unternehmen derzeit jedoch wenig genutzt. Die Lebensversicherer planen der Prognoserechnung zufolge auch bis zum Jahr 2017 keine deutliche Reduzierung ihrer Überschussbeteiligung. Eine wesentliche Ursache hierfür dürfte die Sorge um Marktanteile sein.

Abrupter Zinsanstieg kann für Lebensversicherer negative Auswirkungen haben

Allerdings ergeben sich nicht nur aus einem lang anhaltenden Niedrigzinsumfeld Risiken für die Stabilität

Nicht nur das Niedrigzinsumfeld sondern auch ein abrupter Zinsanstieg birgt Gefahren für die Lebensversicherer.

der Lebensversicherer; auch ein abrupter Zinsanstieg birgt Gefahren. Steigende Zinsen erhöhen den Anreiz für Versicherte, ihre Verträge zu kündigen und sich den Rückkaufswert auszahlen zu lassen. Das ist attraktiv, wenn die Anlage des Rückkaufswertes am Kapitalmarkt eine höhere Rendite verspricht als eine Fortführung des Versicherungsvertrages.⁴¹⁾ Gerade gegen Ende einer längeren Niedrigzinsphase besteht hierfür ein stärkerer Anreiz. Bei einer Kündigung profitieren die Kunden unmittelbar von den gestiegenen Kapitalmarktzinsen. Bei Fortführung ihrer Verträge partizipieren sie dagegen weiter am Portfolio der Lebensversiche-

rer, dessen Rendite durch den Altbestand gering verzinsten Wertpapiere belastet wird.

Eine Kündigungswelle muss nicht zwangsläufig die Stabilität von Lebensversicherern bedrohen. Sofern der Marktwert der Vermögensgegenstände die Summe der Rückkaufswerte und die Ansprüche weiterer Fremdkapitalgeber deckt, stellen Auszahlungen in der Folge von Kündigungen kein Problem dar.⁴²⁾ Derzeit verfügen deutsche Lebensversicherer diesbezüglich über relativ hohe Puffer. Der Marktwert ihrer Kapitalanlagen betrug Ende 2013 rund 865 Mrd €, der Marktwert sonstiger Aktiva rund 52 Mrd €.⁴³⁾ Dem standen kumulierte Rückkaufswerte der Kunden von rund 696 Mrd € gegenüber, geschätzt als Deckungsrückstellungen abzüglich der Zinszusatzreserven. Dazu kommen nicht eigenmittelfähige Verbindlichkeiten und Rückstellungen von rund 81 Mrd €. Als Differenz dieser Aktiva und Passiva verbleibt bei Stornierungen ein Puffer von etwa 140 Mrd €.⁴⁴⁾ Bezogen auf den Marktwert der Aktiva sind das rund 15%.⁴⁵⁾ Dieser im Zeitvergleich hohe Wert spiegelt wider, dass das Portfolio der Versicherer im derzeitigen Niedrigzinsumfeld noch vergleichsweise hoch verzinst wird; ein Beleg hierfür sind die Bewertungs-

⁴¹ Bewerten die Kunden die mit ihrer Lebensversicherung abgesicherten biometrischen Risiken (z. B. Todesfall, Langlebigkeit, Berufsunfähigkeit) hoch, kann es rational sein, den Vertrag trotzdem fortzuführen. Hiervon wird in der weiteren Analyse abstrahiert.

⁴² Dabei wird unterstellt, dass sich der Marktwert der Aktiva auch bei massiven Wertpapierverkäufen nicht ändert. Sinkende Marktpreise durch eine Kündigungswelle hätten sonst kleinere Puffer zur Folge.

⁴³ Diese und alle folgenden Angaben klammern das Geschäft auf Rechnung und Risiko der Versicherungsnehmer aus. Depotforderungen aus dem in Rückdeckung übernommenen Versicherungsgeschäft werden als sonstige Aktiva erfasst.

⁴⁴ Dieser Puffer ergibt sich als Differenz der Vermögensgegenstände zum Marktwert von 917,6 Mrd € abzüglich der Deckungsrückstellung ohne Zinszusatzreserve von 696,3 Mrd € und abzüglich der anderen nicht eigenmittelfähigen Verbindlichkeiten und Rückstellungen von 81,0 Mrd €. Die 140,3 Mrd € entsprechen zugleich der Summe aus den Zinszusatzreserven, den Eigenmitteln und den Bewertungsreserven.

⁴⁵ Der Puffer verteilt sich unterschiedlich auf die Lebensversicherer. Bei den größeren deutschen Lebensversicherern mit einer Deckungsrückstellung von jeweils über 1 Mrd € lag der minimale Wert Ende 2013 bei 9,3%, der Median bei 14,6% und der Maximalwert bei 20,9% des Marktwerts der Aktiva.

reserven bei festverzinslichen Wertpapieren von rund 56 Mrd. €.

Bei einem abrupten Anstieg des Zinsniveaus⁴⁶⁾ um 2,1 Prozentpunkte wäre dieser Puffer im Aggregat aller deutschen Lebensversicherer allerdings aufgebraucht.⁴⁷⁾ Bei diesem Zinsanstieg würde der Marktwert der Aktiva dann soweit reduziert, dass die Zahlungsverpflichtungen für den theoretischen Extremfall einer Stornierung aller Verträge gerade noch gedeckt wären.⁴⁸⁾

Solche kritischen Zinsanstiege lassen sich auch für einzelne Lebensversicherer berechnen. Werden diese zur Umlaufrendite von börsennotierten Bundeswertpapieren addiert, erhält man unternehmensindividuelle kritische Zinsniveaus. Diese kritischen Zinsniveaus sind im Laufe der Finanzkrise generell gesunken, im Median größerer deutscher Lebensversicherer⁴⁹⁾ von rund 5,9% Ende 2007 auf rund 3,7% Ende 2011 (Schaubild 2.10). Bis Ende 2013 erhöhte sich der Median wieder leicht auf nunmehr rund 4,3%. Bei über einem Viertel der größeren deutschen Lebensversicherer verblieb das kritische Zinsniveau Ende 2013 jedoch unter 4%. Stiege die tatsächliche Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren abrupt auf diese Höhe, wären die Puffer dieser Lebensversicherer aufgebraucht und eine Kündigungswelle könnte ihre Stabilität beeinträchtigen.

⁴⁶ Als Anstieg des Zinsniveaus wird dabei eine positive Parallelverschiebung der gesamten Zinsstrukturkurve für Bundesanleihen verstanden.

⁴⁷ Solch ein Zinsanstieg ist nicht unrealistisch. Im Makrostresstest der Bundesbank (Szenario 3) wird ein Zinsanstieg um 3,5 Prozentpunkte unterstellt. Ein solcher Zinsschock ist in den achtziger Jahren bereits aufgetreten. Vgl.: S. 49 (Makrostresstests zu Zinsänderungsrisiken, Szenario 3).

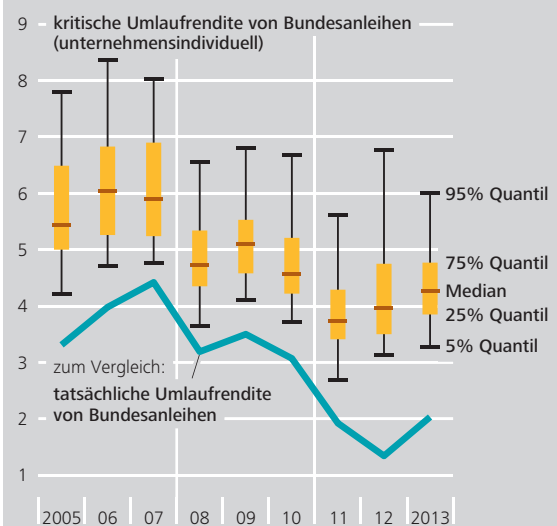
⁴⁸ Laut Angaben der Lebensversicherer reduziert ein Zinsanstieg um 1 Prozentpunkt den Marktwert der Aktiva um rd. 7,2%. Der Anteil des Puffers am Marktwert der Aktiva beträgt 140 Mrd. € / 918 Mrd. € also rd. 15,3%. Der Marktwert der Aktiva sinkt um diesen Betrag, wenn die Zinsen um $15,3/7,2 = 2,1$ Prozentpunkte ansteigen.

⁴⁹ Als größere Lebensversicherer werden dabei Unternehmen mit kumulierten Deckungsrückstellungen von jeweils mehr als 1 Mrd. € betrachtet.

Kritisches Zinsniveau für Lebensversicherer bei einer Kündigungswelle^{*)}

Schaubild 2.10

Jahresendstände in %



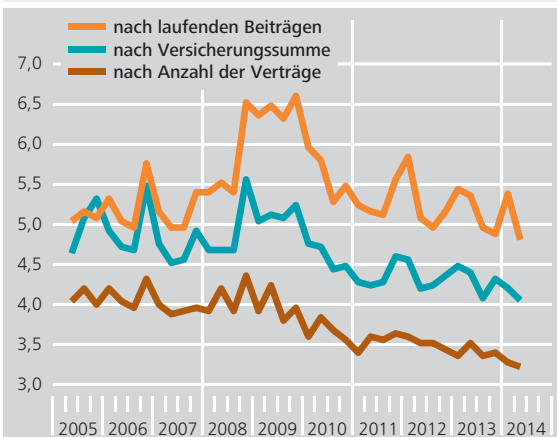
* Umlaufrendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit, oberhalb derer eine Kündigungswelle die Stabilität der Lebensversicherer beeinträchtigen würde. Untersucht wurden die größten rd. 60 deutschen Lebensversicherer mit einer Deckungsrückstellung von jeweils über 1 Mrd. €.

Deutsche Bundesbank

Gesamtstornoquoten^{*)} in der Lebensversicherung

Schaubild 2.11

in %



Quelle: BaFin und eigene Berechnungen. * Gesamtstorno umfasst Rückkäufe, Umwandlungen in beitragsfreie Versicherungen sowie den sonstigen vorzeitigen Abgang. Abgebildet sind die vierteljährlichen Gesamtstornoquoten in annualisierter Form (Quartalswert $\times 4$). Die Niveauunterschiede zwischen den gezeigten Stornoquoten sind u. a. auf die unterschiedlichen Auswirkungen von Teilstornierungen (z. B. Beitragsfreistellung) zurückzuführen. Eine Beitragsfreistellung wirkt sich bspw. nicht auf die Anzahl der Verträge aus. Die laufenden Beiträge und die Versicherungssummen werden durch eine Beitragsfreistellung dagegen voll bzw. teilweise erfasst.

Deutsche Bundesbank

Versicherungsnehmer können ihre Lebensversicherung auch aus anderen Motiven als einer gestiegenen Alternativverzinsung vorzeitig kündigen.⁵⁰⁾ Die allgemeine Diskussion über die Zukunftsfähigkeit der Lebensversicherung könnte dabei von Bedeutung sein. So könnten Versicherte institutionelle Veränderungen erwarten. In Deutschland hätte beispielsweise die im LVRG vorgenommene Neuregelung der Ausschüttung von Bewertungsreserven bei Vertragsende Anreize für eine vorzeitige Kündigung setzen können. Die Gesamtstornoquoten am aktuellen Rand sind aber relativ stabil (Schaubild 2.11).⁵¹⁾ Auf die Versicherungssumme bezogen lag die jährliche durchschnittliche Stornoquote durchgehend in einem Intervall zwischen 4% und 6%. Für die Finanzstabilität stellen Kündigungen von Lebensversicherungsverträgen derzeit kein überhöhtes Risiko dar.

Um ihre Risikotragfähigkeit zu stärken, sollten Lebensversicherer ihre Zinsänderungsrisiken perspektivisch senken und ihre Eigenmittelbasis stärken. Mit der Einführung von Solvency II ab 2016 werden regulatorische Anreize für Lebensversicherer gesetzt, entsprechende Risiken adäquater zu erfassen und mit Eigenmitteln zu unterlegen.

Um ihre Risikotragfähigkeit zu stärken, sollten Lebensversicherer ihre Zinsänderungsrisiken perspektivisch senken und ihre Eigenmittelbasis stärken.

■ Quellenverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2011a), Finanzstabilitätsbericht 2011, November 2011.

Deutsche Bundesbank (2011b): Basel III – Leitfaden zu den neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken.

Deutsche Bundesbank (2013), Finanzstabilitätsbericht 2013, November 2013.

Deutsche Bundesbank (2014a); Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 30. Juni 2014 zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Absicherung stabiler und fairer Leistungen für Lebensversicherte (Lebensversicherungsreformgesetz – LVRG), BR-Drucksache 242/14, Juni 2014.

Deutsche Bundesbank (2014b), Monatsbericht, Juli 2014.

Deutsche Bundesbank (2014c), Monatsbericht, September 2014.

Europäisches Parlament und Rat (2013a), Verordnung (EU) Nr. 575/2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, Juni 2013.

Europäisches Parlament und Rat (2013b), Richtlinie 2013/36/EU über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG, Juni 2013.

Fier, S. G. und A. P. Liebenberg (2013), Life Insurance Lapse Behavior, North American Actuarial Journal, Vol. 17/2, S. 153 ff.

Gesamtverband der Deutschen Versicherer e. V. (2014a), Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2014, Juli 2014.

⁵⁰ Zu den Determinanten von Vertragsstornos bei Lebensversicherungen vgl.: S. G. Fier und A. P. Liebenberg (2013), S. 153 ff.

⁵¹ Im Schaubild sind die vierteljährlichen Gesamtstornoquoten in annualisierter Form abgetragen (Quartalswert x 4).

Gesamtverband der Deutschen Versicherer e.V. (2014b), Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2014, August 2014.

Kablau, A. und M. Weiß (2014), Wie wirkt sich das Niedrigzinsumfeld auf die Solvabilität der deutschen Lebensversicherer aus?, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 27/2014, Oktober 2014.

Kick, T. und E. Prieto (2014), Bank risk taking and competition: Evidence from regional banking markets, *Review of Finance*, doi:10.1093/rof/rfu019.

Köhler, M. (2014a), Which banks are more risky? The impact of business models on bank stability, *Journal of Financial Stability*, erscheint demnächst.

Köhler, M. (2014b), Does non-interest income make banks more risky? Retail- versus investment-oriented banks, *Review of Financial Economics*.

Koetter, M. (2013), Market structure and competition in German banking – Modules I and IV, Working Paper 06/2013, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Memmel, C. (2008), Which interest rate scenario is the worst one for a bank? Evidence from a tracking bank approach for German savings and cooperative banks, *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, Vol 1, S. 85–104, Juli 2008.

Memmel, C. (2011), Banks' exposure to interest rate risk, their earnings from term transformation, and the dynamics of the term structure, *Journal of Banking and Finance*, Vol 35, S. 282–289, Februar 2011.

Immobilienkredite unter Beobachtung

Finanzkrisen werden häufig von Preisübertreibungen auf den Immobilienmärkten ausgelöst. Besonders problematisch sind Preisübertreibungen dann, wenn der Erwerb von Immobilien in hohem Maße kreditfinanziert ist. Die Bundesbank beobachtet daher die Kreditvergabe für Wohnimmobilien sehr sorgfältig. Disaggregierte Umfragedaten liefern bislang kaum Hinweise auf ein prozyklisches Verhalten der Banken oder eine destabilisierende Wechselwirkung zwischen Kreditvergabe und Preisentwicklung. Weder beim Kreditwachstum noch beim Fremdkapitaleinsatz lässt sich in Städten mit hohen Preissteigerungen eine besondere Dynamik feststellen. Sollte sich die Einschätzung ändern, können makroprudenzielle Instrumente zum Einsatz kommen. Umfragedaten für ausgewählte Städte zeigen aber einen hohen Anteil an Krediten, bei denen der Beleihungsauslauf 100% oder mehr beträgt. Dies deutet auf strukturelle Anfälligkeiten im deutschen Bankensystem hin, sollte es an den städtischen Wohnimmobilienmärkten zu einem Rückgang der Preise bei gleichzeitigem Anstieg der Ausfallraten kommen.

Die Bundesbank hat verschiedene Stressszenarien für den Immobilienmarkt untersucht. Die Analysen zeigen, dass die von der privaten Wohnimmobilienkreditvergabe ausgehenden Verluste in adversen Szenarien deutlich steigen. Wenn Probleme am Immobilienmarkt isoliert in einem ansonsten stabilen wirtschaftlichen Umfeld auftreten, dürften die Banken Verluste aus der Immobilienkreditvergabe durch sonstige Gewinne ausgleichen können. Da Immobilienkrisen jedoch häufig mit einer makroökonomischen Eintrübung einhergehen, könnten die aggregierten Verluste die Risikotragfähigkeit der Banken erheblich beeinträchtigen.

Für eine bessere Beurteilung der Risiken am Immobilienmarkt sind zusätzliche Daten erforderlich. Angesichts der Dynamik am Wohnimmobilienmarkt hat eine Verbesserung der Datenverfügbarkeit nicht nur für die mikro- und makroprudenzielle Aufsicht hohe Relevanz. Es liegt auch im Eigeninteresse der Banken sorgfältig zu prüfen, ob die in ihren IT-Systemen vorhandenen Daten ausreichen, um Risiken aus adversen makroökonomischen Entwicklungen quantifizieren zu können.

Weiterhin aufwärtsgerichtete Preistendenz bei deutschen Wohnimmobilien

Während im Großteil des Euro-Raums die Wohnimmobilienpreise seit Ende der neunziger Jahre bis zum Jahr 2008 stark gestiegen waren und es daraufhin im Zuge der Finanz- und Staatsschuldenkrise zu Korrekturen kam, stagnierten die Preise in Deutschland bis 2008. Erst mit der gesamtwirtschaftlichen Erholung nach der schweren Rezession im Winterhalbjahr 2008/2009 belebte sich der deutsche Immobilienmarkt. Die Preissteigerungen konzentrierten sich zunächst auf die großen Städte, breiteten sich in der Folge jedoch auch auf mittlere Städte aus (Schaubild 3.1).

Unter Berücksichtigung demografischer und ökonomischer Einflussfaktoren schätzt die Bundesbank auf Basis der bis 2013 verfügbaren Zahlen die Überbewertungen in sieben Großstädten auf durchschnittlich 25%, in 93 weiteren Städten auf durchschnittlich

Preisübertreibungen an den Wohnimmobilienmärkten stellen ein potenzielles Risiko für die Finanzstabilität dar.

10% bis 20%.¹⁾ Seit Herbst 2013 gibt es Hinweise dafür, dass sich der Preisanstieg etwas verlangsamt. Preisübertreibungen stellen ein potenzielles Risiko für die Finanz-

stabilität dar, nicht zuletzt weil Wohnimmobilienkredite an private Haushalte über 40% der inländischen Kreditvergabe ausmachen.

Bei der Risikoeinschätzung spielen zwei Aspekte eine Rolle: die zeitliche Entwicklung und das absolute Niveau des Risikos. Zum einen besteht gerade bei boomenden Immobilienmärkten die Gefahr einer Lockerung der Kreditvergabestandards durch eine prozyklische Reaktion der Banken. Starke Preissteigerungen können verleiten, unverhältnismäßige Risiken einzugehen, indem die Kreditvergabe

ausgeweitet und die Kreditvergabestandards gelockert werden. Erfahrungen anderer Länder, wie beispielsweise der USA oder Spaniens, zeigen, dass es gerade in einem Umfeld niedriger Zinsen und hoher Liquidität zu einer nicht nachhaltigen Immobilienkreditvergabe kommen kann. Oftmals verstärken sich dabei Preissteigerungen und wachsende Verschuldung wechselseitig.

Zum anderen muss neben einer möglichen zyklischen Reaktion der Kreditvergabe auch das absolute Niveau des Risikogehalts von Wohnimmobilienkrediten beachtet werden. Dieses wird maßgeblich von Merkmalen der Immobilienkredite, wie Fremdkapitaleinsatz oder Zinsbindung, getrieben. Der Risikogehalt ist entscheidend für das Verlustpotenzial von Immobilienkrediten und damit für strukturelle Anfälligkeiten im Bankensystem. Eine konservative Kreditvergabe reduziert die Anfälligkeit des Finanzsystems gegenüber Immobilienpreisschocks und begrenzt die Verluste im Falle von Preiskorrekturen.

Ergebnisse einer Umfrage zur Vergabe von Wohnimmobilienkrediten

Um die vom Immobilienmarkt ausgehenden Risiken für die Finanzstabilität in Deutschland besser einschätzen zu können, führte die Bundesbank bei ausgewählten deutschen Banken eine freiwillige Sonderumfrage zur privaten Wohnimmobilienfinanzierung im Zeitraum 2009 bis 2013 durch.²⁾ Die Umfrage konzentrierte sich auf ausgewählte Städte, vor allem solche mit besonders starken Immobilienpreissteigerungen, um die Auswirkungen der dynamischen Preisentwicklung auf die Kreditvergabe zu untersuchen. Die Daten ermöglichen erstmals detail-

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014), S. 65 ff.

² Die freiwillige Sonderumfrage umfasste die Wohnimmobilienkreditvergabe von 116 Banken in 24 Städten.

lierte Einblicke in die Ausgestaltung von Kreditvergabe-standards in diesen Städten.

Keine Anzeichen für eine destabilisierende Wechselwirkung zwischen Preisen und Kreditvergabe-standards

Insgesamt geben die Daten der Sonderumfrage kaum Hinweise auf Lockerungen der Kreditvergabe-standards bei der Wohnimmobilienkreditvergabe.³⁾ Auch die im Beobachtungszeitraum leicht gestie-

Insgesamt geben die Daten der Sonderumfrage kaum Hinweise auf Lockerungen der Kreditvergabe-standards bei der Wohnimmobilienkreditvergabe.

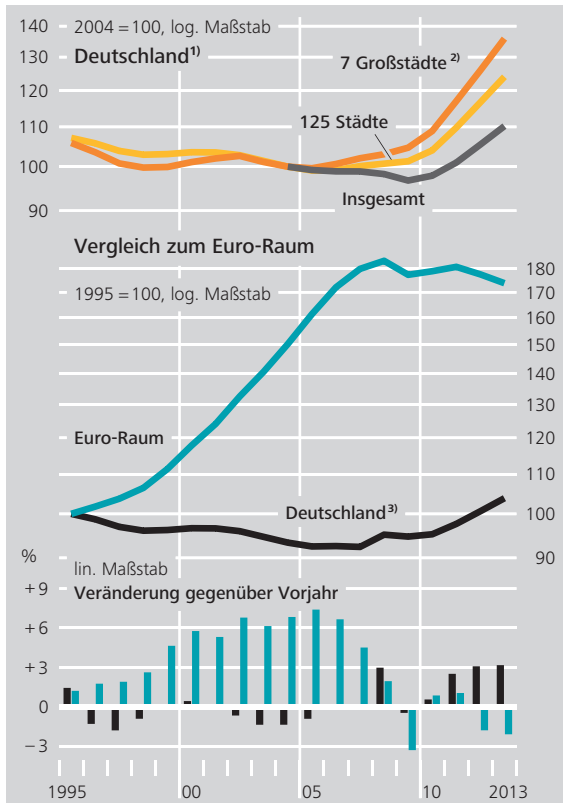
gene durchschnittliche Zinsbindung ist aus Finanzstabilitätssicht grundsätzlich positiv zu sehen. Schuldner können so ihre Anfälligkeit gegenüber kurz- bis mittelfristigen Zinserhöhungen re-

duzieren. Eine längere Zinsbindungsfrist muss nicht zwangsläufig zu einem höheren Zinsänderungsrisiko für die Banken führen, da sie dieses mithilfe verschiedener Absicherungsmöglichkeiten steuern können. Auch der Anstieg der durchschnittlichen anfänglichen Tilgungsquote von rund 2,8% im Jahr 2009 auf 3,6% im Jahr 2013 reduzierte die Verwundbarkeit von Kreditnehmern. Gerade angesichts des historisch niedrigen Zinsniveaus ist eine höhere Tilgungsquote wichtig, um Risiken bei einer Anschlussfinanzierung zu mindern.

Die derzeit von den Banken als sehr gering eingeschätzten Ausfallwahrscheinlichkeiten könnten sich als problematisch erweisen. Da diese nur auf Einjahres-Sicht geschätzt werden, stellen sie lediglich eine Momentaufnahme des Immobilienmarkts dar. Folglich können sie nicht als längerfristige Ausfallrisiken interpretiert werden. Gleichwohl beeinflussen sie in der Regel die längerfristigen Zinskonditionen. Mittelbar könnten die sehr geringen Ausfallwahrscheinlichkeiten daher zu einer nicht ausreichend

Preise für Wohnimmobilien

Schaubild 3.1



Quellen: bulwiengesa AG, EZB, Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) und eigene Berechnungen. **1** Eigene Berechnungen für Reihenhäuser und Eigentumswohnungen auf Basis von Angaben der bulwiengesa AG. **2** Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart. **3** Bis 2006 Daten der bulwiengesa AG für 125 Städte. Ab 2007 vdp-Preisindex für selbst genutztes Wohneigentum.

Deutsche Bundesbank

risikoadjustierten Bepreisung von Wohnimmobilienkrediten führen.

Die Gefahr destabilisierender Wechselwirkungen zwischen Kreditvergabe und Immobilienpreisen besteht insbesondere bei einer starken Ausweitung der

³ Allerdings bestätigen die Umfragedaten auch nicht die Angaben deutscher Banken im Rahmen der vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS), in dem eine tendenzielle Verschärfung der Kreditvergabe-standards für Wohnimmobilienkredite seit 2009 gemeldet wird. Dieser Unterschied zur Sonderumfrage könnte unter anderem an den hauptsächlich qualitativen Angaben des BLS oder den abweichenden Bankenstichproben liegen.

Verschuldung. Zum einen kann dies über ein starkes Kreditwachstum erfolgen, zum anderen aber auch über eine Erhöhung des Fremdkapitalanteils bei Immobilienfinanzierungen.

In Deutschland liegt das Wachstum der privaten Wohnimmobilienkredite seit Anfang 2013 bei moderaten 2% pro Jahr. In den Städten mit starken Preissteigerungen zeigt sich zwar mit knapp 5½% ein deutlich höheres Kreditwachstum. Allerdings lässt sich zwischen 2009 und 2013 in den betrachteten Städten kein trendmäßiger Anstieg der Wachstumsraten verzeichnen. Das Kreditwachstum scheint in den Städten somit strukturell höher zu sein. Die höheren Preissteigerungen in diesen Städten haben die Unterschiede bei den Kreditwachstumsraten jedoch nicht weiter vergrößert. Auch gibt es kaum Hinweise auf eine verstärkte Kreditaufnahme zum Erwerb von Vermietungsobjekten.

Hinsichtlich des Fremdkapitaleinsatzes beim Immobilienerwerb lassen sich auf Grundlage der verfügbaren Daten keine Hinweise auf einen zunehmenden Verschuldungsgrad beobachten (Schaubild 3.2). Der Beleihungsauslauf ist die einzige auf breiter Basis verfügbare Kennzahl, auf deren Grundlage hilfsweise Aussagen über

Die verfügbaren Daten geben keine Hinweise auf einen zunehmenden Verschuldungsgrad.

den Fremdkapitalanteil bei Wohnimmobilienfinanzierungen getroffen werden können. Er setzt die Kredithöhe in Bezug zum Beleihungswert. Letzterer wird von den Banken in der Regel durch einen Abschlag vom Marktwert ermittelt und zielt auf eine Bewertung der Immobilien unter Einbeziehung nachhaltiger Angebots- und Nachfragebedingungen ab.⁴⁾ Der durchschnittliche Beleihungsauslauf im Neugeschäft lag im Jahr 2013 bei circa 85%.⁵⁾ Aufgrund des vorgenommenen Abschlags vom Marktwert können die Werte des in Deutschland verwendeten Konzeptes des Beleihungsauslaufs im Neugeschäft nur schwer mit inter-

nationalen Angaben zur Relation von Kreditvolumen zum Marktwert einer Immobilie (Loan to Value: LTV) verglichen werden. In vielen anderen Ländern wird in der Regel eine marktwertbasierte LTV-Relation erhoben, welche in Deutschland nur für wenige Banken verfügbar war.

Die insgesamt geringe Dynamik bei der Vergabe von Wohnimmobilienkrediten in Deutschland steht im Kontrast zu Beobachtungen in anderen Ländern, in denen Preissteigerungen auf den Immobilienmärkten mit einer Ausweitung des Kreditvolumens und Lockerungen der Kreditvergabestandards von Banken einhergingen. Unter anderem wurde für verschiedene Länder ein Zusammenhang zwischen steigenden Immobilienpreisen und einer Erhöhung der LTV-Relation gezeigt.⁶⁾

Zugleich wiesen Kredite mit einer hohen LTV-Relation höhere Ausfallquoten auf.⁷⁾ Außerdem zeigt sich, dass Übertreibungen bei der Kreditvergabe häufig ihren Ausgangspunkt in jenen Regionen nahmen, die zuerst von starken Preissteigerungen betroffen waren.⁸⁾

Zwar ergeben sich aus der Sonderumfrage kaum Hinweise auf ein prozyklisches Verhalten der Banken, da sich die Ausprägungen der Kreditvergabe-merkmale im Beobachtungszeitraum wenig änderten. Betrachtet man jedoch das Niveau einzelner

Die insgesamt geringe Dynamik bei der Vergabe von Wohnimmobilienkrediten in Deutschland steht im Kontrast zu Beobachtungen in anderen Ländern.

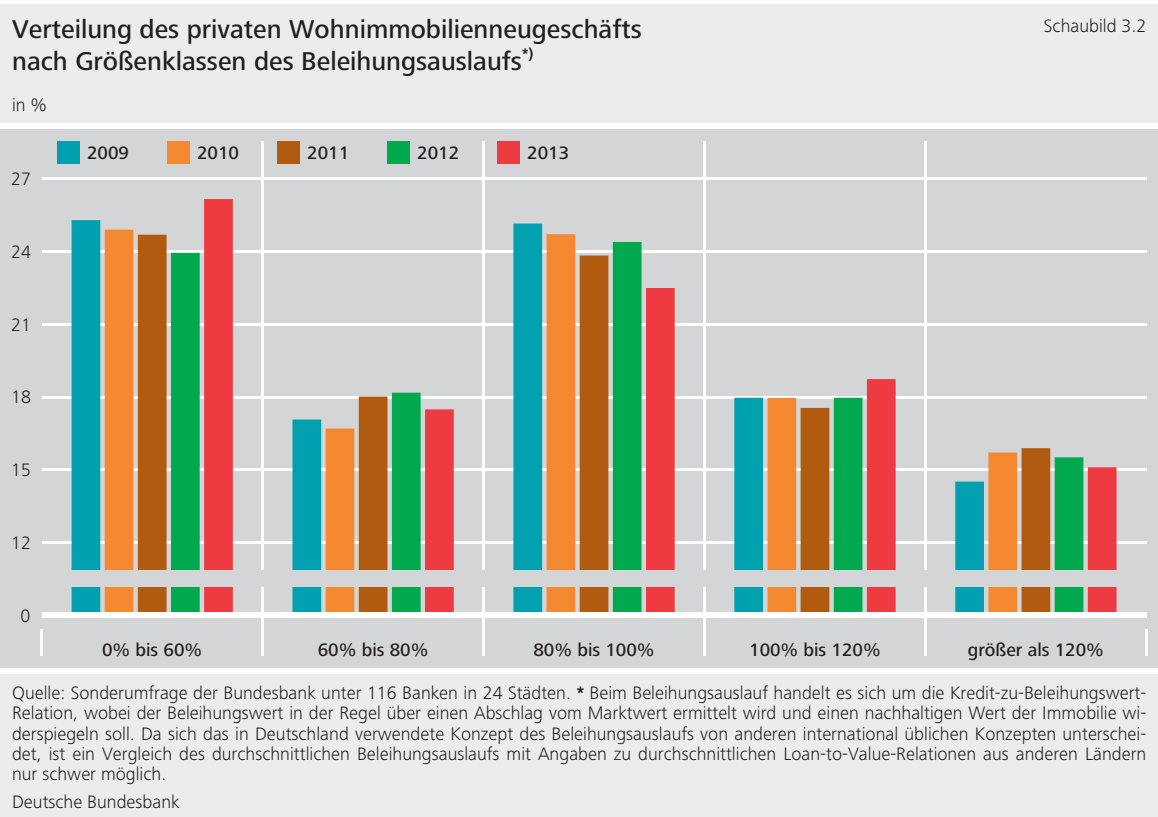
4 Sonstige Sicherheiten werden für den Beleihungsauslauf nicht berücksichtigt. Institutsangaben zufolge sind diese jedoch auch kaum relevant.

5 Dabei ist zu beachten, dass die Umfragedaten zu Beleihungsausläufen gewissen Verzerrungen unterliegen, die in unterschiedliche Richtungen wirken. Eine Robustheitsanalyse lässt aber darauf schließen, dass diese verschiedenen Einflüsse die Verteilung der Beleihungsausläufe nicht systematisch nach oben verzerren.

6 Vgl.: C. Crowe, G. Dell’Ariccia, D. Igan und P. Rabanal (2011).

7 Vgl.: J. Geanakoplos (2010), M. Koetter und T. Poghosyan (2010).

8 Vgl.: W. Goetzmann, L. Peng und J. Yen (2012) und G. Dell’Ariccia, D. Igan und L. Laeven (2012).



Kreditvergabemerkmale, fällt in den beobachteten Städten insbesondere der Anteil der Kredite mit einem Beleihungsauslauf von über 100% auf. Dieser ist im Beobachtungszeitraum mit rund einem Drittel durchgängig recht hoch. Auch 100%-Finanzierungen scheinen in den abgefragten Städten keinesfalls unüblich zu sein. Ebenso sind Finanzierungen zu beobachten, die nicht nur den Kaufpreis, sondern auch alle anfallenden Nebenkosten abdecken. Zuvor hatten kleinere, auf einzelne Städte beschränkte Sonderumfragen im Jahr 2012 ebenfalls sehr hohe Anteile an Krediten mit hohem Beleihungsauslauf gezeigt.

Die Vorgaben des Pfandbriefgesetzes⁹⁾ führen folglich nicht automatisch zu einer grundsätzlichen Begrenzung des Beleihungsauslaufs in Deutschland. Dies liegt vermutlich daran, dass nur ein geringer Teil der Wohnimmobilienkredite den strengen Anforderungen des Pfandbriefs und damit einer Beschränkung des Beleihungsgrades unterliegt. Lediglich

knapp 120 Mrd € an Wohnimmobilienkrediten werden zur Besicherung deutscher Hypothekendarlehen verwendet. Dies entspricht circa einem Zehntel der ausstehenden privaten Wohnimmobilienkredite. Zusätzlich wird die Wirkung der Pfandbriefregelungen dadurch eingeschränkt, dass Kredite, die für eine Verbriefung mittels Pfandbrief vorgesehen sind, bankintern oftmals mit zusätzlichen nachrangigen Krediten kombiniert werden, um so einen höheren Fremdkapitalanteil zu ermöglichen.

⁹ Gemäß § 14 Pfandbriefgesetz dürfen nur 60% des Beleihungswertes zur Deckung von Hypothekendarlehen herangezogen werden.

Strukturelle Anfälligkeiten im deutschen Bankensystem gegenüber deutlichem Abschwung am Immobilienmarkt

Der hohe Anteil an Krediten mit einem Beleihungsauslauf von über 100% in den betrachteten Städten deutet auf strukturelle Anfälligkeiten im deutschen Bankensystem gegenüber Immobilienmarktkrisen hin. Für die Einschätzung des Risikogehalts von Wohnimmobilienkrediten ist zudem zu beachten, dass der Beleihungswert den Wert „unter normalen Marktumständen“ widerspiegeln soll und daher in der Regel kein gutes Maß für die Werthaltigkeit einer Immobilie „im Verwertungsfall“, zum Beispiel im Falle einer Zwangsversteigerung, darstellt. Auch Ausfälle von Krediten mit einem Beleihungsauslauf von weniger als 100% können daher zu Verlusten für die Banken führen.

Stresstest zeigt Anfälligkeit in adversen Szenarien

Um das Ausmaß der strukturellen Anfälligkeit besser abschätzen zu können, hat die Bundesbank im Rahmen eines Immobilienstresstests auf Basis der Umfragedaten geschätzt, welche Verluste sich im deutschen Bankensystem in verschiedenen Marktszenarien ergeben können. Der Stresstest beschränkt sich auf die Vergabe privater Wohnimmobilienkredite und unterscheidet zwischen drei Szenarien: Das erste unterstellt einen anhaltenden Boom, in dem die Preise in den nächsten fünf Jahren weiterhin stark steigen und die Ausfallquoten von Wohnimmobilienkrediten auf dem sehr niedrigen Stand von derzeit circa 1% pro Jahr verharren. Das zweite ist ein mittleres Stressszenario, in dem sich die geschätzten Überbewertungen im Verlauf von fünf Jahren langsam abbauen und es zu einem Anstieg der Ausfallquote auf 2,5% kommt. Als drittes wird ein starkes Stressszenario betrachtet, in dem kontinuierliche Preisrückgänge über fünf Jahre letztendlich zu einer

Unterbewertung von 5% in allen Städten führen. Die Ausfallwahrscheinlichkeit steigt zudem auf 4%.

Die in den Stressszenarien unterstellten Ausfallraten sind im Kontext der internationalen Erfahrungen zu sehen, auch wenn aufgrund unterschiedlicher Marktcharakteristika Ausfallraten nicht eins zu eins übertragen werden können. So liegen die Immobilienausfallraten im mittleren Szenario noch unterhalb der Ausfallraten im Prime-Segment des US-Immobilienmarkts in den Jahren 2009 bis 2011, als diese auf bis zu 1% pro Quartal gestiegen waren. Die im starken Stressszenario unterstellte durchschnittliche Ausfallwahrscheinlichkeit von 4% liegt deutlich unter den Werten, die beispielsweise für Spanien und Irland oder den gesamten US-Wohnimmobilienmarkt zu beobachten waren.

Schaubild 3.3 vergleicht die historische Verlustquote für Wohnimmobilienkredite an private Haushalte mit den simulierten durchschnittlichen Verlustquoten in den verschiedenen Marktszenarien auf Basis der Umfragedaten.¹⁰⁾ Die Abbildung zeigt, dass die geschätzten Verlustquoten stark vom Marktumfeld abhängen. Im Szenario eines anhaltenden Booms geht die Verlustquote in den nächsten Jahren weiter zurück, da die steigenden Preise zu höheren Verwertungsquoten

In einem adversen makroökonomischen Umfeld können erhebliche Verluste im deutschen Bankensystem entstehen.

bei Kreditausfällen führen. Im Gegensatz dazu steht die Entwicklung in den adversen Szenarien. In beiden adversen Szenarien liegen die Verlustquoten deutlich über den seit dem Jahr 2004 beobachteten Werten. Im starken Stressszenario steigen sie auf bis zu 0,54%; dies entspricht mehr als dem Vierfachen

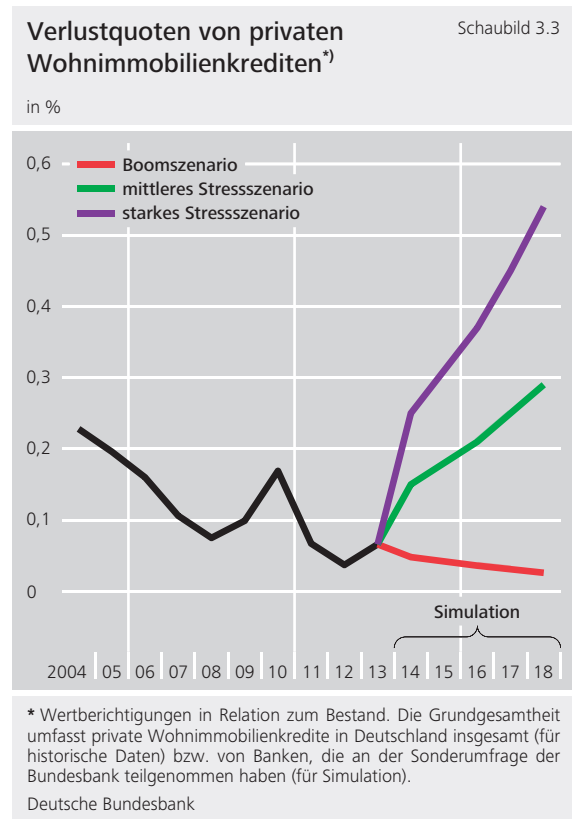
¹⁰⁾ Historische Zahlen beziehen sich auf das gesamte Bundesgebiet, Simulationsergebnisse nur auf in der Umfrage enthaltene Banken. Die Verlustquote ist definiert als Wertberichtigungen in Relation zum Bestand.

des Durchschnittswertes der Jahre 2004 bis 2013.¹¹⁾ Dies verdeutlicht, dass die zurzeit relativ niedrigen Ausfälle und Wertberichtigungen im Bereich der privaten Wohnimmobilien vor dem Hintergrund des derzeit relativ günstigen makroökonomischen Umfelds zu beurteilen sind. In einem adversen makroökonomischen Umfeld können erhebliche Verluste im deutschen Bankensystem entstehen.

Bei einer groben Hochrechnung auf das gesamte Portfolio privater Wohnimmobilienkredite der deutschen Banken (1 015 Mrd € im Dezember 2013) kommt es im mittleren Stressszenario zu einem Anstieg der Abschreibungen von 0,5 Mrd € auf bis zu 2,9 Mrd € pro Jahr.¹²⁾ Im starken Stressszenario würden die Verluste auf bis zu 5,5 Mrd € pro Jahr steigen. Dies entspricht ungefähr 20% beziehungsweise 40% der durchschnittlichen jährlichen Vorsteuergewinne der deutschen Banken im Zeitraum von 2010 bis 2013.¹³⁾

Gleichwohl würden alle von der Sonderumfrage erfassten Institute die regulatorischen Eigenmittelanforderungen im mittleren Stressszenario noch erfüllen. Selbst im starken Stressszenario würde nur eines der betrachteten Institute innerhalb der Simulationsperiode von fünf Jahren das regulatorische Minimum unterschreiten, weitere Institute würden allerdings eine signifikante Reduktion ihrer Überschusseigenmittel erfahren.

Zwar wird aufgrund der Verwendung der Umfragedaten, die die städtischen Immobilienmärkte widerspiegeln, ein tendenziell strengerer Maßstab bei der Berechnung der Verluste angelegt. Andere Belastungsquellen werden im Stresstest jedoch nicht berücksichtigt. So werden keine Ausfälle von Wohnimmobilienkrediten mit gewerblichem Hintergrund erfasst. Außerdem wird nicht berücksichtigt, dass im Stressszenario aufgrund der höheren erwarteten Verluste die Eigenmittelanforderungen der Banken für die Bestandskredite steigen. Für Banken, die den Kreditrisikostandardansatz (KSA) im Rahmenwerk



des Baseler Ausschusses anwenden, würde sich das durchschnittliche Risikogewicht der Immobilienkredite erhöhen, da mit den fallenden Immobilienpreisen der besicherte Anteil der Wohnimmobilienkredite sinkt. Banken, die den auf internen Ratings basierenden Ansatz (Internal Rating Based Approach: IRBA) anwenden, müssten zusätzliche Eigenmittel für die gestiegenen Ausfallwahrscheinlichkeiten und Verluste bei Ausfallereignissen (Loss Given Default: LGD) bereitstellen.

Die geltenden Eigenmittelvorschriften wirken somit insbesondere bei IRBA-Banken prozyklisch: In guten

¹¹ Ein Vergleich mit der deutlich stärkeren Immobilienpreisrezession Anfang der neunziger Jahre ist aufgrund fehlender Daten für den Zeitraum vor dem Jahr 2004 nicht möglich.

¹² Dies gilt unter der Annahme ähnlicher Kreditvergabestandards im gesamten Bundesgebiet wie in den betrachteten Städten.

¹³ Die Krisenjahre 2008 und 2009 wurden für die Berechnung des durchschnittlichen Vorsteuergewinns nicht berücksichtigt, um eine Verzerrung nach unten zu vermeiden.

Zeiten müssen weniger Eigenmittel vorgehalten werden. Sobald sich Ausfallwahrscheinlichkeiten erhöhen, müssen mehr Eigenmittel vorgehalten werden. Bei einer Trendwende am Immobilienmarkt werden die Institute daher gleichzeitig von realisierten Verlusten und erhöhten Eigenmittelanforderungen belastet, die aus gestiegenen erwarteten Verlusten resultieren.

In welchem Ausmaß der Bankensektor die geschätzten Verluste tragen kann, hängt stark vom gesamtwirtschaftlichen Umfeld und der sonstigen Ertragslage der Banken ab.¹⁴⁾ Einen isolierten Immobilienmarktschock könnten die Banken in einem ansonsten positiven Umfeld mit Gewinnen in anderen Geschäftsfeldern ausgleichen. Ein isolierter Immobilienmarktschock ist jedoch ein wenig wahrscheinliches Szenario. Das zeigen verschiedene empirische Studien mit Daten ab dem Jahr 1970 für die USA¹⁵⁾ und andere OECD-Länder.¹⁶⁾ Die Studien deuten

Einen isolierten Immobilienmarktschock könnten die Banken in einem ansonsten positiven Umfeld mit Gewinnen in anderen Geschäftsfeldern ausgleichen.

darauf hin, dass zwischen den Immobilienmärkten und der makroökonomischen Entwicklung sowie der Geldpolitik ein enger Zusammenhang besteht. Zudem können Schocks auf den Immobilienmärkten zu einem Rückgang des Konsums führen und damit einen dämpfenden Effekt auf die konjunkturelle Entwicklung haben.¹⁷⁾ Bei einer über den Immobiliensektor hinausgehenden Rezession oder einer allgemeinen Finanzkrise könnten die kumulierten Verluste die Risikotragfähigkeit der Banken erheblich beeinträchtigen.

Bessere Datenlage entscheidend für Identifikation von Risikoaufbau und wirksames Risikomanagement

Die Bundesbank prüft und analysiert kontinuierlich, ob vom Wohnimmobilienmarkt Risiken für die Finanzstabilität ausgehen. Sollte sich die derzeitige Risikoeinschätzung ändern, können makroprudenzielle Instrumente zum Einsatz kommen. Eine Verbesserung der Datenlage zur Wohnimmobilienfinanzierung kann die Gefahr dass Risiken nicht rechtzeitig erkannt werden reduzieren. Bestehende regelmäßig erhobene Indikatoren zu Kreditvergabestandards, wie beispielsweise der BLS,

Quantitative Indikatoren zu Kreditvergabestandards, wie zum Beispiel der Fremdkapitalanteil beim Kauf der Immobilie, sollten in Zukunft eine stärkere Rolle spielen und regelmäßig erhoben werden.

basieren zum großen Teil auf qualitativen Angaben der Banken und weisen aus makroprudenzieller Perspektive Schwächen auf. Quantitative Indikatoren zu Kreditvergabestandards, wie zum Beispiel der Fremdkapitalanteil beim Kauf der Immobilie, dürften jedoch besser geeignet sein, einen Risikoaufbau zu identifizieren. Solche Indikatoren sollten daher in Zukunft regelmäßig erhoben werden.

Für Zwecke der makroprudenziellen Aufsicht hat sich zudem gezeigt, dass für die Risikobewertung ein

¹⁴ Der Kasten „Ein Ansatz zur Erklärung der gemeinsamen Preisschwankungen bei Wohnimmobilien in Deutschland“ auf S. 69 ff. untersucht den Einfluss verschiedener makroökonomischer Variablen auf die Preisentwicklung der städtischen Märkte für Wohnimmobilien in Deutschland. Zur Schätzung struktureller Preisniveaunterschiede unter Berücksichtigung weiterer demografischer und ökonomischer Einflussfaktoren auf Basis von Angaben zu einzelnen Städten vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), S. 13 ff.

¹⁵ Vgl.: M. Iacoviello (2005).

¹⁶ Vgl.: M. Iacoviello (2000), C. Goodhart und B. Hofmann (2008), K. Assenmacher-Wesche und S. Gerlach (2008) und D. Igan und P. Loungani (2012).

¹⁷ Vgl.: M. Iacoviello (2011) und K. E. Case, J. M. Quigley und R. J. Shiller (2013).

Ein Ansatz zur Erklärung der gemeinsamen Preisschwankungen bei Wohnimmobilien in Deutschland

Wohnimmobilienkredite an private Haushalte machen mit 40% einen hohen Anteil der inländischen Kreditvergabe aus, und Schwankungen von Wohnimmobilienpreisen haben einen direkten Einfluss auf die Höhe der Sicherheiten, die diesen Krediten zugrunde liegen. Um Risiken für die Finanzstabilität besser einschätzen zu können, ist somit ein gutes Verständnis sowohl der Bewertung von Wohnimmobilien als auch der allgemeinen Dynamik der Wohnimmobilienpreise von großer Bedeutung.

Bestehende Ansätze untersuchen den Einfluss makroökonomischer Größen auf das Niveau der fundamentalen Immobilienpreise.¹⁾ Es gibt Hinweise darauf, dass Schwankungen der Preise für Wohnimmobilien eine gemeinsame Dynamik aufweisen, die über regionale Grenzen hinaus wirkt.²⁾ Die Ursache hierfür könnte neben räumlichen Übertragungseffekten auch eine gemeinsame zyklische Komponente sein. Die Bedeutung der zyklischen Komponente für die Preisveränderungen an deutschen Wohnimmobilienmärkten kann beispielsweise mithilfe eines Faktormodells untersucht werden. Dieser Schätzansatz wurde mit Blick darauf gewählt, gemeinsame überregionale Preisschwankungen bei städtischen Wohnimmobilien zu analysieren, wobei regionen- und segmentspezifische Effekte außerhalb des Modellrahmens bleiben. Auch stellen die hier ermittelten Zusammenhänge keine langfristigen

gleichgewichtigen Beziehungen zwischen dem Niveau der Immobilienpreise und makroökonomischen Größen dar. Aussagen zur Bewertung des langfristigen gleichgewichtigen Preisniveaus bei Wohnimmobilien können anhand des Schätzansatzes nicht getroffen werden.

Die hier vorgestellte Analyse bezieht sich auf die gemeinsame Preisdynamik der städtischen

Ergebnisse der Schätzung eines Faktormodells für ausgewählte Segmente des deutschen Wohnimmobilienmarkts – Zustandsgleichung¹⁾

Kalman-Filter-Schätzung für den Beobachtungszeitraum 1992 bis 2013

Position	θ -Koeffizient	Standardfehler	P-Wert
f(t-1)	0,252	0,141	0,07
Wachstums- erwartungen	2,467	1,186	0,04
Immobilienkreditzinsen	- 1,627	0,388	0,00
Inflationserwartungen	5,128	1,229	0,00
Arbeitslosenquote	- 0,961	0,262	0,00
Konstante	3,487	2,494	0,16

Quellen: Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben der bulwienges AG, der Bundesagentur für Arbeit und von Consensus Forecast.

* Determinanten der Wohnimmobilienpreisveränderungen, kalibriert für ein $\beta=1$ für Eigentumswohnungen zum Wiederverkauf in Städten mit mehr als 500 000 Einwohnern.

Laut den Ergebnissen der Zustandsgleichung würde ein Anstieg der langfristigen Wachstums-erwartungen um 1 Prozentpunkt (PP) zu einem Anstieg des gemeinsamen Preisfaktors um 2,5 PP führen. Ein Anstieg der langfristigen Immobilienkreditzinsen bzw. der langfristigen Inflationserwartungen um 1 PP senkt bzw. erhöht den allgemeinen Preisfaktor um 1,6 PP bzw. 5,1 PP im selben Jahr. Gleichzeitig führt ein Anstieg der Arbeitslosigkeit um 1 PP zu einer Verringerung des allgemeinen Preisfaktors um 1 PP.

Deutsche Bundesbank

1 Vgl.: F. Kajuth, T. A. Knetsch und N. Pinkwart, Assessing House Prices in Germany: Evidence From an Estimated Stock-flow Model Using Regional Data, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 46/2013.

2 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Preissteigerungen bei Wohnimmobilien seit dem Jahr 2010: Einflussfaktoren und regionale Abhängigkeiten, Monatsbericht, Oktober 2013, S. 13 ff.

Ergebnisse der Schätzung eines Faktor-modells für ausgewählte Segmente des deutschen Wohnimmobilienmarkts – Beobachtungsgleichung^{*)}

Kalman-Filter-Schätzung für den Beobachtungszeitraum 1992 bis 2013

Immobilientyp	β -Koeffizient	Standardfehler	P-Wert
Eigentumswohnungen in Städten mit weniger als 250 000 EW, Wiederverkauf	0,810	0,061	0,00
Eigentumswohnungen in Städten mit 250 000 EW bis 500 000 EW, Wiederverkauf	0,746	0,082	0,00
Reihenhäuser in Städten mit 250 000 EW bis 500 000 EW, Neubau	0,435	0,068	0,00
Eigentumswohnungen in Städten mit mehr als 500 000 EW, Wiederverkauf	1,000	(normiert)	.
Eigentumswohnungen in Städten mit mehr als 500 000 EW, Neubau	0,618	0,131	0,00
Reihenhäuser in Städten mit mehr als 500 000 EW, Wiederverkauf	0,500	0,039	0,00
Reihenhäuser in Städten mit mehr als 500 000 EW, Neubau	0,475	0,081	0,00

Quellen: Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben der bulwiengesa AG, der Bundesagentur für Arbeit und von Consensus Forecast.
 *) Erklärung der Einzelreihen durch geschätzten Faktor aus der Zustandsgleichung, β relativ zu Eigentumswohnungen zum Wiederverkauf in Städten mit mehr als 500 000 Einwohnern (EW). Die Auswirkungen einer Veränderung des allgemeinen Preisfaktors auf die einzelnen Segmente kann anhand der β -Koeffizienten geschätzt werden. Laut den Ergebnissen der Beobachtungsgleichung werden die Preisveränderungen von Wohnungen deutlich stärker vom gemeinsamen zyklischen Faktor beeinflusst als die Preisveränderungen von Reihenhäusern (β -Koeffizienten von 0,6 bis 1,0 gegenüber 0,4 bis 0,5). Reihenhäuser in kleineren Städten sind somit von zyklischen Schwankungen deutlich weniger betroffen als das dynamischste Segment der großstädtischen Wohnungen im Wiederverkauf. Der geschätzte Gesamteffekt der einzelnen gesamtwirtschaftlichen Variablen auf die verschiedenen Segmente ergäbe sich durch die Multiplikation der jeweiligen θ - und β -Koeffizienten. Dabei ist jedoch zu beachten, dass der Übertragungseffekt der gemeinsamen Komponente (β -Koeffizient) als verdichtetes Maß der Einzeleffekte anzusehen ist, die von den verschiedenen gesamtwirtschaftlichen Größen ausgehen. Eine rechnerische Zuordnung zu den individuellen Einflussgrößen könnte unterstellen, dass der Zusammenhang zwischen den Preisveränderungen und ihrem gemeinsamen Faktor einheitlich für die einzelnen gesamtwirtschaftlichen Determinanten gilt.

Deutsche Bundesbank

Märkte für Wohnimmobilien in Deutschland und beruht auf von der Bundesbank berechneten Preisindizes auf Basis von Daten der bulwiengesa AG für den Zeitraum von 1991 bis 2013. Die jährlichen Preisindizes werden dabei getrennt ausgewiesen für verschiedene Segmente, wie neue oder bestehende Häuser und Wohnungen in Städten mit weniger als 250 000 Einwohnern, 250 000 bis 500 000 Einwohnern sowie für Städte mit mehr als 500 000 Einwohnern. Sie werden um die allgemeine Preisentwicklung bereinigt und in jährliche Preisveränderungsraten umgerechnet.

Mithilfe eines Kalman-Filters wird aus den Zeitreihen für die Teilaggregate ein gemeinsamer Faktor f_t isoliert, der in Beziehung gesetzt wird zu makroökonomischen Variablen X_t wie den längerfristigen BIP-Wachstumserwartungen, der Arbeitslosenquote, dem Hypothekenzinssatz und den längerfristigen Inflationserwartungen.³⁾

Methodisch werden in diesem Ansatz eine Zustandsgleichung (1, Tabelle auf S. 69) und eine Beobachtungsgleichung (2, nebenstehende Tabelle) geschätzt.

$$(1) f_t = c + \gamma f_{t-1} + \theta X_t + \epsilon_t$$

$$(2) \Delta P_t/P = \beta f_t + \omega_t$$

wobei f_t den gemeinsamen unbeobachteten zyklischen Preisänderungsfaktor darstellt. X_t ist der Vektor der exogenen makroökonomischen Einflussgrößen und $\Delta P_t/P$ der Vektor der um

³⁾ Eine vorgelagerte Hauptkomponentenanalyse ergibt einen Erklärungsgehalt von 79% der ersten Hauptkomponente für die inflationsbereinigten Preisveränderungen sämtlicher Datenreihen. Aufgrund des hohen Erklärungsgehaltes der ersten Hauptkomponente ist ihre zeitliche Entwicklung sehr ähnlich wie die Entwicklung des Preisaggregats der insgesamt untersuchten 125 Städte.

ihren Mittelwert bereinigten prozentualen Preisveränderungen von Wohnimmobilien in den verschiedenen (Teil-)Segmenten des deutschen städtischen Wohnungsmarktes. ϵ_t und ω_t sind Fehlerterme mit den üblichen Verteilungsannahmen.⁴⁾ Die θ -Koeffizienten beschreiben dabei den Zusammenhang zwischen den makroökonomischen Variablen und dem gemeinsamen zyklischen Preisfaktor, während der β -Koeffizient den unterschiedlich starken Einfluss des Faktors auf die verschiedenen Segmente widerspiegelt.

Insgesamt weisen die Ergebnisse auf eine große Bedeutung des gemeinsamen zyklischen Preisfaktors hin. Der gemeinsame Preiszyklus hängt positiv mit den Wachstumserwartungen des Bruttoinlandsprodukts und negativ mit der Arbeitslosenquote und dem Zinsniveau zusammen. Die verschiedenen Marktsegmente reagieren

dabei unterschiedlich stark auf Schwankungen der gemeinsamen Preiskomponente. Gleichwohl könnte es im Falle einer Zinswende oder einer gesamtwirtschaftlichen Eintrübung ausgehend vom gemeinsamen Preiszyklus zu einer empfindlichen Dämpfung der Preisdynamik auf dem deutschen städtischen Wohnimmobilienmarkt kommen.

⁴ Zur Normierung der Schätzung wurde der β -Koeffizient der Preiswachstumsrate des dynamischsten Segments der Bestandswohnungen in den Städten über 500 000 Einwohnern auf eins festgesetzt. Somit sind die β -Koeffizienten der anderen Zeitreihen relativ zu diesem Segment zu interpretieren.

einheitliches Konzept zur Messung des Fremdkapitalanteils notwendig ist, das Querschnittsvergleiche ermöglicht. Auf Basis des Beleihungsauslaufs sind Analysen zum Fremdkapitalanteil in der Querschnittsdimension aufgrund regional unterschiedlicher Abschläge bei der Ermittlung von Beleihungswerten kaum möglich, lediglich die Abschätzung der zeitlichen Veränderung kann hilfsweise vorgenommen werden. Darüber hinaus sind auch Informationen über zusätzliche Sicherheiten, insbesondere bei Krediten mit hohem Beleihungsauslauf, von Interesse.

Kennziffern zur Kapitaldienstfähigkeit von Kreditnehmern (dem Verhältnis von Kreditrate zu frei verfügbarem Einkommen) sind praktisch nicht verfügbar und, wo vorhanden, aufgrund unterschiedlicher Berechnungsmethoden der Kreditinstitute nur eingeschränkt für die makroprudenzielle Analyse nutzbar. Die vorhandenen Daten deuten jedoch darauf

hin, dass die Kapitaldienstfähigkeit von Kreditnehmern, die Kredite mit einem hohen Beleihungsauslauf aufgenommen haben, nicht besser ist als jene durchschnittlicher Kreditnehmer. Dies bedeutet, dass Kredite mit hohem Fremdkapitalanteil nicht nur an Kunden vergeben wurden, für die die monatliche Kreditrate keine große Belastung im Vergleich zum Einkommen darstellt. Bei einer künftig regulären Erfassung der Kapitaldienstfähigkeit ist daher eine Erhebung nach einem harmonisierten Konzept anzustreben.

Prinzipiell ist zu beachten, dass für eine Finanzstabilitätsbewertung neben Durchschnittswerten auch Angaben zur Verteilung der Merkmale von zentraler Bedeutung sind. Die Banken sind bislang nicht angehalten, Daten, die zur Analyse des Systemrisikos relevant sind, in ihren IT-Systemen zu hinterlegen. Angesichts der Dynamik am Wohnimmobilienmarkt

sind entsprechende Angaben jedoch aus makroprudenzieller Sicht von großer Relevanz. Es liegt im Eigeninteresse der Banken zu prüfen, ob die von ihnen erhobenen und gespeicherten Daten ausreichen, um Risiken in ihrem Kreditbestand hinreichend gut identifizieren und quantifizieren zu können.

Es liegt im Eigeninteresse der Banken zu prüfen, ob die von ihnen erhobenen und gespeicherten Daten ausreichen, um Risiken in ihrem Kreditbestand hinreichend gut identifizieren und quantifizieren zu können.

■ Quellenverzeichnis

Assenmacher-Wesche, K. und S. Gerlach (2008), Monetary Policy, Asset Prices and Macroeconomic Conditions: a Panel-VAR Study, National Bank of Belgium, Working Paper No 149, Oktober 2008.

Case, K. E., J. M. Quigley und R. J. Shiller (2013), Wealth Effects Revisited: 1975–2012, NBER, NBER Working Paper No 18667, Januar 2013.

Crowe, C., G. Dell’Ariccia, D. Igan und P. Rabanal (2013), How to Deal With Real Estate Booms: Lessons From Country Experiences, Journal of Financial Stability, Vol 9, Issue 3, S. 300–319, März 2013.

Dell’Ariccia, G., D. Igan und L. Laeven (2012), Credit Booms and Lending Standards: Evidence From the Subprime Mortgage Market, Journal of Money, Credit and Banking, Vol 44, Issue 2–3, S. 367–384, März/April 2012.

Deutsche Bundesbank (2014), Monatsbericht, Februar 2014.

Deutsche Bundesbank (2013), Monatsbericht, Oktober 2013.

Geanakoplos, J. (2010), Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, S. 101–131, August 2010.

Goetzmann, W., L. Peng und J. Yen (2012): The Subprime Crisis and House Price Appreciation, Springer, Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol 44, Issue 1, S. 36–66, Januar 2012.

Goodhart, C. und B. Hofmann (2008), House Prices, Money, Credit, and the Macroeconomy, Oxford Review of Economic Policy, Vol 24, Issue 1, S. 180–205, März 2008.

Iacoviello, M. (2000), House Prices and the Macroeconomy in Europe: Results from a Structural VAR Analysis, ECB Working Paper No 18, April 2000.

Iacoviello, M. (2005), House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle, American Economic Review, Vol 95, Issue 3, S. 739–764, Juni 2005.

Iacoviello, M. (2011), Housing Wealth and Consumption, International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System No 1027, August 2011 .

Igan, D. und P. Loungani (2012), Global Housing Cycles, IMF Working Paper No 12/217, August 2012.

Koetter, M. und T. Poghosyan (2010): Real Estate Prices and Bank Stability, Journal of Banking & Finance, Vol 34, Issue 6, S. 1129–1138, Juni 2010.

Implikationen der Bankenunion für die Finanzstabilität

Die europäische Bankenunion stellt eine wichtige und notwendige Ergänzung zur Währungsunion dar. Sie besteht aus drei Bausteinen: der einheitlichen Bankenaufsicht, dem einheitlichen Abwicklungsmechanismus sowie der Harmonisierung der nationalen Einlagensicherungssysteme. Mit diesen Elementen stärkt die Bankenunion nicht nur die mikroprudenzielle Aufsicht. Sie ermöglicht es auch, Eigentümer und Gläubiger verstärkt zum Ausgleich von Verlusten heranzuziehen.

Die europäische Bankenaufsicht kann strenge einheitliche Aufsichtsstandards und -praktiken durchsetzen und länderübergreifende Quervergleiche durchführen. Der im Vergleich zur nationalen Aufsicht größere Abstand zu den beaufsichtigten Instituten erlaubt einen objektiveren Blick auf deren Situation. Die Übertragung zusätzlicher makroprudenzieller Befugnisse auf die Europäische Zentralbank schärft den Blick auf das Finanzsystem als Ganzes und verbessert die Möglichkeit, systemischen Risiken entgegenzuwirken.

Mit dem einheitlichen Abwicklungsmechanismus stehen zudem künftig verbesserte Instrumente bereit, um Banken in Schieflage zu sanieren oder abzuwickeln. Dies stellt einen wichtigen Schritt zur Lösung des sogenannten Too-big-to-fail-Problems dar. Von zentraler Bedeutung ist dabei das Prinzip, Eigentümer und Gläubiger an den Kosten einer Restrukturierung oder Abwicklung zu beteiligen (Bail-in), bevor staatliche Mittel als Ultima Ratio eingesetzt werden können. Bei der Bereinigung von Altlasten müssen private Mittel den Vorrang vor öffentlichen und nationale den Vorrang vor gemeinschaftlichen Mitteln haben.

Die Harmonisierung der Einlagensicherung fördert die Integration des Binnenmarktes. Vereinheitlichte Sicherungssysteme und größere Transparenz verbessern den Schutz der Sparer und stärken das Vertrauen in das Bankensystem. Eine europäische Einlagensicherung ist in naher Zukunft nicht vorgesehen. Dies ist sachgerecht, denn letztlich hängt die Funktionsfähigkeit der Einlagensicherung immer von den noch in nationaler Verantwortung stehenden staatlichen Backstops ab.

Start der einheitlichen Bankenaufsicht fördert die Integration des europäischen Finanzmarktes

Am 4. November 2014 startete die gemeinsame europäische Aufsicht (Single Supervisory Mechanism: SSM). Sie ermöglicht es, einheitliche Aufsichtsstandards in allen teilnehmenden Staaten durchzusetzen.¹⁾ Dabei wird zwischen signifikanten, direkt durch die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigten, und weniger signifikanten, primär national kontrollierten Instituten unterschieden.

Aus Sicht der Finanzstabilität ist es wichtig, dass die EZB bei Bedarf auch die direkte Aufsicht über kleinere, regional tätige Institute an sich ziehen kann. Auf diese Weise wird nicht nur eine einheitliche Aufsicht des gesamten Bankensystems durch die EZB gewährleistet. Es wird auch sichergestellt, dass beispielsweise aus einem gleichgerichteten Verhalten kleinerer Institute keine Risiken erwachsen, die die Finanzstabilität gefährden. Die gemeinsame Aufsicht verringert auch die Gefahr, dass Aufseher ein allzu enges Verhältnis zu „ihren“ Banken entwickeln und diese aus nationalen Erwägungen möglichst schonen.

Der SSM kann die bislang nur bei nationalen Aufsehern vorliegenden Informationen auf europäischer

Mit europäischer Perspektive über nationale Bankensysteme hinweg sollen künftig Risiken vor allem bei grenzüberschreitend tätigen Bankengruppen schneller und besser identifiziert werden.

Ebene bündeln und auf dieser Grundlage länderübergreifende Quervergleiche durchführen. Dies war bislang nicht möglich. Für die makroprudenzielle Überwachung und Analyse ist relevant, dass damit eventuelle negative Rückkopp-

lungen zwischen einzelnen Staaten in den Blick genommen werden können. Dies gilt vor allem für die

ausgeprägten Verflechtungen europäischer Kreditinstitute und die länderübergreifenden Wirkungen von Bankenkrisen (siehe Schaubild 1.9 auf S. 29). Mit dieser europäischen Perspektive über nationale Bankensysteme hinweg sollen künftig Risiken vor allem bei grenzüberschreitend tätigen Bankengruppen schneller und besser identifiziert werden. Vor diesem Hintergrund ist eine Einbeziehung auch der europäischen Staaten außerhalb des Euro-Raums in die gemeinsame Aufsicht wünschenswert.

Die nationale Aufsicht – und damit auch die Bundesbank – bleibt über die gemeinsamen Aufsichtsteams, bestehend aus Beschäftigten der EZB und der nationalen Aufsichtsbehörden, involviert. Dies stellt sicher, dass nationale Aufseher ihre spezifischen Kenntnisse einbringen. Gleichzeitig wird grenzüberschreitende Transparenz hinsichtlich der unterschiedlichen Rechtssysteme und Verwaltungspraktiken geschaffen.

Makroprudenzielle Politik wird gestärkt ...

Mit dem Start des SSM erhält die EZB makroprudenzielle Befugnisse. Zwar entscheiden in erster Linie weiterhin die Nationalstaaten über den Einsatz makroprudenzieller Instrumente, denn die nationalen Behörden verfügen über spezifische Kenntnisse ihrer Finanzsysteme und können zielgenau auf Fehlentwicklungen in ihrem Land reagieren. Viele makroprudenzielle Instrumente sind zudem nur national einsetzbar, wie beispielsweise eine Begrenzung der Relation von Kreditvolumen zum Marktwert einer Immobilie (Loan to Value: LTV). Zugleich fallen die makroökonomischen Kosten einer systemischen Krise zunächst auf nationaler Ebene an, sodass dort auch die Verantwortung für die makroprudenzielle Politik angesiedelt sein sollte.

¹ Siehe hierzu auch den Kasten „Konzeptioneller und rechtlicher Rahmen der einheitlichen europäischen Bankenaufsicht“ auf S. 76 ff.

Allerdings kann die EZB nationale Maßnahmen verschärfen und den Einsatz bestimmter makroprudenzieller Instrumente verpflichtend einfordern.²⁾ Im Gegensatz zum Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB), dem unverbindliche Instrumente in Form von Warnungen und Empfehlungen zur Verfügung stehen, kann die EZB damit verbindliche Instrumente einsetzen. Der ESRB ist für alle EU-Staaten und das gesamte EU-Finanzsystem zuständig, während der SSM die Verantwortung nur für die Banken der teilnehmenden Staaten übernimmt. Dies erklärt die unterschiedlichen Rechte beim Einsatz von Instrumenten.

Die zusätzliche Interventionsmöglichkeit auf europäischer Ebene stellt eine sinnvolle Ergänzung der nationalen makroprudenziellen Politik in den SSM-Staaten dar. Bislang bestand die Gefahr, dass nationale Behörden notwendige Verschärfungen ihrer regulatorischen Vorgaben hinauszögern oder unterlassen und damit Risiken auch für andere Mitgliedstaaten hervorrufen (Inaction Bias). Mit den neuen Befugnissen der EZB kann dieser Gefahr nun begegnet werden.

... aber einige Fragen sind noch ungelöst

Der SSM wurde in die bestehende institutionelle und organisatorische Struktur der EZB eingefügt.³⁾ Dieses Vorgehen erlaubte einen zügigen Einstieg in die neue Aufsichtswelt, ist allerdings mit einer Reihe rechtlicher und institutioneller Probleme behaftet. Durch ihr neues Mandat ist die EZB für drei nicht ganz überschneidungsfreie Bereiche zuständig: die Geldpolitik, die Mikro- und die Makroaufsicht der Banken. Das geltende europäische Primärrecht erlaubt keine hinreichende institutionelle Trennung von Bankenaufsicht und Geldpolitik auf Ebene der Entscheidungsorgane, da der EZB-Rat grundsätzlich für alle der EZB übertragenen Mandate die letzte Verantwortung tragen muss.

Die gefundene Lösung mit einem Aufsichtsgremium (Supervisory Board: SB) sowie einer Schlichtungsstelle versucht die aufsichtliche Zuständigkeit des EZB-Rats institutionell vom geldpolitischen Mandat zu trennen. Dies mildert zwar den Zielkonflikt zwischen der Aufsicht und der Geldpolitik, behebt ihn aber nicht. Der Zielkonflikt ließe sich letztlich nur durch eine Änderung der EU-Verträge überzeugend auflösen. Damit könnte auch die Teilnahme von Nicht-Euro-Staaten, die im EZB-Rat kein Stimmrecht haben, besser geregelt werden. Aufgrund seiner doppelten Zuständigkeit muss der EZB-Rat möglicherweise divergierende Ziele und Interessen gegeneinander abwägen. Die Aufsichtsverantwortung der EZB darf nicht dazu führen, dass das Primärziel der Preisstabilität an Bedeutung verliert.

Die Aufsichtsverantwortung der EZB darf nicht dazu führen, dass das Primärziel der Preisstabilität an Bedeutung verliert.

Eine Primärrechtsänderung in naher Zukunft ist indes wenig wahrscheinlich. Solange gilt es, geldpolitische und bankaufsichtliche Aufgaben innerhalb der bestehenden Strukturen strikt voneinander zu trennen, um Interessenkonflikte abzumildern. Die Entscheidungsprozesse sollten transparent und objektiv nachvollziehbar gestaltet werden. Da die EZB bei der Bankenaufsicht über hoheitliche Eingriffsbefugnisse verfügt, kommt ihren Berichts- und Rechenschaftspflichten gegenüber dem Europäischen Parlament und den nationalen Parlamenten besondere Bedeutung zu.⁴⁾

² Die Europäische Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive IV: CRD IV) und -verordnung (Capital Requirements Regulation: CRR) stellen eine Reihe makroprudenzieller Instrumente für den Bankensektor zur Verfügung. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), S. 101 ff.

³ Rechtliche Grundlage hierfür bildet Art. 127 Abs. 6 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV). Danach können der EZB besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht von Kredit- und sonstigen Finanzinstituten übertragen werden.

⁴ Vgl. hierzu: Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates vom 15. Oktober 2013, Art. 20 und 21.

Konzeptioneller und rechtlicher Rahmen der einheitlichen europäischen Bankenaufsicht

Am 29. Juni 2012 forderten die Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder die Errichtung einer einheitlichen Bankenaufsicht als Bedingung für eine direkte Rekapitalisierung von Banken durch den Europäischen Stabilitätsmechanismus (European Stability Mechanism: ESM). Dabei haben die Mitgliedstaaten einen politischen Kompromiss über die Ausgestaltung des künftigen ESM-Instruments zur direkten Bankenrekapitalisierung geschlossen. Zum einen sollen fiskalische Mittel erst dann zum Einsatz kommen, wenn zuvor Eigentümer und Anteilseigner sowie der neu geschaffene Abwicklungsfonds in ausreichendem Maße Verluste getragen haben. Zum anderen haben nationale Mittel sowie das ESM-Instrument der indirekten Bankenrekapitalisierung¹⁾ Vorrang vor der direkten Bankenrekapitalisierung.

Am 12. September 2012 legte die EU-Kommission den Entwurf einer Verordnung vor, der die Schaffung eines einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism: SSM) vorsah. Nach Abschluss der Verhandlungen und Verabschiedung durch den Rat am 15. Oktober 2013 trat die SSM-Verordnung (SSM-VO) am 3. November 2013 in Kraft.²⁾ Die Europäische Zentralbank (EZB) hat am 4. November 2014 die Aufsicht über die Banken im Euro-Raum übernommen.

Als Rechtsgrundlage für die SSM-Verordnung wurde Artikel 127 Absatz 6 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) herangezogen, wonach der EZB „besondere Aufgaben“ bei der Bankenaufsicht übertragen werden können. Die praktischen Modalitäten für die

Zusammenarbeit der EZB mit den nationalen Aufsichtsbehörden im SSM wurden im April 2014 in einer vom EZB-Rat beschlossenen SSM-Rahmenverordnung konkretisiert.³⁾

Der SSM erstreckt sich auf alle Kredit- und Einlagenbanken im Euro-Raum. Andere EU-Länder haben die Möglichkeit, dem SSM beizutreten (Opt-in).

Die SSM-VO überträgt der EZB die aufsichtliche Verantwortung für alle Banken im Geltungsbereich des Aufsichtsmechanismus. Die EZB nimmt jedoch nicht alle Aufsichtstätigkeiten selbst wahr. Stattdessen arbeitet sie mit den nationalen Aufsichtsbehörden (National Competent Authorities: NCA) zusammen.

Zum 4. November 2014 hat die EZB die direkte Aufsicht für zunächst jene 120 Banken übernommen, die als signifikant identifiziert wurden. Die weniger signifikanten Banken verbleiben unter der Aufsicht der nationalen Aufsichtsbehörden. Die Abgrenzung zwischen signifikanten und weniger signifikanten Banken erfolgt anhand mehrerer Parameter, mit denen die Größe, die wirtschaftliche Bedeutung sowie die Bedeutung der grenzüberschreitenden Aktivitäten gemessen werden. Als signifikant gelten folgende Banken: die jeweils drei größten Banken jedes Staates, Banken mit EFSF-/ESM-Unterstützung

¹ Bei der indirekten Bankenrekapitalisierung haftet der aufnehmende Staat für die ausgereichten Mittel und in der Regel ist eine Ausleihung mit Reformen verknüpft.

² Vgl.: Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates vom 15. Oktober 2013.

³ Vgl.: Europäische Zentralbank (2014), Verordnung vom 16. April 2014 (EZB/2014/17).

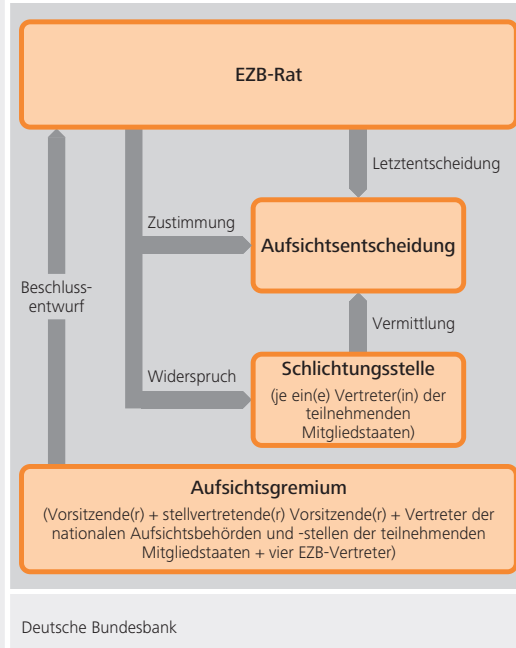
und zudem jede Bank mit Aktiva von mehr als 30 Mrd € oder Banken, deren Aktiva mehr als 20% des nationalen Bruttoinlandsprodukts ausmachen. Jede nationale Aufsichtsbehörde kann nach eigenem Ermessen weitere Banken als signifikant einstufen. Teilt die EZB diese Einschätzung, übernimmt sie auch hier direkt die Aufsicht. Ergänzend kann die EZB von sich aus ein Institut als signifikant einstufen, sollte dieses Institut Tochterbanken in mehr als einem Mitgliedstaat haben und sollten seine grenzüberschreitenden Aktiva und Passiva einen wesentlichen Teil der gesamten Aktiva und Passiva darstellen.

Insgesamt soll die EZB bei allen unter ihrer direkten und indirekten Aufsicht stehenden Banken für eine kohärente und qualitativ hochwertige Aufsichtspraxis sorgen. Um dies sicherzustellen, kann sie grundsätzlich für jede Bank auf Einzelfallbasis die direkte Aufsicht übernehmen.

Die nationalen Aufseher liefern der EZB Informationen über die signifikanten Banken im Rahmen einer Sachverhaltsaufklärung. Außerdem werden für jede signifikante Bank gemischte Aufsichtsteams (Joint Supervisory Teams: JST) eingerichtet. Diese werden von der EZB geleitet und mit Beschäftigten sowohl der EZB als auch der NCA besetzt.

Die weniger signifikanten Institute werden weiterhin überwiegend von den nationalen Aufsichtsbehörden beaufsichtigt. Hier geht die Aufsichtskompetenz der NCA über die operative Durchführung hinaus. Mit wenigen Ausnahmen (Lizenzentscheidung, bedeutende Beteiligungen) treffen die NCA auch die bankaufsichtlichen Entscheidungen. Die EZB erhält regelmäßige Berichte der NCA. Sieht sie Korrekturbedarf, kann sie

Grundzüge der Entscheidungsstrukturen im einheitlichen Aufsichtsmechanismus



verschiedene Instrumente nutzen, die von allgemeinen Anweisungen bis hin zur Übernahme der direkten Aufsicht reichen.

Die neuen aufsichtlichen Kompetenzen mussten in die bestehende institutionelle und organisatorische Struktur der EZB integriert werden. Ziel war eine möglichst vollständige und strikte Trennung von Geldpolitik und Bankenaufsicht. Allerdings setzen die Regelungen des europäischen Primärrechts Grenzen. Daher wurde ein Aufsichtsgremium, das Supervisory Board, eingerichtet, welches die Aufsichtsaufgaben der EZB „uneingeschränkt“ plant und ausführt. Das Supervisory Board bereitet Entwürfe von Einzelfallentscheidungen vor, die dem EZB-Rat zur Beschlussfassung vorgelegt werden. Diese gelten als angenommen, wenn der EZB-Rat nicht widerspricht (Non-objection-

Verfahren). Das Aufsichtsgremium kann Aufsichtsbeschlüsse nicht selbst verabschieden. Dies wäre mit dem primärrechtlich verankerten institutionellen Gefüge der EZB nicht in Einklang zu bringen, das den EZB-Rat als oberstes Entscheidungsgremium der EZB vorsieht. Das Non-objection-Verfahren gilt jedoch nicht für Entscheidungen über den allgemeinen Rahmen für Aufsichtsentscheidungen, wie zum Beispiel für die SSM-Rahmenverordnung. Hier entscheidet der EZB-Rat in seinem regulären Verfahren. Um mögliche Meinungsverschiedenheiten der NCA in Bezug auf Einwände des EZB-Rats gegen einen Beschlussentwurf des Supervisory Boards beizulegen, wurde eine Schlichtungsstelle eingerichtet (siehe Schaubild auf S. 77).

Die Arbeiten am zweiten großen Pfeiler der Bankenunion, dem gemeinsamen Abwicklungsme-

chanismus, sind ebenfalls weit gediehen (siehe Kasten „Konzeptioneller und rechtlicher Rahmen des einheitlichen europäischen Abwicklungsmechanismus“ auf S. 79 ff.). Den dritten Pfeiler stellt die Harmonisierung der europäischen Einlagensicherungssysteme dar. Eine gemeinsame Einlagensicherung wird es auf absehbare Zeit nicht geben. Die im April 2014 beschlossene Reform der Einlagensicherungsrichtlinie harmonisiert jedoch die Anforderungen an die nationalen Einlagensicherungssysteme in der Europäischen Union.⁴⁾

⁴ Vgl.: Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014.

Abwicklungsmechanismus ergänzt einheitliche Aufsicht

Neben der gemeinsamen Aufsicht erhält ab dem Jahr 2016 als zweiter Pfeiler der Bankenunion der auf der Bankenabwicklungsrichtlinie (Bank Recovery and Resolution Directive: BRRD)⁵⁾ aufbauende einheitliche Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism: SRM) seine vollen Befugnisse.⁶⁾

Vornehmliches Ziel des einheitlichen Abwicklungsmechanismus ist es, Fehlanreize aus impliziten staatlichen Bestandsgarantien für Kreditinstitute möglichst glaubwürdig zu beseitigen. In der Vergangenheit konnten insbesondere große, komplex und international aufgestellte Institute im Falle einer Schieflage mit staatlichen Rettungsmaßnahmen rechnen, da sie als nicht ohne erhebliche negative Folgen für die Finanzstabilität abwickelbar gelten

(Too-big-to-fail-Problem). Diese implizite Bestandsgarantie führte nicht nur zu Wettbewerbsverzerrungen. Sie verursachte auch erhebliche Fehlanreize. Sie verleitete die betroffenen Banken zur Übernahme überhöhter Risiken, die, wie die Finanzkrise gezeigt hat, zu einer Gefährdung der Finanzstabilität führen können. Eine Minimierung dieser Fehlanreize ist aus Sicht der Finanzstabilität entscheidend. Der Internationale Währungsfonds (IWF) beziffert die aufgrund dieser impliziten Staatsgarantien bestehenden Refi-

⁵ Vgl.: Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014. Die BRRD harmonisiert den Rechtsrahmen für Bankenabwicklungen in der EU. Mit dem SRM kommen institutionelle Vorgaben für die am SSM teilnehmenden Staaten hinzu. Siehe auch den Kasten „Konzeptioneller und rechtlicher Rahmen des einheitlichen europäischen Abwicklungsmechanismus“ auf S. 79 ff.

⁶ Die SRM-Verordnung tritt im Jahr 2015 in Kraft, der SRB nimmt seine Arbeit vollständig jedoch erst im Jahr 2016 auf. Zu Regelungen in der Übergangsphase siehe auch Kasten „Umgang mit Kapitallücken im Übergangsjahr 2015“ auf S. 82.

Konzeptioneller und rechtlicher Rahmen des einheitlichen europäischen Abwicklungsmechanismus

Im Juli 2013 legte die EU-Kommission den ersten Entwurf einer Verordnung für den einheitlichen Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism: SRM) vor. Der SRM hat zum Ziel, Banken, die in ernsthaften Schwierigkeiten sind, effizient und ohne Kosten für den Steuerzahler zu restrukturieren oder gegebenenfalls abzuwickeln. Am 15. Juli 2014 wurde die Verordnung zur Einrichtung eines einheitlichen Abwicklungsmechanismus vom Europäischen Parlament und Rat verabschiedet (SRM-VO).¹⁾ Somit kann der SRM Anfang 2015 seine operative Tätigkeit aufnehmen, seine vollen Abwicklungsbefugnisse erhält er jedoch erst zum 1. Januar 2016.

Die SRM-VO baut auf der Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Finanzinstituten (Bank Recovery and Resolution Directive: BRRD) auf, die bereits zuvor beschlossen worden war.²⁾ Die BRRD harmonisiert materielles Abwicklungsrecht und muss von den Mitgliedstaaten bis 2015 in nationales Recht überführt werden.³⁾ Die SRM-VO errichtet einen gemeinsamen institutionellen Entscheidungsrahmen für die Anwendung der Instrumente, die mit der BRRD geschaffen wurden. Während die BRRD alle in der EU niedergelassenen Einlagenkreditinstitute und Wertpapierfirmen betrifft, gilt die SRM-VO nur für die Banken mit Sitz in den am gemeinsamen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism: SSM) teilnehmenden Staaten.

Der SRM besteht aus zwei Elementen, dem einheitlichen Abwicklungsgremium (Single Resolution Board: SRB) und dem einheitlichen Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund: SRF). Der SRB wurde als eine europäische Agentur mit eigener

Rechtspersönlichkeit errichtet. Problematisch ist, dass das geltende europäische Primärrecht die Einrichtung einer eigenständigen Abwicklungsbehörde mit umfangreichen Entscheidungsbefugnissen nicht zulässt.⁴⁾ Die SRM-VO sieht daher vor, dass die vom SRB erstellten Abwicklungskonzepte nur dann in Kraft treten, wenn innerhalb von 24 Stunden von der EU-Kommission und gegebenenfalls vom Rat keine Einwände erhoben werden. Bei Einwänden muss das SRB das Abwicklungskonzept innerhalb von acht Stunden anpassen. Trotzdem ist nicht auszuschließen, dass wegen der Eingriffstiefe von Abwicklungsmaßnahmen die Frage der Zulässigkeit der Übertragung von Entscheidungsbefugnissen auf das SRB Gegenstand einer gerichtlichen Überprüfung wird. Daher wäre eine Verankerung des SRB und seiner Befugnisse in den europäischen Verträgen wünschenswert.

Das SRB entscheidet über die Abwicklung all jener Banken, die unter direkter EZB-Aufsicht stehen, sonstiger Bankengruppen, die Tochtergesellschaften in anderen teilnehmenden

¹ Vgl.: Verordnung (EU) Nr. 806/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Juli 2014.

² Die Regeln der BRRD gelten ab 2015; das Instrument des Bail-in kann aber auf freiwilliger Basis in den Mitgliedstaaten früher als 2016 eingeführt werden. Vgl.: Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014.

³ In Deutschland erfolgt dies durch das Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen (Sanierungs- und Abwicklungsgesetz: SAG) sowie durch Anpassungen bestehender Gesetze. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Juni 2014, S. 31 ff.

⁴ Aufgrund der sog. Meroni-Rechtsprechung darf nur ein vom Primärrecht selbst errichtetes EU-Organ Entscheidungen unter Ausübung des eigenen Ermessens treffen. Vgl.: Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes beginnend mit Urteil vom 13. Juni 1958-9/56, Juni 1958.

Mitgliedstaaten haben, sowie dann, wenn teilnehmende Mitgliedstaaten die Abwicklungskompetenz an das SRB übertragen haben. Das SRB beschließt ein Abwicklungskonzept, welches die zu treffenden Maßnahmen im Abwicklungsfall bestimmt und von der nationalen Abwicklungsbehörde umzusetzen ist. Sollten Mittel aus dem SRF genutzt werden, so kann dies ebenfalls nur auf Grundlage eines Abwicklungskonzepts des SRB erfolgen. Soweit der Abwicklungsfonds nicht genutzt wird, sind für die weniger signifikanten Banken, für die die Abwicklungskompetenz nicht an den SRB übertragen wurde, die nationalen Abwicklungsbehörden zuständig.

Das SRB tagt in zwei Zusammensetzungen: Zum einen in der Präsidiumszusammensetzung, welche aus dem Vorsitzenden sowie vier weiteren Mitgliedern besteht. Des Weiteren sind je ein Vollzeitmitglied und ein Vertreter der EZB und der EU-Kommission berechtigt, als ständige Beobachter teilzunehmen. Das heißt, die Abwicklungsbehörden in den Mitgliedstaaten, in denen das betroffene Institut tätig ist, können zusätzlich teilnehmen. Die Entscheidungen sollen im Konsens fallen. Kann innerhalb einer festgesetzten Zeit keine Einigung erzielt werden, wird ohne die betroffenen nationalen Abwicklungsbehörden mit einfacher Mehrheit entschieden.

Zum anderen tagt das SRB in der Plenumszusammensetzung. Dieses besteht aus dem Präsidium sowie den Vertretern der nationalen Abwicklungsbehörden. Im Plenum werden Grundsatzfragen diskutiert und beschlossen, wie etwa die Annahme des jährlichen Haushalts des SRB oder alternative Finanzierungsmöglichkeiten des SRF. Außerdem bedarf es der Zustimmung des Plenums bei individuellen Abwicklungen, bei denen SRF-Mittel von über 5 Mrd € genutzt oder Liqui-

ditätshilfen in Höhe von mindestens 10 Mrd € gegeben werden sollen. Das Plenum entscheidet grundsätzlich mit einfacher Mehrheit, jedes Mitglied hat eine Stimme. Bei Stimmgleichheit entscheidet der Vorsitzende.

Das SRB verwaltet auch den einheitlichen Abwicklungsfonds. Dessen Zielwert ist 1% der gedeckten Einlagen aller in allen teilnehmenden Mitgliedstaaten zugelassenen Kreditinstitute. Nach derzeitigem Stand entspricht dies etwa 55 Mrd €. Der SRF soll binnen acht Jahren aufgebaut werden. Alle im SSM beaufsichtigten Institute zahlen in Form einer Bankenabgabe in den SRF ein, unabhängig davon, ob sie direkt von der EZB beaufsichtigt werden oder nicht. Der Fonds besteht zunächst aus nationalen Kammern, die Vergemeinschaftung der Haftung erfolgt schrittweise. Erst nach Ablauf der acht Aufbaujahre werden die nationalen Kammern zu einem einzigen, vollständig vergemeinschafteten Fonds verschmolzen sein. Da Unionsrecht nicht über den Rückgriff auf nationale finanzielle Ressourcen bestimmen kann, wurde dieser Prozess in einem völkerrechtlichen Vertrag (Intergovernmental Agreement: IGA) festgelegt. Eventuell reichen die Mittel des SRF nicht aus, um – nach Heranziehung der Anteilseigner und Gläubiger – sämtliche Kosten einer Bankenkrise zu decken. In diesem Fall kann das SRB nachträglich Beiträge erheben oder Kredite über andere Finanzierungsfazilitäten aufnehmen. Diese Art der Darlehen wird nach der SRM-VO nicht von öffentlichen Haushalten getragen. Daher könnte es bei einer schwerwiegenden Finanzkrise für das SRB schwierig werden, private Darlehen mit einer angemessenen Verzinsung zu bekommen. In diesem Fall können dann auch öffentliche Finanzierungsfazilitäten zum Zuge kommen, also eine Kreditgewährung durch nationale Haushalte be-

ziehungsweise den Europäischen Stabilitätsmechanismus (European Stability Mechanism: ESM) im Rahmen der für die Inanspruchnahme des ESM geltenden Regelungen.

Dass dies für die öffentlichen Haushalte nicht unproblematisch sein kann, zeigt das Beispiel der Savings-and-Loan-Krise in den USA in den achtziger Jahren. Da die Mittel des Sicherungsfonds der Federal Savings and Loans Insurance Corporation (FSLIC) nicht ausreichten, musste der Fonds durch Kredite des Fiskus gestützt werden. Dies führte dazu, dass von den Kosten der Krise in Höhe von insgesamt 153 Mrd US-\$ letztlich 124 Mrd US-\$ vom US-Steuerzahler getragen wurden. Die Branche selbst kam nur für Verluste in Höhe von 29 Mrd US-\$ auf.⁵⁾ Bei einer systemischen Krise kann eine Stabilisierung mit staatlichen Mitteln und damit einhergehende Verluste

für den europäischen Steuerzahler somit weiterhin nicht ausgeschlossen werden, auch wenn die Gefahr gegenüber dem Jahr 2008 deutlich gesunken ist.

⁵ Vgl.: T. Curry und L. Shibut (2000), The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences, FDIC Banking Review, Dezember 2000, S. 33.

finanzierungsvorteile großer, international vernetzter Banken im Jahr 2013 für den Euro-Raum auf 60 bis 90 Basispunkte beziehungsweise – in absoluten Be-

Vornehmliches Ziel des einheitlichen Abwicklungsmechanismus ist es, Fehlanreize aus impliziten staatlichen Bestandsgarantien für Kreditinstitute möglichst glaubwürdig zu beseitigen.

trägen ausgedrückt – auf 90 Mrd US-\$ bis 300 Mrd US-\$.⁷⁾ Auch der Sachverständigenrat stellt in seinem jüngsten Gutachten fest, dass Refinanzierungskostenvorteile aus impliziten Garantien für europäische Banken weiterhin erheblich sind. Zwar haben sie sich seit Ende 2010 etwas verringert. Allerdings sind sie in finanzstarken Ländern kaum gesunken.⁸⁾

Mit dem neuen europäischen Abwicklungsmechanismus werden verschiedene Instrumente geschaf-

fen, die eine Restrukturierung oder Abwicklung von Banken unabhängig von ihrer Größe, Komplexität oder Vernetztheit ermöglichen sollen.

Mechanismen zur Vermeidung von Bail-out durch den Staat

Um glaubwürdig sicherzustellen, dass Investoren künftig die aus ihren Entscheidungen resultierenden Risiken selbst tragen, sehen die BRRD und die SRM-Verordnung mehrere Instrumente vor, die ein Eingreifen des Staates möglichst entbehrlich machen sollen. Bisher mussten Banken, bei denen eine Insolvenz zur Gefahr für die Finanzstabilität oder zu Verwerfungen in der Volkswirtschaft geführt hätte,

⁷ Vgl.: International Monetary Fund (2014a), Kapitel 3.

⁸ Vgl.: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2014), S. 171 ff.

Umgang mit Kapitallücken im Übergangsjahr 2015

Der institutionelle Rahmen für die Bankenunion im Euro-Raum ist durch das schrittweise Inkrafttreten der einzelnen Bestandteile, nämlich der Bankenaufsicht und der Bankenabwicklung, geprägt. Dies wirft zumindest in der Zeit bis zum 1. Januar 2016 Fragen hinsichtlich des Umgangs mit auftretenden Kapitallücken bei Banken auf, die der einheitlichen Aufsicht (Single Supervisory Mechanism: SSM) unterliegen.

Die einheitliche Bankenaufsicht im Euro-Raum unter der Verantwortung der EZB hat am 4. November 2014 ihre Arbeit aufgenommen. Für ein mögliches Rekapitalisierungs- und Abwicklungsverfahren der Banken im SSM steht gegenwärtig und auch für das kommende Jahr kein einheitliches Rahmenwerk zur Verfügung. Stattdessen ist ein Zusammenspiel von teilweise harmonisiertem nationalen Recht und EU-Beihilferecht zu beachten. Mit der EU-Bankenabwicklungsrichtlinie (Bank Recovery and Resolution Directive: BRRD),¹⁾ die zum 1. Januar 2015 in nationales Recht umzusetzen ist, werden zwar europaweit einheitliche Regelungen zur Bankenrekapitalisierung und -abwicklung geschaffen. Jedoch räumt die BRRD den Mitgliedstaaten insbesondere hinsichtlich der Vorgaben zum Bail-in eine längere Umsetzungsfrist bis zum 1. Januar 2016 ein, die von vielen Mitgliedstaaten voraussichtlich in Anspruch genommen wird. Schließlich erhält der einheitliche Abwicklungsmechanismus für die Abwicklung von Banken im SSM (Single Resolution Mechanism: SRM)²⁾ erst ab dem 1. Januar 2016 seine vollen Befugnisse; auch der europäische Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund: SRF) wird erst ab dem Jahr 2016 schrittweise aufgebaut. Sollten SSM-Banken für eine Rekapitalisierung öffentliche Finanzmittel in Anspruch nehmen, fin-

det europäisches Beihilferecht Anwendung. Hierzu hat die EU-Kommission zum 1. August 2013 eine Bankenmitteilung erlassen, die Vorgaben an die Genehmigungsfähigkeit solcher Finanzhilfen enthält.

Bei der Inanspruchnahme öffentlicher Finanzmittel für eine Rekapitalisierung oder Abwicklung von Banken im SSM sind in nächster Zeit daher unterschiedliche Rechtsrahmen zu beachten, deren Zusammenspiel im Folgenden kurz dargestellt werden soll.

Das EU-Beihilferecht, das eingreift, wenn eine Bank zum Zwecke einer Rekapitalisierung oder Abwicklung öffentliche Finanzmittel erhält, findet unabhängig vom Zeitpunkt der Kapitalzuführung Anwendung. Die Bankenmitteilung der EU-Kommission sieht vor, dass bestimmte Kapitalgeber sich im Regelfall an den Verlusten beteiligen müssen, bevor die staatliche Unterstützung einer Bank als beihilfekonform eingestuft werden kann. Dies erfordert aber das Vorhandensein entsprechender Instrumente auf nationaler Ebene. Daher müssen die Mitgliedstaaten sicherstellen, dass Anteilseigner der Bank und auch die nachgeordneten Kapitalgeber den von ihnen geforderten Eigenbeitrag leisten. In Deutschland besteht mit Inkrafttreten des BRRD-Umsetzungsgesetzes³⁾ bereits ab dem 1. Januar 2015 die Rechtsgrundlage für einen Bail-in.

¹ Vgl.: Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014.

² Vgl.: Verordnung (EU) Nr. 806/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Juli 2014.

³ Vgl.: Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014.

Unabhängig von der Anwendung des EU-Beihilferechts kann nach der BRRD im Regelfall eine staatliche Unterstützungsleistung ein auslösendes Kriterium für die Feststellung darstellen, ob eine Bank als „failing or likely to fail“ einzustufen ist.⁴⁾ Mit Inkrafttreten der BRRD zum 1. Januar 2015 sind hierbei – mit Ausnahme des Bail-in-Instruments, soweit keine vorzeitige nationale Umsetzung erfolgt – europarechtliche Vorgaben zu beachten. Insbesondere müssen bestimmte Eigenkapitalinstrumente abgeschrieben beziehungsweise bestimmte Fremdkapitalinstrumente in Eigenkapital umgewandelt werden. Diese Regelung muss auch in Staaten umgesetzt werden, die die Übergangsvorschriften zum Bail-in in Anspruch nehmen. Öffentliche Rekapitalisierungen nach dem 1. Januar 2015 müssen daher sowohl mit dem EU-Beihilferecht als auch den entsprechenden Vorschriften der BRRD in Einklang stehen.

Jedoch bedingt nicht jede Gewährung öffentlicher Finanzmittel unmittelbar die Abwicklung der betreffenden Bank. Eine wichtige Ausnahme hiervon ist die sogenannte „vorbeugende Rekapitalisierung“. Die Bedingungen für die Annahme einer „vorbeugenden Rekapitalisierung“ sind in der BRRD definiert: Das Institut muss solvent sein; die Hilfsmaßnahmen müssen vorbeugend, vorübergehend und geeignet sein, schwere Störungen der Volkswirtschaft eines Mitgliedstaates abzuwenden und die Finanzstabilität zu wahren. Zudem dürfen die zum Zwecke der Rekapitalisierung zugeführten öffentlichen Finanzmittel nicht dem Ausgleich von Verlusten oder der Schließung von Kapitallücken dienen, die die Bank erlitten hat oder in naher Zukunft voraussichtlich erleiden wird. Liegen diese Voraussetzungen vor, bleibt es bei der alleinigen Anwendung des EU-Beihilferechts.

Ab dem 1. Januar 2016 werden sich wesentliche Änderungen ergeben. Zum einen gilt dann der SRM, zum anderen finden die BRRD-Instrumente einschließlich des Bail-in-Instruments vollumfänglich Anwendung. Zudem können, falls andere Instrumente zur Abwicklungsfinanzierung nicht ausreichen, Mittel aus dem Restrukturierungsfonds⁵⁾ eingesetzt werden. Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass mindestens 8% der Gesamtverbindlichkeiten des Instituts von Kapitalgebern getragen werden. Daneben wird auch über das Jahr 2015 hinaus das EU-Beihilferecht zu berücksichtigen sein.

Bis zum vollständigen Inkrafttreten des rechtlichen Rahmenwerks für die Restrukturierung und Abwicklung von Banken im SSM Anfang 2016 greifen also einzelne Teile der BRRD, die EU-Beihilferegelungen sowie zum Teil noch nationale Rechtsnormen zur Gläubigerbeteiligung ineinander. Nicht in allen Mitgliedstaaten ist derzeit eine Gläubigerbeteiligung vorgesehen; nicht alle Staaten haben aus Bankenabgaben aufgebaute Restrukturierungsfonds eingerichtet oder staatliche Mittel zur Krisenbewältigung in Fonds – wie in Deutschland bei der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA) – bereitgestellt. Wichtig ist es daher, dass alle Staaten dafür Sorge tragen, dass auch im Jahr 2015 ausreichende nationale Backstops für Krisensituationen bereitstehen.

⁴ Zudem können andere Kriterien – bspw. das Unterschreiten der regulatorischen Mindestkapitalanforderungen – dazu führen, dass eine Bank zu rekapitalisieren bzw. abzuwickeln ist.

⁵ Für die SSM-Staaten wird der SRF ab dem Jahr 2016 in mehreren Schritten aufgebaut. Während Deutschland im Jahr 2011 damit begonnen hat, einen nationalen Fonds aufzubauen, wird dies in einigen anderen Mitgliedstaaten erst noch erfolgen.

mit staatlichen Mitteln stabilisiert werden. Hierdurch konnten Investoren die Gewinne vereinnahmen, Verluste aber wurden sozialisiert. Dies sollen die neuen Regeln ändern.

Die BRRD schafft hierzu vier neue Sanierungs- und Abwicklungsinstrumente.⁹⁾ Erstens ist eine Unternehmensveräußerung möglich. Hierbei handelt es sich um den Verkauf von Geschäftsaktivitäten an ein anderes Institut. Dadurch kann die Fortführung kritischer Funktionen durch einen anderen Geschäftspartner ermöglicht werden. Zweitens besteht die Möglichkeit, ein Brückeninstitut zu errichten. Auf dieses können Anteile an dem abzuwickelnden Unternehmen oder Vermögenswerte, Rechte und Verbindlichkeiten ganz oder teilweise übertragen werden, um die kritischen Funktionen fortführen zu können. Der Unterschied zur Unternehmensveräußerung besteht darin, dass das Brückeninstitut von der Abwicklungsbehörde gezielt für diesen Zweck gegründet und gesteuert wird. Drittens können Vermögenswerte ausgegliedert werden. Dabei werden ebenfalls Vermögenswerte, Rechte und Verbindlichkeiten auf einen von der Abwicklungsbehörde kontrollierten Rechtsträger übertragen, nun aber mit dem Ziel der späteren Veräußerung beziehungsweise der geordneten Liquidation (Bad Bank). Viertens steht der Abwicklungsbehörde das wichtige Bail-in-Instrument zur Verfügung.

Das Bail-in-Instrument regelt, wie Anteilseigner und

Das Bail-in-Instrument regelt, wie Anteilseigner und Gläubiger im Falle von Bankenschieflagen an Restrukturierungskosten und Verlusten zu beteiligen sind.

Gläubiger im Falle von Bankenschieflagen an Restrukturierungskosten und Verlusten zu beteiligen sind.¹⁰⁾ Gemäß einer festgelegten Haftungskaskade werden ab 2016 zunächst die Eigentümer,

berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten (wie bspw. Senior Bonds) sowie nicht-gesicherte Einlagen natürlicher Personen und kleiner und mittelständischer Unternehmen. An letzter Stelle der Kaskade stehen die Einlagensicherungssysteme.¹¹⁾

Reicht diese Bail-in-Masse nicht aus, können Mittel aus dem von den Banken selbst finanzierten gemeinsamen europäischen Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund: SRF) in Anspruch genommen werden. Dies ist jedoch nur unter genau definierten Bedingungen möglich. So ist vor Nutzung des Fonds unter anderem ein Bail-in in Höhe von 8% der gesamten Verbindlichkeiten einschließlich Eigenmittel des in Abwicklung befindlichen Instituts zwingend vorgeschrieben.¹²⁾

Finanziert wird der SRF durch eine für alle Banken im SSM verbindliche Bankenabgabe. Diese wird ab dem Jahr 2015 national erhoben, ab dem Jahr 2016 dann auf nationale Kammern des SRF transferiert und dort schrittweise vergemeinschaftet. Sollten die eingezahlten Mittel nicht ausreichen, gibt es verschiedene Möglichkeiten, den zusätzlichen Bedarf zu decken, beispielsweise über Kreditaufnahme.¹³⁾

Die individuellen Bankenabgaben sollen die von den einzelnen Instituten ausgehenden systemischen Risiken widerspiegeln. Kleinere beziehungsweise risikoärmere Institute werden dabei in den Kreis der

⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Juni 2014, S. 39 f.
¹⁰ Dabei gilt der Grundsatz, dass kein Gläubiger schlechter gestellt werden soll als im Rahmen einer Insolvenz. Während die BRRD grundsätzlich ab dem Jahr 2015 gilt, müssen die Regeln zum Bail-in erst bis zum Jahr 2016 umgesetzt werden. Deutschland setzt diese bereits zum 1. Januar 2015 um.

¹¹ Die Einlagensicherungssysteme haften bis zu einer Größenordnung der Einlagen, für die sie im Insolvenzfall Entschädigungen hätten leisten müssen. Hierdurch wird sichergestellt, dass Einlagen, die unter den Schutz der europäisch harmonisierten gesetzlichen Einlagensicherungssysteme fallen, vom Bail-in ausgenommen bleiben. Dies gilt für berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten bis zu einer Höchstgrenze von derzeit 100 000 € je Einleger und Institut.

¹² Vgl.: Verordnung (EU) Nr. 806/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Juli 2014, Art. 27(7).

¹³ Vgl.: Verordnung (EU) Nr. 806/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Juli 2014.

beitragspflichtigen Institute einbezogen. Denn auch sie profitieren von der Stabilität des Gesamtsystems. Gleichzeitig werden diese Institute angesichts ihres individuell niedrigeren Risikopotenzials vergleichsweise gering belastet.

Die Berechnungsweise der europäischen Bankenabgabe ist sehr komplex.

Auf diese Weise soll sichergestellt werden, dass alle Institute gemäß ihrem Risikoprofil einen adäquaten Beitrag leisten. Insgesamt ist die Berechnungsweise der europäischen Bankenabgabe jedoch sehr komplex geworden. Ihre Angemessenheit sollte in einigen Jahren evaluiert werden.¹⁴⁾ Wenn bei dieser Evaluierung gravierende Mängel in der Berechnung der Bankenabgabe aufgedeckt werden, sollte aus Sicht der Bundesbank über eine Änderung der Berechnungsbasis in der BRRD nachgedacht werden, auch mit Blick auf eine einfachere Berechnungsweise.

Wenn nach Heranziehung der Anteilseigner und Gläubiger die Mittel des SRF nicht ausreichen und sich für den SRF keine Kreditgeber finden, könnten erneut öffentliche Mittel zum Einsatz kommen. Diese dürfen generell nur als Backstop im Sinne einer fiskalischen Auffanglinie eingesetzt werden. Zu unterscheiden sind nationale und europäische Backstops. Zunächst bleiben die von einer eventuellen Bankenschieflage betroffenen Mitgliedstaaten grundsätzlich in der Verantwortung.

Während einige Staaten vorsorglich explizite nationale Backstops eingerichtet haben, wollen andere im Bedarfsfall Haushaltsmittel einsetzen. Unabhängig von der gewählten Variante ist es wichtig, dass die Mittel erforderlichenfalls schnell verfügbar sind. Bestehen keine entsprechenden Vorkehrungen, steigt das Risiko, dass auf europäische Unterstützung gesetzt wird. Es kommt somit darauf an, den Bail-in-Mechanismus glaubwürdig zu kommunizieren und Ausnahmen möglichst restriktiv zu handhaben.

In den USA zum Beispiel werden aus diesem Grund die Hürden für die Inanspruchnahme von Ausnahmeklauseln sehr hoch gelegt. Die sogenannte Systemic Risk Exception schreibt vor, dass nur in Fällen eines potenziellen systemischen Risikos vom No-bail-out-Prinzip abgewichen werden kann. Jede Abweichung muss von den zuständigen Entscheidungsgremien der Einlagensicherungsbehörde und der Federal Reserve mit deutlicher Mehrheit genehmigt sowie vom Finanzminister in Abstimmung mit dem Präsidenten bestätigt werden. Voraussetzung für eine solche Ausnahme ist ein Finanzierungskonzept, auf das sich alle beteiligten Parteien vorab einigen müssen.¹⁵⁾ Dieses Modell könnte analog auf Europa übertragen werden. Beispielsweise wäre eine Ausnahme vom Bail-in nur dann erlaubt, wenn eine Mehrheit der Finanzminister des Euro-Raums dem zustimmt.¹⁶⁾

Öffentliche Mittel aus gemeinschaftlichen europäischen Quellen können erst zum Einsatz kommen, wenn die nationalen Möglichkeiten ausgeschöpft sind. Der Europäische Stabilitätsmechanismus (European Stability Mechanism: ESM) kann indirekt auf Antrag eines Mitgliedstaates gegen Konditionalität und künftig auch zur direkten Bankenrekapitalisierung in Anspruch genommen werden. Bei der indirekten Inanspruchnahme, die den Regelfall darstellen sollte, bleibt der betroffene Mitgliedstaat in der Verantwortung.

Öffentliche Mittel aus gemeinschaftlichen europäischen Quellen können erst zum Einsatz kommen, wenn die nationalen Möglichkeiten ausgeschöpft sind.

Als letzte Möglichkeit kann künftig nach Wirksamwerden der Änderungen des ESM-Vertrags eine direkte Bankenrekapitalisierung durch den ESM erfolgen. Eine solche Direktrekapitalisierung ist aber an

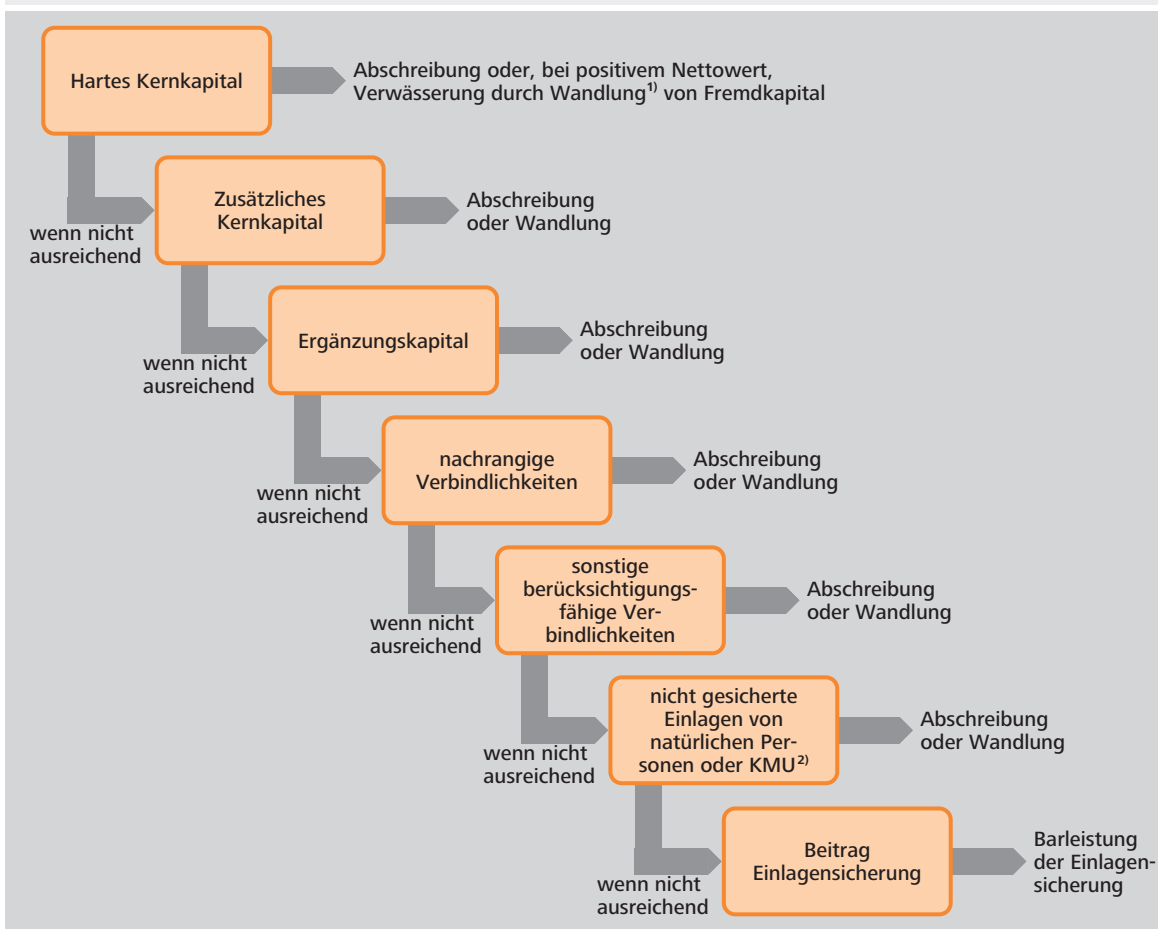
¹⁴ Bezüglich der Risikokomponente ist eine Überprüfung bis Juni 2016 vorgesehen.

¹⁵ Vgl. hierzu bspw.: International Monetary Fund (2013), S. 18.

¹⁶ Vgl. hierzu: C. M. Buch, T. Körner und B. Weigert (2014), S. 5.

Haftungskaskade in der Bankenabwicklungsrichtlinie (Bail-in-Instrument)^{*)}

Schaubild 4.1



* Art. 44 BRRD. 1 Wandlung erfolgt stets in hartes Kernkapital. 2 Kleine und mittelgroße Unternehmen.
 Deutsche Bundesbank

strenge Bedingungen geknüpft. Sie ist nur möglich, wenn eine Bank nicht genügend Kapital aus privaten Quellen schöpfen und der Mitgliedstaat sie nicht mit eigenen Mitteln – einschließlich der indirekten Rekapitalisierung über den ESM – stabilisieren kann.¹⁷⁾ In der langen Frist (also nach 2024, wenn der SRF seine vollen Mittel erhalten hat und das Bail-in-Instrument in allen Mitgliedstaaten bereits eingeführt wurde) wiegen die Argumente gegen eine Anwendung des Instruments der direkten Rekapitalisierung von Banken weniger schwer. Denn in der Bankenunion und nach der Bereinigung von Altlasten in den Bankbilanzen wäre über die gemeinsame Aufsicht die

Balance von Haftung und Kontrolle besser gewahrt. Entscheidend dafür ist aber, dass das Instrument der direkten Bankenrekapitalisierung mit Vorgaben für den Finanzsektor sowie für die nationale Wirtschafts- und Fiskalpolitik des betroffenen Mitgliedstaats verbunden wird und letzterer einen Eigenbeitrag leistet. Auch in der Bankenunion werden die Mitgliedstaaten über ihre nationale Wirtschafts- und Fiskalpolitik weiterhin einen Einfluss auf die Entwicklungen und die Stabilität in ihren Finanzsektoren haben. Daher sind nationale Eigenbeiträge und Auflagen wichtige

17 Vgl.: Eurogroup (2014).

Elemente, um Fehlanreize und die Verlagerung fiskalischer Risiken zu verhindern.¹⁸⁾

Diskretionäre Spielräume bei Bail-in-Verfahren verantwortungsvoll nutzen

Bei der Anwendung des Bail-in-Instruments muss der Abwicklungsbehörde ein gewisses Maß an Flexibilität eingeräumt werden, damit systemische Krisen nicht weiter verschärft werden. Sowohl die BRRD als auch die Beihilfavorschriften sehen daher neben gesetzlichen¹⁹⁾ auch diskretionäre Spielräume für die Abwicklungsbehörde beziehungsweise die EU-Kommission vor. Damit soll sichergestellt werden, dass das Instrument situationsgerecht einsetzbar ist. Würde beispielsweise ein Bail-in die Finanzstabilität gefährden, kann die EU-Kommission in einem Beihilfverfahren von einem Einsatz des Instruments absehen. Auch die Abwicklungsbehörde kann unter bestimmten Bedingungen ganz oder teilweise auf ein Bail-in bestimmter Gläubiger(klassen) verzichten, beispielsweise wenn die Einbeziehung bestimmter Gläubiger zu Verwerfungen an den Finanzmärkten führen könnte.

Werden diskretionäre Ausnahmen vom Bail-in genutzt, bedeutet dies allerdings, dass die zur Verfügung stehende Finanzierungsmasse kleiner wird. Die Abwicklungsbehörde kann den hieraus entstehenden Finanzbedarf auf die anderen Gläubiger umlegen oder Mittel aus dem Restrukturierungsfonds einsetzen. Falls diese nicht ausreichen, werden staatliche Backstops notwendig. Diese erhöhen jedoch auch die Glaubwürdigkeit des Bail-in-Instruments, da die Abwicklung einer Bank schneller eingeleitet wird und die Beteiligung der Gläubiger höher ausfallen dürfte, wenn eindeutig geregelt ist, dass der Staat ansonsten für die verbleibenden Kosten aufkommen muss.

Grundsätzlich stellen diskretionäre Spielräume ein potenzielles Einfallstor für politische Einflussnahme

dar. So ist nicht ausgeschlossen, dass in Krisensituationen unter Verweis auf mögliche systemische Ansteckungsrisiken Druck auf die Entscheidungsträger ausgeübt wird, um ein Bail-in bestimmter Gläubiger zu umgehen. Intransparenz und Unsicherheiten über die Anwendung von Ausnahmetatbeständen können die Bepreisung von Verbindlichkeiten erschweren und in Phasen hoher Unsicherheit zu zusätzlicher Volatilität an den Märkten führen. Deshalb ist darauf zu achten, dass von diskretionären Ausnahmen bei der Anwendung des Bail-in-Instruments nur in seltenen, klar umgrenzten Fällen Gebrauch gemacht wird.

Von den diskretionären Ausnahmen bei der Anwendung des Bail-in-Instruments sollten nur in seltenen, klar umgrenzten Fällen Gebrauch gemacht werden.

Hinreichend große Verlustabsorptionsmasse für Bail-in erforderlich

Die Glaubwürdigkeit des Bail-in-Instruments hängt auch davon ab, dass genug Bail-in-Masse zur richtigen Zeit am richtigen Ort und in der richtigen Form zur Verfügung steht. Das heißt, die Bail-in-Masse muss im Abwicklungsfall rechtzeitig und in ausreichendem Umfang für die zuständige Abwicklungsbehörde verfügbar sein. Sie muss auch dafür geeignet sein, die Kosten einer Restrukturierung oder Abwicklung zu tragen. Vermögenswerte wie beispielsweise Immobilien, die im Abwicklungsfall unter Zeitdruck veräußert werden müssten, wären als Verlustabsorptionsmasse nicht geeignet.

¹⁸ Vgl.: C. M. Buch (2014).

¹⁹ Die BRRD sieht gesetzlich definierte Ausnahmen vom Bail-in vor. So sind z. B. gedeckte Einlagen oder Interbankverbindlichkeiten mit einer Laufzeit von weniger als sieben Tagen ausgenommen, um die Gefahr einer systemischen Ansteckung im Bankensystem zu vermindern.

Die BRRD enthält daher Mindestanforderungen an die im Abwicklungsfall zur Verfügung stehende Verlustabsorptionsmasse in Form von Eigenmitteln und berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities: MREL). Diese gelten für alle Institute im Anwendungsbereich der BRRD.

Auf globaler Ebene erarbeitet der Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board: FSB) darüber hinaus einen verbindlichen Mindeststandard für eine Verlustabsorptionsmasse im Abwicklungsfall (Gone-concern Loss Absorbing Capacity: GLAC). Diese soll im Krisenfall die Umsetzung einer vorab festgelegten Abwicklungsstrategie ermöglichen, ohne öffentliche Mittel einsetzen zu müssen. Diese neue Anforderung soll zunächst für alle global systemisch relevanten Banken (Global Systemically Important Banks: G-SIBs) gelten und zusammen mit den bestehenden aufsichtlichen Mindestkapitalanforderungen zukünftig eine neue Gesamtanforderung bilden (Total Loss Absorbing Capacity: TLAC). Die G20 haben sich auf ihrem Gipfel in Brisbane im November 2014 hierzu auf ein entsprechendes Konzept verständigt, das nach einer Konsultationsphase, die von Auswirkungsstudien begleitet wird, final verabschiedet werden soll.²⁰⁾ Die Anforderung sollte ausreichend hoch ausfallen, um die Glaubwürdigkeit der Umsetzung der Abwicklungsstrategie zu stärken. Da TLAC einen globalen Mindeststandard bilden soll, sind länderspezifische Ausnahmen zu minimieren. Zudem ist darauf zu achten, dass der Konsultationsprozess zügig abgeschlossen wird, damit der Mindeststandard im Jahr 2015 finalisiert werden kann.

Grenzüberschreitende Kooperation verbessern

Abwicklungsmaßnahmen müssen auch im grenzüberschreitenden Zusammenhang effizient funktionieren. Ohne gegenseitige Anerkennung nationaler Regeln kann die Abwicklung großer, komplexer Banken nicht gelingen. Hierzu ist im Oktober 2014

eine entscheidende Einigung gelungen, die Abwicklungshindernisse im Derivategeschäft global tätiger Banken beseitigt. Bisher mussten bei Abwicklung einer Bank die Gegenparteien von Finanzkontrakten automatisch ein vorzeitiges Kündigungsrecht ausüben, wenn sie sich außerhalb des Geltungsbereichs des angewandten Abwicklungsregimes befanden. Besonders offensichtlich wurde dieses Problem bei der Insolvenz der US-Investment Bank Lehman Brothers. Die vorzeitigen Derivatekündigungsrechte wirkten hier wie ein Brandbeschleuniger zur Verschärfung der Finanzkrise und waren mit ursächlich dafür verantwortlich, dass die USA das Versicherungsunternehmen AIG mit Staatsgeldern stabilisierten. Durch das Aussetzen dieser vorzeitigen Kündigungsrechte werden grenzüberschreitende Derivatekontrakte im Abwicklungsfall de facto nicht mehr automatisch fällig gestellt. Zu diesem Zweck hat der FSB in Zusammenarbeit mit der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ein Protokoll zur Ergänzung des ISDA Master Agreements vorgelegt, unter welchem die Mehrheit der OTC-Derivate gehandelt wird. Das Protokoll, dessen Anwendung freiwillig ist, tritt ab Januar 2015 in Kraft.²¹⁾ Dieses Protokoll soll sicherstellen, dass Kündigungsrechte im Falle einer Abwicklung grenzüberschreitend ausgesetzt werden können. Damit gewinnen die Abwicklungsbehörden wertvolle Zeit und können mögliche Dominoeffekte verhindern.

Abwicklungsmaßnahmen müssen auch im grenzüberschreitenden Zusammenhang effizient funktionieren.

Nach dem Sanierungs- und Abwicklungsgesetz (SAG), welches die BRRD in deutsches Recht überträgt, kann die deutsche Abwicklungsbehörde Einschränkungen oder die Einstellung von Ge-

²⁰ Vgl.: Financial Stability Board (2014b).

²¹ Vgl.: Mitteilung der International Swaps and Derivatives Association „ISDA Publishes 2014 Resolution Stay Protocol“ vom 12. November 2014.

schäftsaktivitäten anordnen, wenn sie bei grenzüberschreitenden Tätigkeiten, vor allem im Derivatgeschäft, Abwicklungshindernisse erkennt. Ferner kann sie Änderungen der rechtlichen und operativen Strukturen eines Instituts anordnen, um die Komplexität der Bank zu reduzieren und um zu gewährleisten, dass kritische Funktionen auch während eines Abwicklungsprozesses fortgeführt werden können. Somit liegen in Deutschland die rechtlichen Voraussetzungen vor, um eine möglichst breite Anerkennung der ergänzten ISDA-Regeln durch regulatorische Anforderungen zu unterstützen.

Neben dieser institutsspezifischen Verbesserung der Kooperation existieren seit längerem Kooperationsvereinbarungen (Memoranda of Understanding: MoU) zwischen einzelnen nationalen Aufsichtsbehörden. Diese Absichtserklärungen zielen vor allem darauf ab, den Informationsaustausch zu verbessern.

In der Krise zeigte sich aber, dass bei der grenzüberschreitenden Kooperation Verbesserungsbedarf besteht. Dies gilt insbesondere für die Beaufsichtigung

In der Krise zeigte sich bei der grenzüberschreitenden Kooperation Verbesserungsbedarf.

von Großbanken. Ein Beispiel liefert die Rekapitalisierung von Dexia. Dieses Kreditinstitut wurde im Jahr 2008 zunächst mit öffentlichen Mitteln aus Belgien, Luxemburg

und Frankreich rekapitalisiert. In diesen Staaten hatten die drei wichtigsten Niederlassungen von Dexia ihren Sitz. Im weiteren Verlauf konnten sich die Regierungen nicht auf die Einrichtung einer Bad Bank einigen, da sie unterschiedliche Ziele verfolgten und die von ihnen zu tragenden Kosten für die Abwicklung der Bank minimieren wollten.²²⁾

Zur Verbesserung der grenzüberschreitenden Kooperation gibt es verschiedene Vorschläge. In Bezug auf die Bankenunion forderte beispielsweise der

Sachverständigenrat klare und bindende Vereinbarungen zur Lastenteilung.²³⁾ Auf diese soll zurückgegriffen werden, wenn bei der Abwicklung grenzüberschreitend tätiger Banken die durch Bail-in und den SRF bereitgestellten Mittel nicht ausreichen. Die Vereinbarungen sollen entsprechend der Bedeutung der Institute ex ante festlegen, wie die fiskalischen Lasten zwischen den betroffenen Staaten verteilt werden.

Während solche Lastenteilungsvereinbarungen zwischen SSM-Staaten machbar erscheinen, dürften Regelungen mit Nicht-SSM-Staaten, beispielsweise mit dem Vereinigten Königreich²⁴⁾, schwerer auszuhandeln sein. Bei einer Beteiligung von Nicht-EU-Staaten wird es noch komplizierter, da kein gemeinsamer rechtlicher Rahmen mit entsprechenden Institutionen besteht.²⁵⁾ Dennoch könnten solche Lastenteilungsvereinbarungen sicherstellen, dass hinreichend Mittel für die Abwicklung grenzüberschreitend tätiger Banken bereitstehen.

Auch der FSB arbeitet daran, die grenzüberschreitende Kooperation zu verbessern. Ziel ist es, die Rechtssicherheit bei grenzüberschreitenden Abwicklungen zu erhöhen. Im November 2014 hat der FSB ein entsprechendes Rahmenwerk zur Konsultation gestellt.²⁶⁾ Gelingen kann eine intensivere Kooperation indes nur, wenn die beteiligten Regierungen und Aufsichtsbehörden nicht nur in der Planung, sondern auch im Ernstfall dazu bereit sind. Allerdings kann die Bereitschaft steigen, wenn man sich zuvor eindeutige Regeln gesetzt hat.

22 Vgl.: International Monetary Fund (2014b), S. 25 ff.

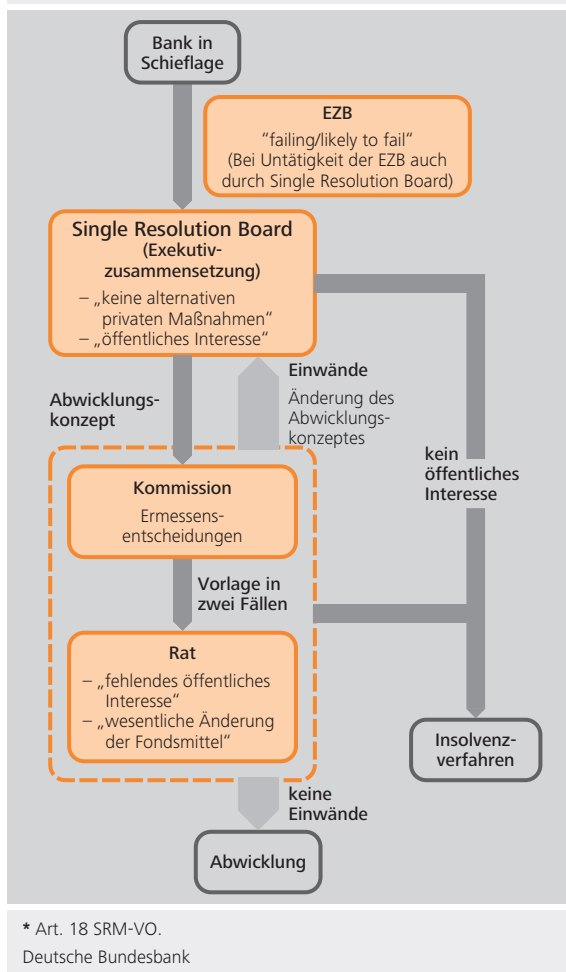
23 Vgl.: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2013), S. 174 ff.

24 Fast alle großen europäischen Banken sind am Londoner Bankenmarkt aktiv. Damit würde das Vereinigte Königreich bei einer solchen rechtlich bindenden Lastenteilungsvereinbarung überproportional stark belastet (im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt).

25 Vgl.: C. Goodhart und D. Schoemaker (2009), S. 160 f.

26 Vgl.: Financial Stability Board (2014c).

Entscheidungsprozesse im einheitlichen Abwicklungsmechanismus*)
 Schaubild 4.2



re, könnten Effektivität und Glaubwürdigkeit des Abwicklungsmechanismus leiden.

Die vorgesehene Einbindung der EU-Kommission birgt zudem die Gefahr eines Interessenkonflikts zwischen ihrer Rolle als Wettbewerbshüterin²⁸⁾ und ihrer Verantwortung im Abwicklungsfall.²⁹⁾ Sie könnte aufgrund dieser Doppelrolle politisch unter Druck geraten, eine Abwicklung zu genehmigen, die dem Grundprinzip öffentlicher Hilfe als letztes geeignetes Mittel entgegensteht. Dieser Interessenkonflikt wird jedoch durch die geschwächte Stellung der EU-Kommission bei der Erstellung des Abwicklungskonzepts (dieses erstellt das Abwicklungsgremium SRB, die EU-Kommission wird daran nicht beteiligt) sowie durch die Regelungen zur Beteiligung privater Gläubiger abgemildert.

Für eine tragfähige Konstruktion des Abwicklungsmechanismus sollte mittelfristig das europäische Primärrecht angepasst werden. Dabei sollte das einheitliche Abwicklungsgremium (Single Resolution Board: SRB) in den europäischen Verträgen fest verankert und mit effizienten Entscheidungsstrukturen versehen werden.

Für eine tragfähige Konstruktion des Abwicklungsmechanismus sollte mittelfristig das europäische Primärrecht angepasst werden.

Komplexe Entscheidungsstrukturen im SRM

Damit der europäische Abwicklungsmechanismus funktioniert, sind aus Sicht der Finanzstabilität effiziente institutionelle Grundlagen und Entscheidungsstrukturen notwendig. Problematisch ist, dass das geltende europäische Primärrecht die Einrichtung einer eigenständigen Abwicklungsbehörde mit umfangreichen Ermessensspielräumen nicht zulässt.²⁷⁾ Infolgedessen sind die Entscheidungsstrukturen des SRM sehr komplex geworden (siehe Schaubild 4.2). Bedenkt man die Vielzahl der in der kurzen Frist der Abwicklungsentscheidung einzubeziehenden Akteu-

Bessere Sanierungs- und Abwicklungsregeln auch für Nichtbanken

Sanierungs- und Abwicklungsregime müssen über den Bankensektor hinaus verbessert werden. Dies

²⁷ Sog. Meroni-Rechtsprechung. Vgl.: Europäischer Gerichtshof (1958).

²⁸ Vgl.: Art. 101–109 AEUV. Bspw. hat die EU-Kommission die Pflicht, öffentliche Hilfen im Rahmen eines Beihilfeverfahrens zu prüfen.

²⁹ Vgl.: Verordnung (EU) Nr. 806/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Juli 2014, Art. 18.

betrifft insbesondere Zentrale Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs). Für diese haben der Ausschuss für Zahlungsverkehr und Marktinfrastrukturen (Committee on Payments and Market Infrastructures: CPMI)³⁰⁾ und die Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions: IOSCO) in ihren Prinzipien für Finanzmarktinfrastrukturen Leitlinien für einen möglichen Sanierungs- oder Abwicklungsfall aufgestellt.³¹⁾ Am 15. Oktober 2014 wurden weitere Leitlinien veröffentlicht, nämlich von CPMI/IOSCO zur Sanierung und vom FSB zur Abwicklung von Finanzinfrastrukturen.³²⁾ Diese internationalen Vorgaben sollen künftig durch einen europäischen Rechtsrahmen für die Sanierung und Abwicklung von Finanzmarktinfrastrukturen weiter konkretisiert werden. Die EU-Kommission plant in der ersten Hälfte des Jahres 2015 einen Entwurf für den europäischen Rechtsrahmen vorzustellen.

Für global systemrelevante Versicherer (Global Systemically Important Insurers: GSIs) werden ebenfalls verbesserte Sanierungs- und Abwicklungsregeln geschaffen. Im Juli 2013 veröffentlichte der FSB eine erste Liste mit als global systemrelevant klassifizierten Instituten sowie entsprechende Politikmaßnahmen. Zu diesen gehört es, die FSB Key Attributes zur Sanierung und Abwicklung von Finanzinstituten umzusetzen. Die Implementierung entsprechender Maßnahmen für die einzelnen GSIs ist inzwischen angelaufen. Erste Crisis Management Groups wurden eingerichtet; Behörden und Institute haben damit begonnen, Sanierungs- und Abwicklungspläne zu entwickeln.

Schließlich laufen Arbeiten, um die Sanierung und Abwicklung von systemrelevanten Finanzinstituten zu verbessern, die weder dem Banken- noch dem Versicherungssektor zuzuordnen sind (Non-Bank-/Non-Insurance-SIFIs: NB/NI-SIFIs). Hier steht der Prozess aber noch am Anfang. Der FSB entwickelt derzeit Methoden, um entsprechende Institute zu identifizieren.

Reform der Einlagensicherung stärkt Vertrauen

Die Harmonisierung der europäischen Einlagensicherungssysteme stellt den dritten Pfeiler der Bankenunion dar. Glaubwürdige Einlagensicherungssysteme tragen maßgeblich dazu bei, das Vertrauen in das Bankensystem zu erhalten und im Krisenfall einen Abzug von Spareinlagen zu vermeiden.

Am 2. Juli 2014 ist die europäische Einlagensicherungsrichtlinie³³⁾ in Kraft getreten. Alle Einleger haben künftig einen Rechtsanspruch auf Entschädigung ausgefallener Einlagen bis zu einer Höhe von 100 000 €. Gleichzeitig wird die finanzielle Ausstattung der Sicherungssysteme verbessert. Alle EU-Staaten sind verpflichtet, ex ante bankenfinanzierte Einlagensicherungsfonds aufzubauen. Deren Zielvolumen entspricht 0,8% der gedeckten Einlagen der Mitgliedsinstitute. Zudem erhalten Einleger einen besseren Zugang zu einer Entschädigung, da die Auszahlungsfrist schrittweise von 20 auf sieben Arbeitstage verkürzt wird. Außerdem werden alle Kreditinstitute künftig verpflichtend einem gesetzlichen beziehungsweise gesetzlich anerkannten Sicherungssystem zugeordnet.

In Deutschland hat die Harmonisierung der Einlagensicherungsrichtlinie Auswirkungen auf die Institutssicherungssysteme der Verbände. Die Institutssicherungssysteme werden erstmals in die Einlagensicherung eingebunden. Sie können sich als gesetzliche Einlagensicherungssysteme anerkennen

³⁰ Vor einer Umbenennung am 1. September 2014 war die Bezeichnung des CPMI: Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems: CPSS).

³¹ Vgl.: Committee on Payment and Settlement Systems und International Organization of Securities Commission (2012).

³² Vgl.: Committee on Payments and Market Infrastructures (2014) und Financial Stability Board (2014 a).

³³ Vgl.: Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014. Die EU-Mitgliedstaaten müssen die Richtlinie bis Mitte 2015 in nationales Recht umsetzen.

lassen. Voraussetzung ist, dass sie die oben genannten Kriterien zum Einlagenfonds erfüllen sowie einen verbindlichen Rechtsanspruch auf Einlegerentschädigung in Höhe der gesetzlichen Deckungssumme einräumen. Dies konterkariert teilweise die Organisation und Durchführung einer Institutssicherung, da ein Entschädigungsfall per Definition nicht eintreten sollte. Allerdings könnten diese Mittel dann auf der letzten Stufe der Haftungskaskade des Bail-in-Instruments benutzt werden. Damit wird voraussichtlich eine Neuorganisation der Institutssicherung bei den Verbänden notwendig.

Die Regelungen zur harmonisierten Einlagensicherung bringen eine Vereinheitlichung und größere Transparenz der Einlagensicherungssysteme in der EU. Sie verbessern den Schutz der Sparer, fördern das Vertrauen in das Bankensystem und stärken somit die Finanzstabilität.

Die Regelungen zur harmonisierten Einlagensicherung verbessern den Schutz der Sparer, fördern das Vertrauen in das Bankensystem und stärken somit die Finanzstabilität.

Eine gemeinsame europäische Einlagensicherung ist in naher Zukunft nicht vorgesehen.³⁴ Dies ist sachgerecht. Denn letztlich hängt die Funktionsfähigkeit der Einlagensicherung immer von den noch in nationaler Verantwortung stehenden staatlichen Backstops ab. Eine gemeinsame Einlagensicherung würde bedeuten, dass alle Länder gemeinsam haften. Dies würde aber auch eine gemeinsame Kontrolle erfordern. Hierfür fehlt es auf europäischer Ebene an einem hinreichenden Maß an fiskalischer Integration.

■ Quellenverzeichnis

Buch, C. M. (2014): Schriftliche Stellungnahme von Prof. Dr. Claudia M. Buch, Vizepräsidentin der Deutschen Bundesbank, anlässlich der öffentlichen An-

hörung des Haushaltsausschusses des Deutschen Bundestages am 6. Oktober 2014 zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des ESM-Finanzierungsgesetzes (BT-Drucksache 18/2577) und zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung der Finanzhilfeeinstrumente nach Artikel 19 des Vertrages vom 2. Februar 2012 zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (BT-Drucksache 18/2580).

Buch, C. M., T. Körner und B. Weigert (2014): Towards Deeper Financial Integration in Europe: What the Banking Union Can Contribute (erscheint in Kürze).

Committee on Payment and Settlement Systems und International Organization of Securities Commissions (2012), Principles for Financial Market Infrastructures, April 2012.

Committee on Payment and Market Infrastructures and Internal Organization of Securities Commissions (2014), Recovery of Financial Market Infrastructures, Oktober 2014.

Deutsche Bundesbank (2013), Finanzstabilitätsbericht, November 2013.

Deutsche Bundesbank (2014), Die neuen europäischen Regeln zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten, Monatsbericht, Juni 2014.

Eurogroup (2014), Statement by the President of the Eurogroup, ESM Direct Recapitalisation Instrument, Juni 2014.

Europäischer Gerichtshof (1958), Urteil vom 13. Juni 1958-9/56, Juni 1958.

Europäische Kommission (2014): Memo: A Comprehensive EU Response to the Financial Crisis: Substantial Progress Towards a Strong Financial Framework

³⁴ Vgl.: Europäische Kommission (2014).

for Europe and a Banking Union for the Eurozone, März 2014.

Financial Stability Board (2014a), Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Substitutions (II-Annex 1: Resolution of Financial Market Infrastructures (FMIs) and FMI Participants), Oktober 2014.

Financial Stability Board (2014b), Adequacy of loss-absorbing capacity of global systemically important banks in resolution, November 2014.

Financial Stability Board (2014c), Cross-border Recognition of Resolution Action, November 2014.

Goodhart, C. und D. Schoenmaker (2009), Fiscal Burden Sharing in Cross Border Banking Crises, International Journal of Central Banking Vol 5 No 1, März 2009.

International Monetary Fund (2013), A Banking Union for the Euro Area, Staff Discussion Note 13/01, Februar 2013.

International Monetary Fund (2014a), Global Financial Stability Report, April 2014.

International Monetary Fund (2014b), Cross Border Bank Resolution: Recent Developments, Juni 2014.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2013), Gegen eine rückwärtsgewandte Wirtschaftspolitik, Jahresgutachten 2013/2014, November 2013.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2014), Mehr Vertrauen in Marktprozesse, Jahresgutachten 2014/2015, November 2014.

Der Risikoverbund von Banken und Staaten

Banken und Staaten sind über verschiedene Kanäle eng miteinander verbunden. Auf der einen Seite können staatliche Solvenzkrisen einen negativen Einfluss auf die Bonität von Banken haben. Auf der anderen Seite kann die Schieflage von Banken staatliche Stützungsmaßnahmen auslösen und damit die Nachhaltigkeit öffentlicher Haushalte beeinträchtigen. Im Zuge der Finanz- und Staatsschuldenkrise sind die negativen Folgen des Risikoverbundes zwischen Banken und Staaten besonders deutlich geworden. Es hat sich gezeigt, dass aus einer solch engen Verflechtung in einer Krisenphase eine sich selbst verstärkende Rückkopplungsschleife entstehen kann.

Wenn Banken Kredite an Regierungen geben beziehungsweise Staatsanleihen erwerben oder wenn Banken mit expliziten staatlichen Garantien oder Kapital gestützt werden, entstehen direkte Ansteckungskanäle. Aber auch indirekte Verflechtungen können bedeutsam sein. Beispiele hierfür sind implizite staatliche Garantien für als systemrelevant erachtete Institute oder eine mögliche Korrelation der Finanzierungsbedingungen von Staaten und Banken gerade in Krisenzeiten.

Die europäische Bankenunion kann einen Beitrag zur Entkopplung der Risiken von Staaten und Banken leisten. Die enge Verknüpfung von Bank- und Staatsrisiken beruht jedoch zu einem guten Teil auf Privilegierungen von Staatsschuldtiteln in der Bankenregulierung. Diese Privilegien stellen eine institutionelle Schneise für Risikoübertragungen dar, die geschlossen werden sollte. Daher sollte die bestehende Vorzugsbehandlung, beispielsweise im Hinblick auf die Kapitalunterlegungspflichten und geltende Großkreditgrenzen, mittel- bis langfristig beendet oder zumindest substanziell abgebaut werden.

Regulatorische Privilegien begünstigen Risikoverbund zwischen Banken und Staaten

Wie die Finanz- und Staatsschuldenkrise gezeigt hat, können sich aus den engen Verflechtungen zwischen Staaten und Banken erhebliche negative Folgen für die Finanzstabilität ergeben. Ein Ziel der europäischen Bankenunion ist es, diese Verflechtungen zu lockern, indem insbesondere private Gläubiger stärker an möglichen Verlusten von Banken beteiligt werden.

Der Nexus zwischen Banken und Staaten resultiert jedoch zu einem guten Teil aus der regulatorischen Privilegierung staatlicher Verbindlichkeiten. Diese Sonderregeln umfassen die faktische Nullgewichtung von Forderungen gegenüber staatlichen Schuldnern, ihre Freistellung von geltenden Großkreditobergrenzen sowie die bevorzugte Anerkennung in der Liquiditätsregulierung.¹⁾ Ohne eine mittel- bis langfristige Beendigung dieser Privilegien dürfte es kaum gelingen, die negativen Wechselwirkungen zwischen Staaten und Kreditinstituten nachhaltig einzudämmen.

Unabhängig von den regulatorischen Privilegien bestehen für Banken gute Gründe für das Halten von Staatsschuldtiteln.²⁾ Banken benötigen sichere und liquide Aktiva, um die Verwundbarkeit gegenüber negativen Liquiditäts- und Preisschocks zu verringern. Staatsanleihen mit hoher Bonität und tiefen Märkten erfüllen diese Bedingung. Außerdem spielen Staatsanleihen als Sicherheiten im Interbankenmarkt und damit für das Liquiditätsmanagement eine wichtige Rolle.³⁾ Diese Anreize für das Halten von Staatsanleihen würden auch bei einer Rückführung der regulatorischen Privilegien bestehen bleiben.

Grundsätzlich sind die Abhängigkeiten zwischen Banken und Staaten wechselseitiger Natur, sodass im Krisenfall Ansteckungseffekte sowohl von Staa-

ten auf Banken als auch von Banken auf Staaten ausgehen können.⁴⁾

Auf der einen Seite wirken staatliche Solvenzrisiken über verschiedene Transmissionskanäle auf die Bonität und die Finanzierungsmöglichkeiten von Banken. Verschlechterungen der finanziellen Situation eines Staates können über niedrigere Bewertungen von Staatsschuldtiteln unmittelbar auf die Risiken der Aktiva von Banken durchschlagen.

Banken verwenden Staatsanleihen aber auch als Sicherheiten bei der Markt- und Zentralbankrefinanzierung. Daher erschweren Wertminderungen von Staatsanleihen aufgrund von Nachschusspflichten (Margin Calls) oder höheren Wertabschlägen (Haircuts) die Bankenfinanzierung.⁵⁾ Auch über die Passivseite der Bankbilanzen beeinflusst die finanzielle Robustheit des Staates die Banken. Die staatlichen Finanzierungskosten bilden im Regelfall die Untergrenze der Finanzierungskosten heimischer Banken.⁶⁾ Schließlich können explizite und implizite staatliche Garantien die Finanzierungskosten der heimischen Banken reduzieren und infolgedessen zu Fehlanreizen und Wettbewerbsverzerrungen führen.⁷⁾

Auf der anderen Seite können Banken Staatsschuldenkrisen auslösen oder verschärfen. Beispielsweise sahen sich Staaten bei Schieflagen

Staatliche Solvenzrisiken wirken über verschiedene Transmissionskanäle auf die Bonität von Banken.

1 Vgl.: Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2014) und T. Büttner, K. A. Konrad und J. Rocholl (2014).

2 Unter Staatsschuldtiteln werden hier alle Forderungen gegenüber dem Staat verstanden, insbesondere Staatsanleihen und Buchkredite.

3 Vgl. auch: International Monetary Fund (2012), S. 88 ff.

4 Zum Verhältnis von Banken- und Staatsschuldenkrisen vgl. u. a.: L. Laeven und F. Valencia (2012).

5 Vgl. auch: P. Angelini, G. Grande und F. Panetta (2014).

6 Vgl.: Committee on the Global Financial System (2011).

7 Vgl.: A. Haldane (2010), K. Ueda und B. Weder di Mauro (2012), J. Noss und R. Sowerbutts (2012) sowie S. Schich und S. Lindh (2012).

systemisch relevanter Banken häufig zu umfangreichen Eigenkapitalhilfen gezwungen, die die öffentlichen Haushalte belasten. Außerdem werden Risiken aus der Ausgliederung und Abwicklung von

Schief lagen von Banken können Staats-schuldenkrisen auslösen oder verschärfen.

Problemaktiva häufig von den öffentlichen Haushalten getragen, wie in Deutschland der Fall der verstaatlichten Hypo Real Estate gezeigt hat. Zudem stellen Bankverbindlichkeiten mögliche staatliche Verbindlichkeiten dar, wenn explizite oder implizite Garantien des Staates bestehen oder von Marktteilnehmern unterstellt werden.⁸⁾

Empirischer Befund: Verflechtungen zwischen Banken und Staaten haben sich intensiviert

Die fortschreitende Integration der europäischen Finanzmärkte im Zuge der Währungsunion führte dazu, dass Banken zunehmend in Staatsschuldtitle anderer Mitgliedstaaten investierten. Insbesondere Großbanken aus den Kernstaaten der Währungsunion nutzten bestehende Renditedifferenzen gegenüber Staaten mit niedriger Bonität aus. Aufgrund der bevorzugten regulatorischen Behandlung von Staatsschulden konnte dies ohne zusätzliche regulatorische Eigenkapitalanforderungen geschehen.⁹⁾ In vielen Staaten des Währungsraumes wirkte dies wie ein Katalysator für den Aufbau nicht nachhaltiger Haushaltspositionen.

Krise offenbart Ansteckungsrisiken ...

Im Zuge der Finanz- und Staatsschuldenkrise haben die engen Verflechtungen zwischen Banken und

Staaten zu den oben beschriebenen Ansteckungseffekten geführt.

Im Verlauf der Krise übertrugen sich zunächst die steigenden Staatenrisiken auf die Banken. Die Banken der Kernstaaten sahen sich einer Neubepreisung von Risiken der von ihnen gehaltenen Staatsschuldtitle gegenüber. Untersuchungen zufolge wiesen vor allem Institute mit einem größeren Bestand an risikoreichen Staatsschuldtitle ein höheres Ausfallrisiko auf.¹⁰⁾ Diese Banken waren daher bestrebt, ihre Portfolios stärker in heimische notenbankfähige Wertpapiere umzuschichten.¹¹⁾ Außerdem führten sie ihre (syndizierte) Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen zurück.¹²⁾ Viel spricht dafür, dass die betroffenen nichtfinanziellen Unternehmen – vor allem aus den Krisenstaaten oder mit Finanzierungsbeziehungen dorthin – aus diesem Grund ein geringeres Investitions- und Beschäftigungswachstum sowie rückläufige Absatzzahlen aufwiesen.¹³⁾

Zudem wurden die im Vorfeld der Finanz- und Staatsschuldenkrise aufgebauten grenzüberschreitenden Positionen an Staatsanleihen in den Bankbilanzen abgebaut (Schaubild 5.1). Verstärkt wurde dieser Trend dadurch, dass die Banken gleichzeitig gezwungen waren, ihre Verschuldung zurückzuführen (Deleveraging).¹⁴⁾ Diese Reaktion führte wieder-

Öffentliche Stützungsmaßnahmen verlagerten die Risiken von Problembanken auf den Staatshaushalt.

8 Vgl.: S. Gerlach, A. Schulz und G. Wolff (2010).

9 Vgl.: V. V. Acharya und S. Steffen (2014).

10 Vgl.: V. De Bruyckere, M. Gerhardt, G. Schepens und R. V. Venet (2013) sowie A. Alter und B. Beyer (2014).

11 Vgl. hierzu: T. Hildebrand, J. Rocholl und A. Schulz (2012), die diese Umschichtungen bei Banken mit einem hohen Bestand an griechischen Staatsanleihen beobachten.

12 Vgl.: A. Popov und N. van Horen (2013).

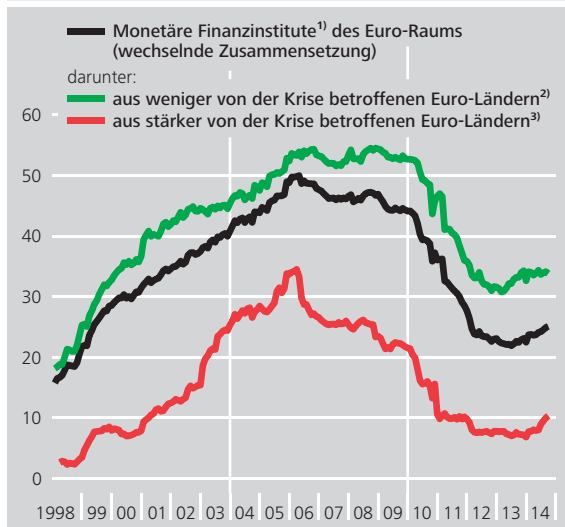
13 Vgl.: V. V. Acharya, T. Eisert, C. Eufinger und C. Hirsch (2014).

14 Vgl.: International Monetary Fund (2013). Für Banken der Kernstaaten könnte außerdem das im Zuge der europäischen Staatsschuldenkrise gestiegene Reputationsrisiko in Zusammenhang mit Engagements in risikoreichen Staaten eine Rolle gespielt haben.

**Von Monetären Finanzinstituten
 gehaltene Wertpapiere ausländischer
 öffentlicher Haushalte des Euro-Raums**

Schaubild 5.1

in % des Gesamtbestandes der von den Instituten gehaltenen Wertpapiere öffentlicher Haushalte des Euro-Raums, Monatswerte



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. 1 Ohne Zentralbanken. 2 Belgien, Deutschland, Frankreich, Niederlande und Österreich. 3 Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien.
 Deutsche Bundesbank

um zu Rückkopplungseffekten auf die von der Krise besonders betroffenen Staaten. Durch den Abbau der grenzüberschreitenden Positionen weiteten sich die zuvor stark verringerten Renditedifferenzen zwischen den Anleihen der Mitgliedstaaten wieder aus. Die Finanzierungskosten der von der Krise besonders betroffenen Staaten stiegen.

Außerdem belasteten staatliche Bankenstützungen die öffentlichen Haushalte. So verschlechterte die Schiefelage der Banken gerade in Irland, Spanien und Zypern die Situation der öffentlichen Haushalte drastisch. Diese Staaten waren gezwungen, in teils erheblichem Umfang direkte Stützungsmaßnahmen für den Bankensektor zu gewähren. Somit verlagerten sich die Risiken von Problembanken direkt auf den Staatshaushalt.

Diese Entwicklungen verschärfen die europäische Staatsschuldenkrise. Mittels außergewöhnlicher

Maßnahmen stellte die Geldpolitik die Liquidität der europäischen Finanzmärkte sicher, auch um den von der Krise besonders betroffenen Staaten Zeit für notwendige Strukturreformen und die Konsolidierung der Haushalte zu verschaffen.

Nach Ausbruch der Finanzkrise gewährten die Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) dem Bankensektor in außerordentlichem Umfang Eigenkapital- und Liquiditätshilfen (Tabelle 5.1). Die Europäische Kommission genehmigte zwischen Oktober 2008 und Oktober 2013 mehr als 400 Beihilfemaßnahmen zugunsten des Finanzsektors. Das quantitativ bedeutendste Instrument waren Garantien von Bankverbindlichkeiten. Ihren Höchststand erreichten diese im Jahr 2009 mit 836 Mrd €, das entsprach 7,1% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) der EU. Hinzu kamen 70 Mrd € anderweitige Liquiditätsstützen. Die staatlichen Garantien erreichten teilweise enorme Höhen. So sprach die irische Regierung eine Blankogarantie für die Verbindlichkeiten der größten Banken aus, die sich im Jahr 2009 auf 284 Mrd € oder 174% des BIP belief (Deutschland: 135 Mrd € oder 5,6% des BIP).

... und verstärkt Banken-Staaten-Nexus

Viele Staaten sahen sich in der Krise dazu gezwungen, Finanzinstitute zu rekapitalisieren oder sogar ganz in staatliches Eigentum zu überführen. Zwischen 2008 und 2012 stellten EU-Mitgliedstaaten Kreditinstituten insgesamt 413 Mrd € an Eigenkapital zur Verfügung. Hier steht das Vereinigte Königreich mit 82 Mrd € an erster Stelle, gefolgt von Deutschland mit 64 Mrd €. Im Jahr 2013 erfolgten weitere mit öffentlichen Mitteln finanzierte Rekapitalisierungen

Viele Staaten sahen sich in der Krise dazu gezwungen, Finanzinstitute zu rekapitalisieren oder ganz in staatliches Eigentum zu überführen.

in Griechenland und Slowenien, die jeweils gut 10% des jeweiligen BIP entsprachen.

Zu den Eigenkapitalhilfen kamen sonstige Kapitalhilfen hinzu, insbesondere durch die Übernahme von Problemaktiva in Höhe von insgesamt 179 Mrd € (1,4% des BIP). Hier sticht Deutschland mit 80 Mrd € (3% des BIP) hervor. Es folgt das Vereinigte Königreich mit 40 Mrd € (2,1% des BIP).

Inzwischen ist infolge der Reform- und Sanierungsmaßnahmen der Banken, der Mitgliedstaaten sowie der EU der Staatseinfluss auf die Passivseite der Banken rückläufig: Garantien werden zunehmend nicht mehr genutzt und erste Banken haben staatliche Kapitalhilfen zurückgezahlt.

Ausbau der Forderungen gegenüber dem Heimatstaat

Der Risikoverbund zwischen Banken und Staaten verstärkte sich auch dadurch, dass die Banken in den von der Schuldenkrise besonders betroffenen Staaten

Die Banken in den von der Schuldenkrise besonders betroffenen Staaten haben ihre Bestände an heimischen Staatsanleihen teilweise deutlich erhöht.

ihre Bestände an heimischen Staatsanleihen teilweise deutlich erhöhten. In Spanien (9,5%) und Italien (10,3%) lag der Anteil heimischer Staatsanleihebestände an der Bilanzsumme des jeweiligen Bankensystems Ende des dritten Quartals 2014 erheblich über dem Durchschnitt der Währungsunion (4,4%).¹⁵⁾

Für den Ausbau von Forderungen gegenüber heimischen öffentlichen Haushalten durch Kreditinstitute (Home Bias) existieren verschiedene Erklärungsansätze. Der wissenschaftlichen Literatur zufolge könnten inländische Institute zum einen komparative Vorteile bei der Übernahme von Risiken aus

Öffentliche Hilfen in der Finanzkrise Tabelle 5.1

Land/ Länder- gruppe	Rekapitalisierungen und sonstige Kapitalhilfen		Ausstehende Garantien und sonstige Liquiditätshilfen			
	2008 bis 2012		2009		2012	
	Mrd €	in % des BIP von 2012	Mrd €	in % des BIP von 2012	Mrd €	in % des BIP von 2012
Europäische Union ¹⁾	591,9	4,6	906,0	7,7	534,5	4,1
darunter:						
Belgien	40,4	10,7	46,8	13,9	45,8	12,2
Deutschland	144,2	5,5	135,0	5,6	10,0	0,4
Frankreich	26,3	1,3	92,7	4,9	53,4	2,6
Griechenland	37,3	19,2	5,8	2,4	65,1	33,6
Irland	65,4	40,0	284,3	173,8	84,2	51,5
Italien	6,1	0,4	0,0	0,0	85,7	5,5
Portugal	9,9	6,0	9,0	5,4	16,8	10,1
Spanien	88,1	8,4	55,4	5,3	75,4	7,2
Vereinigtes Königreich	122,8	6,5	165,1	10,5	54,6	2,9

Quelle: Europäische Kommission. 1 In der Zusammensetzung von 27 Mitgliedstaaten.
 Deutsche Bundesbank

heimischen Staatsschuldtiteln haben. Dieser Vorteil wird beispielsweise damit begründet, dass in einzelnen Fällen Staaten heimische Gläubiger bei einem Zahlungsausfall durch eine bevorzugte Rückzahlung oder Anpassungen der nationalen Regulierung bes-

¹⁵⁾ Zur Entwicklung bis September 2013 vgl. auch: Deutsche Bundesbank (2013a), S. 33 f.

ser stellten.¹⁶⁾ Heimische Banken hätten somit eine höhere erwartete Rendite auf diese Staatsforderungen als ausländische Gläubiger. Außerdem wird der Home Bias als Reaktion auf ein wahrgenommenes höheres Risiko einer Währungsumstellung verstanden.¹⁷⁾

Zum anderen könnte die Suche nach Rendite durch die Banken der Krisenstaaten und eine mögliche Einflussnahme der heimischen Regierungen eine Rolle spielen.¹⁸⁾ Schwach kapitalisierte Banken in den europäischen Krisenstaaten könnten außerdem einen Anreiz haben, riskante heimische Staatsschuldtitel zu kaufen, um asymmetrisch von den Gewinnmöglichkeiten zu profitieren, während das Verlustrisiko durch die beschränkte Haftung der Manager und der Eigenkapitalgeber begrenzt bleibt (Gambling for Resurrection).¹⁹⁾ Der Home Bias dürfte ferner durch die dreijährigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems (Longer-Term Refinancing Operation: LTRO) Ende 2011 und Anfang 2012 verstärkt worden sein.²⁰⁾

Mit steigendem Home Bias ging eine geringere Diversifizierung von Anlagen einher, die den Banken-Staaten-Nexus verstärkte. Dies gilt insbesondere für die von der Krise besonders betroffenen Staaten. Auch diese Entwicklung wurde durch eine regulatorische Privilegierung von Forderungen gegen Staaten – die Ausnahme von den Großkreditregelungen – gefördert.

Deutsche Banken schichten Staatsanleihen-Portfolios um

Die Anfälligkeit deutscher Banken gegenüber Risiken aus Investitionen in Staatsanleihen lässt sich mithilfe der Statistik über Wertpapierinvestments untersuchen.²¹⁾ Insgesamt beträgt das dort von der Bundesbank erfasste Engagement deutscher Kreditinstitute in Staatsanleihen 375 Mrd € und damit 4,9% der aggregierten Bilanzsumme.²²⁾ Seit dem Ausbruch

der Finanzkrise im Jahr 2008 schwankt der Anteil von Staatsanleihen zwischen 3,7% und 5,0% der aggregierten Bilanzsumme. Dabei hat sich die Zusammensetzung der Portfolios deutlich verändert, da die deutschen Banken ihr Engagement in Staatsanleihen stärker an der volkswirtschaftlichen Lage und am Ausfallrisiko eines Staates ausgerichtet haben.²³⁾

Deutsche Banken haben ihre Staatsanleihen-Portfolios stärker an der volkswirtschaftlichen Lage sowie am Ausfallrisiko eines Staates ausgerichtet.

In der Folge sind zwei gegenläufige Entwicklungen im Risikoprofil des Staatsanleihen-Portfolios im Sinne einer Spreizung zu beobachten (Schaubild 5.2).

¹⁶ Vgl.: F. Broner, A. Erce, A. Martin und J. Ventura (2014) und F. Broner, A. Martin und J. Ventura (2010) für theoretische Modellierungen dieser Zusammenhänge sowie F. Brutti und P. Sauré (2014) für eine empirische Untersuchung. Ein Grund könnte sein, dass eine Belastung heimischer Gläubiger die heimische Konjunktur stärker belastet als eine Belastung ausländischer Gläubiger. Ebenso könnten heimische Gläubiger die Chancen der Wiederwahl einer Regierung stärker beeinflussen. Bei der griechischen Restrukturierung der Staatsschulden wurden heimische Gläubiger jedoch nicht bevorzugt.

¹⁷ Vgl. hierzu: M. Battistini, M. Pagano und S. Simonelli (2014), die einen Anstieg des Home Bias für Banken des Euro-Raums nach einem Anstieg der systematischen Risikokomponente in den Renditen heimischer Staatsanleihen finden, sowie P. Angelini, G. Grande und F. Panetta (2014).

¹⁸ Vgl.: V. V. Acharya und S. Steffen (2014) und M. Battistini, M. Pagano und S. Simonelli (2014).

¹⁹ Vgl.: V. V. Acharya und S. Steffen (2014).

²⁰ Im Dezember 2011 und im Februar 2012 bot die EZB zwei langfristige Refinanzierungsgeschäfte mit Laufzeiten von etwa drei Jahren an. Die Dreijahrestender wurden im Vollzuteilungsverfahren durchgeführt und waren mit der Möglichkeit einer vorzeitigen Rückzahlung durch die Geschäftspartner nach einer Mindestlaufzeit von jeweils etwa einem Jahr ausgestattet. Für den Tender mussten die Banken einen variablen Zinssatz entrichten, welcher sich nach dem für die Periode geltenden durchschnittlichen Hauptrefinanzierungssatz richtete. Zusammengenommen erzielten die beiden Operationen ein Bietungs- und Zuteilungsvolumen von über 1000 Mrd €. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2012), S. 25 ff.

²¹ Zu dieser Statistik vgl. auch: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Service/Meldewesen/statistik_ueber_wertpapierinvestments.html

²² Erfasst wurden alle Banken in Deutschland auf Einzelinstituts-ebene. Stand: zweites Quartal 2014; Bewertung zu Nennwerten.

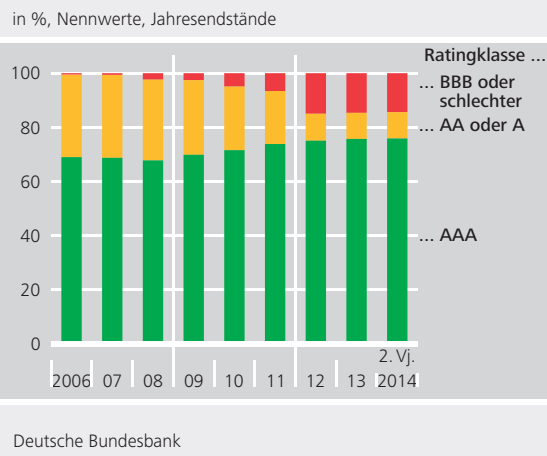
²³ Vgl.: C. M. Buch, M. Kötter und J. Ohls (2013).

Zum einen haben die deutschen Banken ihre Anleihebestände von Staaten mit erstklassiger Bonität seit der Finanzkrise stark ausgebaut. Dieser Anstieg ist zu einem großen Teil auf den Zukauf deutscher Staatsanleihen zurückzuführen. Zum anderen wuchs zeitgleich auch der Anteil der als riskant bewerteten Anleihen (Rating BBB oder schlechter) in den Staatsanleihen-Portfolios deutscher Banken von 0,6% Ende 2006 auf rund 14% im zweiten Quartal 2014. Dieser Anstieg ist für alle Bankengruppen zu beobachten, jedoch am deutlichsten für die Pfandbriefbanken mit einem Zuwachs von 0,3% aller Staatsanleihen Ende 2006 auf 51% im zweiten Quartal 2014.

Die Ausweitung des Anteils riskanter Staatsanleihen im Portfolio ist jedoch überwiegend von Ratingverschlechterungen des Altbestandes getrieben und nicht von Nettozukaufen riskanter Staatsanleihen. Die deutschen Banken haben vielmehr ihr bestehendes Engagement gegenüber öffentlichen Schuldern mit abnehmender Kreditqualität deutlich reduziert.²⁴⁾ Ohne diese Umschichtungen, gerechnet mit den Beständen von Anfang 2007, würden die Staatsanleihen-Portfolios insgesamt mittlerweile zu 27% aus Anleihen mit Rating BBB oder schlechter bestehen, statt der tatsächlich beobachteten 14%.²⁵⁾ Ein weiterer Abbau der Risikopositionen in den Staatsanleihen-Portfolios wäre zu Zeiten des Höhepunkts der Finanzkrise vermutlich mit sinkenden Marktpreisen und Wertverlusten der auf der Bilanz verbleibenden Positionen einhergegangen.

Zusammengenommen führen diese Entwicklungen, wie Schaubild 5.2 zeigt, zu einem Rückgang des Bestandes von Staatsanleihen mit Rating AA oder A und zu einer bipolaren Verteilung im Portfolio des deutschen Bankensystems.

Risikogehalt der Staatsanleihen-Portfolios von Banken in Deutschland Schaubild 5.2



Aktuelle Bankenregulierung fördert Banken-Staaten-Nexus

Die Privilegierung von Staatsschuldtiteln in der Bankenregulierung, wie die faktische Nullgewichtung von Forderungen gegenüber staatlichen Schuldern, deren Freistellung von geltenden Großkreditobergrenzen oder die bevorzugte Anerkennung in der Liquiditätsregulierung, fördert den Risikoverbund zwischen Banken und Staaten. Diese Regelungen sollten daher grundlegend überdacht werden.

Die regulatorischen Sonderregeln können zu einer unzureichenden Kapitalunterlegung von Krediten an öffentliche Haushalte führen. Wenn die Privilegierung auf diesem Weg geringere Risikoprämien für Staatsanleihen zur Folge hat, kann dies die disziplinierende Wirkung des Marktes auf die Staatsfinanzen schwächen. Durch die beschriebenen wechselseitigen Abhängigkeiten von Staaten und Kreditinstituten wären letztere wiederum höheren Risiken ausgesetzt.²⁶⁾

²⁴ Vgl.: C. M. Buch, M. Kötter und J. Ohls (2013).

²⁵ Stand: zweites Quartal 2014.

²⁶ Vgl.: C. W. Calomiris und S. H. Haber (2014) zur Interaktion zwischen Staat und Bankensystem.

Des Weiteren hat sich im Zuge der Staatsschuldenkrise gezeigt, dass auch in einer Währungsunion unter Umständen staatliche Schuldenschnitte notwendig werden können. Diese können erschwert werden, wenn Banken hohe Forderungen ge-

Staatliche Schuldenschnitte können erschwert werden, wenn Banken hohe Forderungen gegenüber staatlichen Schuldnern halten.

genüber staatlichen Schuldnern halten, insbesondere wenn diese nicht angemessen mit Eigenkapital unterlegt werden. Die daraus resultierende mangelnde Risikotrag-

fähigkeit der Banken sowie eine hohe Konzentration staatlicher Solvenzrisiken im Bankensystem beeinträchtigen die Möglichkeit geordneter Insolvenzen von Kreditinstituten oder staatlicher Schuldenschnitte. Die Staatsschuldenkrise hat aber gezeigt, wie wichtig es ist, dass das Finanzsystem selbst den Extremfall eines staatlichen Schuldenschnitts abfedern kann.

Die Sonderregeln begünstigen ferner sogenannte Carry Trades, bei denen Kreditinstitute den Kauf von höher rentierenden Staatsanleihen durch günstige Refinanzierungen bei der Notenbank finanzieren und die resultierende Marge verdienen. Gerade große und schwächer kapitalisierte Kreditinstitute haben einen Anreiz, ein besonders großes Engagement gegenüber öffentlichen Emittenten einzugehen.²⁷⁾ Dadurch können sich Bilanzrisiken erhöhen, die die Stabilität des Finanzsystems schwächen. Wenn die Preise der Staatsanleihen fallen und die Liquidität im Markt abnimmt, fällt es Kreditinstituten schwer, ihre Staatsanleihebestände zu reduzieren, da sie unter Umständen davor zurückscheuen, Verluste zu realisieren. Zusätzlich haben Verkäufe negative Auswirkungen auf die Marktpreise und den Wert der in der Bilanz verbleibenden Positionen.

Zwar erhöht die privilegierte regulatorische Behandlung tendenziell die Nachfrage nach Staatsschuldtiteln, was bei gleichbleibendem Angebot die Rendi-

ten senkt und die Staatsfinanzen entlastet. Allerdings werden dadurch die Preise verzerrt und die Disziplinierung durch die Märkte geschwächt, sodass es zu einer übermäßigen Ausweitung der Staatsverschuldung kommen kann. Sofern es eine – regulatorisch bedingte – Verdrängung privater Kreditnehmer gibt, kann auch die wirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigt werden, mit wiederum negativen Auswirkungen auf die Staatsfinanzen.

Privilegierung von Staatsschuldtiteln konsequent abbauen

Regulatorische Privilegierungen sind in einer marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung nur dann gerechtfertigt, wenn sie die Wohlfahrt steigern, indem sie ein beispielsweise durch externe Effekte verursachtes Versagen des Marktmechanismus korrigieren. Diese Voraussetzungen scheinen bei der bevorzugten regulatorischen Behandlung von Staatsschulden nicht gegeben. Durch die Privilegierung von Staatsschuldtiteln wird die Anlageentscheidung von Kreditinstituten zugunsten von Staatsschuldtiteln beeinflusst, woraus sich Effekte auf die relativen Marktpreise verschiedener Anlageformen und die Finanzierungskosten von Schuldnern ergeben können.

Um Ansteckungsgefahren zwischen Banken und Staaten zu mindern und so die Finanzstabilität zu stärken, sollte die Bevorzugung von Forderungen gegenüber Staaten darum mittel- bis langfristig beendet, zumindest aber substanziell abgebaut werden. Da dies erhebliche Konsequenzen sowohl für Investoren als auch für einige staatliche Emittenten haben kann, ist für die Umsetzung ein mittel- bis langfristig angelegter Plan vonnöten. Dieser Plan könnte auch eine stufenweise Beendigung der Privilegierung über

²⁷ Vgl.: V. V. Acharya und S. Steffen (2014).

einen längeren Zeitraum vorsehen. Er sollte sich auf fünf Handlungsfelder konzentrieren:

Nullgewichtung abschaffen

Forderungen gegenüber staatlichen Schuldern in den Bankbilanzen sollten angemessen mit Eigenmitteln unterlegt werden. Grundlage für die Nullge-

Die gegenwärtige faktische Nullgewichtung von Forderungen gegenüber staatlichen Schuldern spiegelt das tatsächliche Risiko dieser Positionen nicht adäquat wider.

wichtung in der EU ist eine im Baseler Rahmenwerk vorgesehene Ausnahmeregelung. Die gegenwärtige faktische Nullgewichtung von Forderungen gegenüber staatlichen Schuldern spiegelt das tatsächliche Risiko dieser Positionen nicht adäquat wider. Die Eigenmittelunterlegung von Forderungen gegenüber staatlichen Schuldern ist mithin risikoadäquat auszugestalten, um den sachlich nicht begründeten Finanzierungskostenvorteil für den öffentlichen Sektor aufzuheben.²⁸⁾

Großkreditobergrenzen anwenden

Großkreditobergrenzen sollten für alle Forderungen der Kreditinstitute gelten. Im Baseler Regelwerk wurde vereinbart, die Obergrenze für Forderungen gegenüber einzelnen

Großkreditobergrenzen sollten für alle Forderungen der Kreditinstitute gelten.

Kreditnehmern beziehungsweise Gruppen verbundener Kunden nicht auf Forderungen gegenüber dem Staat anzuwenden. Diese bis 2019 umzusetzende Baseler Regelung gilt im EU-Großkreditregelwerk schon jetzt für diejenigen Staatsschuldtitel, die im Kreditrisikostandardansatz eine Nullgewichtung erhalten. Das Ziel, Risiken zu diversifizieren, wird durch diese bevorzugte Behandlung staatlicher Schuldner konter-

kariert. Eine Großkreditobergrenze sollte daher künftig auch für Forderungen gegenüber Staaten gelten.

Liquiditätsregulierung überprüfen

Auch in der Liquiditätsregulierung werden Staatsanleihen bevorzugt behandelt. In den Bestimmungen der Liquiditätsdeckungsquote (Liquidity Coverage Ratio: LCR) und der strukturellen Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio: NSFR)²⁹⁾ sollen Staatsanleihen gemäß ihrem tatsächlichen Liquiditätsstatus eingestuft werden. Die ab 2015 geltende Liquiditätsregulierung geht von einer stets gegebenen Liquidität der Märkte für Staatsanleihen aus.

Die generelle Unterstellung jederzeitiger Marktliquidität bei Staatsanleihen ist nicht gerechtfertigt.

Zwar weisen diese typischerweise eine sehr hohe Marktliquidität auf, die Staatsschuldenkrise hat jedoch gezeigt, dass diese Annahme nicht immer richtig ist. Die generelle Unterstellung einer jederzeit gewährleisteten Marktliquidität bei Staatsanleihen ist somit nicht gerechtfertigt.

Transparenz erhöhen

Risikopositionen sollten stets umfassend offengelegt werden, da Kapitalgeber von Kreditinstituten darauf angewiesen sind, sich ein umfassendes Bild der von den Instituten eingegangenen tatsächlichen Chancen und Risiken machen zu können. Höhere Transparenz verringert die Unsicherheit der Investoren und kann insbesondere in krisenhaften Situationen einen Anstieg der Volatilität und negative Vertrau-

²⁸ Eine bevorzugte regulatorische Behandlung von Staatsschuldtiteln könnte höchstens aus der Tatsache begründet werden, dass Banken aus ökonomischen Gründen in sichere Aktiva (d. h. Staatsschuldtitel) investieren müssen. Dies sollte einer risikoadäquaten Eigenkapitalunterlegung aber nicht entgegenstehen.

²⁹ Zu den neuen Anforderungen an die Liquiditätsvorsorge vgl. auch: Deutsche Bundesbank (2013b), S. 105.

Erweiterte Offenlegungspflichten der Banken fördern die disziplinierende Funktion der Finanzmärkte und tragen dazu bei, systemische Risiken einzudämmen.

Funktion der Finanzmärkte zu fördern und systemische Risiken einzudämmen.

Konsistente Regulierung aller Finanzintermediäre sicherstellen

Forderungen gegenüber staatlichen Schuldern sollten grundsätzlich konsistent zu Forderungen gegenüber anderen Schuldern behandelt werden. Darüber hinaus ist Konsistenz innerhalb der Regu-

Forderungen gegenüber staatlichen Schuldern sollten grundsätzlich konsistent zu Forderungen gegenüber anderen Schuldern behandelt werden.

larien für die Kreditwirtschaft sowie über die einzelnen Sektoren des Finanzsystems hinweg notwendig, um Regulierungsarbitrage einschließlich der damit einhergehenden Stabilitätsrisiken und Verzerrungen zu minimieren. Sie impliziert deshalb auch den Abbau von Staatsschulden privilegierenden Sonderregeln bei Nichtbank-Finanzintermediären wie beispielsweise Versicherern. Zudem ist darauf zu achten, dass in zukünftigen Regulierungsvorhaben keine erneute Privilegierung staatlicher Forderungspositionen entsteht (z. B. Abschläge bei Wertpapierfinanzierungsgeschäften auf Basis von Staatsanleihen, EU-Trennbankenvorschlag).

enseffekte begrenzen. Erweiterte Offenlegungspflichten über die Risikopositionen in den Staatsanleihen-Portfolios der Banken sind daher geeignet, die disziplinierende

Stabilitätsrisiken und Verzerrungen zu minimieren. Sie impliziert deshalb auch den Abbau von Staatsschulden privilegierenden Sonderregeln bei Nichtbank-Finanzintermediären wie beispielsweise Versicherern. Zudem ist darauf zu achten, dass in zukünftigen Regulierungsvorhaben keine erneute Privilegierung staatlicher Forderungspositionen entsteht (z. B. Abschläge bei Wertpapierfinanzierungsgeschäften auf Basis von Staatsanleihen, EU-Trennbankenvorschlag).

■ Quellenverzeichnis

Acharya, V. V., T. Eisert, C. Eufinger und C. Hirsch (2014), Real Effects of the Sovereign Debt Crisis in Europe: Evidence from Syndicated Loans, mimeo, CEPR Discussion Paper 10108, August 2014.

Acharya, V. V. und S. Steffen (2014), The „Greatest“ Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks, Journal of Financial Economics, Forthcoming, November 2014.

Alter, A. und A. Beyer (2014), The Dynamics of Spillover Effects During the European Sovereign Debt Turmoil. Journal of Banking and Finance, Vol 42, S. 134–153, Mai 2014.

Angelini, P., G. Grande und F. Panetta (2014), The Negative Feedback Loop Between Banks and Sovereigns, Bank of Italy Occasional Paper, No 213, Januar 2014.

Battistini, M., M. Pagano und S. Simonelli (2014), Systemic Risk, Sovereign Yields and Bank Exposures in the Euro Crisis, Economic Policy, Vol 2 No 78, S. 203–251, April 2014.

Broner, F., A. Martin und J. Ventura (2010), Sovereign Risk and Secondary Markets, American Economic Review, Vol 100, S. 1523–1555, September 2010.

Broner, F., A. Erce, A. Martin und J. Ventura (2014), Sovereign Debt Markets in Turbulent Times: Creditor Discrimination and Crowding-out Effects, Journal of Monetary Economics, Vol 61, S. 114–142, Januar 2014.

Brutti, F. und P. Sauré (2014), Repatriation of Debt in the Euro Crisis: Evidence for the Secondary Market Theory, SNB Working Papers No 3/2014.

Buch, C. M., M. Koetter und J. Ohls (2013), Banks and Sovereign Risk: A Granular View, Deutsche

- Bundesbank Discussion Paper No 29/2013, August 2013.
- Büttner, T., K. A. Konrad und J. Rocholl (2014): Staatsverschuldung: Privilegien des Staates auf dem Prüfstand, Wirtschaftsdienst 08/2014, S. 560-563.
- Calomiris, C. W. und S. H. Haber (2014), *Fragile by Design*, Princeton University Press.
- Committee on the Global Financial System (2011), *The Impact of Sovereign Credit Risk on Bank Funding Conditions*, CGFS Paper No 43, Juli 2011.
- De Bruyckere, V., M. Gerhardt, G. Schepens und R. V. Vennet (2013), *Bank / Sovereign Risk Spillovers in the European Debt Crisis*. *Journal of Banking and Finance*, Vol 37 No 12, S. 4793–4809, Dezember 2013.
- Deutsche Bundesbank (2012), *Monatsbericht*, Mai 2012.
- Deutsche Bundesbank (2013a), *Monatsbericht*, November 2013.
- Deutsche Bundesbank (2013b), *Finanzstabilitätsbericht 2013*, November 2013.
- Gerlach, S., A. Schulz und G. Wolff (2010), *Banking and Sovereign Risk in the Euro Area*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Series 1, No 9/2010.
- Haldane, A. (2010), *The \$100 Billion Question*, Rede beim Institute of Regulation & Risk, Hong Kong, März 2010.
- Hildebrand, T., J. Rocholl und A. Schulz (2012), *Flight to Where? Evidence From Bank Investments During the Financial Crisis*, mimeo, April 2012.
- International Monetary Fund (2012), *Global Financial Stability Report*, April 2012.
- International Monetary Fund (2013), *Technical Note on Financial Integration and Fragmentation in the European Union*, IMF Country Report No. 13/71, März 2013.
- Laeven, L. und F. Valencia (2012), *Systemic Banking Crisis Database: An Update*, IMF Working Paper WP/12/163, Juni 2012.
- Noss, J. und R. Sowerbutts (2012), *The Implicit Subsidy of Banks*, Bank of England Financial Stability Paper No. 15, Mai 2012.
- Popov, A. und N. van Horen (2013), *The Impact of Sovereign Debt Exposure on Bank Lending: Evidence from the European Debt Crisis*, mimeo, September 2013.
- Schich, S. und S. Lindh (2012), *Implicit Guarantees for Bank Debt: Where Do We Stand?*, OECD Financial Market Trends, Volume 2012, Issue 1, Oktober 2012.
- Ueda, K. und B. Weder di Mauro (2012), *Quantifying Structural Subsidy Values for Systemically Important Financial Institutions*, IMF Working Paper WP/12/128.
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2014), *Der Staat als privilegierter Schuldner – Ansatzpunkte für eine Neuordnung der öffentlichen Verschuldung in der Europäischen Währungsunion*, Stellungnahme 02/2014.

■ Chronik makroprudenzieller Maßnahmen

- Ausschuss für Finanzstabilität (AFS)
- Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB)
- Maßnahmen in anderen EU-Ländern

■ 2013

1. Januar 2013 **Das im November 2012 vom Bundestag beschlossene Finanzstabilitätsgesetz tritt in Kraft**

Das Finanzstabilitätsgesetz (FinStabG) bildet die rechtliche Grundlage des AFS als nationale makroprudenzielle Behörde Deutschlands. Auf Basis des FinStabG kann der AFS Warnungen an die Bundesregierung, die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) oder andere inländische Stellen richten, damit auf Gefahren für die Finanzstabilität hinweisen und mittels Empfehlungen die jeweiligen Adressaten auffordern, Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Das FinStabG regelt die der Bundesbank obliegenden Aufgaben zur Wahrung der Finanzstabilität. Demnach obliegt der Bundesbank die Identifizierung der für die Finanzstabilität maßgeblichen Sachverhalte und Gefahren, die Vorbereitung des AFS-Jahresberichts an den Deutschen Bundestag, die Erarbeitung von Vorschlägen für Warnungen und Empfehlungen des Ausschusses sowie die Bewertung der entsprechenden Umsetzungsmaßnahmen. Darüber hinaus sieht das FinStabG vor, dass Bundesbank und BaFin sich sämtliche Informationen übermitteln, die zur Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlich sind. Zudem können finanzielle Kapitalgesellschaften verpflichtet werden, der Bundesbank relevante Wirtschafts- und Handelsdaten mitzuteilen. Die betreffenden Daten könnten per Verordnung durch das Bundesministerium der Finanzen (BMF) festgelegt werden.

18. März 2013 **Der AFS trifft sich zu seiner konstituierenden Sitzung**

Unter dem Vorsitz des BMF berät der AFS quartalsweise alle für die Finanzstabilität in Deutschland relevanten Fragestellungen. Dabei greift er auf Analysen der Bundesbank zurück. Zudem bringen die BaFin und die Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA) als AFS-Mitglieder ihre spezifische Expertise ein.¹⁾

¹ Siehe: Bundesfinanzministerium, Pressemitteilung vom 18. März 2013.

20. Juni 2013 **Der ESRB gibt eine Empfehlung zu den Zwischenzielen und Instrumenten makroprudenzieller Politik ab**

Der ESRB veröffentlicht Zwischenziele für die makroprudenzielle Politik, die zu deren Operationalisierung dienen sollen. Identifiziert wurden folgende Zwischenziele: die Eindämmung und Vermeidung übermäßigen Kreditwachstums und übermäßiger Verschuldung, die Begrenzung und Vorbeugung übermäßiger Fälligkeitsinkongruenzen und Liquiditätseingpässe an den Märkten, die Eingrenzung direkter und indirekter Risikokonzentrationen, die Minderung von Fehlanreizen (Moral Hazard) und die Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Finanzinfrastrukturen.³⁾

8. Juli 2013 **Der ESRB veröffentlicht ein Handbuch zum Umgang mit seinen Empfehlungen sowie den Jahresbericht für 2012**

Das Handbuch gibt eine strukturierte Anleitung zum Umgang mit Empfehlungen des ESRB. Mit Blick auf die Umsetzung von Empfehlungen führt der ESRB einen systematisierten Evaluierungsprozess durch. Dabei wird entweder die Umsetzung einer Empfehlung durch die Adressaten oder – im Falle einer unterbliebenen Umsetzung – die von den Adressaten vorgelegte Begründung für die Nicht-Umsetzung bewertet (Comply or Explain). Die Rangstufen der Beurteilungen reichen im ersten Fall von „vollkommen konform“ bis „nicht konform“ und im zweiten Fall von „ausreichend begründet“ bis „ungenügend begründet“.

Der ESRB veröffentlicht seinen Jahresbericht 2012.²⁾

4. November 2013 **Der ESRB legt einen Fortschrittsbericht zur Umsetzung der Empfehlung zu Fremdwährungskrediten vor**

In dem Fortschrittsbericht wird die Umsetzung der ESRB-Empfehlung durch die verschiedenen Adressaten beurteilt. Deutschland wird, wie 11 andere Mitgliedstaaten, vom ESRB als „vollkommen konform“ eingestuft. Weitere 14 Mitgliedstaaten erhalten die Einstufung „überwiegend konform“. Nur in Bulgarien beurteilt der ESRB die Umsetzung mit „teilweise konform“.⁴⁾

2 Siehe: European Systemic Risk Board, Annual Report 2012, Juli 2013.

3 Siehe: European Systemic Risk Board, Empfehlung vom 4. April 2013 zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen, Juni 2013.

4 Siehe: European Systemic Risk Board, Recommendation on Lending in Foreign Currencies, Follow-up Report – Overall assessment, November 2013.

■ 2014

28. Januar 2014 **Der ESRB legt einen Beschluss zur Koordinierung nationaler Anzeigen mit Stellungnahmen und Empfehlungen des ESRB vor**

Der ESRB schafft – im Einklang mit der CRD IV und der CRR – einen gemeinsamen verfahrensrechtlichen Rahmen für die Anzeige nationaler makroprudenzieller Maßnahmen und die Abgabe von Empfehlungen durch den ESRB.⁵⁾

3. März 2014 **Der ESRB veröffentlicht ein Handbuch zur Anwendung makroprudenzieller Instrumente**

Das Handbuch, das unter Mitarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden entwickelt wurde, gibt einen Überblick über bereits beschlossene und für die Zukunft geplante makroprudenzielle Instrumente. Es enthält Vorschläge zur Operationalisierung der neuen Instrumente und richtet sich an die nationalen Aufsichtsbehörden.

Parallel dazu wurde der sogenannte Flagship Report on Macroprudential Policy in the Banking Sector veröffentlicht, der einen Überblick über den neuen makroprudenziellen Rahmen bietet.⁶⁾

28. März 2014 **Der AFS sieht Risiken bei anhaltender Niedrigzinsphase**

Im Anschluss an seine fünfte Sitzung veröffentlicht der AFS eine Pressemitteilung, die die stabilitätspolitischen Gefahren einer anhaltenden Niedrigzinsphase für das deutsche Finanzsystem thematisiert. Der AFS geht darin auf die Auswirkungen der Niedrigzinsen auf die Finanzstabilität ein, insbesondere mit Blick auf den Immobilienmarkt, die Ertragslage der Kreditinstitute sowie die Lebensversicherer.

16. April 2014 **Kroatien aktiviert den Systemrisikopuffer**

Kroatien informiert den ESRB über die Aktivierung des Systemrisikopuffers zum 19. Mai für alle Institute und alle Risikopositionen. Für Institute mit geringer Komplexität (Gruppe 1) wird ein Systemrisikopuffer von 1,5% der risikogewichteten Aktiva erhoben und für Institute mit hoher Komplexität (Gruppe 2) ein Systemrisikopuffer von 3%.⁷⁾

⁵ Siehe: European Systemic Risk Board, Beschluss vom 27. Januar 2014 zu einem Koordinierungsrahmen in Bezug auf die Anzeige von nationalen makroprudenziellen Maßnahmen durch die zuständigen oder benannten Behörden und die Abgabe von Stellungnahmen und Empfehlungen durch den ESRB, Oktober 2014.

⁶ Siehe: European Systemic Risk Board, Handbook on Operationalising Macroprudential Policy in the Banking Sector, März 2014.

⁷ Alle Notifizierungen finden sich auf der Homepage des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken: <http://www.esrb.europa.eu>

22. April 2014 **Slowenien führt Mindestanforderungen an die Liquiditätsausstattung heimischer Kreditinstitute ein**

Slowenien teilt dem ESRB mit, dass mit Wirkung vom 30. Juni für heimische Kreditinstitute Mindestanforderungen an das Verhältnis von Kreditvergabe zu Einlagen eingeführt werden. Dadurch soll dem Trend einer rückläufigen Kreditvergabe bei gleichzeitig steigenden Einlagen entgegengewirkt werden.

29. April 2014 **Die Niederlande führen den Puffer für systemrelevante Institute und für vier systemisch wichtige Banken den Systemrisikopuffer ein**

Die niederländischen Behörden informieren den ESRB über die Einführung zusätzlicher Kapitalanforderungen für vier heimische Banken. Dabei kommen sowohl der Systemrisikopuffer als auch der Puffer für systemrelevante Institute zum Einsatz. Hintergrund der Maßnahme ist die hohe aggregierte Bilanzsumme aller niederländischen Kreditinstitute, die sich in Relation zur gesamtwirtschaftlichen jährlichen Wirtschaftsleistung auf über 400% beläuft.

8. Mai 2014 **Belgien erhöht die Risikogewichte für Wohnimmobilienkredite im IRB-Ansatz um 5 Prozentpunkte**

In Reaktion auf Warnungen der belgischen Zentralbank informieren die belgischen Behörden über die Erhöhung der Risikogewichte für Immobilienkredite um 5 Prozentpunkte. Damit soll einer Überbewertung am belgischen Häusermarkt begegnet werden.

21. Mai 2014 **Estland aktiviert den Systemrisikopuffer**

Estland informiert über die Einführung eines Systemrisikopuffers zum 1. August. Aufgrund eines strukturell hohen Konzentrationsrisikos und ähnlicher Risikoprofile heimischer Banken führen die estnischen Behörden einen Systemrisikopuffer in Höhe von 2% auf alle Risikopositionen ein.

16. Juni 2014 **Der AFS verabschiedet seinen ersten jährlichen Bericht an den Bundestag**

Auf seiner sechsten Sitzung beschließt der AFS seinen ersten Jahresbericht an den Deutschen Bundestag. Darin gibt er einen Überblick über seine Aktivitäten und konzeptionellen Arbeiten seit seiner Gründung im Januar 2013. Zudem werden in dem Bericht die aktuellen Risiken für das deutsche Finanzsystem dargestellt. Diese erwachsen vor allem aus den Ausfall- und Ansteckungsrisiken, die aus der europäischen Schuldenkrise resultieren, kumulierten sektoralen Risiken deutscher Banken,

dem aktuellen Niedrigzinsumfeld und der reichlichen Liquiditätsversorgung sowie strukturellen Veränderungen im Finanzsystem. Die Erarbeitung einer makroprudenziellen Strategie stellte dabei im Berichtszeitraum die wichtigste konzeptionelle Aufgabe des Ausschusses dar. Die Strategie legt detailliert dar, mit welchen Mitteln und unter Beachtung welcher Richtlinien der Ausschuss sein übergeordnetes Ziel, zum Schutz der Stabilität des gesamten Finanzsystems beizutragen, erreichen will.⁸⁾

25. Juni 2014 **Der ESRB legt einen Fortschrittsbericht zur Umsetzung der Empfehlung zum makroprudenziellen Mandat der nationalen Behörden vor**

In dem Fortschrittsbericht wird die Umsetzung der Empfehlung durch die betroffenen Adressaten beurteilt. Die Umsetzung in Deutschland wird, wie in sechs anderen Mitgliedstaaten auch (Kroatien, Tschechische Republik, Ungarn, Slowakei, Slowenien, Vereinigtes Königreich), vom ESRB mit „vollkommen konform“ bewertet. In 17 weiteren Mitgliedstaaten werden die Umsetzungen mit „überwiegend konform“ beurteilt. In insgesamt fünf Mitgliedstaaten bewertete der ESRB die Umsetzung als „teilweise konform“ mit der Empfehlung.⁹⁾

25. Juni 2014 **Lettland führt den Kapitalerhaltungspuffer ein**

Lettland teilt dem ESRB mit, dass Kreditinstitute und Investmentgesellschaften seit dem 28. Mai einen Kapitalerhaltungspuffer von 2,5% der risikogewichteten Aktiva vorhalten müssen. Die Anforderung betrifft Banken und weitere aufgeführte Institute.

Dänemark beschließt, zum 1. Januar 2015 für sechs national systemrelevante Kreditinstitute einen Kapitalpuffer einzuführen

Die dänischen Behörden informieren über ihre beschlossene Methodik zur Bestimmung sogenannter „anderer systemrelevanter Institute“ und die Festsetzung der sich daraus ergebenden Risikopuffer. Diesem Ansatz zufolge werden die Institute anhand des Volumens ihrer Gesamtaktiva sowie anhand ihres Kredit- und Einlagen volumens, jeweils gemessen als Anteil am Bruttoinlandsprodukt, in fünf Gruppen eingeteilt. Die Einstufung bestimmt die Höhe der zusätzlichen Eigenkapitalanforderungen. Die Puffer werden schrittweise zwischen 2015 und 2019 eingeführt.

⁸ Siehe: Ausschuss für Finanzstabilität, Erster Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Juni 2014.

⁹ Siehe: European Systemic Risk Board, Recommendation on the Macroprudential Mandate of National Authorities, Follow-up Report – Overall assessment, Juni 2014.

26. Juni 2014 **Das Financial Policy Committee (FPC) der Bank of England ergreift Maßnahmen zur Eindämmung systemischer Risiken auf dem britischen Immobilienmarkt**

Während die Bank of England den antizyklischen Kapitalpuffer weiterhin bei Null belässt, empfiehlt das FPC der Prudential Regulation Authority (PRA) und der Financial Conduct Authority (FCA), die Anforderungen an neue Hypothekenkredite zu verschärfen. So dürfen Kreditgeber mit Wirkung vom 1. Oktober nur 15% der von ihnen ausgereichten Immobilienkredite an Haushalte vergeben, bei denen die Kreditsumme das jährliche Einkommen um den Faktor 4,5 übersteigt. Damit soll verhindert werden, dass ein substantieller Teil der Kreditnehmer im Falle eines Zinsanstiegs nicht mehr in der Lage ist, die finanziellen Belastungen aus den Krediten zu tragen. Dabei hebt die Bank of England insbesondere die Folgen für den privaten Konsum und damit für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung hervor. Zudem werden die Kreditgeber verpflichtet, jeweils zu prüfen, ob die Kreditnehmer auch noch bei einem Anstieg der Kreditzinsen um 3 Prozentpunkte in der Lage wären, ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen.¹⁰⁾

30. Juni 2014 **Der ESRB veröffentlicht eine Empfehlung zur Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer**

Der ESRB erlässt eine Empfehlung zur Festlegung der Pufferquote, die aus vier Teilempfehlungen besteht. Diese umfassen grundlegende Prinzipien, die Berechnungsmethodik auf Grundlage der Kreditlücke, die Identifikation von zyklischen, systemischen Risiken sowie Informationen, wann der Puffer beibehalten, abgeschmolzen oder vollständig abgerufen werden sollte. Des Weiteren enthält die Empfehlung konkrete Anforderungen an die Umsetzung durch die Adressaten, über die diese bis zum 30. Juni 2016 berichten müssen.¹¹⁾

15. Juli 2014 **Kroatien aktiviert den Kapitalerhaltungspuffer und implementiert den antizyklischen Kapitalpuffer**

Die kroatischen Behörden informieren den ESRB darüber, dass bereits ab Januar 2014 ein Kapitalerhaltungspuffer in Höhe von 2,5% der risikogewichteten Aktiva eingeführt wurde. Darüber hinaus kündigen sie an, den antizyklischen Kapitalpuffer zum 1. Januar 2015 zu implementieren. Über dessen Höhe wird die kroatische Zentralbank noch entscheiden.

¹⁰ Siehe: Prudential Regulation Authority – Bank of England, Consulting Paper C14/11 Implementing the Financial Policy Committee's Recommendation on Loan to Income Ratios in Mortgage Lending, Juni 2014.

¹¹ Siehe: European Systemic Risk Board, Recommendation of the European Systemic Risk Board on Guidance for Setting Countercyclical Buffer Rates, Juni 2014.

21. Juli 2014	Der ESRB erstellt Gutachten zu belgischen Risikogewichten für Wohnimmobilien Der ESRB beurteilt die von Belgien um 5 Prozentpunkte erhöhten Risikogewichte für Wohnimmobilienkredite im IRB-Ansatz gemäß Artikel 458 CRR als begründet, angemessen, effektiv und effizient. ¹²⁾
21. Juli 2014	Der ESRB veröffentlicht seinen Jahresbericht für 2013 In seinem Jahresbericht gibt der ESRB einen Überblick über das wirtschaftliche Umfeld sowie über seine Aktivitäten und konzeptionellen Arbeiten. Zudem werden im Bericht die Auswirkungen der regulatorischen Reformen im Bankenwesen (SSM und BRRD), im Versicherungswesen (Omnibus II-Richtlinie) und für die Finanzmärkte (MiFID und MiFIR) auf die Arbeit des ESRB behandelt. ¹³⁾
31. Juli 2014	Tschechien führt den Kapitalerhaltungspuffer ein Tschechien notifiziert dem ESRB die am 22. Juli 2014 erfolgte Einführung eines Kapitalerhaltungspuffers von 2,5% der risikogewichteten Aktiva.
10. September 2014	Schweden erhöht Kapitalanforderungen und Mindestrisikogewichte Schweden erhöht die Mindestrisikogewichte für schwedische und norwegische Immobilienkredite auf 25%. Zusätzlich müssen vier als systemrelevant eingestufte Banken ab dem 1. Januar 2015 einen Systemrisikopuffer von 3% der risikogewichteten Aktiva und zusätzliches Kernkapital von 2% vorhalten. ¹⁴⁾ Darüber hinaus zeigt Schweden dem ESRB die Einführung eines antizyklischen Kapitalpuffers von 1% zum 13. September 2015 an.
12. September 2014	Tschechien implementiert den antizyklischen Kapitalpuffer Mit Wirkung vom 1. Oktober implementiert Tschechien den antizyklischen Kapitalpuffer für Banken und weitere Institute. Der Kapitalpuffer wird zunächst auf 0% der gesamten risikogewichteten Aktiva festgesetzt.

¹² Siehe: European Systemic Risk Board, Opinion Regarding Belgian Notification of a Stricter Measure Based on Article 458 of the CRR, April 2014.

¹³ Siehe: European Systemic Risk Board, Jahresbericht 2013, Juli 2014.

¹⁴ Siehe: Finansinspektionen, Memorandum – Capital Requirements for Swedish banks, Mai 2014.

30. September 2014 **Tschechien meldet die Einführung eines Systemrisikopuffers**

Zum 1. November verpflichten die tschechischen Behörden vier als systemrelevant eingestufte Banken einen jeweils unterschiedlichen Systemrisikopuffer zwischen 1% und 3% vorzuhalten. Die Behörden begründen die Wahl des Systemrisikopuffers mit der aus ihrer Sicht zu niedrigen Obergrenze des Puffers für „andere systemrelevante Institute“ von 2%.

7. Oktober 2014 **Die Slowakei beschränkt die Kreditvergabe im Verhältnis zur Kreditsicherheit**

Zum 1. November legen die slowakischen Behörden für alle Banken, Bausparkassen und Zweigstellen ausländischer Banken fest, dass mit Immobilien besicherte Neukredite den Wert der Immobilie nicht übersteigen dürfen. Darüber hinaus dürfen neue Kredite, die sich auf 90% bis 100% der Kreditsicherheit belaufen, nur 25% der Gesamtkredite ausmachen. Dieser Anteil wird bis 2017 auf 10% abgesenkt. Zudem werden die Laufzeiten bei Privatkundenkrediten ab März 2015 begrenzt. Maximal 10% der neuen Wohnbaukredite, Überbrückungskredite und mit Immobilien besicherten Kredite dürfen Laufzeiten über 30 Jahre aufweisen. Andere Privatkredite werden in ihrer Laufzeit zunächst auf neun Jahre und ab 2016 auf acht Jahre beschränkt.

■ Glossar

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AFS	Ausschuss für Finanzstabilität
AIFM	Alternative Investment Fund Manager / Verwalter alternativer Investmentfonds
AQR	Asset Quality Review / Prüfung der Qualität vorhandener Bankaktiva im Rahmen des Comprehensive Assessment
AT1	Additional Tier 1 / Ergänzendes Kernkapital
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BLS	Bank Lending Survey / Umfrage zum Kreditgeschäft
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive / Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Finanzinstituten
CA	Comprehensive Assessment / Umfassende Bankenprüfung der Europäischen Zentralbank
CET1	Common Equity Tier 1 / Hartes Kernkapital
CCB	Countercyclical Capital Buffer / Antizyklischer Kapitalpuffer
CCP	Central Counterparty / Zentrale Gegenpartei
CGFS	Committee on the Global Financial System / Ausschuss für das weltweite Finanzsystem
CoCos	Contingent Convertible Bonds / Pflichtwandelanleihe
CPMI	Committee on Payments and Market Infrastructures / Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems / Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme
CRD IV	Capital Requirements Directive IV / Kapitaladäquanzrichtlinie IV
CRR	Capital Requirements Regulation / Kapitaladäquanzverordnung
DeckrV	Deckungsrückstellungsverordnung
DSTI	Debt Service to Income / Relation von Schuldendienst zum verfügbaren Einkommen eines Schuldners
EBA	European Banking Authority / Europäische Bankenaufsichtsbehörde
EFSSF	European Financial Stability Facility / Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
ELTIF	European Long-term Investment Funds / Europäische langfristige Investmentfonds
EONIA	Euro Overnight Index Average / Durchschnittszinssatz für Tagesgeld im Euro-Interbankengeschäft
ESM	European Stability Mechanism / Europäischer Stabilitätsmechanismus
ESRB	European Systemic Risk Board / Europäischer Ausschuss für Systemrisiken
ETF	Exchange Traded Fund
EU	Europäische Union
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate / Durchschnittszinssatz für unbesicherte Euro-Kredite
EUSEF	European Social Entrepreneurship Funds / Europäische Fonds für soziales Unternehmertum
EUVECA	European Venture Capital Funds / Europäische Risikokapitalfonds

FinStabG	Finanzstabilitätsgesetz
FMSA	Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung
FCA	Financial Conduct Authority
FPC	Financial Policy Committee der Bank of England
FSB	Financial Stability Board / Finanzstabilitätsrat
FSC	Financial Stability Committee / Finanzstabilitätsausschuss
GLAC	Gone-concern Loss-absorbing Capacity / Verlustabsorptionsmasse im Abwicklungsfall
G-SIB	Global Systemically Important Bank / Global systemrelevante Bank
G-SII	Global Systemically Important Insurer / Global systemrelevanter Versicherer
IOSCO	International Organization of Securities Commissions / Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden
IRBA	Internal Rating Based Approach / Auf internen Ratings basierender Ansatz
IFRS	International Financial Reporting Standards
IGA	Intergovernmental Agreement / Intergouvernementale Vereinbarung
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
IWF	Internationaler Währungsfonds
JST	Joint Supervisory Team / Gemeinsames Aufsichtsteam
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KSA	Kreditrisikostandardansatz
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LCR	Liquidity Coverage Ratio / Liquiditätsdeckungsquote
LGD	Loss Given Default / Verlustquote
LTI	Loan to Income / Relation von Kreditvolumen zum verfügbaren Einkommen eines Schuldners
LTRO	Longer-Term Refinancing Operation / Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft
LTV	Loan to Value / Relation von Kreditvolumen zum Marktwert einer Immobilie
LVRG	Lebensversicherungsreformgesetz
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive / Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation / Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente
MoU	Memorandum of Understanding / Kooperationsvereinbarung
MREL	Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities / Mindestanforderung an die im Abwicklungsfall zur Verfügung stehende Verlustabsorptionsmasse in Form von Eigenmitteln und berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten
NCA	National Competent Authority / Nationale Bankaufsichtsbehörde
NSFR	Net Stable Funding Ratio / Strukturelle Liquiditätsquote
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development / Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OGAW	EU-Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OTC	Over-the-Counter
PRA	Prudential Regulation Authority
RWA	Risk Weighted Assets / Risikogewichtete Aktiva

SAG	Sanierungs- und Abwicklungsgesetz
SB	Supervisory Board / Aufsichtsgremium
SIFI	Systemically Important Financial Institution / Systemrelevantes Finanzinstitut
SRB	Single Resolution Board / Einheitliches Abwicklungsgremium
SRF	Single Resolution Fund / Einheitlicher Abwicklungsfonds
SRM	Single Resolution Mechanism / Einheitlicher Abwicklungsmechanismus
SSM	Single Supervisory Mechanism / Einheitlicher Aufsichtsmechanismus
TLAC	Total Loss Absorbing Capacity / Gesamte Verlustabsorptionsmasse
Vdp	Verband deutscher Pfandbriefbanken

Veröffentlichungen der Bundesbank zum Thema Finanzstabilität

Diese Übersicht informiert über ausgewählte Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank zum Thema Finanzstabilität aus neuerer Zeit. Die Finanzstabilitäts- und Monatsberichte stehen in deutscher und in englischer Sprache zur Verfügung, die Diskussionspapiere werden in der Regel nur in englischer Sprache veröffentlicht. Die Veröffentlichungen werden an Interessenten kostenlos abgegeben und sind über die Abteilung Externe Kommunikation zu beziehen. Sie stehen zudem im Internet zur Verfügung. Außerdem kann gegen Kostenerstattung eine monatlich aktualisierte Datei mit rund 40 000 veröffentlichten Zeitreihen der Bundesbank auf CD-ROM oder zum Herunterladen im Bundesbank-ExtraNet über die Abteilung Statistische Informationssysteme, mathematische Methoden bezogen werden. Bestellungen werden schriftlich unter den im Impressum angegebenen Anschriften erbeten. Eine Auswahl von Zeitreihen steht auch im Internet zum Herunterladen bereit.

■ Finanzstabilitätsberichte

Finanzstabilitätsbericht November 2013
Finanzstabilitätsbericht November 2012
Finanzstabilitätsbericht November 2011
Finanzstabilitätsbericht November 2010
Finanzstabilitätsbericht November 2009
Finanzstabilitätsbericht November 2007
Finanzstabilitätsbericht November 2006
Finanzstabilitätsbericht November 2005

■ Aufsätze aus Monatsberichten

Oktober 2014	Der Start in die Bankenunion – Der einheitliche Aufsichtsmechanismus in Europa
September 2014	Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2013 Eigentümerstruktur am deutschen Aktienmarkt: allgemeine Tendenzen und Veränderungen in der Finanzkrise
August 2014	Geldpolitik und Bankgeschäft
Juli 2014	Untersuchungen zur Bedeutung der Versicherungswirtschaft für die Finanzstabilität
Juni 2014	Die neuen europäischen Regeln zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten
April 2014	Implikationen der Geldmarktsteuerung des Eurosystems während der Finanzkrise

März 2014	Das Schattenbankensystem im Euro-Raum: Darstellung und geldpolitische Implikationen
Januar 2014	Anpassungsprozesse in den Ländern der Wirtschafts- und Währungsunion
Dezember 2013	Finanzsystem im Wandel: neue Bedeutung der Repomärkte

■ Diskussionspapiere

31/2014	Banks, markets, and financial stability	Armin Eder, Falko Fecht, Thilo Pausch
30/2014	International capital flows, external assets and output volatility	Mathias Hoffmann, Michael Krause, Peter Tillmann
29/2014	A one-off wealth levy? Assessing the pros, the cons and the importance of credibility	Gerhard Kempkes, Nikolai Stähler
28/2014	Contingent convertible bonds and the stability of bank funding: the case of partial writedown	Dirk Bleich
27/2014	How is the low-interest-rate environment affecting the solvency of German life insurers?	Anke Kablau, Matthias Weiß
25/2014	Bank capital, the state contingency of banks' assets and its role for the transmission of shocks	Michael Kühl
24/2014	Inflation, deflation, and uncertainty: What drives euro area option-implied inflation expectations and are they still anchored in the sovereign debt crisis?	Michael Scharnagl, Jelena Stapf
23/2014	Contagious herding and endogenous network formation in financial networks	Co-Pierre Georg
22/2014	A network analysis of the evolution of the German interbank market	Tarik Roukny, Co-Pierre Georg, Stefano Battiston
21/2014	Do correlated defaults matter for CDS premia? An empirical analysis	Christian Koziol, Philipp Koziol, Thomas Schön
20/2014	The multivariate option iPoD framework – assessing systemic financial risk	Philipp Matros, Johannes Vilsmeier
19/2014	Mitigating financial stress in a bank-financed economy: equity injections into banks or purchases of assets?	Michael Kühl
18/2014	Interbank lending and distress: observables, unobservables, and network structure	Ben Craig, Michael Koetter, Ulrich Krüger
17/2014	International banking and liquidity risk transmission: lessons from across countries	Claudia M. Buch, Linda Goldberg
16/2014	Household saving behavior and credit constraints in the Euro area	Julia Le Blanc, Alessandro Porpiglia, Federica Teppa, Junyi Zhu, Michael Ziegelmeier
15/2014	Quantifying the components of the banks' net interest margin	Ramona Busch, Christoph Memmel

12/2014	How do households allocate their assets? – Stylized facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey	Luc Arrondel, Cristiana Rampazzi, Laura Bartiloro, Frederique Savignac, Primin Fessler, Tobias Schmidt, Peter Lindner, Martin Schürz, Thomas Y. Mathä, Philip Vermeulen
11/2014	Analyzing business and financial cycles using multi-level factor models	Jörg Breitung, Sandra Eickmeier
9/2014	Market transparency and the marking precision of bond mutual fund managers	Gjergji Cici, Yalin Gündüz, Scott Gibson, John J. Merrick, Jr.
8/2014	The financial accelerator and market-based debt instruments: a role for maturities?	Michael Kühl
7/2014	Wealth shocks, credit-supply shocks, and asset allocation: evidence from household and firm portfolios	Thomas Kick, Enrico Onali, Benedikt Ruprecht, Klaus Schaeck
5/2014	Earnings baths by bank CEOs during turnovers	Sven Bornemann; Thomas Kick; Andreas Pfingsten; Andrea Schertler
3/2014	Investor fears and risk premia for rare events	Claudia Schwarz
2/2014	Filling in the blanks: network structure and interbank contagion	Kartik Anand, Ben Craig, Goetz von Peter
1/2014	The distribution of debt across euro area countries: the role of individual characteristics, institutions and credit conditions	Olympia Bover; Jose Maria Casado; Sonia Costa; Philip Du Caju; Yvonne McCarthy; Eva Sierminska; Panagiota Tzamourani; Ernesto Villanueva; Tibor Zavadil
57/2013	Cost leadership and bank internationalization	Rients Galema; Michael Koetter; Caroline Liesegang
56/2013	Market timing, maturity mismatch, and risk management: evidence from the banking industry	Oliver Entrop; Thomas Kick; Benedikt Ruprecht; Marco Wilkens
55/2013	Bank leverage cycles and the external finance premium	Ansgar Rannenberg
54/2013	The role of interbank relationships and liquidity needs	Ben R. Craig; Falko Fecht; Günseli Tümer-Alkan
53/2013	Banks' concentration versus diversification in the loan portfolio: new evidence from Germany	Nadya Jahn; Christoph Memmel; Andreas Pfingsten
48/2013	Changing forces of gravity: how the crisis affected international banking	Claudia M. Buch, Katja Neugebauer, Christoph Schröder
47/2013	Cash holdings of German open-end equity funds: Does ownership matter?	Niko Dötzt, Mark Weth
46/2013	Assessing house prices in Germany: evidence from an estimated stock-flow model using regional data	Florian Kajuth, Thomas A. Knetsch, Nicolas Pinkwart
45/2013	Monetary policy and stock market volatility	Dirk Bleich, Ralf Fendel, Jan-Christoph Rülke

44/2013	Collateral requirements and asset prices	Johannes Brumm, Michael Grill, Felix Kubler, Karl Schmedders
42/2013	Is proprietary trading detrimental to retail investors?	Falko Fecht, Andreas Hackethal, Yigitcan Karabulut
41/2013	Interest rate risk and the Swiss solvency test	Armin Eder, Sebastian Keiler, Hannes Pichl