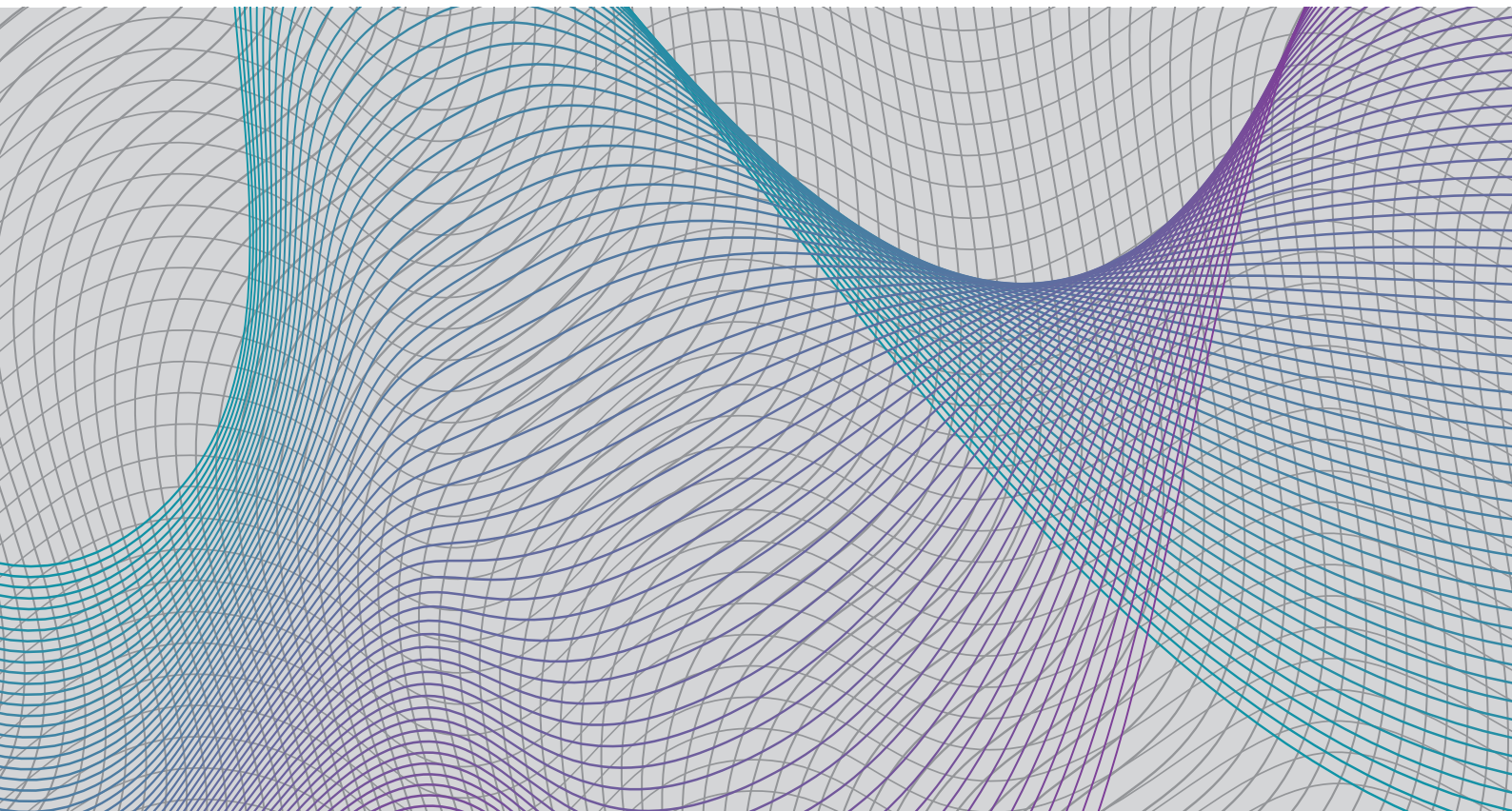


Finanzstabilitätsbericht 2015



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

Postfach 10 06 02
60006 Frankfurt am Main

Fernruf 069 9566-0
Durchwahl-Nummer 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 20. November 2015.

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



■ Finanzstabilitätsbericht 2015

Prolog.....	5
Überblick	7
■ Risikolage im deutschen Finanzsystem	15
Das makroökonomische und finanzielle Umfeld	17
Finanzsystem zeigt sich in Stressepisoden robust	18
Asynchrone Geldpolitik der großen Notenbanken als Spannungsfeld	19
Struktur des deutschen Finanzsystems in Bewegung	24
Risiken im deutschen Bankensektor	29
Auswirkungen niedriger Zinsen auf Ertragslage noch begrenzt	30
Makrostresstests decken Verwundbarkeiten auf	35
Risiken bei Lebensversicherern	41
Niedrigzinsumfeld beeinträchtigt Risikotragfähigkeit	42
Anlagepolitik von Suche nach Rendite und Solvency II bestimmt	53
Risiken im deutschen Schattenbankensystem	57
Schattenbankensektor wächst dynamisch und verändert seine Struktur	58
Investmentfondssektor größter Akteur im deutschen Schattenbankensystem	61
Risikoindikatoren des Investmentfondssektors weitgehend unauffällig	64
■ Widerstandsfähigkeit des deutschen Finanzsystems stärken	71
Makroprudenzielle Politik	73
Makroprudenzielle Politik soll Stabilität des gesamten Finanzsystems sichern	74
Fortschritte bei Eindämmung der Too-big-to-fail-Problematik	74
Antizyklischer Kapitalpuffer soll Risikotragfähigkeit der Banken stärken	78
Neue Instrumente für die Wohnimmobilienfinanzierung in Vorbereitung	81
Kapitalmarktunion – Finanzstabilität und Risikoteilung	87
Kapitalmarktintegration im Euro-Raum auf Fremdkapital konzentriert	88
Unterschiedliche Funktionen von Eigen- und Fremdkapital	88
Konzentration auf Fremdkapital birgt Risiken für die Finanzstabilität	90
Grenzüberschreitende Teilung von Risiken des privaten Sektors im Euro-Raum schwach ausgeprägt	91
Kapitalmarktunion kann Risikoteilung und Finanzstabilität in der EU stärken	93

Chronik makroprudenzieller Maßnahmen	97
Glossar.....	109
Veröffentlichungen der Bundesbank zum Thema Finanzstabilität	111

Kästen

Stresstest für private Wohnimmobilienkredite in Deutschland.....	37
Solvency II aus makroprudenzieller Perspektive	48
Risikoindikatoren einzelner Segmente des Investmentfondssektors.....	66
Mikrodaten und makroprudenzielle Politik	82

Abkürzungen und Zeichen

- p** vorläufige Zahl
- s** geschätzte Zahl
- .** Zahlenwert unbekannt, geheim zu halten oder nicht sinnvoll
- nichts vorhanden

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

I Prolog

Die Bundesbank hat aufgrund ihres Mandats, die Geldwertstabilität zu sichern, ein originäres Interesse an einem stabilen Finanzsystem. Als integraler Bestandteil des Europäischen Systems der Zentralbanken hat sie zudem den expliziten Auftrag, zur Finanzstabilität beizutragen.

Mitverantwortung für den Erhalt der Finanzstabilität erwächst der Bundesbank vor allem aus ihrer Rolle in der makroprudenziellen Überwachung. Der Präsident der Bundesbank ist Mitglied im Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB), dem auf europäischer Ebene die Aufgabe der makroprudenziellen Überwachung obliegt. Zudem gehören Vertreter der Bundesbank dem deutschen Ausschuss für Finanzstabilität an. Dieser erörtert auf Grundlage von Analysen der Bundesbank Sachverhalte, die für die Stabilität des Finanzsystems maßgeblich sind. Bei Gefahren, die die Finanzstabilität beeinträchtigen können, hat er die Möglichkeit, öffentliche oder nicht öffentliche Warnungen und Empfehlungen abzugeben. Zum Erhalt der Finanzstabilität trägt die Bundesbank darüber hinaus durch ihre Beteiligung an der Bankenaufsicht und ihre Rolle beim Betrieb und bei der Überwachung von Zahlungsverkehrssystemen bei.

Unter Stabilität des Finanzsystems versteht die Bundesbank einen Zustand, in dem die volkswirtschaftlichen Funktionen, also sowohl die Allokation der finanziellen Mittel und Risiken als auch die Abwicklung des Zahlungsverkehrs, effizient erfüllt werden – und zwar gerade im Falle unvorhersehbarer

Ereignisse, in Stresssituationen sowie in strukturellen Umbruchphasen. Im Gegensatz zur mikroprudenziellen Aufsicht und Regulierung, die auf die Stabilität einzelner Institute abzielt, ist die makroprudenzielle Sichtweise auf die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes ausgerichtet. Eine wichtige Rolle spielt dabei die Identifikation systemischer Risiken. Diese liegen vor, wenn die Schieflage eines systemrelevanten Marktteilnehmers (also etwa einer Bank, eines Versicherers, eines anderen Finanzintermediärs oder auch eines Infrastrukturanbieters) die Funktionsfähigkeit des gesamten Systems gefährdet. Dies kann geschehen, wenn der jeweilige Marktteilnehmer sehr groß (Too big to fail) oder wenn er eng mit anderen Marktteilnehmern verflochten ist (Too connected to fail). Systemische Risiken entstehen aber auch, wenn viele kleine Marktteilnehmer ähnlichen Risiken ausgesetzt sind (Too many to fail).

Die laufende Analyse der Stabilitätslage zielt darauf ab, stabilitätsrelevante Veränderungen und aufkommende Risiken im deutschen Finanzsystem möglichst früh zu erkennen. Dabei sind Rückkopplungen innerhalb des globalen Finanzsystems, Interdependenzen zwischen Finanz- und Realwirtschaft sowie die Auswirkungen des Regulierungsrahmens auf die Funktions- und Leistungsfähigkeit der Finanzmärkte zu beachten. Die Stabilitätsanalyse verfolgt einen risikoorientierten Ansatz, der sich auf die Betrachtung von Abwärtsszenarien stützt.

Aktuelle Entwicklungen konnten bis zum Redaktionsschluss am 20. November 2015 berücksichtigt werden.

Überblick

Außerordentlich niedrige Zinsen und ein moderates Wachstum prägen das makroökonomische und finanzielle Umfeld in Deutschland im Jahr 2015. Die bereits in früheren Finanzstabilitätsberichten thematisierten Risiken aus den anhaltend niedrigen Zinsen bestehen für das deutsche Finanzsystem fort.

Durch das im Januar 2015 vom Eurosystem beschlossene Programm der quantitativen Lockerung haben sich die Erwartungen über den Zeitpunkt des Ausstiegs aus der expansiven Geldpolitik im Euro-Raum weiter in die Zukunft verschoben. Die von der EZB eingesetzten unkonventionellen Instrumente wie jenes der quantitativen Lockerung sollen nicht zuletzt über Kredit-, Risiko- und Vermögenskanäle Wirkung entfalten. Diese Kanäle sind auch für die Finanzstabilität bedeutsam.

In dem Maße, wie die Geldpolitik zu steigenden Vermögenspreisen beiträgt und bei den Wirtschaftssubjekten eine vermehrte Risikoübernahme anregt,

Geldpolitik beeinflusst indirekt die Bepreisung der Risiken von Vermögenswerten wie Aktien, Unternehmensanleihen und Immobilien.

besteht die Gefahr, dass es zu Vermögenspreisblasen kommt und Risiken systematisch unterschätzt werden. Studien belegen, dass die Geldpolitik indirekt die Bepreisung der Risiken von Vermögenswerten wie Aktien, Unternehmensanleihen und Immobilien beeinflusst.¹⁾ Die Transmissionskanäle, über die sich die aktuell expansive Geldpolitik auf das Finanzsystem und die Realwirtschaft überträgt, sind somit Wirkungskanäle, über die sich Risiken für die Finanzstabilität aufbauen können.

Niedrige Zinsen sind nicht notwendigerweise mit höheren Risiken für die Finanzstabilität verbunden. Als problematisch kann es sich allerdings erweisen, wenn Risikoprämien aufgrund von Friktionen auf ein außergewöhnlich niedriges Niveau sinken. Derartige Friktionen umfassen zum Beispiel Beschränkungen, denen bestimmte Investoren in ihrer Anlagepolitik unterliegen und bei denen sie an eine feste nominale Verzinsung ihrer Passiva gebunden sind.²⁾ Bei fallenden Zinsen haben diese Investoren einen Anreiz, Vermögenstitel mit höheren und zugleich riskanteren Renditen zu erwerben, um die vertraglich eingegangenen Zinsverpflichtungen zu erfüllen.³⁾ Dieses Phänomen kann dazu führen, dass Abwärtsrisiken kollektiv nicht ausreichend berücksichtigt werden.

Als problematisch kann es sich erweisen, wenn Risikoprämien aufgrund von Friktionen auf ein außergewöhnlich niedriges Niveau sinken.

Auch eine hohe Wettbewerbsintensität kann nicht nur positive Auswirkungen haben, sondern Finanzinstitute zu einer übermäßigen Renditesuche verleiten. Denn ein hoher Wettbewerbsgrad geht mit einem geringen Barwert zukünftiger Gewinne einher (Franchise-Wert). Mit einem niedrigeren Franchise-Wert steigt jedoch die Bereitschaft zur Risikoübernahme, da Eigentümer bei einer Insolvenz

¹ Vgl. z. B.: B. Bernanke und K. Kuttner (2005), M. Gertler und P. Karadi (2013), R. Greenwood und S. Hanson (2012) sowie Deutsche Bundesbank (2015).

² Vgl.: R. Rajan (2006).

³ Dieses Verhalten ist dem in der Literatur unter dem Begriff „Risk Shifting“ bezeichneten Phänomen ähnlich. Vgl.: M. C. Jensen und W. H. Meckling (1976).

weniger zu verlieren haben.⁴⁾ Wenn Erwartungen stetig steigender Vermögenspreise zu übermäßig kreditfinanzierten Investitionen anregen, können sich zudem Kreditblasen entwickeln.

Darüber hinaus beeinflusst die Regulierung das Verhalten der Finanzmarktakteure. Die infolge der Finanzkrise eingeführten Regulierungsmaßnahmen haben das Ziel, Anreize zu risikobewusstem Verhalten zu verbessern und Risikopuffer zu erhöhen. Es können aber neue Fehlanreize entstehen, wodurch Risiken in weniger regulierte Bereiche verlagert werden können oder sich Investoren stärker gleichgerichtet verhalten.

Gefahren für die Finanzstabilität können schließlich auftreten, wenn Investoren ihre Anlagepolitik an den langfristigen (risikolosen) Zins angepasst haben. Banken könnten im Zuge der Fristentransformation verstärkt Zinsänderungsrisiken eingehen. Wenn die Zinsen in der Zukunft dann wieder stiegen, würde die Refinanzierung der aktuell zu niedrigen Zinsen vergebenen Kredite teurer. Die Solvenz der Institute würde sich verschlechtern. Im gesamten Finanzsystem sind derartige Risiken nicht diversifizierbar und stellen, wenn sie zu groß sind, ein Systemrisiko dar.

Es kommt entscheidend darauf an, diesen Risiken ausreichend zu begegnen,⁵⁾ damit es mittelfristig

Risiken muss begegnet werden, damit mittelfristig kein Zielkonflikt zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität entsteht.

nicht zu einem Zielkonflikt zwischen der Geldpolitik und der Finanzstabilität kommt.⁶⁾ Andernfalls bestünde die Gefahr, dass angesichts der aufgebauten Risiken

für die Finanzstabilität eine künftig gebotene geldpolitische Normalisierung zu lange hinausgezögert wird. Gerade dies würde jedoch den Aufbau weiterer Risiken fördern.

Globales Finanzsystem zeigt sich robust

Das globale Finanzsystem war im Jahr 2015 zwei Stresssituationen ausgesetzt. Im Jahresverlauf wurde der Verbleib Griechenlands im Euro-Raum infrage gestellt. Eine zweite Belastungsprobe folgte, als die Wachstumsperspektiven Chinas und anderer bedeutender Schwellenländer hinterfragt wurden. Dabei erwies sich das europäische Finanzsystem als recht robust gegenüber den Unsicherheiten, die sich aus den Verhandlungen mit Griechenland über die weitere Umsetzung des zweiten Hilfsprogramms und der Auszahlung der noch ausstehenden Hilfgelder ergaben. Selbst die im Zuge des griechischen Referendums gestiegene Unsicherheit über den weiteren Verbleib des Landes im Euro-Raum führte nicht zu größeren Verwerfungen im europäischen Finanzsystem, nicht zuletzt aufgrund des geringen verbliebenen direkten Exposures des Privatsektors. Der Einbruch des chinesischen Aktienmarkts im Sommer 2015 fiel zwar in eine Zeit, in der frühere Erwartungen über die wirtschaftlichen Aussichten Chinas und anderer bedeutender Schwellenländer hinterfragt und teilweise nach unten korrigiert wurden. Allerdings beruhigte sich die Lage an den globalen Finanzmärkten jeweils recht schnell, und es entwickelte sich keine destabilisierende Krisendynamik.

Die weitere Entwicklung auf den internationalen Finanzmärkten wird wesentlich durch die Ankündigung der US-Notenbank beeinflusst, ihre Geldpolitik zu straffen und den Leitzins zu gegebener Zeit zu erhöhen. Die noch immer bestehende Unsicherheit über den genauen Zeitpunkt einer Zinserhöhung

⁴ Vgl.: M. C. Keeley (1990). Aus theoretischer Sicht können aber auch gegenläufige Effekte eine Rolle spielen. In diesem Fall ginge ein schwacher Wettbewerb tendenziell mit einem höheren Risiko der Banken einher. Vgl.: J. Boyd und G. de Nicoló (2005).

⁵ Da die bestehenden makroprudenziellen Instrumente bislang kaum getestet, ihre Wirkung unsicher und der Instrumentenkasten unvollständig ist, etwa im Bereich der Immobilienfinanzierung, sind alle (nationalen) Politikbereiche gefordert.

⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015), S. 41–76.

wirkt dämpfend auf die Risikoneigung der Investoren in Teilbereichen der Finanzmärkte. Eine geldpolitische Straffung in den USA könnte über den Zinsverbund grundsätzlich auch die Renditen europäischer Wertpapiere beeinflussen.

Niedrige Zinsen prägen Risikolage im deutschen Finanzsystem

Banken und Versicherer erfüllen unterschiedliche Funktionen innerhalb des Finanzsystems. Versicherer finanzieren sich überwiegend aus Prämienzahlungen der Versicherten, die ihnen gewöhnlich langfristig

Banken und Versicherer haben Anreiz, in Vermögenswerte mit langen Laufzeiten zu investieren, um ihre Erträge zu stabilisieren.

zur Verfügung stehen. Banken refinanzieren sich dagegen insbesondere über Einlagen und den Interbankenmarkt. Beide Instrumente sind eher kurzfristiger Natur. Grundsätzlich

sollten Banken und Versicherer eine den Laufzeiten ihrer Passiva angemessene Anlagepolitik verfolgen, wodurch gleichzeitig Risiken für die Finanzstabilität begrenzt werden. Im derzeitigen Umfeld niedriger Zinsen, in dem Bundesanleihen zwischenzeitlich bis zu einer Laufzeit von neun Jahren negative Renditen aufwiesen, haben beide Intermediäre jedoch einen Anreiz, in Vermögenswerte mit langen Laufzeiten zu investieren, um ihre Erträge zu stabilisieren. Dies könnte die Renditen lang laufender Titel auf ein fundamental nicht gerechtfertigtes niedriges Niveau drücken.

Im deutschen Bankensystem sind die Margen bereits seit einigen Jahrzehnten rückläufig. Diese strukturelle Ertragsschwäche wird insbesondere mit einem intensiven Wettbewerb in Verbindung gebracht.⁷⁾ Mit dem Niedrigzinsumfeld wird diese Entwicklung noch verstärkt. Der intensive Wettbewerb mindert den Preissetzungsspielraum der Institute, und

zwar sowohl auf der Aktiv- als auch der Passivseite. Banken werden daher negative Zinsen für die beim Eurosystem gehaltenen Einlagen kaum weiterreichen können. Zwar ist der Zusammenhang zwischen Wettbewerb und Risikoübernahme aus theoretischer Sicht nicht eindeutig. Untersuchungen für Deutschland zeigen aber, dass Banken mit einem größeren Preissetzungsspielraum tendenziell weniger Risiken übernehmen.⁸⁾

Auch die deutschen Lebensversicherer können die niedrigere Verzinsung ihrer Aktiva nur eingeschränkt an die Versicherten weiterreichen. Denn die Zinsgarantien aus lang laufenden Versicherungsbeständen sind noch immer sehr hoch und gehen wegen der langen Laufzeit der Leistungsversprechen nur langsam zurück. Grundsätzlich könnten die deutschen Lebensversicherer auf die niedrigen Zinsen mit einer Übernahme erhöhter Risiken reagieren und damit zu einer Fehlbewertung von Risiken beitragen.

Deutsche Banken verbessern ihre Widerstandsfähigkeit

Das Niedrigzinsumfeld beeinflusst in Deutschland vor allem die kleineren und mittleren Banken, die traditionell einen Großteil ihrer Erträge über das Kredit- und Einlagengeschäft erwirtschaften und in erheblichem Umfang Fristentransformation betreiben. Bisher konnten sie durch eine Ausweitung des Geschäftsvolumens und eine geringere Risikovorsorge den negativen Einfluss auf ihre Erträge kompensieren. Eine Umfrage der Bundes-

Bislang scheinen die Kreditinstitute keine übermäßig hohen Risiken einzugehen. Es gibt jedoch Anzeichen, dass sie ihre Zinsrisiken erhöhen.

⁷ Vgl.: M. Koetter (2013).

⁸ Vgl.: C. M. Buch, C. T. Koch und M. Koetter (2013) sowie T. Kick und E. Prieto (2013).

bank zu den Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds zeigt jedoch, dass in der mittleren Frist mit einem deutlichen Ergebnisrückgang zu rechnen ist. Bislang scheinen die Kreditinstitute insgesamt zwar keine übermäßig hohen Risiken einzugehen. Gleichwohl sind die Zinsänderungsrisiken gestiegen.

Die Widerstandsfähigkeit der deutschen Banken hat sich weiter verbessert. Ende des zweiten Quartals 2015 lag die aggregierte Kernkapitalquote des deutschen Bankensystems bei 15,6% und damit um 6,5 Prozentpunkte höher als Anfang 2008. Auch der Verschuldungsgrad, definiert als Verhältnis von Bilanzsumme zum Kernkapital, deutet auf eine gestiegene Risikotragfähigkeit hin.

Die gegenwärtige Eigenkapitalausstattung der Banken erscheint ausreichend, um unter widrigen makroökonomischen Bedingungen bestehen zu

Eigenkapitalausstattung der Banken erscheint ausreichend, um unter widrigen makroökonomischen Bedingungen bestehen zu können.

können. Dies ist das Ergebnis eines Stresstests, mit dessen Hilfe die Bundesbank das gleichzeitige Eintreffen mehrerer makroökonomischer Entwicklungen für einen Zeitraum von drei

Jahren untersucht hat. Dabei ist zu beachten, dass dieser Stresstest einige wichtige Aspekte, wie zum Beispiel das Liquiditätsrisiko oder Rückkopplungseffekte zum Realsektor, nicht berücksichtigt. Die tatsächlichen Effekte des Schocks auf die Kapitalausstattung der Banken dürften damit eher unterzeichnet sein.

Risikotragfähigkeit der deutschen Lebensversicherer unzureichend

Bei den deutschen Lebensversicherern ist bislang keine breit angelegte Tendenz zur vermehrten Übernahme von Risiken erkennbar, auch wenn sich der

Anteil der Kapitalanlagen in Aktien und Unternehmensanleihen zuletzt erhöht hat.

Die Risikotragfähigkeit des Sektors bleibt indes unzureichend. Die Maßnahmen des im August 2014 in Kraft getretenen Lebensversicherungsreformgesetzes stärken zwar für sich genommen die Eigenmittelausstattung der Versicherer, da sie die Mittelabflüsse aus den Unternehmen vermindern. Eine von der Bundesbank durchgeführte Szenarioanalyse zeigt allerdings, dass sie den Effekt der weiter gesunkenen Zinsen nicht aufwiegen können. Gängige Indikatoren bilden die Risikotragfähigkeit

Lebensversicherer sollten ihre Risiken bereits frühzeitig adäquat mit Eigenkapital unterlegen.

der Lebensversicherer in diesem Zusammenhang nur unzureichend ab, da sie die durch das niedrige Zinsniveau entstandenen stillen Lasten und stillen Reserven unvollständig berücksichtigen. Mit dem neuen Aufsichtsregime Solvency II werden ab dem Jahr 2016 die tatsächlichen Risiken schrittweise weitgehend offengelegt. Bis zur vollständigen Anwendung von Solvency II gilt zwar eine 16-jährige Übergangsperiode. Die Unternehmen sollten jedoch ihre Risiken bereits frühzeitig adäquat mit Eigenkapital unterlegen.

Bemerkenswert ist, dass das derzeit wenig wahrscheinliche Szenario eines abrupten und starken Zinsanstiegs Gefahren für die Stabilität der Lebensversicherer bergen kann. Dieses Szenario könnte zu einer Kündigungswelle der Versicherten führen. Denn bei steigenden Zinsen würden die Wertpapiere im Bestand der Lebensversicherer an Wert verlieren. Die den Kunden garantierten Rückkaufswerte blieben dagegen unverändert. Ab einem kritischen Zinsniveau wären die Rückkaufswerte nicht mehr vollständig kapitalgedeckt. Kunden würden folglich bei einer Kündigung und einer Wiederanlage des Rückkaufswertes zum dann höheren Zinsniveau profitieren. Dieses Risiko ist dem Zinsänderungsrisiko der

Banken insofern ähnlich, als die Bilanzaktiva stärker auf eine Zinsänderung reagieren als die Passiva.

Kaum Anstieg systemischer Risiken im deutschen Schattenbankensektor

Die seit der Finanzkrise verschärfte Regulierung des Bankensektors setzt Anreize für eine Verlagerung von Finanzgeschäften und damit einhergehender Risiken in andere Bereiche des Finanzsystems. Dies war teilweise durchaus das Ziel von Regulierungsinitiativen. Gefahren für die Finanzstabilität können sich jedoch dann ergeben, wenn Aktivitäten und Risiken lediglich deshalb verlagert werden, weil sie in anderen Teilen des Finanzsystems nur wenig reguliert sind.

Das deutsche Schattenbankensystem ist im Vergleich zum Rest des deutschen Finanzsystems in den vergangenen Jahren bedeutender geworden. Dies geht nicht ausschließlich auf Mittelzuflüsse zurück, sondern auch auf Wertsteigerungen der im Schattenbankensystem gehaltenen Aktiva. Generell handelt es sich bei den Akteuren des deutschen Schattenbankensektors um regulierte Entitäten wie zum Beispiel Investmentfonds.

Eine erhöhte Übernahme von Risiken lässt sich derzeit nicht ausmachen. Wesentliche Risikoindikatoren für das deutsche Schattenbankensystem tendierten in den vergangenen Jahren eher seitwärts. Fristen- und Liquiditätstransformation im Investmentfondssektor als Ganzes blieben weitgehend stabil. Zudem ist der Grad an Hebelung über Fremdkapitaleinsatz oder Wertpapierleih- und Pensionsgeschäfte eher gering. Darüber hinaus haben Investoren der Investmentfonds wie Versicherer und Pensionskassen einen langfristigen Anlagehorizont. Allerdings schreitet die Konzentration im Fondssektor weiter voran. Dadurch steigt die Bedeutung einzelner Kapitalverwaltungsgesellschaften und Investmentfonds. Aus diesem Konzentrationsprozess könnten Inter-

mediäre hervorgehen, die aufgrund ihrer gewachsenen Bedeutung für die Finanzmärkte systemisch relevant werden.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass in den einzelnen Sektoren des deutschen Finanzsystems derzeit keine übermäßige Übernahme von Risiken erkennbar ist. Das außerordentlich niedrige Zinsniveau setzt jedoch hierzu weiterhin Anreize. Deshalb bleibt eine intensive Überwachung des Finanzsystems geboten. Darüber hinaus gilt es, regulatorische Lücken zu schließen und die Widerstandsfähigkeit des Systems insgesamt weiter zu erhöhen.

In den einzelnen Sektoren des deutschen Finanzsystems ist derzeit keine übermäßige Übernahme von Risiken erkennbar.

Wichtige makroprudenzielle Instrumente ab dem Jahr 2016 einsatzbereit

Ein wesentlicher Faktor, der destabilisierend für das Finanzsystem wirken kann, sind implizite Garantien für große Marktteilnehmer (Too-big-to-fail-Problematik). Um die Widerstandsfähigkeit global systemrelevanter Banken zu erhöhen und die Wahrscheinlichkeit staatlicher Rettungsmaßnahmen zu verringern, müssen diese Institute ab dem 1. Januar 2016 einen zusätzlichen Puffer aus hartem Kernkapital aufbauen. National systemrelevante Institute können ab dem Jahr 2016 ebenfalls mit einem Kapitalpuffer belegt werden. Im Jahr 2015 hat die Bundesbank zusammen mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) eine Methodik zur Identifizierung national systemrelevanter Institute erarbeitet.

Durch zusätzliche Kapitalpuffer können Institute Verluste besser tragen. In einem marktwirtschaftlichen System sollte ein Scheitern von (systemrelevanten) Instituten ohne die Inanspruchnahme öffentlicher

Mittel aber möglich sein. Dafür ist es notwendig, dass diese Institute über eine hinreichende Verlustabsorptionsmasse verfügen. Auf europäischer

Institute müssen über eine hinreichende Verlustabsorptionsmasse verfügen.

Ebene enthält die Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (Bank Recovery and Resolution Directive: BRRD) diesbezüglich Regelungen zur Mindestanforderung an die für den Abwicklungsfall vorzuhaltenden Eigenmittel und berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities: MREL). Aus Finanzstabilitätssicht ist bedenklich, dass andere Banken diese Mittel uneingeschränkt halten können, sofern die Abwicklungsbehörde dies zulässt. Anders als die Vorgaben für MREL sieht der vom Finanzstabilitätsrat entwickelte Mindeststandard für die Gesamtverlustabsorptionsmasse (Total Loss Absorbing Capacity: TLAC) Halterestriktionen für Banken vor. Die europäische Richtlinie sollte analog zu diesen Vorgaben angepasst werden.

Mit dem antizyklischen Kapitalpuffer steht ab dem Jahr 2016 ein weiteres makroprudenzielles Instrument für den Bankensektor zur Verfügung. Der antizyklische Kapitalpuffer hat zum Ziel, die vom Finanzzyklus ausgehenden Risiken besser zu adressieren.⁹ In Zeiten übermäßiger Kreditvergabe sollen zusätzliche Eigenmittel aufgebaut werden, die im Krisenfall zur Verlustabsorption genutzt werden können.

Bislang gibt es in Deutschland keine makroprudenziellen Instrumente, die direkt an der Kreditbeziehung zwischen Gläubiger und Schuldner ansetzen. Solche Instrumente ließen sich grundsätzlich einsetzen, um systemische Risiken in spezifischen Vermögenswerten zielgerecht zu adressieren. Am deutschen Immobilienmarkt hat sich zwar der vergleichsweise kräftige Preisanstieg fortgesetzt. Das Risiko einer Preiskorrektur bei gleichzeitig starken Ausfällen von Immobilienkrediten ist gegenwärtig jedoch gering.

Im Juni 2015 hat der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) der Bundesregierung empfohlen, präventiv Rechtsgrundlagen für neue makroprudenzielle Instrumente für die Wohnimmobilienfinanzierung zu schaffen. Voraussetzung für die Analyse und Bewertung von Maßnahmen sind aussagekräftige Daten. In Deutschland werden bislang über das Kreditvolumen einer Immobilienfinanzierung hinaus keine einzelwirtschaftlichen

Der Ausschuss für Finanzstabilität hat der Bundesregierung empfohlen, präventiv Rechtsgrundlagen für neue makroprudenzielle Instrumente für die Wohnimmobilienfinanzierung zu schaffen.

Angaben wie beispielsweise der Fremdkapitalanteil erhoben. Um vom Markt für Wohnimmobilienfinanzierungen ausgehende systemische Risiken besser einschätzen zu können, sollten diese Datenlücken geschlossen werden.

Auch für die Evaluierung makroprudenzieller Politik sind aussagekräftige Daten auf einzelwirtschaftlicher Ebene (Mikrodaten) unerlässlich. Denn beim Einsatz makroprudenzieller Instrumente sollte stets beurteilt werden, inwieweit die Politikziele auch tatsächlich erreicht werden. Zur Evaluierung gehört dabei eine Abschätzung der zu erwartenden Wirkung, bevor die Maßnahme ergriffen wird (ex ante), und eine Bewertung der Zielerreichung nach Anwendung des Instruments (ex post).

Weitere Anstrengungen auf europäischer Ebene erforderlich

Mit der europäischen Bankenunion, die den einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism: SSM) und den einheitlichen Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism:

⁹ Zum Finanzzyklus vgl.: Bank for International Settlements (2014), S. 73–95.

SRM) umfasst, ist im vergangenen Jahr ein wichtiger Meilenstein auf dem Weg zu einer größeren Finanzstabilität im Euro-Raum erreicht worden. Der SSM soll Aufsichtsarbitrage verringern und eine europäische Sichtweise in der Bankenaufsicht stärken. Der SRM ist eine notwendige Ergänzung für das gemeinsame Aufsichtssystem, weil er Haftung und Kontrolle zusammenführt.

Um das Vertrauen in die Bankenunion zu stärken, sollten bei etwaigen Abwicklungen von Banken die neuen Regeln der Gläubigerbeteiligung konsequent angewendet werden. Abweichungen vom Prinzip der Gläubigerhaftung sollten minimiert und

In der Regulierung von Banken und Versicherern werden Forderungen gegenüber Staaten des Euro-Raums privilegiert behandelt, woraus ein systemisches Risiko erwachsen kann.

der diskretionäre Spielraum der Behörden begrenzt werden. Ansonsten könnten unter dem Deckmantel des Schutzes der Systemstabilität zukünftige Stabilitätsrisiken entstehen.¹⁰⁾ Um die Bankenunion zu vervollständigen, ist es zudem wichtig, Fehlanreize zu beseitigen, die durch die Regulierung entstehen. So werden etwa Forderungen von Banken und Versicherern gegenüber Staaten des Euro-Raums in der Regulierung privilegiert behandelt. Hieraus entsteht ein Risikoverbund von Finanzinstituten und Staaten, der ein systemisches Risiko darstellen kann.

Im kommenden Jahr wird mit SolvencyII eine Reform der Versicherungsregulierung in Kraft treten. Bei der Genehmigung interner Modelle sollte bereits heute darauf geachtet werden, alle Risiken – einschließlich der Risiken von Staaten – adäquat mit Kapital zu unterlegen. Im Rahmen der für das Jahr 2018 vorgesehenen Überprüfung der Standardformel zur Berechnung von Kapitalanforderungen sollte die Berechnung von Staatenrisiken überprüft werden. Die makroprudenziellen Implikationen von SolvencyII zeigen sich in einer frühzeitigeren Abbildung der Risi-

ken aus dem Niedrigzinsumfeld, da ein Kernstück der neuen Regeln die marktnahe Bewertung von Aktiva und Passiva ist. Die weitgehend auf Marktwerte abstellende Solvenzbilanz kann aber auch zu einem volatileren Bild der Risikotragfähigkeit von Versicherern führen, als es unter SolvencyI derzeit der Fall ist.

Insgesamt sollte SolvencyII besser geeignet sein, Finanzstabilitätsrisiken abzubilden. Die Wirkung der zur Dämpfung prozyklischen Verhaltens eingeführten Maßnahmen (OmnibusII-Richtlinie) sollte in den kommenden Jahren jedoch überprüft werden. Diese Maßnahmen könnten die Aussagekraft der Solvenzquote schwächen und die Kapitalanforderungen zu sehr verringern.

Die Struktur europäischer Kapitalmärkte spiegelt sich in einer schwach ausgeprägten grenzüberschreitenden Risikoteilung im Euro-Raum wider. Gegenwärtig findet der grenzüberschreitende Kapitalverkehr in Europa überwiegend durch Fremdkapitalinvestitionen von Banken statt. Bankkredite erfüllen mikroökonomisch eine bedeutende Funktion, wenn Informations- und Anreizprobleme zwischen Unternehmen und Investoren bestehen. Allerdings können aus einer zu hohen Verschuldung und einem zu hohen Anteil von Fremdkapital an den internationalen Kapitalströmen Risiken für die Finanzstabilität entstehen.

Die Europäische Kommission hat das Projekt Kapitalmarktunion mit dem

Ziel initiiert, die europäischen Kapitalmärkte über den Bankensektor hinaus stärker zu entwickeln und zu integrieren. Insbesondere die Entwicklung

Die Entwicklung und Integration europäischer Eigenkapitalmärkte kann die Finanzstabilität stärken.

und Integration europäischer Eigenkapitalmärkte kann die Widerstandsfähigkeit finanzieller und nicht-

¹⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014), S. 78 ff.

finanzieller Unternehmen erhöhen und dazu beitragen, dass die Finanzstabilität gestärkt und Risiken in der Währungsunion effizient geteilt werden. Ziel sollte es sein, ein Rahmenwerk zu schaffen, in dem sich ein effizientes Marktergebnis einstellen kann.

Quellenverzeichnis

- Bank for International Settlements (2014), 84th Annual Report 2013/14, Juni 2014.
- Bernanke, B. und K. Kuttner (2005), What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?, *Journal of Finance* Vol 60 No 3, S. 1221–1257, Mai 2005.
- Boyd, J. H. und G. de Nicoló (2005), The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited, *Journal of Finance* Vol 60 No 3, S. 1329–1343, Mai 2005.
- Buch, C. M., C. T. Koch und M. Koetter (2013), Do Banks Benefit From Internationalization? Revisiting the Market Power-risk Nexus, *Review of Finance* Vol 17 No 4, S. 1401–1435, November 2013.
- Deutsche Bundesbank (2014), Finanzstabilitätsbericht, November 2014.
- Deutsche Bundesbank (2015), Monatsbericht, März 2015.
- Gertler, M. und P. Karadi (2013), QE 1 vs. 2 vs. 3...: A Framework for Analyzing Large-scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool, *International Journal of Central Banking* Vol 9 No 1, S. 5–53, Januar 2013.
- Greenwood, R. und S. Hanson (2012), Share Issuance and Factor Timing, *Journal of Finance* Vol 67 No 2, S. 761–798, März 2012.
- Jensen, M. C., und W. H. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* Vol 3 Issue 4, S. 305–360, Oktober 1976.
- Keeley, M. C. (1990), Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking, *American Economic Review* Vol 80 No 5, S. 1183–1200, Dezember 1990.
- Kick, T. und E. Prieto (2013), Bank risk taking and competition: evidence from regional banking markets, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank Nr. 30/2013, September 2013.
- Koetter, M. (2013), Market Structure and Competition in German Banking, Expertise für den Sachverständigenrat, November 2013.
- Rajan, R. (2006), Has Finance Made the World Riskier?, *European Financial Management* Vol 12 No 4, S. 499–533, August 2006.

Risikolage im deutschen Finanzsystem

Das makroökonomische und finanzielle Umfeld

Das globale Finanzsystem war im Jahr 2015 zwei Stresssituationen ausgesetzt. Im Jahresverlauf stieg die Unsicherheit der Marktteilnehmer über einen Verbleib Griechenlands im Euro-Raum. Eine zweite Belastungsprobe folgte, als im Nachgang deutlicher Korrekturen am chinesischen Aktienmarkt und an den weltweiten Rohstoffmärkten die Wachstumsperspektiven Chinas und anderer bedeutender Schwellenländer hinterfragt wurden. Allerdings beruhigte sich die Lage an den Finanzmärkten jeweils recht schnell, und es entwickelte sich keine destabilisierende Krisendynamik.

Die Entwicklung im internationalen Finanzsystem wird durch die divergierenden Geldpolitiken in den großen Währungsräumen geprägt. Im Euro-Raum haben sich die Zinserhöhungserwartungen in die Zukunft verschoben. Damit bestehen bei anhaltender Dauer des Niedrigzinsumfelds Anreize für die Marktteilnehmer fort, höhere Risiken einzugehen. Eine geldpolitische Straffung in den USA könnte über den Zinsverbund grundsätzlich auch die Renditen europäischer Wertpapiere beeinflussen. Gegenwärtig wirkt die Unsicherheit über den Zeitpunkt einer ersten Zinserhöhung in den USA dämpfend auf die Risikoneigung der Investoren.

Um Risiken für die Finanzstabilität zu identifizieren und entsprechende Politikmaßnahmen zu ergreifen, ist es wichtig, die Strukturmerkmale des deutschen Finanzsystems zu verstehen. Hierbei ist zum Beispiel relevant, in welchem Maße das deutsche Finanzsystem mit dem Ausland verflochten ist. Dieses Kapitel diskutiert daher, welche Finanzintermediäre die größte Bedeutung haben und wie stark diese untereinander vernetzt sind.

Finanzsystem zeigt sich in Stressepisoden robust

Im Jahresverlauf 2015 war das globale Finanzsystem mit der Diskussion um die Zukunft Griechenlands im Euro-Raum und Risiken aus den Schwellenländern zwei Stresssituationen ausgesetzt.¹⁾ Im Zusammenhang mit den vorgezogenen Parlamentswahlen in Griechenland im Januar 2015 führte die Neubildung der Regierung zu großer Ungewissheit über den weiteren wirtschafts- und finanzpolitischen Kurs des Landes. Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über den Verbleib Griechenlands im Euro-Raum erreichte Mitte 2015 ihren Höhepunkt. Signifikante Ansteckungseffekte auf die Finanzmärkte anderer europäischer, besonders von der Schuldenkrise betroffener Staaten waren jedoch nicht sichtbar. Die Staatsanleihen dieser Länder vollzogen den Renditeanstieg griechischer Staatsanleihen nur sehr eingeschränkt nach. Auch bei der Refinanzierung ihrer Staatsschulden hatten die Länder keine Probleme. Die Aktienmärkte glichen entstandene Verluste innerhalb weniger Tage wieder aus.

Die ebenfalls geringen direkten Auswirkungen auf den Bankensektor dürften auf mehrere Faktoren zurückzuführen sein. Zum einen hatten die europäischen Kreditinstitute ihre Forderungen gegenüber Griechenland bereits so deutlich reduziert, dass ein Schuldenausfall für sie verkräftbar gewesen wäre; die Risiken wurden vom privaten in den öffentlichen Sektor verschoben (Schaubild 1.1.1). Zum anderen haben die europäischen Banken aber auch ihre Eigenkapitalpositionen und damit ihre Risikotragfähigkeit spürbar verbessert (siehe hierzu auch Kapitel „Risiken im deutschen Bankensektor“ auf S. 29 ff.). Indirekt dürften von der Schaffung der Bankenunion positive Vertrauenseffekte ausgegangen sein.

Eine zweite Belastungsprobe folgte Mitte 2015, als sich ein Anstieg der Finanzmarktvolatilität in China auf das globale Finanzsystem übertrug. In China hat-

ten sich im Finanzsystem seit einigen Jahren Risiken aufgebaut. Die Preise von Vermögenswerten wie Aktien und Immobilien stiegen spürbar an, gleichzeitig war ein starkes Kreditwachstum, auch vonseiten des Schattenbankensystems, zu verzeichnen. Zwischen Juni und September 2015 kam es dann zu deutlichen Kurskorrekturen am chinesischen Aktienmarkt. Sorgen über mögliche weltweite Auswirkungen einer wirtschaftlichen Abschwächung in China übertrugen sich unmittelbar auf die globalen Finanzmärkte.

Sorgen über mögliche weltweite Auswirkungen einer wirtschaftlichen Abschwächung in China übertrugen sich unmittelbar auf die globalen Finanzmärkte.

Besonders anfällig für Ansteckungseffekte sind diejenigen Schwellenländer, die mit China enge Handelsbeziehungen unterhalten. Einige dieser Länder zählen zu den Rohstoffe exportierenden Schwellenländern. Diese sind stärker gefährdet, da schon der im Jahr 2014 begonnene Verfall der Rohstoffpreise ihre außenwirtschaftliche Position und ihr Wachstum beeinträchtigt hat. Über Vertrauenseffekte können auch Schwellenländer mit internen oder externen Ungleichgewichten getroffen werden, wie etwa Brasilien, Südafrika oder die Türkei. In vielen dieser Länder hat der Privatsektor seine Verschuldung deutlich ausgeweitet.²⁾ Besondere Probleme können in den Ländern auftreten, in denen sich der Unternehmenssektor in den letzten Jahren verstärkt in US-Dollar verschuldet hat. In eine die Finanzstabilität gefährdende Krisendynamik mündeten die zeitweisen Anspannungen der globalen Finanzmärkte aber bislang nicht.

¹ Zu früheren Ausführungen zu Entwicklungen in den Schwellenländern bzw. Herausforderungen der europäischen Schuldenkrise vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), S. 39, sowie Deutsche Bundesbank (2014), S. 27.

² Laut Internationalem Währungsfonds (IWF) wiesen z. B. Brasilien und die Türkei Ende 2014 Abweichungen der Kreditentwicklung, bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt (BIP), von ihrem langfristigen Trend (Kredit/BIP-Lücken) von über 10% auf. Vgl.: International Monetary Fund (2015b), S. 10. Zur Kredit/BIP-Lücke siehe auch Kapitel „Makroprudenzielle Politik“ auf S. 73 ff.

Asynchrone Geldpolitik der großen Notenbanken als Spannungsfeld

Außerordentlich niedrige Zinsen und ein moderates Wachstum prägen weiterhin das makroökonomische und finanzielle Umfeld in Deutschland (Schaubild 1.1.2). Seit dem Finanzstabilitätsbericht 2014 haben sich die geldpolitischen Rahmenbedingungen und damit der Ausblick für das globale Zinsumfeld jedoch verändert. Das Eurosystem startete ein Staatsanleihekaufprogramm (Public Sector Purchase Programme: PSPP).

Die Erwartungen auf eine Zinserhöhung im Euro-Raum haben sich weiter in die Zukunft verschoben.

Dadurch haben sich die Erwartungen auf eine Zinserhöhung im Euro-Raum weiter in die Zukunft verschoben. Bei einem Fort-

bestand des Niedrigzinsumfelds dauert die Gefahr an, dass Investoren erhöhte Risiken in Kauf nehmen, ohne über ausreichend hohe Risikopuffer zu verfügen. Demgegenüber kündigte die US-Notenbank an, ihre Geldpolitik weiter zu straffen und den Leitzins zu erhöhen. Eine geldpolitische Straffung in den USA könnte über den Zinsverbund grundsätzlich auch die Renditen europäischer Wertpapiere beeinflussen. Im zweiten Halbjahr 2015 stiegen mit der Unsicherheit über den Zeitpunkt einer Zinserhöhung in den USA in Teilbereichen der Finanzmärkte die Risikoprämien.

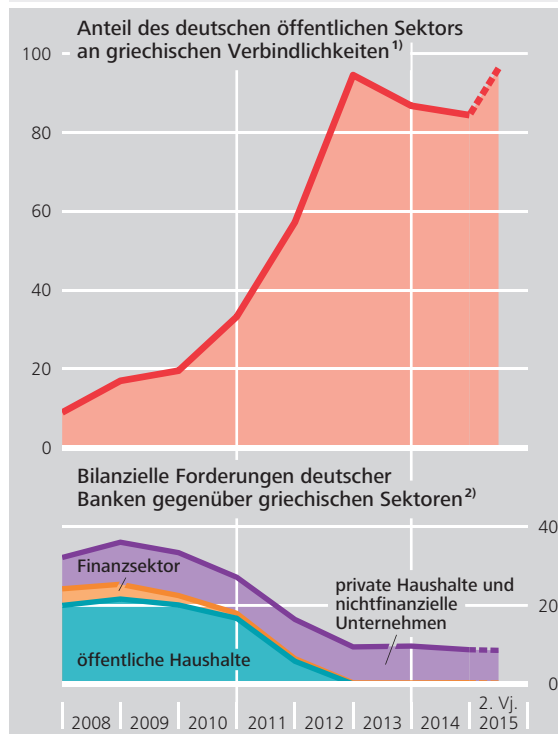
Anhaltendes Niedrigzinsumfeld birgt Risiken

Bleibt der Einfluss über den Zinsverbund begrenzt, spricht viel dafür, dass angesichts der expansiven Geldpolitik der EZB das Niedrigzinsumfeld im Euro-Raum anhält. Wenn die Marktteilnehmer in diesem Umfeld verstärkt Risiken eingehen und keine angemessene Risikovorsorge betreiben, können abrupte Veränderungen von Vermögenspreisen und Liquiditätsbedingungen die Finanzstabilität gefährden.³⁾

Ausgewählte deutsche Risikoträger griechischer Verbindlichkeiten

Schaubild 1.1.1

Mrd €, Jahresendstände



Quellen: Angaben der Zentralbanken, EFSF, ESM, Evidenzzentrale für Millionenkredite der Deutschen Bundesbank, IWF und eigene Berechnungen. ¹ Beinhaltet den mit den jeweils gültigen Kapitalschlüsseln Deutschlands gewichteten Anteil an den griechischen Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem aus TARGET2, dem Euro-Banknoten-Umlauf und dem Programm für die Wertpapiermärkte (SMP, nur in den Jahresendständen ab 2012 enthalten) sowie an den griechischen Verbindlichkeiten aus Finanzhilfen (EFSF, ESM und IWF). Zudem sind bilaterale Kredite der KfW enthalten. ² Ohne Kredite der KfW.

Deutsche Bundesbank

In der Anfangsphase des PSPP sanken die bereits sehr niedrigen Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen des Euro-Raums auf historische Tiefstände.⁴⁾ Ausgehend von Bundesanleihen, die zwischenzeitlich bis zu einer Laufzeit von neun Jahren

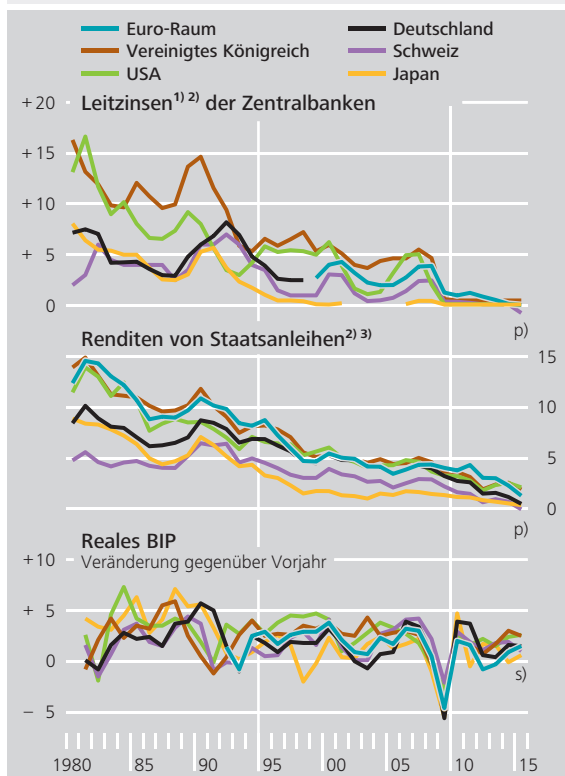
³ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015a), S. 52 ff.

⁴ Weitgehend Einigkeit herrscht darüber, dass durch quantitative Lockerung langfristige Renditen von Staatsanleihen und anderen festverzinslichen Wertpapieren verringert werden. Empirische Studien kommen aber zu unterschiedlichen Ergebnissen bezüglich der Stärke des Rückgangs. Vgl. hierzu bspw.: J. C. Williams (2014) sowie J. H. Rogers, C. Scotti und J. H. Wright (2014).

Globales Zinsumfeld und Wirtschaftsentwicklung

Schaubild 1.1.2

in %



Quellen: Angaben der Zentralbanken, IWF, OECD, Thomson Reuters Datastream und eigene Berechnungen. **1** Bei Zielbändern für Leitzinsen wird der Mittelwert zwischen Ober- und Untergrenze gezeigt. Japan: Von März 2001 bis März 2006 orientierten sich die geldpolitischen Entscheidungen der Bank of Japan an den ausstehenden Girokontosaländen der Banken bei der Zentralbank sowie ab April 2013 an der Geldmenge. **2** Jahresmittelwerte. **3** Mit zehnjähriger Restlaufzeit.
 Deutsche Bundesbank

erhöhte Risikobereitschaft hin. Denn im Zuge der Korrektur der Staatsanleiherenditen stiegen auch die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen. Ende Oktober 2015 lagen die Risikoaufschläge von in Euro oder US-Dollar denominierten Unternehmensanleihen meist wieder über ihren langfristigen Durchschnittswerten. Aus Risikoaufschlägen lassen sich unter bestimmten Annahmen implizite Ausfallraten der Unternehmensanleihen ableiten.⁶⁾ Diese sind gestiegen und lagen Ende Oktober 2015 nahe den historisch beobachteten Ausfallraten.

Mengenindikatoren für die Unternehmenskreditmärkte liefern dagegen ein gemischtes Bild. Im Euro-Raum und in den USA bestimmen nach wie vor hohe Emissions- und Vergabevolumina von Anleihen und syndizierten Krediten das Bild. Dabei entfiel in den USA zwischen Januar und Oktober 2015 mit 47% ein anhaltend hoher Anteil der syndizierten Kredite auf bonitätsschwache Schuldner aus dem Non-Investment-Grade-Segment. Im Euro-Raum belief sich dieser Anteil auf etwa 24%.⁷⁾ Investoren in Europa waren zudem bereit, 80% der syndizierten Kredite an bonitätsschwache Unternehmen zu gelockerten Bedingungen bereitzustellen (nach einem Anteil von 10% im Jahr

Mengenindikatoren für die Unternehmenskreditmärkte liefern ein gemischtes Bild.

negative Renditen aufwiesen, kam es ab Ende April 2015 zu einer Korrektur.⁵⁾

Um die Risikobereitschaft der Marktteilnehmer abzuschätzen, können für verschiedene Marktsegmente sowohl Preis- als auch Mengenindikatoren sowie nichtpreisliche Konditionen herangezogen werden. Preisindikatoren für die Unternehmensanleihemärkte deuteten zuletzt nicht auf eine

Preisindikatoren für die Unternehmensanleihemärkte deuten nicht auf eine erhöhte Risikobereitschaft hin.

5 Mehrere Faktoren dürften hier eine Rolle gespielt haben, bspw. die durch das PSPP unterstützte einseitige Positionierung der Marktteilnehmer, verbesserte Wirtschaftsdaten im Euro-Raum sowie eine mangelnde Bereitschaft der Market Maker zum Halten von Gegenpositionen.

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

7 Die Nettovergabe syndizierter Kredite übersteigt sowohl in den USA als auch im Euro-Raum die Nettoemissionen am Unternehmensanleihemarkt. Das gesamte Marktvolumen syndizierter Kredite aus dem Segment Non-Investment Grade betrug Ende Oktober 2015 15,1% des BIP in den USA und 2,9% des BIP im Euro-Raum.

2011).⁸⁾ Allerdings entwickelten sich die Emissionsvolumina in der zweiten Jahreshälfte 2015 rückläufig. Dies ist ein Hinweis, dass Investoren ihre Bereitschaft zur Risikoübernahme am Unternehmenskreditmarkt tendenziell verringert haben.

Um Fehlbewertungen an Aktienmärkten zu identifizieren, können verschiedene Indikatoren herangezogen werden. Das Verhältnis von Kursen zu erwarteten Gewinnen (KGV) für den Euro Stoxx 50, den S&P 500 und den DAX lag trotz zwischenzeitlicher Kursverluste Ende Oktober 2015 jeweils noch leicht über dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre. Aussagekräftiger als das KGV sind allerdings implizite Aktienrisikoprämien.⁹⁾ Diese lagen Ende Oktober 2015 oberhalb ihrer langfristigen Durchschnitte. Dies spricht gegen eine Überbewertung.

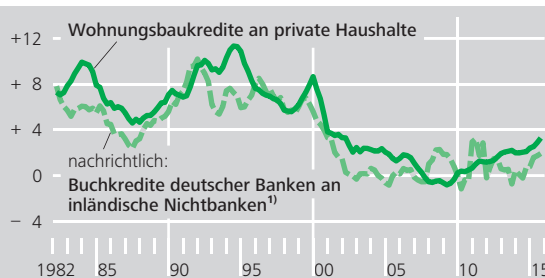
Mithilfe eines ökonometrischen Tests kann außerdem untersucht werden, ob Anzeichen für eine Blasenbildung am Aktienmarkt vorliegen (Bubble Test).¹⁰⁾ Der Test unterstellt, dass Aktienkurse keine zeitvariablen Risikoprämien enthalten und üblicherweise einem zufälligen Pfad (Random Walk) folgen. Beim Aufbau von Blasen steigen die Kurse dagegen übermäßig stark. Dementsprechend überprüft der Test, ob Kursbewegungen von einem zufälligen auf einen exzessiv steigenden Pfad wechseln. Im untersuchten Zeitraum von Anfang 2014 bis in den Herbst 2015 hinein liefert dieser Bubble Test weder für europäische noch für amerikanische Aktienindizes Hinweise auf den Aufbau einer Blase.

Am deutschen Wohnimmobilienmarkt hat sich die dynamische Preisentwicklung fortgesetzt. Diese wird nicht nur von den günstigen Finanzierungsbedingungen, sondern auch von der guten wirtschaftlichen Entwicklung gestützt. Der seit dem Jahr 2010 bestehende Aufwärtstrend hat sich, nach einer leichten Abschwächung im Jahr 2014, im ersten Halbjahr 2015 wieder verstärkt fortgesetzt. Nach Angaben des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken stiegen die Preise für selbstgenutztes Wohnei-

Wohnungsbaukredite deutscher Banken an inländische private Haushalte*)

Schaubild 1.1.3

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, saisonbereinigt, Quartalsendstände



* Einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck. Bis 1991 Angaben nur für Westdeutschland. 1 Unternehmen, private Haushalte (einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck) und öffentliche Haushalte.

Deutsche Bundesbank

gentum in den ersten drei Quartalen 2015 um 4,6% gegenüber dem Vorjahreszeitraum.

Anhaltende Preissteigerungen können Gläubiger dazu verleiten, die Kreditvergabe überproportional auszuweiten und Kreditvergabestandards zu lockern. Dies kann zu systemischen Risiken führen. Zwar hat sich die Neukreditvergabe im Verlauf des Jahres 2015 deutlich beschleunigt. Allerdings kann das Wachstum der Immobilienkreditvergabe an private Haushalte im längerfristigen Vergleich weiterhin als moderat bezeichnet werden (Schaubild 1.1.3). Zudem geht der Verschuldungsgrad der privaten Haushalte in Deutschland zumindest im Aggregat weiter zurück (Schaubild 1.1.4).¹¹⁾ Außer-

⁸ Hierbei werden Anlegerschutzklauseln abgeschwächt. Dies sind vertraglich bindende Zusicherungen des Schuldners, während der Laufzeit des Kredits bestimmte Vorgaben einzuhalten (z. B. Mindesteigenkapitalquoten oder Obergrenzen bei Verschuldungskennzahlen).

⁹ Berechnet als 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.

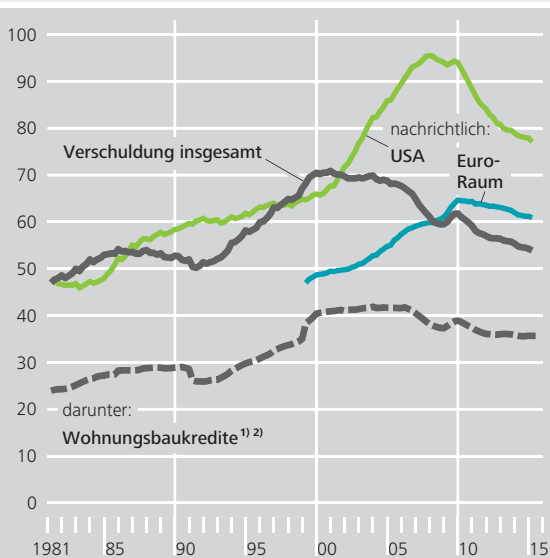
¹⁰ Zu der verwendeten Methode vgl.: U. Homm und J. Breitung (2012).

¹¹ Zur Bedeutung des Indikators der aggregierten Haushaltsverschuldung in Frühwarnansätzen vgl. bspw.: T. Knedlik und G. von Schweinitz (2012) sowie B. Büyükkarabacak und N. Valev (2010).

Verschuldung der privaten Haushalte in Deutschland¹⁾

Schaubild 1.1.4

in % des BIP¹⁾, Quartalsendstände



Quellen: BIZ, Primärstatistiken der Deutschen Bundesbank und eigene Berechnungen. * Bis 1991 Angaben für Westdeutschland. Einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck. 1 Saisonbereinigt. 2 Von deutschen Banken vergeben.

Deutsche Bundesbank

dem haben deutsche Banken die Vergabestandards für Wohnungskredite gemäß der vom Eurosystem regelmäßig durchgeführten Umfrage zur Kreditvergabepolitik der Geschäftsbanken (Bank Lending Survey) seit dem Jahr 2014 nicht gelockert.

Auf Grundlage dieser Daten ist das Risiko einer Preiskorrektur bei gleichzeitig starken Ausfällen

Risiko einer Preiskorrektur bei gleichzeitig starken Ausfällen von Immobilienkrediten gegenwärtig eher gering.

von Immobilienkrediten gegenwärtig eher gering. Insofern erscheinen die vom Wohnimmobilienmarkt ausgehenden Risiken für die Finanzstabilität

begrenzt (siehe hierzu auch Kasten „Stresstest für private Wohnimmobilienkredite in Deutschland“ auf S. 37 f.).

Um sich ein Bild der Lage am deutschen Wohnimmobilienmarkt zu machen, ist auch das von der Bundesbank veröffentlichte Indikatorensystem nützlich.¹²⁾ Für eine umfassende Einschätzung des Risikopotenzials fehlen derzeit allerdings detaillierte Angaben zur Kreditvergabe. Diese Datenlücken sollten geschlossen werden, um vom Wohnimmobilienmarkt ausgehende Risiken für die Finanzstabilität frühzeitig einschätzen zu können.

Auch ein abruptes Ende des Niedrigzinsumfelds birgt Risiken

Auch wenn die Geldmarktzinsen in Europa weiterhin sehr niedrig bleiben dürften, ist ein Fortbestand des Niedrigzinsumfelds im Kapitalmarktbereich nicht zwingend. Denn die langfristigen Zinsen im Euro-Raum werden indirekt auch von der Geldpolitik in den USA beeinflusst. Deutschland dürfte sich historischen Erfahrungen zufolge einem geldpolitisch induzierten Renditeanstieg in den USA nicht dauerhaft entziehen können. Der enge Verbund zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und US-Treasuries hat sich seit Beginn der Staatsschuldenkrise zwar etwas gelockert. Die Preisführerschaft der US-Zinsen bleibt jedoch weiterhin bestehen.

Ungeachtet der Aussicht auf weiterhin sehr niedrige Geldmarktzinsen in Europa ist im Kapitalmarktbereich ein Fortbestand des Niedrigzinsumfelds nicht zwingend.

Daher kann ein stärker oder früher als erwarteter Zinsanstieg in den USA Auswirkungen auf das Zinsniveau im Euro-Raum haben. Hinweise auf die Erwartungen der Marktteilnehmer für künftige Zins-schritte liefern die impliziten Wahrscheinlichkeiten

¹²⁾ Das Indikatorenset ist verfügbar unter http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Statistiken/indikatorensystem_wohnimmobilienmarkt.html

künftiger Zinsanstiege auf Basis von Fed Funds Futures. Die Unsicherheit hinsichtlich eines ersten Zinsschritts der Fed ist hoch (Schaubild 1.1.5). Mitte November preisten noch knapp 35% der Future-Kontrakte keine Zinserhöhung für das Jahr 2015 ein.

Eine veränderte Ausrichtung der US-Geldpolitik ging in der Vergangenheit mit spürbaren Belastungen für eine Reihe von Schwellenländern einher.¹³⁾ Eine Vorausschau auf mögliche Folgen einer geldpolitischen Wende in den USA boten im Sommer 2013 die Verluste an den Aktien- und Devisenmärkten der Schwellenländer. Die hohen Abflüsse aus den in Schwellenländern investierenden Fonds zwischen Juni und September 2015 sind ein Zeichen dafür, dass sich die Finanzierungsbedingungen für einige Länder bereits verschlechtert haben.

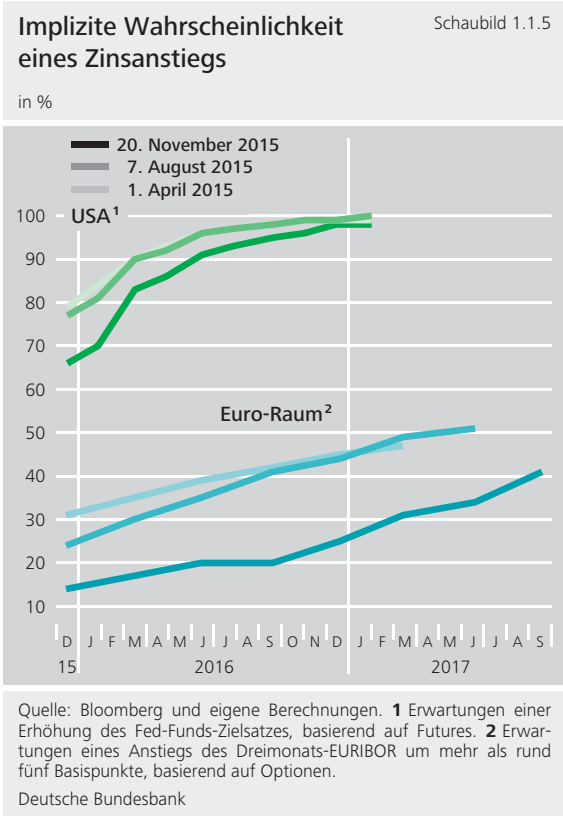
Zwar sollten die Schwellenländer insgesamt besser auf eine Straffung der externen Finanzierungsbedingungen vorbereitet sein als Mitte der neunziger Jahre. Denn inzwischen weisen sie zumeist flexiblere Wechselkurse, höhere Währungsreserven und einen verbesserten Netto-Auslandsvermögensstatus auf. Allerdings haben die von China ausgehenden Finanzmarktanspannungen Verwundbarkeiten einzelner Schwellenländer offengelegt.¹⁴⁾

Eine deutliche Änderung im globalen Zinsgefüge könnte zu abrupten Änderungen bei der Risikobereitschaft und zu einer

Eine deutliche Änderung im globalen Zinsgefüge könnte zu abrupten Änderungen bei der Risikobereitschaft führen.

Neubewertung von Schwellenländern als Anlageklasse führen. Dass in diesem Kontext weitere risikobehaftete Marktsegmente angesteckt würden,

wäre durchaus denkbar. Aus solchen Rückkopplungs- und Ansteckungseffekten könnten sich Belastungen für das globale Finanzsystem ergeben.



Bei Stressphasen im Finanzsystem ist eine ausreichende Marktliquidität wesentlich.¹⁵⁾ Bei Illiquidität können sich Marktbe-

Das Risiko, dass sich Marktanspannungen aufgrund ungenügender Liquidität verstärken, ist gestiegen.

wegungen verstärken und auf andere Marktsegmente übertragen. Banken haben ihr für die Marktliquidität wichtiges Angebot an Market-Making-Aktivitäten aufgrund regulatorischer sowie marktgetriebener Veränderungen tendenziell verringert.¹⁶⁾ Gleichzeitig ist die Bedeutung von Vermögensverwaltern gestiegen. Wenn sich diese in Stressphasen gleichgerichtet verhalten und ihre Positionen gleichzeitig kurzfristig zu liquidieren versuchen, entsteht eine starke Nachfrage nach

13 Vgl.: International Monetary Fund (2015a).
 14 Vgl.: International Monetary Fund (2015b).
 15 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014), S. 15 ff.
 16 Vgl.: Committee on the Global Financial System (2014).

Market-Making-Aktivitäten. Damit ist das Risiko gestiegen, dass sich Marktanspannungen aufgrund ungenügender Liquidität verstärken. Finanzmarktakteure sind dann nicht nur Liquiditätsrisiken, sondern auch höheren Markt-, Kredit- und Gegenparteierrisiken ausgesetzt.

Im deutschen Bankensystem haben sich an verschiedenen Stellen Anfälligkeiten aufgebaut. Im Bereich der Marktrisiken haben deutsche Banken seit dem Jahr 2011 insbesondere ihre Zins- und Kreditspreadrisiken erhöht (siehe Kapitel „Risiken im deutschen Bankensektor“ auf S. 29 ff.). Die seit dem Jahr 2011 mithilfe des „Baseler Zinsschocks“ gemessenen Zinsänderungsrisiken haben im Jahr 2015 bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften einen Höchstwert erreicht. Kreditbanken sichern ihre Zinsänderungsrisiken größtenteils ab. Trotzdem können Risiken entstehen, falls die Absicherung bei einigen wenigen Gegenparteien konzentriert ist.

Direkte Effekte aus einer krisenhaften Entwicklung der Schwellenländer können für Deutschland über finanzielle und wirtschaftliche Verflechtungen entstehen. Finanzielle Auswirkungen würde es geben, wenn sich Forderungen deutscher Banken etwa gegenüber Kreditnehmern in China als uneinbringlich erweisen sollten. Diese Forderungen beliefen sich im zweiten Quartal 2015 auf insgesamt 33,3 Mrd € (8,6% des bilanziellen Eigenkapitals).¹⁷⁾ Gegenüber den größeren Schwellenländern insgesamt hielten deutsche Banken Forderungen in Höhe von 193,7 Mrd € (50,1% des bilanziellen Eigenkapitals).¹⁸⁾ Aufgrund der beträchtlichen wirtschaftlichen Verflechtung würde sich eine Wachstumsverlangsamung Chinas gemäß Modellberechnungen mit NiGEM¹⁹⁾ und anderen, zeitreihenökonomischen Verfahren zudem leicht negativ auf die Wirtschaftsleistung in Deutschland und im Euro-Raum auswirken.²⁰⁾ Deutschland hat im Jahr 2014 6,5% seiner Warenexporte nach China geliefert.

Struktur des deutschen Finanzsystems in Bewegung

Die Stabilität des Finanzsystems wird von verschiedenen Strukturmerkmalen beeinflusst. Hierzu zählen die Größe der Finanzintermediäre und ihre Vernetzung untereinander. Relevant sind außerdem die Verflechtungen mit dem realen Sektor, um abschätzen zu können, inwieweit Störungen der Intermediationsfunktion diesen treffen können. Schließlich ist die Gefahr von Ansteckungen aus dem Ausland umso höher, je stärker das Finanzsystem mit dem Ausland verflochten ist.

Steigende Bedeutung von Intermediären außerhalb des Bankensystems

In Deutschland prägen Banken, Versicherer, Altersvorsorgeeinrichtungen und der Schattenbankensektor²¹⁾ das Finanzsystem. Die Finanzaktiva aller dieser Finanzintermediäre beliefen sich im zweiten Quartal 2015 auf 13,1 Billionen €. Dies entsprach rund 440% des deutschen BIP. Gemessen an ihren Aktiva nahmen Banken die wichtigste Rolle unter

Gemessen an ihren Aktiva nehmen Banken die wichtigste Rolle unter den Finanzintermediären ein.

¹⁷ Daten auf Basis des letzten Risikoträgers. Beim letzten Risiko (Ultimate Risk) werden risikomindernde Positionen (z. B. Garantien und erworbene Kreditabsicherungen) berücksichtigt, die das Kreditrisiko der Bank von einer Gegenpartei an eine andere übertragen.

¹⁸ Argentinien, Brasilien, Chile, China, Indien, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Peru, Philippinen, Polen, Russland, Saudi Arabien, Südafrika, Südkorea, Thailand, Tschechische Republik, Türkei und Ungarn.

¹⁹ NiGEM ist ein Modell, das vom britischen National Institute of Economic and Social Research (NIESR) entwickelt wird. Für weitere Informationen zur Modellstruktur siehe: <http://nimodel.niesr.ac.uk>

²⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015b), S. 15 ff., sowie S. Eickmeier und M. Kühnlenz (2013).

²¹ Zur Definition des Schattenbankensektors siehe Kapitel „Risiken im deutschen Schattenbankensektor“ auf S. 57 ff.

den Finanzintermediären ein (Schaubild 1.1.6). Die Größe der Versicherer und Altersvorsorgeeinrichtungen einerseits und des Schattenbankensystems andererseits war in etwa gleich – sie verwalteten zusammen rund 38% der finanziellen Aktiva.

Eine wichtige Rolle in der Struktur des deutschen Finanzsystems spielen Verflechtungen der Intermediäre untereinander (Tabelle 1.1.1). Deren gegenseitige Forderungen beliefen sich im zweiten Quartal 2015 auf über 1,8 Billionen €²²⁾ – dies entspricht etwa 14% der Finanzaktiva der deutschen Finanzintermediäre. Über die Hälfte der Verflechtungen entfiel auf Forderungen gegenüber Investmentfonds. Insbesondere Versicherer und Pensionseinrichtungen sind dort engagiert. Die zweitgrößte Rolle bei den intersektoralen Verflechtungen spielen Forderungen anderer Finanzintermediäre gegenüber Banken. Versicherer halten etwa die Hälfte davon. Kreditforderungen des Finanzsystems untereinander spielen nur eine untergeordnete Rolle.

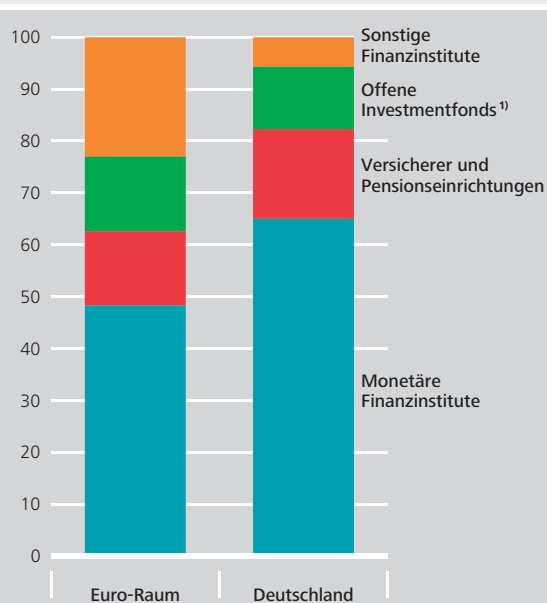
Gliedert man die Finanzintermediation anhand der Finanzinstrumente, durch die Kapital zur Verfügung gestellt wird, zeigt sich, dass Banken mit Abstand die meisten Schuldverschreibungen sowie Kredite halten. Allerdings bauen Versicherer und Investmentfonds ihre Forderungen in Form von Schuldverschreibungen deutlich auf. Vom ersten Quartal 2008 bis zum zweiten Quartal 2015 haben sie ihre Bestände an Schuldverschreibungen teilweise mehr als verdoppelt, während Banken im gleichen Zeitraum ihr Bestandsvolumen hielten.

Ein Blick auf die Verflechtungen des deutschen Finanzsystems mit dem realen Sektor zeigt, dass der Großteil der Intermediation zwischen privaten Haushalten und Finanzinstituten stattfindet (Tabelle 1.1.1). Private Haushalte treten gegenüber Banken sowohl als Schuldner als auch als Gläubiger auf, wobei ihre Forderungen die Verbindlichkeiten übersteigen. Nichtfinanzielle Unternehmen nehmen Finanzinstitute weniger für die Intermediati-

Struktur des Finanzsektors im Euro-Raum und in Deutschland

Schaubild 1.1.6

Finanzielle Aktiva in %, Stand: Ende Juni 2015



Quellen: Eurostat, Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung und eigene Berechnungen. ¹ Ohne Geldmarktfonds.
 Deutsche Bundesbank

on in Anspruch als private Haushalte; dies hat sich über die vergangenen Jahre noch etwas verstärkt. Ein Grund hierfür ist, dass innerhalb des realen Sektors ebenfalls Kapital zur Verfügung gestellt wird. Den größten Teil machen hierbei Finanzierungen zwischen nichtfinanziellen Unternehmen aus (bspw. Lieferan-

Nichtfinanzielle Unternehmen nehmen Finanzinstitute weniger für die Intermediation in Anspruch als private Haushalte.

ten- und Handelskredite, Kredite an Tochterunternehmen). Daneben stellen aber auch Haushalte den Unternehmen Kapital zur Verfügung, etwa über Einzahlungen in Pensionskassen. Insgesamt verfügen deutsche nichtfinanzielle Unternehmen über mehr interne Finanzierungsmittel als sie brutto investieren. Seit der Jahrtausendwende sind sie in

²² Intrasektorale Forderungen wurden nicht berücksichtigt.

Verflechtungen im deutschen Finanzsystem^{*)}

Tabelle 1.1.1

Quartalsendstände in % des BIP, Stand: Juni 2015

Schuldner	Gläubiger							
	Private Haushalte ¹⁾	Nicht-finanzielle Unternehmen	Öffentliche Haushalte	Monetäre Finanzinstitute	Sonstige Finanzinstitute	Versicherer	Pensionseinrichtungen	Investmentfonds ²⁾
Private Haushalte ¹⁾	–	–	–	50,7	0,5	2,2	0,4	–
Nichtfinanzielle Unternehmen	14,4	36,6	3,3	27,5	2,1	1,5	0,0	3,1
Öffentliche Haushalte	0,4	0,4	0,7	23,3	0,0	4,7	0,6	2,5
Monetäre Finanzinstitute	74,8	15,6	8,0	57,7	3,1	10,9	3,4	4,5
Sonstige Finanzinstitute	0,4	3,7	0,0	5,0	0,0	0,3	0,0	0,2
Versicherer	42,1	0,3	0,0	0,2	0,2	3,9	0,0	0,4
Pensionseinrichtungen	15,3	–	–	0,0	–	0,1	0,0	–
Investmentfonds ²⁾	9,5	4,3	0,6	5,8	0,7	17,0	9,7	6,1

Quelle: Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung und eigene Berechnungen. * In den Angaben wurden Daten zu Forderungen in Form von Einlagen, Schuldverschreibungen, Krediten, börsennotierten Aktien, Investmentfondsanteilen, Ansprüchen aus versicherungstechnischen Rückstellungen und Handelskrediten (nur bei nichtfinanziellen Unternehmen) berücksichtigt. 1 Einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck. 2 Ohne Geldmarktfonds.

Deutsche Bundesbank

gesamtwirtschaftlicher Betrachtung fast durchgängig Nettogläubiger gewesen.

Deutsches Finanzsystem eng mit dem Ausland verflochten

Starke Verbindungen mit dem Ausland sind ein Charakteristikum des deutschen Finanzsystems. Gemessen an ihren Kapitalanlagen weisen deutsche Ver-

Starke Verbindungen mit dem Ausland sind ein Charakteristikum des deutschen Finanzsystems.

sicherer den höchsten Anteil an Auslandsaktiva auf. Auslandsanlagen machten im zweiten Quartal 2015 über 65 % ihrer gesamten Kapitalanlagen aus.

Über die Hälfte des Auslandsengagements entfällt dabei auf Länder außerhalb des Euro-Raums. Im Schattenbankensektor betragen grenzüber-

schreitende Forderungen gut 60% der gesamten Finanzaktiva. Der größte Teil der Auslandsverflechtung resultiert hierbei aus dem Engagement der Investmentfonds in ausländischen Schuldverschreibungen. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der Banken in Deutschland liegt erwartungsgemäß im Inland. Aber auch hier lag der Anteil der Auslandsaktiva gemessen an der Bilanzsumme im September 2015 bei fast 26%.

Die starke Vernetzung mit dem Ausland ist ein Spiegelbild der mit den hohen Leistungsbilanzüberschüssen einhergehenden Kapitalexperte. Auslandsanlagen sind grundsätzlich ein sinnvoller Teil einer diversifizierten Geschäftsstrategie und können zur Risikostreuung jedes einzelnen Instituts beitragen. Das Projekt Kapitalmarktunion der Europäischen Kommission bietet die Chance, die Voraussetzungen hierfür weiter zu verbessern (siehe Kapitel „Kapitalmarktunion – Finanzstabilität und Risikoteilung“ auf

S. 87 ff.). Die sich aus den Auslandsverflechtungen ergebenden Risiken für das deutsche Finanzsystem gilt es dabei weiter im Blick zu haben.

■ Quellenverzeichnis

Büyükkarabacak, B. und N. Valev (2010), The Role of Household and Business Credit in Banking Crises, *Journal of Banking & Finance* Vol 34, S. 1247–1256.

Committee on the Global Financial System (2014), Market-making and Proprietary Trading: Industry Trends, Drivers and Policy Implications, CGFS Paper No 52.

Deutsche Bundesbank (2013), Finanzstabilitätsbericht, November 2013.

Deutsche Bundesbank (2014), Finanzstabilitätsbericht, November 2014.

Deutsche Bundesbank (2015a), Monatsbericht, März 2015.

Deutsche Bundesbank (2015b), Monatsbericht, Juli 2015.

Eickmeier, S. und M. Kühnlenz (2013), China's role in global inflation dynamics, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank Nr. 07/2013, April 2013.

Homm, U. und J. Breitung (2012), Testing for Speculative Bubbles in Stock Markets: A Comparison of Alternative Methods, *Journal of Financial Econometrics* Vol 10 No 1, S. 198–231, Dezember 2012.

International Monetary Fund (2015a), Spillovers From U.S. Dollar Appreciation, Spillover Report, Juli 2015.

International Monetary Fund (2015b), Global Financial Stability Report, Oktober 2015.

Knedlik, T. und G. von Schweinitz (2012), Macroeconomic Imbalances as Indicators for Debt Crises in Europe, *Journal of Common Market Studies* Vol 50 No 5, S. 726–745, September 2012.

Rappoport, P. (2001), Rock-Bottom Spread Mechanics, J. P. Morgan Portfolio Research, August 2001.

Rogers, J. H., C. Scotti und J. H. Wright (2014), Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: a Multi-Country Review, *Economic Policy* Vol 29 Issue 80, S. 749–799, Oktober 2014.

Williams, J. C. (2014), Monetary Policy at the Zero Lower Bound, Working Paper, Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings.

Risiken im deutschen Bankensektor

Das Niedrigzinsumfeld beeinflusst die Ertragslage im deutschen Bankensystem, die schon seit Längerem durch strukturelle Faktoren geschwächt wird. Ein niedriges Zinsniveau führt in der Regel zu einem Absinken der Zinsmargen. Zudem sind die Möglichkeiten der Fristentransformation durch eine flache Zinsstrukturkurve erheblich eingeschränkt. Dadurch können insbesondere kleine und mittlere Banken unter Druck geraten. Diese erwirtschaften traditionell einen Großteil ihrer Erträge aus dem Kredit- und Einlagengeschäft und betreiben in erheblichem Umfang Fristentransformation.

Bisher sind die Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds auf die Ertragslage und die Stabilität des Bankensystems noch begrenzt. Die Widerstandsfähigkeit der Institute hat in den vergangenen Jahren zugenommen, da die Banken ihre Eigenkapitalausstattung verbessert und ihren Verschuldungsgrad reduziert haben. Zudem liegen derzeit kaum Anzeichen vor, dass die Banken systematisch höhere Kreditrisiken eingehen, um ihre Erträge zu stabilisieren. Gleichwohl sind die Zinsänderungsrisiken der Banken gestiegen. Dadurch hat ihre Anfälligkeit gegenüber einem abrupten Anstieg der kurzfristigen Zinsen zugenommen.

Ein fortdauerndes Niedrigzinsumfeld in Verbindung mit der strukturellen Ertragschwäche birgt mittelfristig erhebliche Risiken für das Bankensystem. Es ist Aufgabe der Banken, ihre Kosten weiter zu senken und ihre Zinsrisiken zu reduzieren. Außerdem sollten die Banken auf dem Weg des Eigenkapitalaufbaus und der Rückführung des Verschuldungsgrades weiter voranschreiten.

Auswirkungen niedriger Zinsen auf Ertragslage noch begrenzt

Im deutschen Bankensystem sind die Margen bereits seit einigen Jahrzehnten rückläufig.¹⁾ Ein

Derzeit sind die Auswirkungen niedriger Zinsen auf die Ertragslage der deutschen Banken noch begrenzt.

fortdauerndes Niedrigzinsumfeld geht mit zusätzlichem Druck auf die Erträge der Banken einher. Derzeit sind die Auswirkungen niedriger Zinsen auf die Ertragslage

noch begrenzt. Eine Umfrage der Bundesbank zu den Folgen des Niedrigzinsumfelds zeigt aber, dass die Erträge merklich zurückgehen dürften, je länger die Zinsen niedrig bleiben.²⁾

Damit steigen die Risiken für die Stabilität des Bankensektors. Denn eine schwache Ertragslage kann dazu führen, dass Banken auf der Suche nach Rendite systematisch höhere Risiken eingehen oder ihren Verschuldungsgrad erhöhen. Bislang gibt es hierfür nur wenige Anzeichen. Darüber hinaus könnten künftig geringe Erträge die Widerstandsfähigkeit der Banken beeinträchtigen, da die Gewinnthesaurierung für viele Institute eine wichtige Quelle des Eigenkapitalaufbaus ist.

Um ihre Ertragslage nachhaltig zu stabilisieren, sollten die Banken ihre Kosten weiter senken.³⁾ Aus makroprudenzieller Sicht wäre zudem eine geringere Abhängigkeit vom Zinsgeschäft zugunsten einer Ausweitung anderer Geschäftsfelder wünschenswert. Außerdem sollten die Banken auf dem Weg des Eigenkapitalaufbaus und der Rückführung des Verschuldungsgrades weiter voranschreiten.

Widerstandsfähigkeit des deutschen Bankensystems insgesamt gestärkt

Im Jahr 2014 hat sich die Ertragslage des deutschen Bankensystems leicht verbessert. So sind die operativen Erträge gegenüber dem Vorjahr geringfügig gestiegen. Gleichzeitig

hat sich die Widerstandsfähigkeit der Institute erhöht. Für das Aggregat der in Deutschland tätigen

Im Jahr 2014 hat sich die Widerstandsfähigkeit der Institute erhöht.

Banken ist die Kernkapitalquote, definiert als das Verhältnis von Kernkapital zu risikogewichteten Aktiva, von Juni 2014 bis Juni 2015 um 0,6 Prozentpunkte auf nunmehr 15,6% gestiegen. Damit lag sie um 6,5 Prozentpunkte höher als Anfang 2008. Der langfristige Trend zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung setzte sich somit in diesem Jahr fort.⁴⁾ Gemessen am Verschuldungsgrad, definiert als das Verhältnis von Bilanzsumme zum Kernkapital, hat sich die Risikotragfähigkeit der Institute über die vergangenen Jahre verbessert (Schaubild 1.2.1).

Um ein differenzierteres Bild der Risikolage im deutschen Bankensystem zu erhalten, ist es notwendig, die Entwicklungen für die Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken sowie für

1 Zur strukturellen Ertragsschwäche vgl.: A. Brunner, J. Decressin, D. Hardy und B. Kudela (2004), Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2013) sowie Deutsche Bundesbank (2015a). Zum Niedrigzinsumfeld vgl.: R. Busch und C. Memmel (2015).

2 Die Bundesbank hat zwischen dem 19. Mai und dem 28. Juni 2015 eine Umfrage zu den Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds auf die Ertragslage und Widerstandsfähigkeit deutscher Kreditinstitute unter rd. 1 500 Instituten, darunter Kreditbanken, Sparkassen und Genossenschaftsbanken, durchgeführt.

3 Das Aufwand/Ertrag-Verhältnis, eine Kennziffer zur Messung der Kosteneffizienz, lag bei den deutschen Banken im Juni 2014 bei 73,6%, während der Medianwert für die übrigen Länder des Euro-Raums 55,3% betrug (gemäß den konsolidierten Bankdaten der EZB).

4 Allerdings zeigen M. Behn, R. Haselmann und V. Vig (2014), dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten zur Ermittlung der Risikogewichte in internen Modellen unterschätzt sein könnten.

die Sparkassen und Genossenschaftsbanken gesondert zu betrachten.

Lage der großen Banken trotz Ertragsschwäche weiter stabil

Die großen, international tätigen deutschen Banken sind aufgrund ihrer Größe sowie ihrer Vernetzung mit den übrigen Instituten über den Interbankenmarkt kritisch für die Stabilität des Finanzsystems.

Die Ertragslage dieser Banken ist seit Jahren strukturell schwach.⁵⁾ Die Gesamtkapitalrendite, das Jahresergebnis vor Steuern im Verhältnis zur Bilanzsumme, der großen Banken stieg zwar im Jahr 2014 zum dritten Mal in Folge und erreichte ihren höchsten Stand seit dem Jahr 2010 (Schaubild 1.2.2).

Die Gesamtkapitalrendite der großen Banken stieg im Jahr 2014 zum dritten Mal in Folge und erreichte ihren höchsten Stand seit dem Jahr 2010.

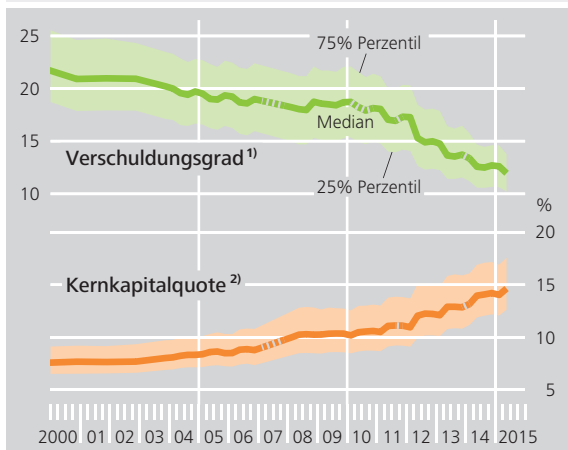
Dennoch befand sie sich mit 0,2% weiter auf einem im internationalen Vergleich⁶⁾ niedrigen Niveau. Dies gilt auch für die Eigenkapitalrendite der großen, international tätigen Banken, die mit knapp unter 5% vergleichsweise gering ist. Eine schwache Profitabilität erschwert die Aufnahme von Eigenkapital am Kapitalmarkt. Gleichwohl muss eine niedrige Eigenkapitalrendite nicht notwendigerweise mit erhöhten systemischen Risiken einhergehen, solange die Banken über hinreichend Eigenkapital verfügen. Im internationalen Vergleich liegen die großen Banken hier im mittleren Bereich, nachdem sie in den vergangenen Jahren verstärkt Eigenkapital auf-

gebaut haben. Die Eigenkapitalrendite der großen, international tätigen Banken, die mit knapp unter 5% vergleichsweise gering ist. Eine schwache Profitabilität erschwert die Aufnahme von Eigenkapital am Kapitalmarkt. Gleichwohl muss eine niedrige Eigenkapitalrendite nicht notwendigerweise mit erhöhten systemischen Risiken einhergehen, solange die Banken über hinreichend Eigenkapital verfügen. Im internationalen Vergleich liegen die großen Banken hier im mittleren Bereich, nachdem sie in den vergangenen Jahren verstärkt Eigenkapital auf-

⁵ Zu strukturellen Faktoren, die die Ertragslage der Banken beeinflussen, vgl.: Deutsche Bundesbank (2013) und (2014).

⁶ Gemäß den konsolidierten Bankdaten der EZB betrug die Gesamtkapitalrendite der Banken in der Europäischen Union (im Euro-Raum) in der ersten Jahreshälfte 2014 0,33% (0,25%).

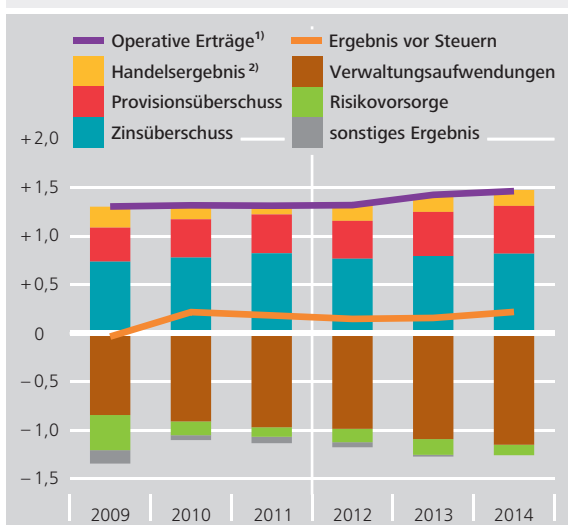
Verschuldungsgrad und Kernkapitalquote aller Banken in Deutschland¹⁾ Schaubild 1.2.1
 bis 2003 Jahreswerte, ab 2004 Quartalswerte



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Einzelinstituts- und Gruppenmeldungen. * 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. Lineare Interpolation von Verschuldungsgrad und Kernkapitalquote in 2007. **2** Kernkapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva.

Deutsche Bundesbank

Komponenten der Ertragslage ausgewählter Banken¹⁾ Schaubild 1.2.2
 in % der Bilanzsumme



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 Handelsergebnis. **2** Einschl. Ergebnis aus zum Fair Value klassifizierten finanziellen Vermögenswerten.

Deutsche Bundesbank

Durchschnittliche Risikogewichte*) ausgewählter Bankengruppen in Deutschland

Tabelle 1.2.1

Gewichtete Mittelwerte in %, Veränderungen zum Vorjahr in %-Punkten, Stand: Juni 2015

Bankengruppen	Durchschnittliche Risikogewichte nach Forderungsklassen												nachrichtlich: Anteil Standardansatz im Gesamtportfolio	
	Gesamt		Staaten		Banken		Unternehmen		Mengen- geschäft		Übrige Forderungen			
		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Veränderung
Ausgewählte Banken ¹⁾	25	+ 0	5	+ 0	15	+ 0	44	- 2	23	- 1	17	- 0	28	- 3
Sparkassen	46	- 2	1	- 0	4	+ 0	94	- 1	68	- 4	35	- 0	99	- 0
Genossenschaftsbanken	48	+ 0	1	+ 0	8	+ 0	92	- 0	61	- 2	42	- 1	95	+ 0

* Das durchschnittliche Risikogewicht innerhalb einer Forderungsklasse ist definiert als Verhältnis von risikogewichteten Aktiva zu den zugehörigen Forderungen nach Kreditrisikominderung. 1 12 große, international tätige deutsche Banken, die zum Betrachtungszeitpunkt keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben.

Deutsche Bundesbank

gebaut haben.⁷⁾ Begleitet wurde diese Entwicklung von einer Verringerung der Bilanzsumme und einem teilweisen Rückzug auf den heimischen Markt im Zuge der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum.

Zuletzt haben die großen Banken ihre internationale Geschäftstätigkeit wieder ausgeweitet. So sind unter anderem ihre Auslandsforderungen gegenüber Nichtbanken zwischen Juni 2014 und Juni 2015 mit 6,3% merklich gestiegen. Während im Vorfeld der Finanzkrise die zunehmende Kreditvergabe gegenüber dem Ausland mit einer verstärkten Risikoübernahme einherging, gibt es hierfür gegenwärtig keine eindeutigen Anzeichen. Zwar nahmen die Forderungen gegenüber Schwellenländern zuletzt zu. Allerdings reduzierten die Banken ihre Forderungen gegenüber den von der Schuldenkrise besonders betroffenen Euro-Ländern.

Einen Anhaltspunkt für das eingegangene Risiko der großen Banken bietet der Risikogehalt der Bilanz, der allerdings systemische Risiken nur bedingt abbildet. Der Risikogehalt ist als Verhältnis von risikogewichteten Aktiva zur Bilanzsumme definiert. Die Kennzahl lag im Juni 2015 nahezu unverändert bei 29% und deutet somit keine verstärkte Risikoüber-

nahme an. Auch bei genauer Betrachtung der in den Forderungsklassen enthaltenen Risiken zeigen sich kaum Veränderungen der Risikoneigung der Gruppe der großen Banken (Tabelle 1.2.1). Im Mengengeschäft sowie bei der Finanzierung von Unternehmen sind sogar leichte Rückgänge der durchschnittlichen Risikogewichte zu verzeichnen.

Verglichen mit Sparkassen und Genossenschaftsbanken weisen die Bilanzen der großen Banken einen geringeren Risikogehalt aus. Dies lässt sich zum einen durch die unterschiedlichen Geschäftsmodelle erklären. So sind die großen Banken verstärkt am Interbankenmarkt aktiv und nur in einem geringeren Umfang in der Finanzierung von Privathaushalten sowie von kleinen und mittleren Unternehmen tätig. Da die Bonitätsbeurteilung für kleinere und mittlere Unternehmen meist etwas ungünstiger ausfällt als für Großunternehmen und Banken, wird den entsprechenden Forderungen häufig ein höheres Risikogewicht zugewiesen. Zum anderen verwenden die großen Banken in größte-

⁷ Gemäß den konsolidierten Bankdaten der EZB betrug die durchschnittliche Kernkapitalquote der großen Banken in der Europäischen Union (im Euro-Raum) in der ersten Jahreshälfte 2014 12,97% (12,66%). In Deutschland lag sie Mitte 2015 mit 14,6% leicht über diesem Durchschnitt.

rem Umfang interne Modelle zur Berechnung der risikogewichteten Aktiva. Diese Risikomessung führt in der Regel zu niedrigeren Werten für die Risikoaktiva.

Die großen deutschen Banken haben ihre Kernkapitalquote auf zuletzt 14,6% erhöht. Aufgrund der schwachen Ertragslage konnten sie nur in geringfügigem Maße Gewinne einbehalten. Deshalb stärkten sie ihr hartes Kernkapital vorwiegend durch die Ausgabe neuer Aktien.

Die großen deutschen Banken haben ihre Kernkapitalquote auf zuletzt 14,6% erhöht.

Durch die bessere Eigenkapitalausstattung konnte der Verschuldungsgrad im Zeitraum von September 2014 bis Juni 2015 nahezu konstant bei 23,6 gehalten werden. Die Widerstandsfähigkeit der großen, international tätigen deutschen Banken wurde somit insgesamt gestärkt.

Erträge der Sparkassen und Genossenschaftsbanken noch stabil

Die Stabilität des deutschen Bankensystems ist eng mit der Widerstandsfähigkeit der Sparkassen und Genossenschaftsbanken in ihrer Gesamtheit verknüpft.

Bislang sind die Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds auf die Ertragslage der Primärinstitute kaum spürbar. So konnten die Sparkassen und Kreditgenossenschaften ihre operativen Erträge im Jahr 2014 leicht erhöhen (+ 0,8% bzw. + 0,2%).⁸⁾ Der Zinsüberschuss nahm sogar zu, wenn auch nur geringfügig (+ 0,5% bzw. + 1,0%). Dabei konnten die Institute den Rückgang der Zinsspanne, also des Verhältnisses von Zinsüberschuss zur Bilanzsumme, insbesondere durch eine Ausweitung der Kreditvergabe kompensieren. Die Änderung der Kundeneinlagen hin zu niedriger verzinsten Sichteinlagen stützte ebenfalls das Zinsergebnis.

Da zugleich die Laufzeiten im Kreditgeschäft ausgeweitet wurden, nahmen die Zinsänderungsrisiken zu. Aus makroprudenzieller Sicht sind diese Risiken bedeutsam, weil Zinschocks alle Institute gleichzeitig treffen. Zinsänderungsrisiken lassen sich mithilfe des Baseler Zinskoeffizienten messen. Dieser Zinsrisikokoeffizient ist als barwertiger Verlust (relativ zu den Eigenmitteln) infolge eines abrupten Zinsanstiegs oder -rückgangs von 200 Basispunkten über alle Laufzeiten hinweg definiert. Er umfasst auch die außerbilanziellen Geschäfte im Anlagebuch. Bei den Sparkassen ist der Baseler Zinskoeffizient im Zeitraum von Ende 2011 bis Mitte 2015 von 18,3% auf 21,5% gestiegen.⁹⁾ Bei den Genossenschaftsbanken stieg er im gleichen Zeitraum um 3,1 Prozentpunkte auf 20,8% (Schaubild 1.2.3). Bei einem Koeffizienten oberhalb von 20% wird bankaufsichtlich von einem erhöhten Zinsänderungsrisiko ausgegangen.

Aus makroprudenzieller Sicht sind Zinsänderungsrisiken bedeutsam, weil Zinschocks alle Institute gleichzeitig treffen.

Starker Rückgang der Zinsspanne bis zum Jahr 2019 erwartet

Gemäß der Umfrage zu den Folgen des Niedrigzinsumfelds rechnet ein Großteil der Sparkassen und

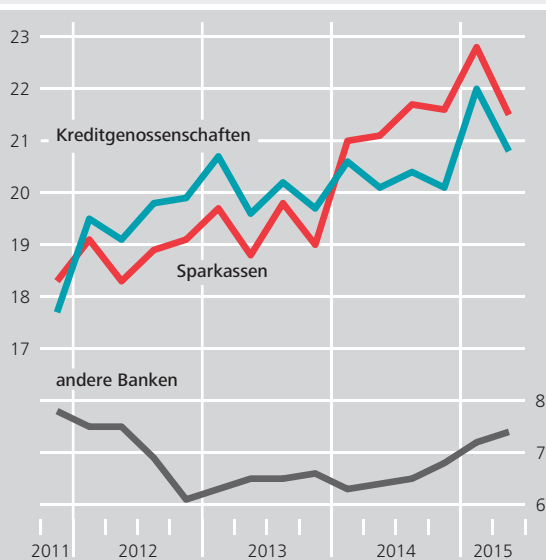
⁸ Eine ausführlichere Analyse der Ertragslage im deutschen Bankensektor findet sich in: Deutsche Bundesbank (2015b).

⁹ Grundlage dieser Berechnungen ist das überarbeitete Rundschreiben 11/2011 (BA) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 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.

Zinsrisikokoeffizienten im Vergleich*)

Schaubild 1.2.3

Mittelwerte in %



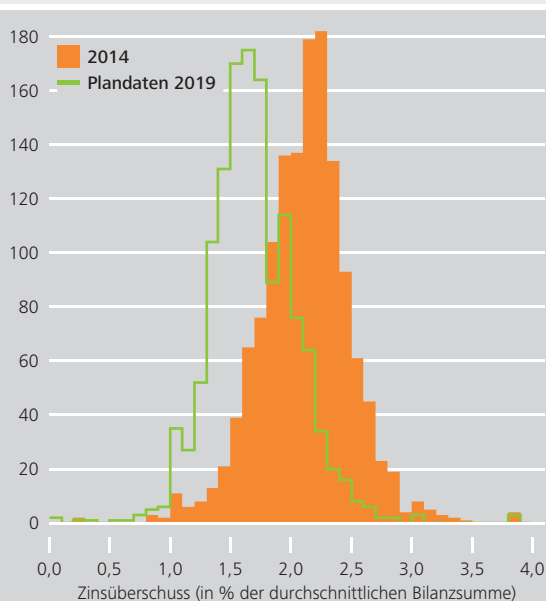
* Der Zinsrisikokoeffizient misst den barwertigen Verlust in Folge eines abrupten Zinsanstiegs (oder Zinsrückgangs) von 200 Basispunkten über alle Laufzeiten hinweg im Verhältnis zu den regulatorischen Eigenmitteln.

Deutsche Bundesbank

Verteilung des Zinsüberschusses bei Sparkassen und Genossenschaftsbanken

Schaubild 1.2.4

Anzahl der Institute



Quellen: Jahresabschlüsse der Institute sowie Umfrage der Bundesbank zum Niedrigzinsumfeld.

Deutsche Bundesbank

Genossenschaftsbanken damit, dass die Zinsspanne bis zum Jahr 2019 erheblich sinken wird. Dies wird deutlich, wenn die Verteilung der Zinsspanne im Jahr 2014 mit der Verteilung der Zinsspanne gemäß den Planzahlen der Institute im Jahr 2019 verglichen wird. Die Linksverschiebung der Verteilung deutet auf eine systematische Verschlechterung der Zinsspanne im Sparkassen- und Genossenschaftssektor infolge des Niedrigzinsumfelds hin (Schaubild 1.2.4).

Zusätzlich könnte das Ergebnis der Sparkassen und Genossenschaftsbanken belastet werden, wenn sich das gegenwärtig gute Bewertungsergebnis im Zuge einer schwächeren Konjunktur verschlechtert. In den vergangenen Jahren waren die geringen Kosten für die Kreditrisikovorsorge eine wichtige Stütze für das Ergebnis der Primärinstitute, also der Sparkassen und Kreditgenossenschaften.

Wenig Hinweise auf höhere Risikoübernahme der Primärinstitute

Risiken für die Finanzstabilität können entstehen, wenn die Primärinstitute auf eine potenziell schlechtere Ertragslage gleichgerichtet reagieren. Senken die Institute ihre Kreditvergabestandards, um im Niedrigzinsumfeld mehr Kredite vergeben zu können, würde sie eine Verschlechterung der Konjunktur gleichzeitig treffen.

Insbesondere eine Lockerung der Kreditvergabestandards im Wohnungsbau stellt ein potenzielles Risiko für die Stabilität des Bankensystems dar. Vergangene Krisen wurden häufig durch Preisüberreibungen an den Immobilienmärkten infolge einer starken Ausweitung der Kreditvergabe ausgelöst.¹⁰⁾

¹⁰ Aufgrund der Bedeutung der Immobilienmärkte für die Finanzstabilität hat der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) der Bundesregierung im Juni empfohlen, Rechtsgrundlagen für eine makroprudenzielle Regulierung des Immobilienkreditgeschäfts zu schaffen. Siehe hierzu das Kapitel „Makroprudenzielle Politik“ auf S. 73 ff.

Aktuelle Daten liefern keine Anzeichen dafür, dass Sparkassen und Genossenschaftsbanken bei der

Aktuelle Daten liefern keine Anzeichen dafür, dass Sparkassen und Genossenschaftsbanken bei der Vergabe von Krediten vermehrt Risiken eingehen.

Vergabe von Krediten vermehrt Risiken eingehen.¹¹⁾ Zwar haben sie deutlich mehr Kredite für den privaten Wohnungsbau vergeben. Allerdings ist das durchschnittliche Risikogewicht im Mengengeschäft,

zu dem das Kreditgeschäft mit Privatkunden zählt, im Jahr 2014 zurückgegangen. Bei den Sparkassen sank es um 4 Prozentpunkte auf 68% (Tabelle 1.2.1 auf S. 32). Bei den Genossenschaftsbanken fiel der entsprechende Wert um 2 Prozentpunkte auf 61%. Laut der Umfrage zu den Folgen des Niedrigzinsumfelds plant ein Viertel aller Sparkassen und Genossenschaftsbanken eine Anpassung der Vergabestandards, wenn das Niedrigzinsumfeld weiter anhält.

In den Wertpapieren der Liquiditätsreserve gibt es Indizien für eine verstärkte Risikoübernahme. Hier wurden die durchschnittlichen Restlaufzeiten ausgeweitet und Anlagen in risikoreichere Produkte getätigt. Insgesamt macht die Liquiditätsreserve etwa 20% der aggregierten Bilanzsumme der an der Umfrage teilnehmenden Institute aus.

Widerstandsfähigkeit der Sparkassen und Genossenschaftsbanken noch ausreichend

Im vergangenem Jahr konnten die Sparkassen und die Genossenschaftsbanken aufgrund relativ guter Erträge ihre Kernkapitalquote auf 15% beziehungsweise 14,2% erhöhen. Der Umfrage zufolge planen die Institute im Aggregat, in den kommenden Jahren trotz der Erwartung einbrechender Erträge weiteres Kernkapital aufzubauen. Dies soll vor allem durch die Einbehaltung von Gewinnen geschehen. Angesichts des erwarteten Rückgangs der Zinserträge und

einer möglichen Verschlechterung des Bewertungsergebnisses könnten sich die Annahmen der Institute möglicherweise als zu optimistisch erweisen. Lösen die Sparkassen und Genossenschaftsbanken wie in der Vergangenheit stille Reserven auf, um ihre Gewinne zu glätten, könnte auch hierdurch die Widerstandsfähigkeit der Institute mittelfristig geschwächt werden.¹²⁾

Makrostresstests decken Verwundbarkeiten auf

Können die Banken angesichts des andauernden Niedrigzinsumfelds in Zukunft nicht ausreichend Eigenkapital aufbauen oder lösen sie Reserven auf, um ihre Erträge zu glätten, wären sie verwundbarer gegenüber makroökonomischen Schocks. Die Auswirkungen solcher Schocks auf die Ertragslage und Solvabilität der deutschen Banken lassen sich mithilfe von Makrostresstests abschätzen.

In einem umfassenden Stresstest für das deutsche Bankensystem hat die Bundesbank das gleichzeitige Eintreffen mehrerer makroökonomischer Entwicklungen über einen Horizont von drei Jahren (2015 bis 2017) simuliert.¹³⁾ Das Stressszenario stellt ein makroökonomisches Extremereignis dar und umfasst einen abrupten Anstieg

In einem umfassenden Stresstest für das deutsche Bankensystem hat die Bundesbank das gleichzeitige Eintreffen mehrerer makroökonomischer Entwicklungen betrachtet.

11 Siehe hierzu das Kapitel „Das makroökonomische und finanzielle Umfeld“ auf S. 17 ff.

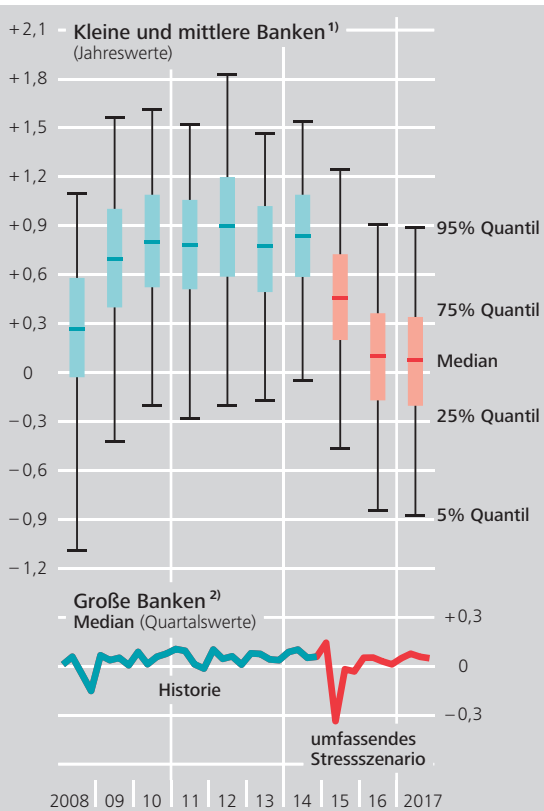
12 S. Bornemann, T. Kick, C. Memmel und A. Pfungsten (2012) zeigen z. B., dass deutsche Banken zwischen den Jahren 1997 und 2009 die Reserven nach § 340 f HGB intensiv benutzt haben, um ein negatives Nettoergebnis bzw. eine Senkung des Nettoergebnisses im Vergleich zum Vorjahr zu vermeiden.

13 Es handelt sich um einen sogenannten Top-Down-Stresstest. Die Berechnungen wurden zentral von der Bundesbank auf Basis von Bilanz- und aufsichtlichen Meldedaten durchgeführt.

**Umfassender Stresstest:¹⁾
 Ergebnis vor Steuern**

Schaubild 1.2.5

in % der Bilanzsumme



* Das Stresstest-Szenario erfasst das gleichzeitige Eintreffen mehrerer negativer makroökonomischer Entwicklungen. **1** Kreditbanken, Sparkassen und Genossenschaftsbanken. **2** 12 große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben.
 Deutsche Bundesbank

der kurzfristigen Zinsen, eine starke Korrektur am Aktienmarkt, einen Einbruch der realwirtschaftlichen Aktivität sowie einen deutlichen Rückgang der Immobilienpreise. Mit diesem Szenario können die Auswirkungen von extrem negativen makroökonomischen Entwicklungen auf die Solvabilität der Banken grob quantifiziert und mögliche Folgen für die Stabilität des Bankensystems abgeschätzt werden.

Konkret wurde angenommen, dass das Bruttoinlandsprodukt kumuliert über die drei Jahre des Stresstesthorizonts hinweg um bis zu 9,3% gegen-

über dem an Prognosen der Bundesbank orientierten Basisszenario sinkt. Gleichzeitig erreichen die kurzfristigen Zinsen ihren Höhepunkt bei 4,4% und die langfristigen Zinsen bei 1,2%. Die Aktienkurse brechen um bis zu 44% und die Immobilienpreise um bis zu 17% ein.¹⁴⁾ Eine detailliertere Beschreibung des Einflusses dieser Variablen auf die simulierten Verluste der Wohnimmobilienkreditportfolios kann den Erläuterungen „Stresstest für private Wohnimmobilien in Deutschland“ auf S. 37 f. entnommen werden. Den Ergebnissen des Makrostresstests zufolge fällt der durchschnittliche Jahresüberschuss der kleinen und mittleren Banken in der Spitze um 91% (Schaubild 1.2.5). Bei fast der Hälfte der Institute wird in diesem Extremszenario das Vorsteuerergebnis negativ. Auch die großen Banken müssen deutliche Verluste verkraften, die sogar das Niveau des Krisenjahres 2008 übersteigen. Der Gewineinbruch entsteht maßgeblich durch Einbußen im Handelsgeschäft sowie durch einen Anstieg der Wertberichtigungen im Kreditgeschäft. Aufgrund der guten Kapitalisierung gerät aber keines der großen Institute in eine Schieflage.

Bei der Interpretation der Ergebnisse ist zu beachten, dass die verwendeten Stresstestmodelle einige wichtige Aspekte unberücksichtigt lassen. Zu nennen ist hier vor allem das Liquiditätsrisiko als wichtiges systemisches Risiko. Es wird etwa dann schlagend, wenn eine Bank in Schieflage gerät und Gläubiger ihre Gelder abziehen oder Ausleihungen nicht verlängern, auch von und gegenüber nicht unmittelbar betroffenen Banken. In der Finanzkrise hat dies sogar dazu geführt, dass der Interbankenmarkt austrocknete. Des Weiteren bleiben Rückkopplungseffekte zwischen dem Banken- und dem Realsektor unberücksichtigt. So kann etwa ein Schock im Realsektor zur Einschränkung der Kreditvergabe führen, die den Konjunkturabschwung weiter verschärft. Dies wiederum kann weitere negative

¹⁴ Inklusiv eines zusätzlichen Preisrückgangs von 5% für das Aggregat von sieben Großstädten.

Stresstest für private Wohnimmobilienkredite in Deutschland

Im Finanzstabilitätsbericht 2014 wurde ein Ad-hoc-Immobilienchock für die 116 an einer Sonderumfrage beteiligten Institute simuliert.¹⁾ Die berechneten Verluste der vergebenen Wohnimmobilienkredite wurden danach auf das gesamte Bankensystem hochgerechnet. Im Rahmen des umfassenden Stresstests (siehe S. 35f.) wurden nun die Verluste jeder einzelnen untersuchten Bank unter Berücksichtigung der einheitlichen makroökonomischen Szenarien modelliert.²⁾

Der erwartete Verlust (Expected Loss: *EL*) des Immobilienkreditportfolios jeder Bank im Jahr *T* ergibt sich als gewichtetes Produkt der Ausfallwahrscheinlichkeiten (Probability of Default: *PD*) und dem Verlustanteil bei Ausfall (Loss Given Default: *LGD*), der für Kredite des Jahrgangs *t* mit Beleihungsauslauf *K* geschätzt wird.

$$EL_T = \sum_{t,K} w_T^{t,K} PD_T LGD_T^{t,K}$$

Dabei entspricht das Gewicht $w_T^{t,K}$ dem geschätzten anteiligen ausstehenden Kreditvolumen. Die *LGD* wird über die Verwertungsquote (*Rec*) geschätzt. Diese ergibt sich aus dem Verhältnis zwischen aktuell zu erzielendem Verkaufspreis der Immobilie und der noch ausstehenden Restschuld.

$$1 - LGD_T^{t,K} = Rec_T^{t,K} = \min \left\{ 1; \frac{(1 + \Delta p_{t,T})(1 - \Delta f_T)}{LTV_K(1 - Amort_{t,T})} \right\}$$

Dabei ist $\Delta p_{t,T}$ der prozentuale Anstieg der Immobilienpreise zwischen dem Zeitpunkt der Kreditvergabe *t* und dem Veräußerungszeitpunkt *T* und Δf_T entspricht dem prozentualen Abschlag des Immobilienpreises auf den Marktwert im Verwertungsfall.³⁾ Im Nenner stehen die durch-

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014), Finanzstabilitätsbericht, November 2014, S. 61–72.

2 Die geschätzten Verluste beziehen sich nur auf Wohnimmobilienkredite an private Haushalte. In die Analyse wurden alle Banken einbezogen, die einen Bestand an Wohnimmobilienkrediten von über 5 Mio € im Jahr 2014 hatten. Angaben zu den ausstehenden Wohnimmobilienkrediten wurden der Kreditnehmerstatistik entnommen. Die Angaben zum Neugeschäft und zu den Beleihungsausläufen wurden auf Basis der MFI-Zinsstatistik bzw. der Sonderumfrage Wohnimmobilien geschätzt.

3 Es wird dabei zwischen drei Regionen unterschieden: Metropolen (sieben Großstädte), städtische Gebiete (17 verbleibende Städte der Sonderumfrage Wohnimmobilien) sowie alle anderen Regionen. Bei der Modellierung der *LGD* ist zudem zu beachten, dass die Forderungen von Bauspar-kassen grundsätzlich nachrangig im Grundbuch eingetragen sind.

Historische Wertberichtigungsquote und erwartete Verluste im Simulationszeitraum^{*)}



* Wertberichtigungen von privaten Wohnimmobilienkrediten in Relation zum Bestand. Bis 2014: alle Banken. Simulation ab 2015: alle Banken mit einem Bestand von privaten Wohnimmobilienkrediten über 5 Mio €.

schnittliche anfängliche Relation von Kreditvolumen zum Marktwert einer Immobilie (Loan to Value: LTV)⁴⁾ der Beleihungsklasse K und der noch nicht amortisierte Anteil ($1 - Amort_{t,T}$) des Kredits.

Die modellierte Ausfallwahrscheinlichkeit basiert auf der zuletzt von den Banken geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeit zuzüglich eines simulierten Einflusses zunehmender Arbeitslosigkeit im Zuge des adversen Schocks.⁵⁾

Im Basisszenario, das die aktuelle wirtschaftliche Entwicklung fortschreibt, verbleibt der erwartete Verlust auf dem aktuell sehr niedrigen Niveau. Im Stressszenario steigt er jedoch auf bis zu 0,53%. Dies entspricht einem Anstieg des aggregierten Wertberichtigungsbedarfs von aktuell 0,4 Mrd € auf bis zu 5,5 Mrd € pro Jahr und einem Rück-

gang der Median-Kernkapitalquote um 0,7 Prozentpunkte über den dreijährigen Simulationszeitraum. Bei keiner der in die Simulation einbezogenen Banken führt das isolierte Immobilienszenario allerdings zu einer Unterschreitung der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen.

4 Der LTV wird über einen Abschlag des Beleihungsauslaufs $BelA_K$ geschätzt: $LTV_K = (1 - \Delta B) BelA_K$.

5 Aufgrund fehlender Daten wird dabei angenommen, dass die Ausfallwahrscheinlichkeit unabhängig von der Beleihungsklasse K ist, was möglicherweise zu einer Unterschätzung der erwarteten Verluste führt.

Auswirkungen auf den Bankensektor haben. Aus diesen Gründen dürften die Ergebnisse der Stress-tests eher die Untergrenze dessen darstellen, was in einem adversen Szenario zu erwarten ist.

Erträge der Bausparkassen bei anhaltenden Niedrigzinsen unter Druck

Das derzeitige Niedrigzinsumfeld stellt die Geschäftsmodelle einiger Banken vor besondere Herausforderungen. In besonderem Maße sind Banken betroffen, die langfristige Zinsversprechen abgegeben haben, aber im Niedrigzinsumfeld nur schwer auskömmliche Erträge erwirtschaften können. Dies gilt insbesondere für Bausparkassen.

Die Stabilität des gesamten Finanzsektors dürfte aber durch Schieflagen bei Bausparkassen nicht grundsätzlich gefährdet sein, da der Bausparkassen-

sektor mit 2,6% der aggregierten Bilanzsumme aller deutschen Banken klein und seine Verflechtung mit anderen Teilen des Bankensystems gering ist.

Die Bausparkassen weisen eine hohe Abhängigkeit vom Kredit- und Einlagengeschäft auf. Ein Rückgang der Zinsspanne aufgrund sinkender Zinsen hat somit erheblichen Einfluss auf ihre Ertragslage.¹⁵⁾ Bei sinkendem Zinsniveau müssen die Bausparkassen für die langfristigen Bausparanlagen einen Zins zahlen, der oberhalb des aktu-

Bausparkassen weisen eine hohe Abhängigkeit vom Kredit- und Einlagengeschäft auf. Ein Rückgang der Zinsspanne aufgrund sinkender Zinsen hat somit erheblichen Einfluss auf ihre Ertragslage.

15 Vgl.: M. Köhler (2014) für eine Analyse der Ertragslage der Bausparkassen und der Faktoren, die diese beeinflussen.

ellen Zinses liegt. Sie können aber Einlagen nur zu aktuellen Zinsen anlegen, indem sie zum Beispiel vorübergehend und in begrenztem Umfang Vor- und Zwischenfinanzierungskredite vergeben.

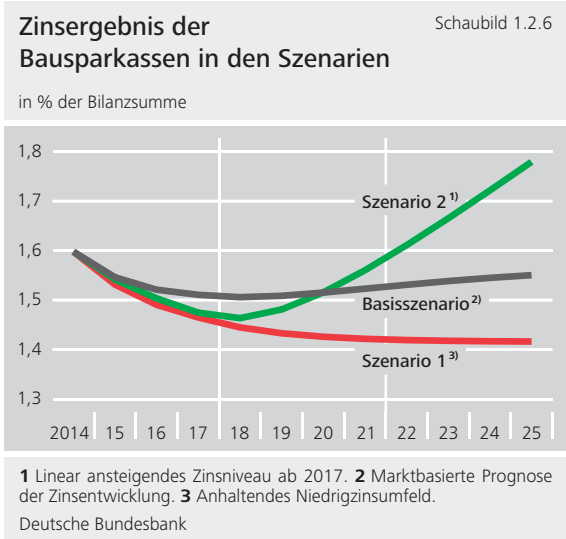
Schließlich bewirken sinkende Zinsen, dass Bausparer auf die Auszahlung des Bauspardarlehens zu festen Zinsen verzichten, gleichzeitig aber höhere Einlagen leisten. Dies führt dazu, dass der Anlagegrad, also das Verhältnis von Bauspardarlehen zu Bauspareinlagen, reduziert wird. Die Bausparkassen verfügen damit bei fallenden Zinsen über mehr freie Kollektivmittel, die sie aber im Rahmen des Vor- und Zwischenfinanzierungsgeschäfts nur zu geringen Zinsen anlegen können.

Vor diesem Hintergrund wurde mithilfe einer Szenarioanalyse untersucht, wie sich das Zinsergebnis der Bausparkassen in drei unterschiedlichen Zinsszenarien für einen Zeitraum von zehn Jahren entwickelt (Schaubild 1.2.6). Die Szenarien bilden künftige Entwicklungen des langfristigen Zinsniveaus (Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit) ab. Das Basiszenario entspricht der Markterwartung und wurde aus den impliziten Terminalsätzen abgeleitet.

Im Basiszenario, in dem angenommen wird, dass das Zinsniveau bis zum Jahr 2016 weiter fällt und anschließend leicht steigt, kommt es zunächst zu einem deutlichen Rückgang der Zinsspanne. Mit steigenden Zinsen ab dem Jahr 2017 steigt diese allerdings wieder leicht.

Szenario 1 unterstellt ein anhaltendes Niedrigzinsumfeld, in welchem das langfristige Zinsniveau bei null verharret. In diesem Szenario fällt die Zinsspanne deutlich und verbleibt auch in den darauffolgenden Jahren auf einem niedrigen Niveau von rund 1,4%.

In Szenario 2 wird angenommen, dass das Zinsniveau zunächst weiter sinkt und dann ab dem Jahr 2017 linear steigt. Unter diesen Annahmen steigt die Zinsspanne ab dem Jahr 2018 wieder.



Bei der Interpretation der Ergebnisse muss beachtet werden, dass Vorhersagen über den hier unterstellten langen Zeitraum von großer Unsicherheit geprägt sind. Die durchgeführten Szenarioanalysen dienen daher eher der qualitativen Veranschaulichung der Auswirkungen der betrachteten Szenarien als einer genauen Ermittlung des zukünftigen Zinsüberschusses.

Gleichwohl zeigen die Ergebnisse, dass ohne Normalisierung des Zinsniveaus die Ertragslage der Bausparkassen angespannt bleiben dürfte. Um in Zukunft mit einer geringen Zinsspanne auszukommen, dürften Bausparkassen danach streben, ihre Kosten zu senken. Die Tatsache, dass sich ihr Aufwand/Ertrag-Verhältnis im vergangenen Jahrzehnt kaum verbessert hat, legt nahe, dass noch Kostensenkungspotenzial besteht.

Ohne Normalisierung des Zinsniveaus dürfte die Ertragslage der Bausparkassen angespannt bleiben.

■ Quellenverzeichnis

- Behn, M., Haselmann, R. und V. Vig (2014), The Limits of Model-Based Regulation, SAFE Working Paper No 75.
- Bornemann, S., Kick, T., Memmel, C. und A. Pfingsten (2012), Are Banks Using Hidden Reserves to Beat Earning Benchmarks? Evidence from Germany, *Journal of Banking and Finance* Vol 6 Issue 8, S. 2403–2415, August 2012.
- Brunner, A., Decressin, J., Hardy, D. und B. Kudela (2004), Germany's Three Pillar Banking System – Cross Country Perspectives in Europe, IMF Occasional Paper No 233.
- Busch, R. und C. Memmel (2015), Banks' net interest margin and the level of interest rates, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank Nr. 16/2015, Juli 2015.
- Deutsche Bundesbank (2013), Finanzstabilitätsbericht 2013, November 2013.
- Deutsche Bundesbank (2014), Finanzstabilitätsbericht 2014, November 2014.
- Deutsche Bundesbank (2015a), Monatsbericht, April 2015.
- Deutsche Bundesbank (2015b), Monatsbericht, September 2015.
- Köhler, M. (2014), Die Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds auf die Ertragslage der Bausparkassen, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* Vol 23 Issue 4, S. 316–322, November 2014.
- 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 5 Issue 2, S. 282–289, Februar 2011.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2008), Das deutsche Finanzsystem, Effizienz steigern – Stabilität erhöhen, Expertise im Auftrag der Bundesregierung, Juni 2008.

■ Risiken bei Lebensversicherern

Die Risikolage und die Risikotragfähigkeit deutscher Lebensversicherer waren zuletzt von zwei Entwicklungen geprägt. Einerseits gingen die Zinserträge aus den Kapitalanlagen schneller zurück als die Zinsaufwendungen für die mit den Versicherten abgeschlossenen langfristigen Verträge. Andererseits bewirkte das im August 2014 in Kraft getretene Lebensversicherungsreformgesetz geringere Mittelabflüsse aus den Unternehmen. Ergebnisse einer Szenarioanalyse für den Prognosezeitraum 2015 bis 2025 zeigen, dass – trotz deutlicher Erleichterungen durch das Lebensversicherungsreformgesetz – das anhaltende Niedrigzinsumfeld die deutschen Lebensversicherer weiterhin unter Druck setzt und ihre Solvabilität gefährden kann. Im schärfsten Szenario eines von der Bundesbank durchgeführten Stresstests ergibt sich ein Kapitalbedarf von 10% der Eigenmittel. Deshalb bleiben die Lebensversicherer gefordert, ihre Risikotragfähigkeit weiter zu stärken. Dies gilt umso mehr, als mit dem neuen Aufsichtsregime SolvencyII ab dem Jahr 2016 höhere Kapitalanforderungen auf die Unternehmen zukommen.

Als Reaktion auf das veränderte Umfeld haben die Lebensversicherer die Laufzeit ihrer Portfolios verlängert. Dies geschah auch in Vorbereitung auf SolvencyII. Die verlängerte Laufzeit der Aktiva vermindert die Lücke zwischen den sehr lang laufenden Verbindlichkeiten und den kürzer laufenden Aktiva. Damit sinkt die Anfälligkeit der Unternehmen gegenüber langfristigen Kapitalmarktrisiken. Zugleich macht es sie jedoch empfindlicher gegenüber einem abrupten Zinsanstieg.

Die potenziellen Ansteckungsgefahren für das Finanzsystem bei einer Schieflage eines oder mehrerer Versicherer sind geringer als bei Banken. Zum einen spielen intrasektorale Verflechtungen des Versicherungssektors eine nur untergeordnete Rolle. Zum anderen unterliegt die Finanzierung der Versicherer geringeren Schwankungen als die von Banken, die in hohem Maße vom Interbankenmarkt abhängig sind. Gleichwohl können Risiken im Versicherungssektor die Finanzstabilität und die Realwirtschaft beeinträchtigen.

Niedrigzinsumfeld beeinträchtigt Risikotragfähigkeit

Versicherer erfüllen eine für die Finanzstabilität zentrale Funktion, indem sie die Risikoallokation und -absicherung im Finanzsystem ermöglichen. Auf den Finanzmärkten spielen sie eine wesentliche

Versicherer erfüllen eine für die Finanzstabilität zentrale Funktion, indem sie Risikoallokation und -absicherung ermöglichen.

Rolle. Wie Banken investieren sie Mittel im Finanzsystem und in der Realwirtschaft. Anders als bei Banken besteht das charakteristische Geschäft der Versicherer darin, Risiken der Versicherungsnehmer abzusichern. Versicherer finanzieren sich überwiegend aus Prämienzahlungen der Versicherten und leihen sich untereinander nur in sehr geringem Umfang Finanzierungsmittel. Dagegen spielt bei Banken die intrasektorale Verflechtung eine entscheidende Rolle, denn der Interbankenmarkt ist eine wichtige Refinanzierungsquelle. Die Refinanzierung der Versicherer unterliegt somit grundsätzlich geringeren Schwankungen als die von Banken. Insoweit sind die potenziellen Ansteckungsgefahren für das Finanzsystem bei einer Schieflage eines oder mehrerer Versicherer geringer als bei Banken.

Schieflagen von Versicherern können gleichwohl über verschiedene Transmissionskanäle Auswirkungen auf die Finanzstabilität und die Realwirtschaft haben. Zum einen können sie Banken direkt treffen, da Versicherer eine wichtige Refinanzierungsquelle für Banken sind. Mitte 2015 betrug der Anteil aller Kapitalanlagen deutscher Versicherer im Bankensektor 37%. Diese Verflechtung und die daraus resultierenden Risiken haben sich nach der Finanzkrise deutlich verringert. Ende 2011 hatte dieser Anteil noch 47% betragen. Dies bestätigt Studien, wonach die systemische Bedeutung von Versicherern nach der Krise abgenommen hat.¹⁾

Zum anderen können Schocks, die die Aktiv- oder Passivseite der Bilanz der Versicherer treffen, auch indirekte Ansteckungseffekte auslösen. So kann etwa die Liquidierung von Kapitalanlagen zu destabilisierenden Marktpreiseffekten führen (Liquidationskanal). Schließlich können Schieflagen von Versicherern Zweifel an der Stabilität von Banken und anderen Finanzintermediären wecken (Vertrauenskanal).²⁾

Lebensversicherer besonders betroffen

Im Gegensatz zu Banken ist bei Versicherern die Laufzeit der Verbindlichkeiten deutlich größer als die Laufzeit der Aktiva. Versicherer geraten in Schieflage, wenn die erwirtschafteten Erträge aus den Kapitalanlagen nicht ausreichen, ihren langfristigen Verpflichtungen nachzukommen. Dies ist insbesondere für deutsche Lebensversicherer relevant, da sie in der Vergangenheit in besonderem Maße fixe Zinsgarantien gegeben haben. Die Zinsverpflichtungen aus den lang laufenden Versicherungsbeständen sind dadurch noch immer sehr hoch und gehen wegen der langen Laufzeit der Leistungsversprechen an die Kunden nur langsam zurück (Schaubild 1.3.1). Der durchschnittliche Höchstrechnungszins im Bestand, der dem Zins auf die vertraglich garantierten Leistungen zumeist entspricht und den größten Teil der laufenden Verzinsung ausmacht, ist im Jahr 2014 um lediglich drei Basispunkte auf 3,05% zurückgegangen.³⁾ Er

Versicherer geraten in Schieflage, wenn die Erträge aus den Kapitalanlagen nicht ausreichen, ihren langfristigen Verpflichtungen nachzukommen.

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014b), S. 71–80, sowie N. Podlich und M. Wedow (2013).

² Zur systemischen Relevanz und den kritischen Funktionen von Versicherern vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), S. 85 ff., Deutsche Bundesbank (2014b), S. 71–80, sowie Bank of England (2015).

³ Zu den im Versicherungsgeschäft verwendeten Zinsbegriffen vgl.: Deutsche Bundesbank (2014c), S. 55.

passt sich damit nur verzögert dem gesunkenen Zinsniveau an.

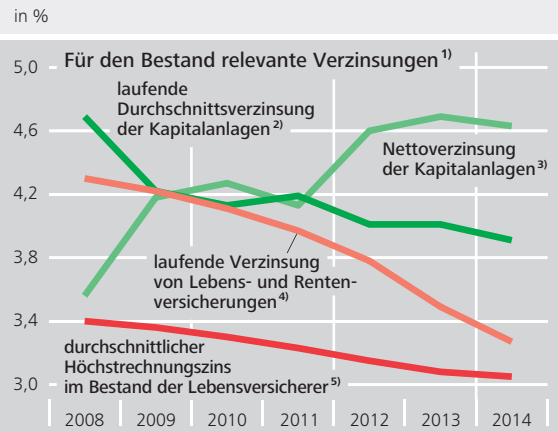
Ein Indikator für die Anlagepolitik der Lebensversicherer ist die Nettoverzinsung der Kapitalanlagen. Diese ist im Jahr 2014 leicht auf 4,63% gesunken (nach 4,69% im Vorjahr). Betrachtet man nur diesen Indikator, entsteht allerdings ein zu positives Bild der Ertragslage und -perspektiven der Lebensversicherer. Denn wie in den Vorjahren haben die Lebensversicherer im Jahr 2014 in hohem Umfang Bewertungsreserven realisiert, nicht zuletzt um die Zinszusatzreserve⁴⁾ aufzubauen. Außerdem kam es bei im Bestand verbliebenen Wertpapieren zu Zuschreibungen. Beide Entwicklungen haben die Nettoverzinsung gestützt. Bewertungsgewinne sind allerdings perspektivisch nicht nachhaltig. Ein Indikator, der nur laufende Erträge und Aufwendungen, aber keine Bewertungsgewinne berücksichtigt, ist die laufende Durchschnittsverzinsung der Kapitalanlagen. Diese sank in den vergangenen Jahren kontinuierlich und lag im Jahr 2014 mit etwa 3,9% deutlich unterhalb der Nettoverzinsung.

Stille Reserven und stille Lasten sollten berücksichtigt werden

Wie gut die Lebensversicherer für die Herausforderungen des Niedrigzinsumfelds gewappnet sind, hängt von ihrer Risikotragfähigkeit ab. Ein regulatorisches Maß hierfür ist die Bedeckungsquote. Sie beschreibt das Verhältnis der Eigenmittel zu den regulatorischen Eigenmittelanforderungen. Diese Quote muss mindestens 100% betragen, damit die regulatorischen Anforderungen nach Solvency I erfüllt sind. Die Bedeckungsquote deutscher Lebensversicherer lag im Jahr 2014 aggregiert mit 163% deutlich über 100% (Schaubild 1.3.2). Ihre Aussagekraft ist jedoch eingeschränkt, da sie weder stille Reserven auf der Aktivseite noch stille Lasten auf der Passivseite berücksichtigt. Dies ist insbesondere im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld relevant.

Schlüsselzinssätze der Lebensversicherer

Schaubild 1.3.1



Quellen: Assekurata, BaFin 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.

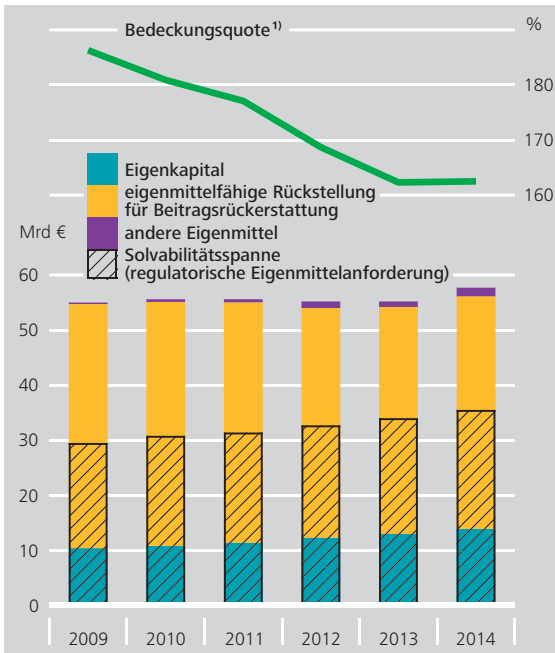
Deutsche Bundesbank

Im Jahr 2011 hat der Gesetzgeber die Zinszusatzreserve eingeführt, um stille Lasten teilweise zu berücksichtigen. Damit die Versicherer auch in einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld ihren Verpflichtungen gegenüber den Versicherten nachkommen können, werden mit der Zinszusatzreserve sukzessive zusätzliche Rückstellungen aufgebaut. Dies verringert die ausgewiesenen Gewinne.

Damit Lebensversicherer auch in einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld ihren Verpflichtungen gegenüber den Versicherten nachkommen können, werden mit der Zinszusatzreserve zusätzliche Rückstellungen aufgebaut.

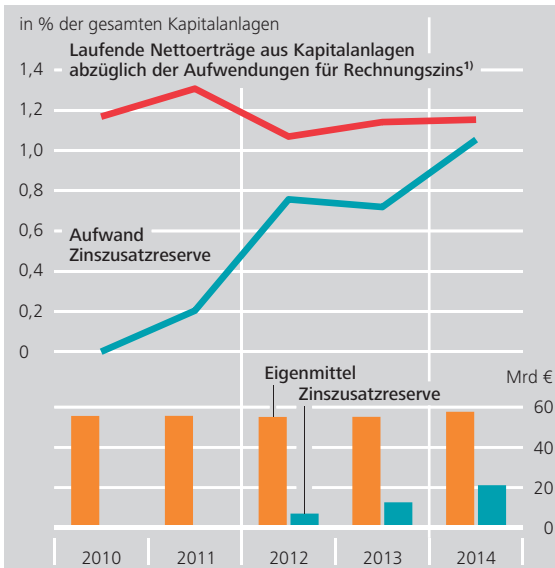
4 Die Zinszusatzreserve ist ein Bestandteil der Deckungsrückstellung, der für diejenigen Verträge zu bilden ist, für die der Referenzzinssatz – der zehnjährige Durchschnitt der Null-Kupon-Euro-Zinsswapsätze mit einer Laufzeit von zehn Jahren – unterhalb des ursprünglichen für die Deckungsrückstellungen maßgeblichen Rechnungszinses liegt.

Eigenmittel der Lebensversicherer Schaubild 1.3.2



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

Aufbau der Zinszusatzreserve Schaubild 1.3.3



Quelle: BaFin und eigene Berechnungen. **1** Unterschiedsbetrag zwischen den laufenden Nettoerträgen aus Kapitalanlagen, bereinigt um außerordentliche Erträge und Aufwendungen sowie dem Aufwand für den Rechnungszins für die Deckungsrückstellungen. Laufende Nettoerträge enthalten keine Erträge aus Spezialfonds. Deutsche Bundesbank

Folglich sorgt die Zinszusatzreserve dafür, dass weniger Mittel ausgeschüttet werden und stattdessen in den Unternehmen verbleiben.

Bei der Beurteilung der Risikotragfähigkeit ist die Zinszusatzreserve grundsätzlich mit in den Blick zu nehmen. Im Jahr 2014 ist sie um 8,5 Mrd € gegenüber dem Vorjahr gestiegen und beträgt nunmehr 21 Mrd €, verglichen mit Eigenmitteln in Höhe von 58 Mrd € (Schaubild 1.3.3). Die Zinszusatzreserve internalisiert jedoch nur einen Teil der stillen Lasten. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass dem Diskontierungssatz für die zukünftigen Verbindlichkeiten der Lebensversicherer nicht der aktuelle Marktzins zugrunde liegt, sondern ein gleitender Durchschnitt vergangener, höherer Marktzinsen.

Bedeckungsquote kann Risikotragfähigkeit überzeichnen

Für die Interpretation der Eigenmittelentwicklung der Lebensversicherer ist es sinnvoll, eine angepasste Kennzahl zur Risikotragfähigkeit zu berechnen, die sämtliche stille Lasten und stille Reserven berücksichtigt. Diese angepasste Kennzahl zur Risikotragfähigkeit setzt die Summe von Eigenmitteln und Bewertungsreserven (stille Reserven) abzüglich der stillen Lasten in Relation zu den Eigenmittelanforderungen.

Für die Interpretation der Eigenmittelentwicklung bei den Lebensversicherern ist es sinnvoll, eine angepasste Kennzahl zur Risikotragfähigkeit zu berechnen, die sämtliche stille Lasten und stille Reserven berücksichtigt.

Um die Kennzahl zu berechnen, werden im Folgenden Daten der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) verwendet, die diese im Rahmen ihrer erweiterten Prognoserechnung bei den Lebensversicherern erhebt. Dabei müssen die Versicherer unter Annahme eines konstanten Markt-

zinses Angaben zu ihren stillen Reserven und stillen Lasten machen. Mithilfe dieser zu aufsichtlichen Zwecken erhobenen Daten kann eine marktwertorientierte Bedeckungsquote des Sektors berechnet werden, die die Belastungen des Sektors aus dem Niedrigzinsumfeld aufzeigt.

Die Bewertungsreserven bei den Kapitalanlagen deutscher Lebensversicherer betragen Ende 2014 aggregiert 136 Mrd €. Dies entspricht 14% des Marktwerts der Kapitalanlagen. Die stillen Lasten entsprechen dem Sicherungsbedarf.⁵⁾ Dieser belief sich Ende 2014 im Aggregat auf 152 Mrd € beziehungsweise 16% des Marktwerts der Deckungsrückstellungen.

Die so berechnete Kennzahl zur Risikotragfähigkeit lag im Jahr 2014 aggregiert bei 98%. Sie ist damit deutlich geringer als die Bedeckungsquote von 163% und indiziert eine geringere Risikotragfähigkeit. Dies reflektiert, dass die verbleibenden stillen Lasten die stillen Reserven übersteigen. Der Grund hierfür ist die im Vergleich zur

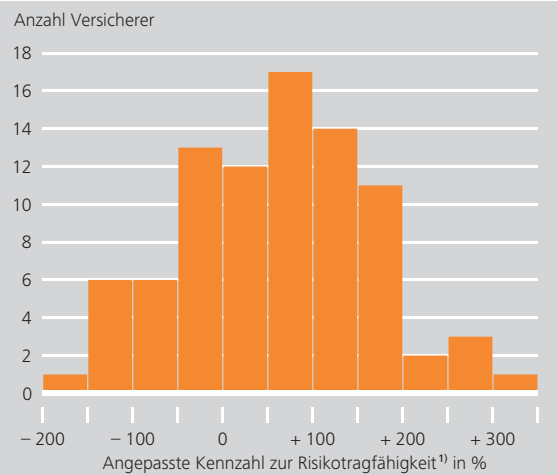
Im Niedrigzinsumfeld übersteigt der Sicherungsbedarf tendenziell die stillen Reserven.

Aktivseite traditionell längere Laufzeit der Passivseite. Eine längere Laufzeit impliziert eine höhere Zinssensitivität, sodass die stillen Lasten auf der Passivseite wesentlich stärker auf Zinsänderungen reagieren als die stillen Reserven auf der Aktivseite. Somit übersteigt im Niedrigzinsumfeld der Sicherungsbedarf tendenziell die stillen Reserven.

Die angepasste Kennzahl zur Risikotragfähigkeit fällt bei einzelnen Lebensversicherern sehr unterschiedlich aus (Schaubild 1.3.4). Für gut ein Drittel (36%) der Lebensversicherer ist die angepasste Kennzahl größer als 100%. Bei diesen Unternehmen übersteigt das verbleibende Nettovermögen die Eigenmittelanforderungen. Für weitere 34% der Lebensversicherer liegt die angepasste Kennzahl zur

Angepasste Kennzahl zur Risikotragfähigkeit

Schaubild 1.3.4



1 Verhältnis zwischen angepassten Eigenmitteln und angepassten Eigenmittelanforderungen im Jahr 2014. Angepasste Eigenmittel berechnet als Summe der Eigenmittel und der Bewertungsreserven abzüglich des Sicherungsbedarfs. Angepasste Eigenmittelanforderungen berechnet als Eigenmittelanforderungen zuzüglich 4% des Sicherungsbedarfs. Alle Beobachtungen kleiner als null beruhen auf einem Sicherungsbedarf, der höher ist als die Summe der Eigenmittel und der Bewertungsreserven. Untersucht wurden 86 deutsche Lebensversicherer. Deutsche Bundesbank

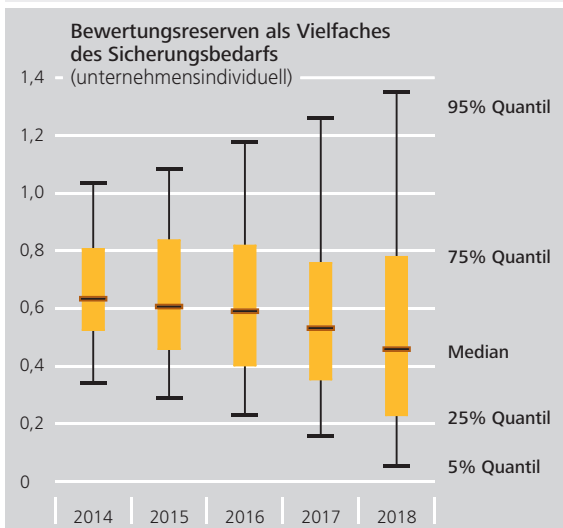
Risikotragfähigkeit zwischen 0% und 100%. Für dieses Drittel ist der Wert der Verpflichtungen zwar kleiner als die verfügbaren Mittel. Jedoch würde das verbleibende Nettovermögen nicht ausreichen, um die Eigenmittelanforderungen zu decken. Bei 30% der Lebensversicherer sind die Eigenmittel und die stillen Reserven zusammengenommen kleiner als der Sicherungsbedarf. Für diese Lebensversicherer übersteigt beim aktuellen Zinsniveau der Wert der Verpflichtungen einschließlich der stillen Lasten den der Vermögensgegenstände einschließlich der Bewertungsreserven.

Die angepasste Kennzahl zur Risikotragfähigkeit ist eine Annäherung an eine marktwertbasierte Bedeckungsquote.

5 Der Sicherungsbedarf ergibt sich aus dem Unterschied zwischen der Deckungsrückstellung inklusive der Zinszusatzreserve und dem Barwert der Verpflichtungen bei Abzinsung mit der zehnjährigen Null-Kupon-Euro-Swaprate. Er wurde erstmals mit dem Lebensversicherungsreformgesetz erfasst.

Bewertungsreserven aus festverzinslichen Wertpapieren der Lebensversicherer

Schaubild 1.3.5



Quelle: BaFin und eigene Berechnungen. Anmerkung: Vielfaches unter 1 impliziert keine Ausschüttung von Bewertungsreserven aus festverzinslichen Wertpapieren an ausscheidende Versicherte. Untersucht wurden 86 deutsche Lebensversicherer.
 Deutsche Bundesbank

ckungsquote. Sie verdeutlicht die großen Herausforderungen, vor denen die Lebensversicherer im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld stehen. Ab dem

Bei fast der Hälfte der Unternehmen lägen die Eigenmittel bei sofortiger Anwendung von SolvencyII ohne Übergangsmaßnahmen unter den künftigen Anforderungen.

Jahr 2016 müssen die Unternehmen unter dem neuen Regelwerk SolvencyII die Eigenmittelanforderungen marktwertkonsistent und risikoadäquat berechnen.⁶⁾ Für die kommenden 16 Jahre

gelten dabei noch Übergangsmaßnahmen. Gemäß einer Vollerhebung der BaFin⁷⁾ zu SolvencyII lägen bei fast der Hälfte der Unternehmen die Eigenmittel bei sofortiger Anwendung ohne Übergangsmaßnahmen unterhalb der künftigen Anforderungen.

SolvencyII hat wichtige makroprudenzielle Implikationen. Eine weitgehend auf Marktwerte abstellende

Solvenzbilanz erfasst die künftigen makroprudenziellen Belastungen aus dem Niedrigzinsumfeld besser als die gegenwärtige Regulierung. Die Bilanzierung zu Marktwerten birgt aber auch Risiken für verstärkt prozyklisches Verhalten (siehe Erläuterungen „SolvencyII aus makroprudenzieller Perspektive“ auf S. 48 f.).

Lebensversicherungsreformgesetz stärkt Kapitalpolster

Das im August 2014 in Kraft getretene Lebensversicherungsreformgesetz (LVRG) zielt darauf ab, in einem fortgesetzten Niedrigzinsumfeld die langfristige Risikotragfähigkeit der deutschen Versicherer zu stärken.⁸⁾ Denn auch nach Einführung der Zinszusatzreserve sind die stillen Lasten hoch. Das Gesetz begrenzt die Mittelabflüsse und erhöht dadurch die Kapitalreserven.

Das Lebensversicherungsreformgesetz zielt darauf ab, die Risikotragfähigkeit zu stärken.

Wesentliche Elemente des LVRG sind Einschränkungen bei der Beteiligung ausscheidender Versicherter an den Bewertungsreserven und bei der Ausschüttung von Dividenden. Seit Inkrafttreten des Gesetzes partizipieren Versicherte nur noch dann an den ihnen zugeordneten Bewertungsreserven aus festverzinslichen Wertpapieren, wenn die Bewertungsreserven den Sicherungsbedarf übersteigen.

Gemäß der erweiterten Prognoserechnung der BaFin überstieg im Jahr 2014 der aggregierte Siche-

⁶ Die Eigenmittelanforderungen unter SolvencyII ergeben sich aus einem komplexen, mehrstufigen Schätzprozess. Hierbei werden verschiedene Szenarien berücksichtigt, darunter auch Stressszenarien. Die resultierende Solvenzkenzahl ist methodisch daher nicht mit der angepassten Kennzahl zur Risikotragfähigkeit vergleichbar.

⁷ Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2015).

⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014a) und Deutscher Bundestag (2014), S.1.

rungsbedarf die aggregierten Bewertungsreserven aus festverzinslichen Wertpapieren deutlich. Nur bei 10% der Lebensversicherer waren die Bewertungsreserven aus festverzinslichen Wertpapieren höher als der Sicherungsbedarf (Schaubild 1.3.5). Da zwischen dem Jahr 2015 und dem Jahr 2018 der Aufbau der Zinszusatzreserve stille Lasten reduziert, sinkt der aggregierte Sicherungsbedarf erheblich. Dennoch gehen die Bewertungsreserven bis zum Jahr 2018 schneller zurück als der Sicherungsbedarf. Die meisten Lebensversicherer dürfen damit voraussichtlich bis mindestens zum Jahr 2018 ausscheidende Kunden nicht an Bewertungsreserven aus festverzinslichen Wertpapieren beteiligen. Es verbleibt eine Beteiligung an Bewertungsreserven von nicht festverzinslichen Wertpapieren.

Das LVRG hat insgesamt die geplante Beteiligung ausscheidender Kunden deutlich reduziert. In der

Das Lebensversicherungsreformgesetz hat die geplante Beteiligung ausscheidender Kunden deutlich reduziert.

Summe ergibt sich für den Zeitraum vom Jahr 2015 bis zum Jahr 2017 eine geplante jahresdurchschnittliche Beteiligung von 1,1 Mrd € (2% der Eigenmittel). Im Vorjahr hatten die Lebensversicherer für denselben Zeitraum noch eine Beteiligung von 2,6 Mrd € (5% der Eigenmittel) angegeben.

Ein weiterer Bestandteil des LVRG ist es, Ausschüttungen an die Anteilseigner zu begrenzen. Diese Ausschüttungssperre greift im Falle eines bestehenden Sicherungsbedarfs. Entsprechend haben im Jahr 2014 die meisten Lebensversicherer ihren Jahresüberschuss in ihre Gewinnrücklage eingestellt. Gewinnabführungen aufgrund eines

Gewinnabführungen aufgrund eines konzerninternen Gewinnabführungsvertrages sind allerdings nicht vom Lebensversicherungsreformgesetz betroffen.

konzerninternen Gewinnabführungsvertrages sind allerdings nicht von der Regelung betroffen. Von dieser Möglichkeit haben 21 von 86 Lebensversicherern Gebrauch gemacht. Hierzu zählen vornehmlich die Töchter börsennotierter Versicherungskonzerne.⁹⁾ Zum Teil haben Lebensversicherer mit ihrer Muttergesellschaft erst im Jahr 2014 einen Gewinnabführungsvertrag abgeschlossen, um Gewinne trotzdem ausschütten zu können. Das ursprüngliche Ziel der Ausschüttungssperre wird damit im Einzelfall konterkariert.¹⁰⁾ Insgesamt haben Lebensversicherer im Jahr 2014 rund 1 Mrd € beziehungsweise 2% der aggregierten Eigenmittel an Muttergesellschaften abgeführt.¹¹⁾

Das ursprüngliche Ziel der Ausschüttungssperre wird damit im Einzelfall konterkariert.

Szenarioanalyse zeigt Risiken andauernder Niedrigzinsen

Stresstests und Szenarioanalysen gehören zu den wichtigsten Werkzeugen, um die Risikotragfähigkeit des Versicherungssektors zu beurteilen. Hierbei werden die Auswirkungen adverser Szenarien auf die Solvenz einzelner Versicherer analysiert. Aus Sicht der Finanzstabilität sind dabei insbesondere Entwicklungen von Bedeutung, die sich bei mehreren Versicherern gleichzeitig realisieren, den Versicherungssektor als Ganzes beeinträchtigen und Rückwirkungen auf andere Sektoren des Finanzsystems sowie die Realwirtschaft haben können.

In der im Folgenden vorgestellten Szenarioanalyse werden drei Zinspfade für einen Zeitraum von zehn

⁹ Vgl.: Moody's (2014).

¹⁰ Dies wird in den Geschäftsberichten so kommuniziert und mit dem LVRG in Zusammenhang gebracht.

¹¹ Die auf Versicherer spezialisierte Ratingagentur Assekurata geht für die Zukunft von einer stärkeren Verbreitung von Gewinnabführungsverträgen aus. Vgl.: Assekurata (2015).

Solvency II aus makroprudenzieller Perspektive

Ab dem Jahr 2016 tritt mit Solvency II eine grundlegende, EU-weite Reform der Versicherungsaufsicht in Kraft.¹⁾ Vergleichbar mit den Solvabilitätsregeln des Bankensektors hat das neue Regelwerk eine Drei-Säulen-Struktur. Es beinhaltet neue Anforderungen an die Kapitalausstattung (Säule 1), die Unternehmensführung und das Risikomanagement (Säule 2) sowie an die Offenlegungs- und Berichtspflichten gegenüber den Aufsichtsbehörden und der Öffentlichkeit (Säule 3). Kernstück der neuen Regeln ist die markt-nahe Bewertung von Aktiva und Passiva sowie die risikobasierte Kapitalunterlegung aller quantifizierbaren Risiken anstelle der bisherigen risikounabhängigen Grenzen für Kapitalanlagen unter Solvency I.

Die makroprudenziellen Implikationen von Solvency II zeigen sich einerseits an einer frühzeitigeren Abbildung der Risiken aus dem Niedrigzinsumfeld. Die weitgehend auf Marktwerte abstellende Solvenzbilanz kann andererseits aber auch zu einem volatileren Bild der Risikotragfähigkeit von Versicherern führen, als es gegenwärtig unter Solvency I der Fall ist. Dies kann Rückwirkungen auf die Anlagepolitik der Versicherer haben und zu systemischen Risiken führen. Versuchen die Unternehmen etwa, in Krisenphasen ihre Solvenzquote zu erhöhen, kann es zu Notverkäufen (Fire Sales) kommen, die einen Preisverfall der Aktiva noch beschleunigen könnten.

Die explizite Berücksichtigung von Marktrisiken unter Solvency II kann sich auf das Anlageverhalten der Versicherer auswirken. Risikoreichere Anlagen müssen künftig mit mehr Kapital unterlegt werden als risikoärmere. Das Marktrisiko einer Anlage wird aber nicht nur individuell berücksichtigt, sondern auch im Kontext des restlichen Portfolios, der erwarteten Verbindlichkeiten sowie der Verlustausgleichsfähigkeit der Bilanz. Versicherer haben deshalb einen Anreiz, ihr Anlageportfolio

beispielsweise in der Duration oder dem Liquiditätsgrad an die erwarteten Verbindlichkeiten anzupassen, um höhere Kapitalanforderungen zu vermeiden. Somit steigt das Risiko, dass die Versicherer sich prozyklisch verhalten.²⁾

Um das Prozyklizitätsrisiko zu begrenzen, sind mit der Omnibus II-Richtlinie Maßnahmen zur Bewertung langfristiger Garantien eingeführt worden.³⁾ Diese Maßnahmen umfassen insbesondere Anpassungen der risikofreien Zinsstrukturkurve sowie eine 16-jährige Übergangsphase. Beide Maßnahmen bestimmen die Höhe der Rückstellungen für künftige Verpflichtungen. Die Solvenzquote deutscher Lebensversicherer reagiert wegen der Übernahme sehr langfristiger Zinsgarantien sensitiv gegenüber Veränderungen der Zinsstrukturkurve.

Für Verbindlichkeiten mit Laufzeiten von über 20 Jahren sind gemäß Solvency II Diskontierungszinssätze anzuwenden, die auf der Basis eines langfristigen Gleichgewichtszinses (Ultimate Forward Rate: UFR) von 4,2% mittels einer Extrapolations-

¹ Solvency II ist das europäische Aufsichtssystem für Versicherer, das ab dem 1. Januar 2016 EU-weit gilt. Auf der obersten Regelungsebene sind zwei EU-Richtlinien maßgebend: die sog. Rahmenrichtlinie zu Solvency II (Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009) sowie die Omnibus II-Richtlinie 2014/51/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014. Die Umsetzung von Solvency II in Deutschland ist durch die Neufassung des Gesetzes über die Beaufsichtigung der Versicherer (Versicherungsaufsichtsgesetz) erfolgt.

² Zu Risiken der Prozyklizität vgl. auch: Bank of England (2015), Insurance and Financial Stability, Quarterly Bulletin Q3-2015, September 2015.

³ Vgl.: Richtlinie 2014/51/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 (Omnibus II-Richtlinie) sowie Deutsche Bundesbank (2014), Schriftliche Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Finanzaufsicht über Versicherungen“, Dezember 2014.

methode berechnet werden.⁴⁾ Die UFR setzt sich zusammen aus einer langfristig erwarteten Inflationsrate von 2% und einem erwarteten Realzins von 2,2%. Die SolvencyII-UFR liegt damit weit über den im Herbst 2015 vorliegenden Markterwartungen. Gerade in einer lang anhaltenden Phase sehr niedriger Zinsen kann der ökonomische Wert eines Versicherers niedriger liegen als der Wert gemäß dem neuen Aufsichtsregime SolvencyII.

Aus Sicht der Finanzstabilität könnte sich kritisch erweisen, dass das mit OmnibusII ergänzte Maßnahmenpaket sowie die im langfristigen Bereich anzuwendenden Diskontierungszinssätze eine Kapitalentlastung für die Versicherer zur Folge haben, die möglicherweise nicht nachhaltig ist. Eine frühzeitige Erfüllung der Solvabilitätsanforderung gemäß SolvencyII würde die Risikotragfähigkeit der Unternehmen erhöhen. Die Offenlegung und daraus folgende Markttransparenz über die Übergangsmaßnahmen dürfte die Unternehmen ohnehin unter Druck setzen, die Solvabilitätsanforderung frühzeitig zu erfüllen. Darüber hinaus wäre es sinnvoll, auch die Sensitivität der Solvenzquoten im Hinblick auf eine niedrigere UFR als der momentan anzuwendenden (4,2%) verpflichtend offenzulegen. Bislang ist dies nicht der Fall.

Eine bedeutsame Ausnahme des Prinzips der risikobasierten Kapitalunterlegung ist die Privilegierung von Staatsschuldtiteln⁵⁾, für die in der Standardformel keine Kapitalunterlegung für Konzentrationsrisiken und Spreadrisiken vorgesehen ist. Werden Staatsschuldtitel grundsätzlich als risikofrei bewertet, kann dies die Solvabilitätsquote verzerren.

Aufgrund der Privilegierung setzt SolvencyII falsche Anreize für verstärkte Investitionen in Staatsschuldtitel. Dies stärkt den Risikoverbund zwischen Versicherern und Staaten. Studien zeigen, dass Ausfallrisiken eines Staates die Ausfallrisiken der heimischen Versicherer signifikant erhöhen.⁶⁾ Aus diesem Grund wäre es wünschenswert, die

Privilegierung staatlicher Verbindlichkeiten zu korrigieren und diese nach ihrem tatsächlichen Kreditrisiko zu bewerten. Im Hinblick auf die Standardformel von SolvencyII sollte dieses Ziel im Rahmen der für das Jahr 2018 vorgesehenen Überprüfung der dort enthaltenen Methoden, Annahmen und Parameter für die Berechnung der Kapitalanforderung angestrebt werden. Bei der Genehmigung interner Modelle sollte bereits darauf geachtet werden, dass alle Risiken – also auch die Staatenrisiken – adäquat mit Kapital unterlegt werden. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken schätzt die höheren Kapitalanforderungen des Versicherungssektors in der EU bei Entprivilegierung der Staatsanleihen abhängig von den jeweiligen Annahmen auf 35 Mrd € bis 80 Mrd €.⁷⁾ Dies entspricht im Mittel ungefähr 10% der gesamten Kapitalanforderungen.

Auch für andere Kapitalanlagesegmente sollte das Prinzip der risikobasierten Kapitalunterlegung beibehalten werden. Beispielsweise sind Forderungen nach Absenkungen der Kapitalanforderungen einzelner Anlagekategorien – insbesondere für Infrastrukturinvestitionen und Verbriefungen – kritisch zu sehen. Regulatorische Maßnahmen sollten nicht für andere wirtschaftspolitische Ziele, wie etwa die Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes, herangezogen werden.

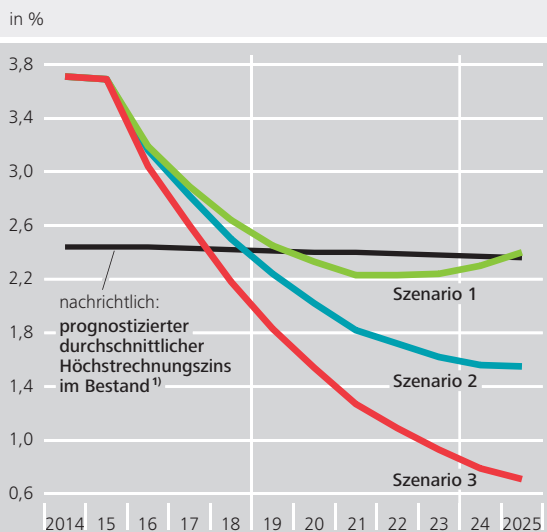
⁴ Bei Laufzeiten bis zu 20 Jahren werden für im Euro-Raum ansässige Unternehmen Marktzinsen verwendet. Bei längeren Laufzeiten sind die Märkte weniger liquide. Marktzinsen in diesem Bereich gelten mit zunehmender Laufzeit als weniger zuverlässig. Zur Berechnungsmethodik der risikolosen Zinsstruktur vgl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2015), Technical documentation of the methodology to derive EIOPA's risk-free interest rate term structures, Oktober 2015.

⁵ Dies betrifft insbesondere in Euro-denominierte Staatsanleihen aus dem Europäischen Wirtschaftsraum.

⁶ Vgl.: R. Düll, F. König und J. Ohls, (2015), On the exposure of insurance companies to sovereign risk – portfolio investments and market forces, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank Nr. 34/2015, Oktober 2015.

⁷ Vgl.: European Systemic Risk Board (2015), Report on the Regulatory Treatment of Sovereign Exposures, März 2015.

Prognostizierte Nettoverzinsung der Kapitalanlagen¹⁾ Schaubild 1.3.6



Quelle: BaFin und eigene Berechnungen. * In drei Szenarien wurden die Auswirkungen eines Niedrigzinsumfelds auf 83 deutsche Lebensversicherer untersucht. Szenario 1 stellt das Basisszenario dar; Szenario 2 steht für ein mildes Stressszenario; Szenario 3 unterstellt verschärften Stress. ¹⁾ Der Höchstrechnungszins wird aus Gründen der Vergleichbarkeit auf 100% der Kapitalanlagen umgerechnet und mit der historischen Wachstumsrate fortgeschrieben.
 Deutsche Bundesbank

Jahren erstellt und die jeweiligen Auswirkungen auf die Erträge und Solvabilität im Lebensversicherungssektor im selben Zeitraum untersucht.¹²⁾ Die Szenarioanalyse berücksichtigt sowohl die Maßnahmen des LVRG als auch das gesunkene Zinsniveau. Hauptbestandteil des Modells bildet die Simulation der Bedeckungsquote. Dabei beeinflussen vorrangig die erwirtschafteten Nettoerträge der Kapitalanlagen die Entwicklung der Eigenmittel. Diese werden auf Basis des aktuellen Zinsniveaus mithilfe von drei Niedrigzinsszenarien simuliert. Grundlage der Szenarien ist die Rendite deutscher Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren. Dieser werden unternehmensspezifische Überrenditen in den Bereichen festverzinsliche Wertpapiere, nicht festverzinsliche Anlagen sowie Grundstücke und Immobilien hinzugefügt.

Im Basisszenario (Szenario 1) ergibt sich die Nettoverzinsung anhand von Terminzinssätzen, die aus der

Zinsstrukturkurve deutscher Bundesanleihen abgeleitet werden. Die Nettoverzinsung ist dann die Summe der errechneten Terminzinssätze und der unternehmensspezifischen Überrenditen. Diese Überrenditen sinken im Zeitablauf von ihrem aktuellen Niveau jeweils auf ihren historischen Mittelwert ab.

Das milde Stressszenario (Szenario 2) schreibt die Rendite der deutschen Staatsanleihen mit ihrem Wert von Ende Juni 2015 fort. Die Überrendite wird analog zum Basisszenario prognostiziert. Das verschärfte Stressszenario (Szenario 3) verwendet dieselben Annahmen über die Staatsanleihenrendite wie das milde Stressszenario, jedoch sinken die unternehmensspezifischen Überrenditen in allen Bereichen auf ihr historisches Minimum ab. Die sich hieraus ergebenden Nettoverzinsungen sind für das Aggregat der betrachteten Lebensversicherer in Schaubild 1.3.6 dargestellt.

Die Ergebnisse der aktualisierten Szenarioanalyse sind in Schaubild 1.3.7 zusammenfassend dargestellt. Im Basisszenario¹³⁾ erfüllt einer der 83 betrachteten Lebensversicherer, für die hinreichende Daten vorliegen, die Solvabilitätsanforderungen gemäß Solvency I im Jahr 2025 nicht mehr. Im milden Stressszenario weisen sieben Lebensversicherer eine Bedeckungsquote von

Im verschärften Szenario verfügen bis zum Jahr 2025 insgesamt 21 Lebensversicherer und damit beinahe jeder vierte der betrachteten Lebensversicherer nicht mehr über eine ausreichende Eigenmittelausstattung.

¹²⁾ Dies unterscheidet eine Szenarioanalyse von einem Stresstest, der bspw. nur die Auswirkungen einer einmaligen Änderung von Zinsen untersucht. Zur Methodik der Szenarioanalyse vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), S. 75 ff.; sowie A. Kablau und M. Weiß (2014).

¹³⁾ Im Vergleich zur Analyse aus dem Jahr 2013 sinkt die aggregierte Nettoverzinsung auch im Basisszenario teilweise unter den durchschnittlichen Garantiezins. Im Modell verbleiben die nicht mehr auszuschüttenden Bewertungsreserven in den Unternehmen, fließen dort in die Eigenmittel und stärken somit die Solvabilität.

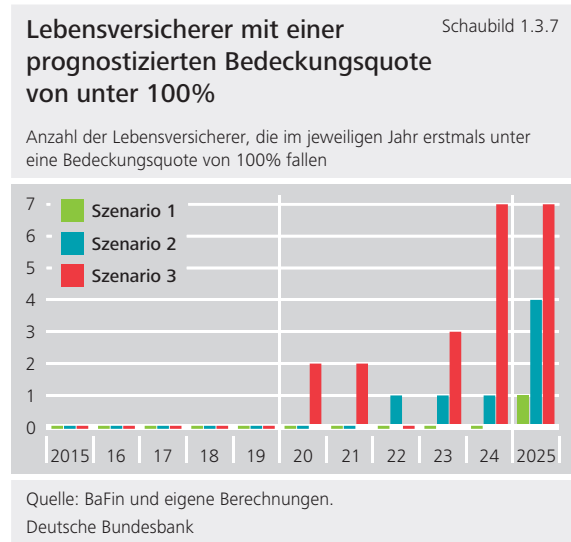
unter 100% auf. Gemessen an den Bruttobeiträgen beträgt ihr Marktanteil rund 6%. Hierbei entsteht eine Kapitallücke von rund 1 Mrd € oder annähernd 2% der Eigenmittel. Im verschärften Szenario verfügen bis zum Jahr 2025 insgesamt 21 Lebensversicherer und damit etwa jeder vierte der betrachteten Lebensversicherer nicht mehr über eine ausreichende Eigenmittelausstattung. Auf diese Lebensversicherer entfällt ein Marktanteil von rund 35%. Um in diesem Szenario für alle Lebensversicherer eine Bedeckungsquote von 100% im Jahr 2025 sicherzustellen, sind zusätzliche Eigenmittel in Höhe von 5,5 Mrd € erforderlich. Dies entspricht rund 10% der derzeit verfügbaren Eigenmittel.

Ohne die Anpassungen des LVRG bei der Beteiligung der Versicherungsnehmer an den Bewertungsreserven wären deutlich mehr Unternehmen vom Ausfall bedroht. So würden im Basisszenario vier Unternehmen die Bedeckungsquote von 100% unterschreiten. In den beiden Stressszenarien wären es 11 beziehungsweise 18 zusätzliche Unternehmen. Im Vergleich zur Analyse des Jahres 2013, die das LVRG noch nicht berücksichtigen konnte, erhöht sich sowohl die Anzahl der Ausfälle als auch der Kapitalbedarf in allen drei Szenarien. Der Grund hierfür ist die im Vergleich zur damaligen Analyse geringere Nettoverzinsung.

Ebenso wie die oben dargestellte angepasste Kennzahl zur Risikotragfähigkeit verdeutlicht auch die Szenarioanalyse, dass das anhaltende Niedrigzinsumfeld die deutschen Lebensversicherer weiterhin unter Druck setzt und ihre Solvabilität gefährden kann.

Abrupter Zinsanstieg kann destabilisieren

Nicht nur anhaltend niedrige Zinsen können Gefahren für die Stabilität der Lebensversicherer bergen, sondern auch ein abrupter Zinsanstieg.¹⁴⁾ Dieser könnte eine Kündigungswelle auslösen. Denn bei steigenden Zinsen würden die festverzinslichen



Wertpapiere im Bestand der Lebensversicherer an Wert verlieren. Hingegen blieben die den Kunden garantierten Rückkaufswerte gemäß § 169 Versicherungsvertragsgesetz unverändert. Bei einer Kündigung profitieren in diesem Fall die Kunden unmittelbar von den höheren Zinsen. Bei Fortführung ihrer Verträge partizipieren sie dagegen nur an der Portfoliorendite der Lebensversicherer, die durch den Altbestand gering verzinsler Wertpapiere belastet wird.

Überschreiten die Zinsen ein unternehmensspezifisches kritisches Niveau, sind die Puffer zwischen dem Marktwert der Kapitalanlagen und den Rückkaufswerten aufgebraucht (Schaubild 1.3.8). Der Marktwert der Kapitalanlagen ist dann so weit gefallen, dass die Zahlungsverpflichtungen im theoretischen Extremfall einer Stornierung aller Verträge nicht mehr voll kapitalgedeckt sind.

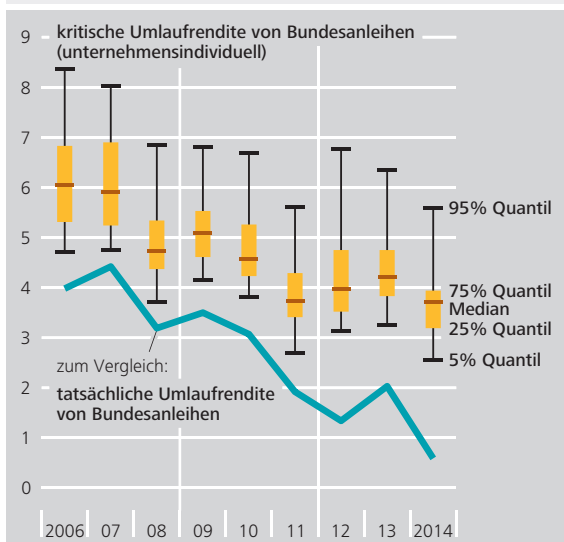
Sieht man von den Vorteilen einer Absicherung der Versicherten gegenüber biometrischen Risiken¹⁵⁾ sowie von den Kosten einer Stornierung (Storno-

¹⁴ Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank (2014c), S. 56 ff.
¹⁵ Biometrische Risiken sind Todesfall-, Langlebigkeits- und Berufsunfähigkeitsrisiken.

Kritisches Zinsniveau für Lebensversicherer bei einer Kündigungswelle⁹⁾

Schaubild 1.3.8

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

gebühren¹⁶⁾, Wegfall steuerlicher Vorteile) ab, könnte in diesem Fall eine Kündigung für alle Versicherungsnehmer gleichermaßen rational sein.¹⁷⁾ Dies gilt unabhängig von der Garantieverzinsung der Verträge.

Überschreiten die Zinsen ein unternehmensspezifisches kritisches Niveau, könnte eine Kündigung für alle Versicherungsnehmer gleichermaßen rational sein.

Denn wenn die Versicherten Verträge mit niedrigeren Garantiezusagen kündigten, wäre auch für Kunden mit höheren Garantiezusagen eine Fortführung ihrer Verträge nicht länger attraktiv.

Die Ausgleichsmechanismen im Kollektiv funktionieren bei einer fehlenden Kapitaldeckung der Rückkaufswerte nicht länger. Eine Kündigungswelle kann also die Folge sein.

Im Laufe der Finanzkrise sind die unternehmensspezifischen kritischen Zinsniveaus generell gesun-

ken, im Median größerer deutscher Lebensversicherer von rund 5,9% Ende 2007 auf rund 3,7% Ende 2011. Nach einem zwischenzeitlichen leichten Anstieg ist das kritische Zinsniveau im Jahr 2014 erneut auf diesen Wert gefallen. Dieser Rückgang ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Lebensversicherer die Laufzeit ihrer festverzinslichen Anlagen erhöht haben, sodass nun die Marktwerte stärker auf Zinsänderungen reagieren. Die Entlastungswirkung des LVRG, das die Mittelabflüsse aus den Unternehmen begrenzt und ihre Puffer stärkt, fällt demgegenüber weniger ins Gewicht.

Marktteilnehmer halten das Szenario eines abrupten Zinsanstiegs für deutlich weniger wahrscheinlich als weiter anhaltende Niedrigzinsen.¹⁸⁾ Aus Sicht der Finanzstabilität sind indes auch Extremrisiken (Tail Risks) relevant, deren Eintritt zwar eher unwahrscheinlich ist, aber erhebliche Auswirkungen auf das Finanzsystem hätte. So könnte ein Zinsschock Versicherer zwingen, Kapitalanlagen zu liquidieren, mit der Folge eines Preisverfalls von Vermögenswerten. Unter Solvency II werden Marktwertverluste bei Kapitalanlagen relativ schnell transparent. Es ist nicht auszuschließen, dass dadurch ein sich selbst verstärkender, prozyklischer Effekt einsetzt. Das hier dargestellte Kündigungsszenario würde bei abrupt steigenden Zinsen wahrscheinlicher. Eine Kündigungswelle könnte zudem mit einem Vertrauensverlust in das Finanzsystem

Eine Kündigungswelle könnte mit einem Vertrauensverlust in das Finanzsystem insgesamt einhergehen. Entscheidend für das skizzierte Risiko sind die fixen, vom Marktzins unabhängigen Rückkaufswerte.

¹⁶ Bestimmte Vertragsklauseln zu Stornogebühren und Rückkaufswerten hat der Bundesgerichtshof in seiner jüngeren Rechtsprechung für unwirksam erklärt.

¹⁷ Vgl.: M. Feodorina und T. Förstemann (2015).

¹⁸ Zwischen den Jahren 1972 und 2015 betrug der höchste jährliche Anstieg der Umlaufrendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit 2,6 Prozentpunkte. Auf Zweijahresfrist waren es 3,75 Prozentpunkte.

insgesamt einhergehen. Entscheidend für das skizzierte Risiko sind die fixen, vom Marktzins unabhängigen Rückkaufswerte. Das Risiko bestünde nicht, wenn die Rückkaufswerte abhängig vom Zinsniveau wären. Steigende Zinsen gingen dann mit sinkenden Rückkaufswerten einher.

Anlagepolitik von Suche nach Rendite und Solvency II bestimmt

Im Niedrigzinsumfeld bestehen Anreize zu höherer Risikoübernahme. Dies kann die Finanzstabilität beeinträchtigen, wenn Versicherer aufgrund des Ertragsdrucks zu einer Fehlbewertung von Risiken beitragen.

Der Anteil der Kapitalanlagen der deutschen Lebensversicherer in Aktien hat sich vergrößert. So stieg zwischen Ende 2013 und Mitte 2015 der Anteil der direkt und indirekt gehaltenen Aktien an den gesamten Kapitalanlagen der Versicherer von 3,4% auf 4,2%.¹⁹ Allerdings ist der Anteil – auch im internationalen Vergleich – gering. Die Risiken aus Kursverlusten für die Versicherer sind insoweit begrenzt, und es können zudem Diversifikationseffekte erzielt werden.

Der Anteil der Kapitalanlagen der deutschen Lebensversicherer in Aktien hat sich vergrößert.

Unter dieser Voraussetzung erscheinen sie bei professionellem Risikomanagement weniger riskant als etwa bei großen Infrastrukturinvestitionen, deren Risikomanagement erhebliche technische Fachkenntnisse erfordert. Der Anteil der Unternehmensanleihen an den Kapitalanlagen der Versicherer ist ebenfalls gestiegen. So sind die direkt und über inländische Spezialfonds indirekt gehaltenen Kapitalanlagen deutscher Versicherer in Unternehmensanleihen von 6,2% der gesamten Kapitalanlagen zum Ende des Jahres 2013 auf 8,2% im zweiten Quartal 2015 gestiegen. Auch

dies könnte für sich genommen für eine Suche nach Rendite sprechen.

Aus makroprudenzieller Sicht könnte eine Verschiebung der Anlagen zugunsten von Investitionen in den Unternehmenssektor durchaus vorteilhaft sein. Denn dies kann die Vernetzung zwischen Versicherungssektor und anderen Sektoren wie dem Staats- oder dem Bankensektor reduzieren.

Eine gewisse Risikoübernahme ist bei den Kapitalanlagen in Staatstiteln erkennbar. So ist der Anteil der relativ niedrig rentierlichen Anlagen im inländischen öffentlichen Sektor an den Kapitalanlagen deutscher Versicherungskonzerne von 10,5% Ende 2013 auf 9,5% im zweiten Quartal 2015 zurückgegangen.²⁰ Dagegen ist der Anteil von Kapitalanlagen in Staatstiteln der übrigen Euro-Länder von 11,6% auf 12,9% gestiegen. Ein Grund hierfür dürften Kursgewinne bei Anleihen aus von der Krise besonders betroffenen Ländern sein.

Auch wenn die Anteile von Unternehmensanleihen und risikoreicheren Staatsanleihen gestiegen sind, hat sich die Ratingstruktur bei den von deutschen Lebensversicherern gehaltenen festverzinslichen Anlagen im Jahr 2014 gegenüber dem Vorjahr insgesamt leicht verbessert.

Solvency II wird die Anlagepolitik der Versicherer insgesamt verändern. Die Bevorzugung von Staatsanleihen ist dabei kritisch zu sehen. So sind nach Solvency II Anleihen von EU-Mitgliedstaaten von den Kapitalanforderungen ausgenommen (siehe Erläuterungen „Solvency II aus makroprudenzieller Perspektive“ auf S. 48f.).²¹ Unter dem neuen Regelwerk müssen Versicherer Aktiva ihrem Risiko entsprechend mit Kapital unterlegen. Versicherer haben somit Anreize, ihre Zinsrisiken zu vermindern. Sie

¹⁹ Die Angaben beruhen auf Buchwerten.

²⁰ Gemäß Erhebungen der BaFin basierend auf Zeitwerten.

²¹ Vgl.: R. Düll, F. König und J. Ohls (2015).

Unter Solvency II müssen Versicherer Aktiva ihrem Risiko entsprechend mit Kapital unterlegen. Die Versicherer investieren verstärkt in lang laufende Anleihen, um die Lücke zwischen lang laufenden Verbindlichkeiten und kürzer laufenden Aktiva zu schließen.

investieren verstärkt in lang laufende Anleihen, um die Durationslücke, also die Lücke zwischen den sehr lang laufenden Verbindlichkeiten und den kürzer laufenden Aktiva, zu schließen. Insgesamt stieg die modifizierte Duration des Rentenportfolios

auf zehn im Jahr 2014, nach 8,8 im Vorjahr. Ende 2011 betrug die Duration noch 8,1.²²⁾ Die Durationslücke hat sich insoweit leicht verringert.

Das stärker durationsorientierte Risikomanagement könnte Zinsbewegungen verstärken. So steigt die Durationslücke, wenn die Zinsen sinken. Um dem entgegenzuwirken, müssen Lebensversicherer weitere festverzinsliche Wertpapiere mit einer langen Laufzeit erwerben. Damit steigen deren Preise und die langfristigen Zinsen fallen weiter. Das kann einen selbstverstärkenden Effekt hervorrufen.²³⁾

■ Quellenverzeichnis

Assekurata (2015), Marktausblick zur Lebensversicherung 2015/16, Juni 2015.

Bank of England (2015), Insurance and Financial Stability, Quarterly Bulletin Q3-2015, September 2015.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2015), Erneute BaFin-Erhebung bestätigt: Deutsche Lebensversicherer für Solvency II gerüstet, Juli 2015.

Deutsche Bundesbank (2013), Finanzstabilitätsbericht, November 2013.

Deutsche Bundesbank (2014a), Schriftliche Stellungnahme der Deutschen Bundesbank 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)“, Juni 2014.

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

Deutsche Bundesbank (2014c), Finanzstabilitätsbericht, November 2014.

Deutsche Bundesbank (2014d), Schriftliche Stellungnahme der Deutschen Bundesbank anlässlich der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 3. Dezember 2014 zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Finanzaufsicht über Versicherungen“, Dezember 2014.

Deutscher Bundestag (2014), Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Absicherung stabiler und fairer Leistungen für Lebensversicherte (Lebensversicherungsreformgesetz – LVRG)“, Drucksache 18/1772.

Domanski, D., Shin, H. S. und V. Sushko (2015), The Hunt for Yield: Not Waving but Drowning?, BIS Working Papers No 519, Oktober 2015.

Düll, R., König F. und J. Ohls (2015), On the exposure of insurance companies to sovereign risk – portfolio investments and market forces, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank Nr. 34/2015, Oktober 2015.

²² Vgl.: Assekurata (2015).

²³ Vgl.: D. Domanski, H. S. Shin und V. Sushko (2015).

Feodoria M. und T. Förstemann (2015), Lethal lapses – how a positive interest rate shock might stress German life insurers, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank Nr. 12/2015, Juni 2015.

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.

Moody's (2014), The German Life Insurance Reform Will Be Credit Negative in the Near-term, but the Impact Will Vary by Insurer, Oktober 2014.

Podlich, N. und M. Wedow (2013), Are Insurers SIFIs? A M-GARCH Model to Measure Interconnectedness, Applied Economics Letters Vol 20 Issue 7, S. 677–681.

Risiken im deutschen Schattenbankensystem

Die seit der Finanzkrise verschärfte Regulierung des Bankensektors setzt Anreize für eine Verlagerung von Geschäften in andere Bereiche des Finanzsystems. Zudem können technologische Neuerungen zum Wachstum alternativer Finanzierungsformen beitragen. Insbesondere das Schattenbankensystem betreibt Kreditintermediation außerhalb des regulären Banken- und Versicherungssektors. Die Krise hat gezeigt, dass in diesen Bereichen Verwundbarkeiten entstehen können, die gegebenenfalls das gesamte Finanzsystem gefährden.

Die Bedeutung des Schattenbankensektors innerhalb des deutschen Finanzsystems hat zugenommen. Insbesondere der Investmentfondssektor, der den Großteil des deutschen Schattenbankensektors ausmacht, wächst seit Jahren stark. Dabei spielen Wertsteigerungen der Fondsvermögen, aber auch Netto-Mittelzuflüsse vorwiegend institutioneller Investoren, eine Rolle. Die steigende Konzentration innerhalb des Sektors erhöht tendenziell die systemische Relevanz der Fonds und ihrer Kapitalverwaltungsgesellschaften. Dadurch gewinnen sie für die Finanzstabilität an Bedeutung.

Wesentliche Risikoindikatoren des deutschen Fondssektors deuten jedoch nicht auf gestiegene Risiken hin. Dies kann teilweise auf die Regulierung der Fonds durch das Kapitalanlagegesetzbuch zurückzuführen sein. Zusätzlich könnte die zunehmende Bedeutung eher langfristig orientierter Versicherer und Pensionskassen als Anteilseigner von Fonds stabilisierend wirken.

Dennoch bleiben Investmentfonds im Fokus der makroprudenziellen Diskussion. So gilt es zum einen, die Wechselbeziehungen und Auswirkungen von sich verschlechternder Marktliquidität und Mittelabzügen aus dem Fondssektor auf die Finanzstabilität zu untersuchen. Zum anderen erfordern regulatorische Neuerungen, wie die Erlaubnis der Kreditvergabe durch deutsche Fonds, eine kontinuierliche Fortentwicklung des Monitoring-Rahmens.

Schattenbankensektor wächst dynamisch und verändert seine Struktur

Als Reaktion auf die Finanzkrise wurde die Regulierung des Bankensektors verschärft. Dies setzt Anreize, Geschäfte in andere Bereiche des Finanzsystems zu verlagern. Darüber hinaus können technologische Neuerungen zum Wachstum alternativer Finanzierungsformen außerhalb des Bankensystems beitragen.¹⁾

Diese Aktivitäten sind vielfach dem Schattenbankensystem zuzuordnen, das als „ein System der Kreditintermediation, in dem Akteure und Aktivitäten von außerhalb des regulären Bankensystems involviert sind,“ definiert werden kann.²⁾ Diese Abgrenzung umfasst neben den Akteuren des Schattenbankensystems Kreditintermediationsketten, an denen mehrere Akteure aus verschiedenen Bereichen des Finanzsystems beteiligt sind.³⁾ Zum Schattenbankensystem zählen nach der hier verwendeten eher konservativen Definition im Inland aufgelegte Investmentfonds (einschl. Hedgefonds und Exchange Traded Funds: ETFs), Geldmarktfonds und Sonstige Finanzinstitute.⁴⁾

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass außerhalb des Bankensystems Risiken für die Stabilität des gesamten Finanzsystems entstehen können. Zur Finanzkrise

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass außerhalb des Bankensystems Risiken für die Stabilität des gesamten Finanzsystems entstehen können.

hatten zum einen Probleme bei Schattenbankenaktivitäten, wie der Verbriefung von Krediten, beigetragen. Zum anderen gab es Schief lagen der dem Schattenbankensystem zuzurechnenden Akteure, wie beispielsweise Geldmarktfonds. In Deutschland führten zum Beispiel Verknüpfungen mit Verbriefungszweckgesellschaften im Ausland zu

akuten Schief lagen mehrerer Kreditinstitute und zu staatlichen Rettungsmaßnahmen.⁵⁾

Generell können durch Verflechtungen zwischen dem Bankensystem und Institutionen außerhalb des bankaufsichtlichen Regulierungsrahmens Risiken übertragen werden. Dies kann direkt geschehen – etwa über Kredit- und Refinanzierungsbeziehungen oder Haftungsmechanismen und Garantiegewährungen – oder indirekt durch gemeinsame Gegenparteien oder Investitionen in Vermögenswerte derselben Art.

Um potenzielle systemische Risiken frühzeitig erkennen zu können, müssen alternative Formen der Kreditintermediation beobachtet werden. Für die Analyse des Schattenbankensystems und der Vernetzung seiner Intermediäre zieht die Bundesbank unterschiedliche Statistiken heran. Dieser Ansatz ist notwendig, da keine originäre Statistik zur Überwachung des Schattenbankensystems vorhanden ist. Zu den verwendeten Datenquellen zählen die Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung sowie Primärstatistiken und Datensätze aus dem bankauf-

Um potenzielle systemische Risiken frühzeitig erkennen zu können, müssen alternative Formen der Kreditintermediation beobachtet werden.

1 Vgl. etwa J. Duca (2015) zu sinkenden Kosten der Informationstechnologie als Treiber der Bereitstellung kurzfristiger Kredite durch das Schattenbankensystem.

2 Zur Definition des Finanzstabilitätsrates (Financial Stability Board: FSB) vgl.: Financial Stability Board (2011).

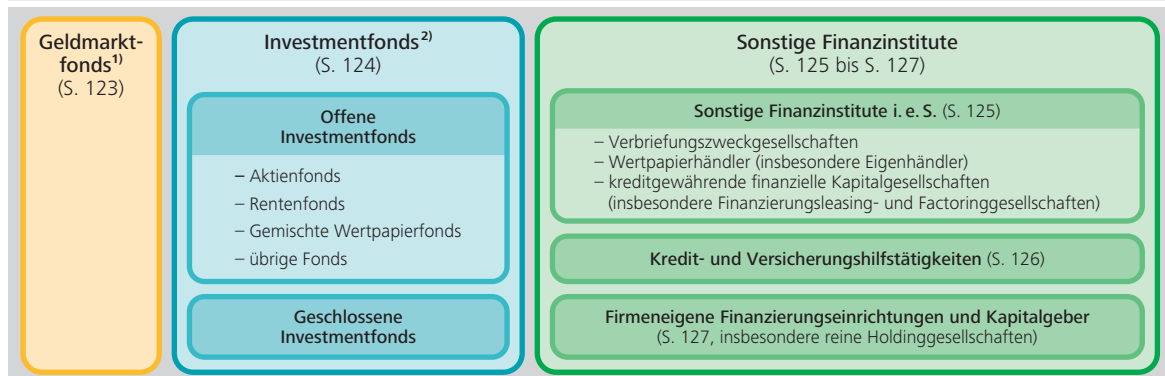
3 Zu alternativen Definitionsansätzen vgl. etwa: T. Adrian, A. Ashcraft, H. Boesky und Z. Pozsar (2010), P. Mehrling, Z. Pozsar, J. Sweeney und D. Neilson (2013), S. Claessens und L. Ratnovski (2014) sowie A. Harutyunyan, A. Massara, G. Ugazio, G. Amidzic und R. Walton (2015).

4 Sonstige Finanzinstitute (Other Financial Institutions: OFIs) umfassen im engeren Sinne den Sektor S.125 nach dem Statistik-Standard ESGV 2010, im weiteren Sinne (im Folgenden auch ohne diesen Zusatz) die Sektoren S.125 bis S.127.

5 Zu den budgetwirksamen Kosten der Finanzkrise seit dem Jahr 2007 in Deutschland und anderen europäischen Ländern vgl.: Eurostat (2015). Zu den geschätzten ökonomischen Kosten systemischer Krisen weltweit vgl. bspw.: L. Laeven und F. Valencia (2012).

Struktur des Schattenbankensystems¹⁾

Schaubild 1.4.1



* Sektoren S. 123 bis S. 127 nach ESVG 2010. **1** Diese sind in Deutschland vernachlässigbar klein. **2** Ohne Geldmarktfonds.
 Deutsche Bundesbank

sichtlichen Meldewesen. Im Einzelnen umfasst dies die Statistik über Investmentfonds, die Statistik über Verbriefungszweckgesellschaften (Financial Vehicle Corporations: FVCs) und Bilanzinformationen zu Eigenhändlern (Securities and Derivatives Dealers: SDDs), zu Financial Corporations Engaged in Lending (FCLs) sowie zu Finanzierungsleasing- und Factoringgesellschaften. Der Auslandsstatus der Banken (Monetary Financial Institutions: MFIs) und das Millionenkreditmeldewesen können zudem Erkenntnisse über die Vernetzung inländischer Banken mit dem in- und ausländischen Schattenbankensystem liefern.

Bei der Approximation der Größe des Schattenbankensystems wird bislang hauptsächlich auf die finanziellen Aktiva der Schattenbankenakteure abgestellt (Schaubild 1.4.1). Für die Offenen Immobilienfonds, die eine Teilgruppe der Investmentfonds darstellen, werden im Folgenden auch die nichtfinanziellen Aktiva hinzugerechnet.⁶⁾ Die Ergänzung dieses Ansatzes um auf Schattenbankenaktivitäten abstellende Analysen hängt von verbesserten Datenquellen ab, die insbesondere im Hinblick auf Wertpapierfinanzierungsgeschäfte geplant sind.⁷⁾

Einen Beitrag zur Analyse der Entwicklungen im globalen Schattenbankensystem leistet die jährliche

Monitoring-Übung des Finanzstabilitätsrats (Financial Stability Board: FSB). In seinem Monitoring-Bericht 2015 stellt der FSB eine Methode zur Berechnung eines stärker risikobasierten Maßes für das Schattenbankensystem vor, die sich weiter in der Fortentwicklung befindet.

Rolle des Schattenbankensektors im Finanzsystem gewachsen

Der deutsche Schattenbankensektor ist zwischen Anfang 1999 und dem zweiten Quartal 2015 nominal auf mehr als das Dreifache gewachsen, auf rund 2,6 Billionen € (Schaubild 1.4.2).⁸⁾ Der Anteil des Schattenbankensektors an den Aktiva des gesamten Finanzsektors ist im gleichen Zeitraum von 9% auf 18% gestiegen. Dieser relative Bedeutungsgewinn

⁶ Daten zur Größe und Entwicklung des Schattenbankensektors im Aggregat sowie der anderen finanziellen Sektoren basieren auf der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung gemäß ESVG 2010. Ausnahme sind die Daten zu den nichtfinanziellen Aktiva Offener Immobilienfonds; diese stammen aus der Statistik über Investmentvermögen.

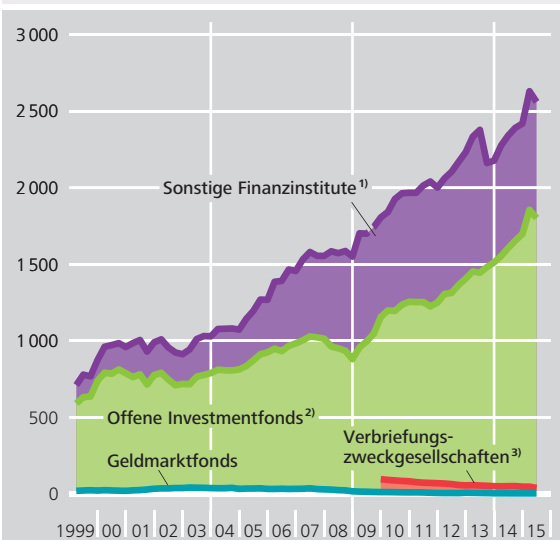
⁷ Daten zu Wertpapierfinanzierungsgeschäften werden auf Basis einer künftigen Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates voraussichtlich frühestens ab dem Jahr 2018 vorliegen.

⁸ Zu einer ausführlichen Beschreibung des Schattenbankensystems im Euro-Raum vgl.: Deutsche Bundesbank (2014), S. 18 f.

Struktur des deutschen Schattenbankensektors

Schaubild 1.4.2

Finanzielle Aktiva in Mrd €, vierteljährlich



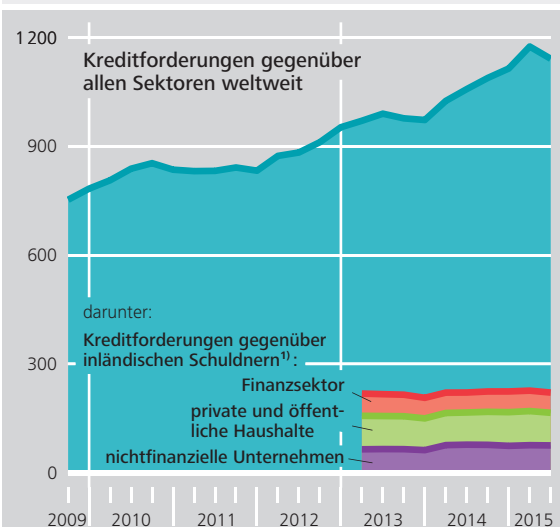
Quellen: EZB, Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung, Primärstatistiken der Deutschen Bundesbank und eigene Berechnungen. **1** Ab Ende 2009 ohne Verbriefungszweckgesellschaften. **2** Ohne Geldmarktfonds. Einschl. nichtfinanzieller Aktiva Offener Immobilienfonds. **3** Daten erst ab Ende 2009 verfügbar.

Deutsche Bundesbank

Kreditforderungen des deutschen Schattenbankensektors^{*)} gegenüber in- und ausländischen Schuldern

Schaubild 1.4.3

Mrd €



Quelle: Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung und eigene Berechnungen. ***** Vom Schattenbankensektor vergebene Kredite und gehaltene Schuldverschreibungen. **1** Aufgliederung nach Sektoren der Schuldner erst ab 2013 verfügbar. Ohne Geldmarktfonds.

Deutsche Bundesbank

ist auf eine absolute Zunahme der finanziellen Aktiva des Schattenbankensektors und auf einen Rückgang der finanziellen Aktiva des Bankensektors im Zuge des Deleveraging-Prozesses seit dem Jahr 2008 zurückzuführen.

Der deutsche Schattenbankensektor ist zwischen Anfang 1999 und dem zweiten Quartal 2015 auf mehr als das Dreifache gewachsen.

Das Wachstum des Schattenbankensektors spiegelt in Teilen die in den vergangenen Jahren verzeichneten Wertsteigerungen an den Finanzmärkten wider. Daher dürfte der Bedeutungsgewinn des Schattenbankensektors nicht ausschließlich auf Mittelzuflüsse, sondern auch auf die Wertentwicklung der im Schattenbankensystem gehaltenen Aktiva zurückzuführen sein (siehe Abschnitt „Wertsteigerung der Aktiva wichtiger Wachstumsfaktor“ auf S. 62 f.). Sollte der Schattenbankensektor einen höheren Anteil kapitalmarktbezogener Produkte als der Bankensektor halten, reagieren seine Aktiva aufgrund von Bewertungseffekten stärker auf Vermögenspreisänderungen als diejenigen des Bankensektors.

Deutscher Schattenbankensektor finanziert vor allem das Ausland mit Fremdkapital

Im Falle von Stresssituationen im deutschen Schattenbankensektor können sich aufseiten der Kapitalnehmer Refinanzierungsrisiken materialisieren. Ein Großteil der durch den deutschen Schattenbankensektor bereitgestellten Fremdfinanzierungsmittel wird an ausländische Schuldner vergeben.⁹⁾ So betrug der Anteil der an das Ausland ausgereichten

⁹ Kredite und Schuldverschreibungen machten im zweiten Quartal 2015 knapp die Hälfte aller finanziellen Aktiva des Schattenbankensektors aus. Eine ausführlichere Diskussion der Rolle von Fremdkapital im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr der EU-Mitgliedstaaten erfolgt im Kapitel „Kapitalmarktunion – Finanzstabilität und Risikoteilung“ auf S. 87 ff.

Kredite und der gehaltenen Schuldverschreibungen ausländischer Emittenten nach Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung Mitte 2015 etwa 80% der Kreditforderungen weltweit (Schaubild 1.4.3). Die Anleihe- und Kreditforderungen des deutschen Schattenbankensektors gegenüber allen inländischen Sektoren machen somit nur etwa ein Fünftel aus. Bei dieser auf dem Prinzip der Gebietsansässigkeit basierenden Datenquelle können ausländische Töchter inländischer Gesellschaften nicht von anderen ausländischen Einheiten unterschieden werden. Dies dürfte den Auslandsanteil gegenüber einer Konzernbetrachtung überzeichnen.

Investmentfondssektor größter Akteur im deutschen Schattenbankensystem

Das Schwergewicht im deutschen Schattenbankensystem ist der Investmentfondssektor (ohne Geldmarktfonds). Er machte im zweiten Quartal 2015 ungefähr zwei Drittel der Finanzaktiva des Schattenbankensektors aus. Geldmarktfonds sind dagegen in

Das Schwergewicht im deutschen Schattenbankensystem ist der Investmentfondssektor.

Deutschland mit rund 4 Mrd € oder 0,15% der Finanzaktiva des Schattenbankensektors vernachlässigbar klein. Auf die Sonstigen Finanzinstitute

entfällt das übrige Drittel. Dazu zählen eine Vielzahl kleinerer Akteure mit unterschiedlichen Geschäftsmodellen, beispielsweise Verbriefungszweckgesellschaften sowie Finanzierungsleasing- und Factoringgesellschaften. Zudem fallen unter die Sonstigen Finanzinstitute (reine) Holdinggesellschaften und Broker-Dealer-Gesellschaften, zu denen in Deutschland fast ausschließlich Eigenhändler gehören.¹⁰⁾

Von Investmentfonds können Risiken für die Finanzstabilität ausgehen

Investmentfonds treten im Finanzsystem als Intermediäre auf, die im Auftrag ihrer Investoren die ihnen bereitgestellten Mittel anlegen.¹¹⁾ Durch die dabei mögliche Diversifizierung der Mittelanlage können sie eine wichtige Intermediationsfunktion im Finanzsystem erfüllen. Vor diesem Hintergrund und in Anbetracht der wachsenden Bedeutung von Investmentfonds spielen insbesondere deren Verflechtungen sowie die potenzielle Interaktion mit anderen Marktteilnehmern in Stressphasen an den Finanzmärkten eine zentrale Rolle.¹²⁾

Im Gegensatz zu Geschlossenen Fonds ermöglichen Offene Fonds ihren Anlegern eine zeitnahe Rückgabe ihrer Anteile. Somit können Anteilseigner schnell auf sich verändernde Marktbedingungen reagieren. Allerdings kann dies mit Liquiditäts- oder Fristentransformation einhergehen, wenn die Fonds in weniger liquide und längerfristige Aktiva investieren. Im Falle starker Liquiditäts- oder Fristentransformation gehen vom Fondssektor Risiken für die Finanzstabilität aus – insbesondere wenn ein unerwartet hoher Mittelabzug erfolgt. Anreize zu einer möglichst frühzeitigen Anteilsrückgabe (First Mover Advantage) bei wenig liquiden Aktiva und geringen Liquiditätspuffern können in einem solchen Szenario selbstverstärkende Rückgaben der Anteile auslösen.

Die für einen starken Mittelabzug von Fonds vorzuhaltenden Liquiditätspuffer werden mittels Stress-tests oftmals von der jeweiligen Konzernmutter

¹⁰ Ein wesentlicher Teil des OFI-Sektors lässt sich auf Grundlage der vorhandenen Statistiken jedoch nicht näher aufgliedern.

¹¹ Zur Frage eines spezifischen Beitrags von Asset Managern sowie Investmentfonds zur Finanzinstabilität (im hypothetischen Vergleich mit der direkten Mittelanlage durch die entsprechenden Investoren) vgl.: D. J. Elliott (2014), S. 5–7.

¹² Vgl. etwa International Monetary Fund (2015) zur aktuellen Diskussion zur Rolle der Asset-Management-Industrie für die Finanzstabilität.

selbst ermittelt.¹³⁾ Sollten die vorgehaltenen liquiden Mittel nicht ausreichen, wären betroffene Fonds zu Notverkäufen ihrer Aktiva gezwungen. Zudem könnten Investoren das Risikomanagement aller von einem Konzern aufgelegten Fonds oder von Fonds mit ähnlichen Anlageschwerpunkten infrage stellen und Mittel abziehen. Hierdurch könnten Preisvolatilität und Marktliquidität verstärkt und auf zuvor nicht betroffene Marktsegmente übertragen werden.¹⁴⁾

Neben dieser über die Finanzmärkte stattfindenden Ansteckung spielt die Vernetzung zwischen dem Investmentfondssektor und dem restlichen Finanzsystem eine wichtige Rolle. Zum einen kann die Anlagestruktur (Aktivseite) von Investmentfonds helfen, Quellen potenzieller Verluste zu identifizieren. Zum anderen lässt die Anlegerstruktur (Passivseite) Rückschlüsse zu, inwieweit mögliche Verluste der Investmentfonds von anderen Finanzintermediären zu tragen wären.¹⁵⁾

Mikroprudenzielle Regulierung wirkt Risiken entgegen

Seit dem Jahr 2013 werden deutsche Investmentfonds und deren Kapitalverwaltungsgesellschaften durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) reguliert. Die unter dem KAGB beaufsichtigten Investmentfonds können als Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), für die aufgrund der OGAW-Richtlinie¹⁶⁾ europaweit weitgehend einheitliche Produktstandards gelten, oder als Alternative Investmentfonds (AIFs) aufgelegt werden. Letztere umfassen sowohl Publikumsfonds für Privatanleger als auch Spezialfonds für institutionelle Investoren. Das KAGB enthält unter anderem Vorgaben, die typische mit der Kreditintermediation außerhalb des Bankensystems assoziierte Risiken (wie Run-Risiken, Liquiditätsrisiken und Risiken aufgrund des Einsatzes von Leverage) und Anreizprobleme begrenzen sollen.

Seit dem 12. Mai 2015 hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) allerdings ihre Verwaltungspraxis¹⁷⁾ dahingehend geändert, dass sie die direkte Vergabe von Darlehen sowie die Darlehensrestrukturierung und -prolongation durch AIFs in Deutschland erlaubt. Zuvor durften Offene und Geschlossene AIFs in Deutschland lediglich unverbriefte Darlehensforderungen aufkaufen. In ihrem Entwurf zum OGAW-V-Umsetzungsgesetz¹⁸⁾ hat die Bundesregierung spezifische Vorgaben vorgeschlagen, die darauf abzielen, die mit der Kreditvergabe einhergehenden Risiken einzudämmen.

Wertsteigerung der Aktiva wichtiger Wachstumsfaktor

In Deutschland stellen Offene Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum ihrer Aktiva in Höhe von 9,5% seit September 2009 einen der am stärksten wachsenden Sektoren des Finanzsystems dar.¹⁹⁾

Im August 2015 betrug die aggregierte Bilanzsumme der 6013 Offenen Investmentfonds gemäß der Statistik über Investmentvermögen 1 753 Mrd € (September 2009: 1 032 Mrd €) (Schaubild 1.4.4). Die ausschließlich institutionellen Investoren vorbehaltenen Spezialfonds stellen mit einem Marktanteil von rund 75% (1 328 Mrd €) die wichtigste Anlageform dar. Auf Publikumsfonds, in die auch Privatper-

¹³ Vgl.: N. Dötz und M. Weth (2013) zu Determinanten der Liquiditätspuffer von Fonds.

¹⁴ Vgl.: G. Cespa und T. Foucault (2014) zur Selbstverstärkung von Illiquidität an den Finanzmärkten.

¹⁵ Zu Verlustrisiken von Banken und Versicherern bei Investitionen in Spezialfonds vgl.: Deutsche Bundesbank (2012), S. 69.

¹⁶ Siehe Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014.

¹⁷ Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2015).

¹⁸ Vgl.: Bundesministerium der Finanzen (2015).

¹⁹ Hier und im Folgenden werden aktuelle Zahlen der Statistik über Investmentvermögen mit Zahlen zum Zeitpunkt September 2009 verglichen, zu dem erstmalig eine granulare Übersicht über die Fondsportfolios vorliegt. Künftig werden auch Geschlossene Fonds in der Statistik über Investmentvermögen erfasst.

sonen investieren dürfen, entfällt der verbleibende Marktanteil in Höhe von 25%.

Das Wachstum des Investmentfondssektors zwischen September 2009 und August 2015 lässt sich zu 84% auf Wertsteigerungen der verwalteten Fondsvermögen und zu knapp 16% auf Netto-Mittelzuflüsse zurückführen.

Das Wachstum des Investmentfondssektors zwischen September 2009 und August 2015 lässt sich zu 84% auf Wertsteigerungen der verwalteten Fondsvermögen und zu knapp 16% auf Netto-Mittelzuflüsse zurückführen.

Ein höherer Einsatz von Fremdkapital, beispielsweise ein größerer Verschuldungsgrad zur Hebelung von Wertpapierpositionen,

trug nicht zum Wachstum des Fondssektors bei.

Marktkonzentration im Fondssektor nimmt zu

Bei anhaltend hohem Wettbewerb im Fondssektor schreitet die Konsolidierung hin zu wenigen, größeren Kapitalverwaltungsgesellschaften voran.²⁰⁾ Um

Bei anhaltend hohem Wettbewerb im Fondssektor schreitet die Konsolidierung hin zu wenigen, größeren Kapitalverwaltungsgesellschaften voran.

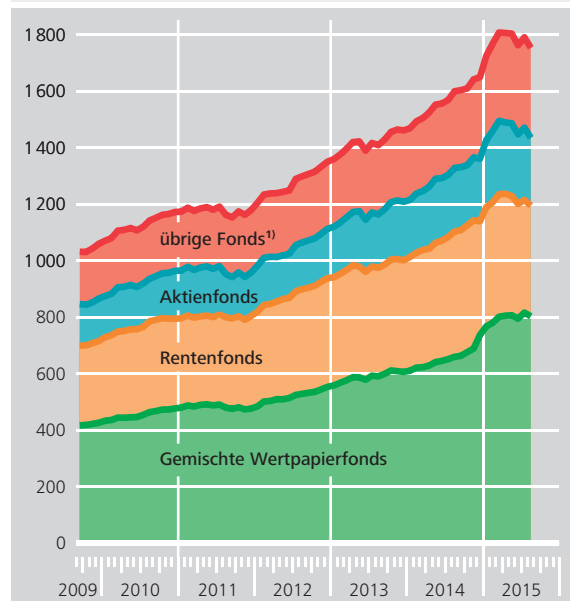
den jeweiligen Stärken und Schwächen von Konzentrationsmaßen Rechnung zu tragen, werden im Folgenden neben Marktanteilen einfache Konzentrationskennziffern betrachtet: der Gini-Koeffizient

sowie der Herfindahl-Index.²¹⁾ Der Marktanteil der fünf größten Kapitalverwaltungsgesellschaften in Deutschland stieg zwischen September 2009 und August 2015 von 50,3% auf 54,3%. Gleichzeitig stieg der Herfindahl-Index von 6,4% auf 7,8% an. Zudem legte der Gini-Koeffizient um 10 Prozentpunkte auf 80% zu.²²⁾ Ferner wuchs der Marktanteil der 50 größten Fonds um 2,5 Prozentpunkte auf

Struktur Offener Investmentfonds in Deutschland^{*)}

Schaubild 1.4.4

Bilanzsumme in Mrd €



* Ohne Geldmarktfonds. 1 Altersvorsorge-, Dach-, Derivate-, Hedge- und Immobilienfonds sowie Sonstige Fonds.

Deutsche Bundesbank

26,2%. Aus diesem Konzentrationsprozess könnten Intermediäre hervorgehen, die aufgrund ihrer gewachsenen Bedeutung für die Finanzmärkte systemisch relevant werden.²³⁾

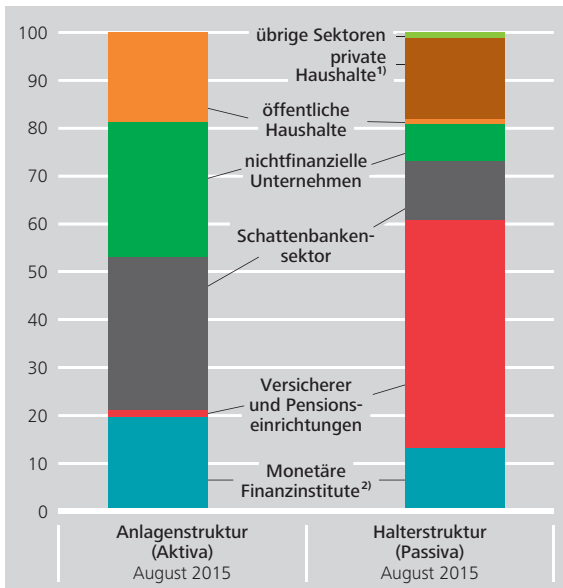
20 Zur Konsolidierung der Fondsbranche vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), S. 16.

21 Der Gini-Koeffizient spiegelt das Verhältnis der Fläche einer Gleichverteilungslinie zur Fläche der tatsächlichen Verteilung im Fondssektor wider. Der Herfindahl-Index gibt die Summe aller quadrierten Marktanteile der Kapitalverwaltungsgesellschaften an.

22 Zur zunehmenden Marktkonzentration im europäischen Fondssektor vgl.: European Central Bank (2014), S. 46.

23 Vgl.: Financial Stability Board und International Organization of Securities Commissions (2015) zur systemischen Relevanz von Finanzmarktakteuren außerhalb des Banken- und Versicherungsektors.

Bilanzstruktur Offener Investmentfonds in Deutschland nach Sektoren
 in %
 Schaubild 1.4.5



1 Einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck. **2** Ohne Geldmarktfonds.
 Deutsche Bundesbank

Investmentfonds sind anleger- und anlageseitig stark mit dem übrigen Finanzsystem vernetzt

Die Anlagestruktur von Investmentfonds ist auf den Finanzsektor ausgerichtet. Dieser stellt mit 839 Mrd € beziehungsweise 53% die bedeutendste Gegenpartei für die gesamten Wertpapieranlagen des Fondssektors in Höhe von 1 582 Mrd € dar. Die verbleibenden 47% verteilen sich auf Wertpapiere von Staaten und Unternehmen.²⁴⁾ Innerhalb des Finanzsektors entfallen knapp 20% auf Wertpapiere des Bankensektors und rund zwei Drittel der Anlagen auf das Schattenbankensystem (506 Mrd €). Hiervon sind wiederum rund drei Fünftel dem Investmentfondssektor und zwei Fünftel den Sonstigen Finanzinstituten zuzurechnen.

Der Finanzsektor dominiert nicht nur bei den Anlagen deutscher Investmentfonds, sondern auch unter deren Anlegern. Gemäß der Statistik über Wertpa-

pierinvestments nahm der Anteil des Finanzsektors zwischen September 2009 und August 2015 um knapp 8 Prozentpunkte auf 73% zu. Dies entspricht 1 233 Mrd € (Schaubild 1.4.5).

Insbesondere bei Versicherern und Pensionskassen, die traditionell über Fonds investieren, weiteten sich die Bestände an Fondsanteilen aus. Der Marktwert der von ihnen gehaltenen Anteile an deutschen Fonds nahm zwischen September 2009 und August 2015 um 124% auf 801 Mrd € zu (zu Versicherern siehe auch Kapitel „Risiken bei Lebensversicherern“ auf S. 41 ff.). Somit stieg das relative Gewicht der Investmentfonds an den Gesamtanlagen deutscher Versicherer von 24,2% im September 2009 auf 32,2% im Juni 2015.²⁵⁾ Dagegen reduzierten die Kreditinstitute in Deutschland auch vor dem Hintergrund des vollzogenen Deleveraging-Prozesses ihre Bestände im deutschen Fondssektor im gleichen Zeitraum auf 13,3%.²⁶⁾

Risikoindikatoren des Investmentfondssektors weitgehend unauffällig

Das Geschäftsmodell eines Fonds lässt sich durch den Anlageschwerpunkt, beispielsweise Aktien oder festverzinsliche Wertpapiere, oder durch seine Risikoeigenschaften beschreiben. Analog zu Arbeiten internationaler Gremien werden im Folgenden Indikatoren betrachtet, die wesentliche Risiken von Schattenbankenintermediären abbilden.²⁷⁾ So gelten das Geschäftsvolumen eines Intermediärs sowie dessen Wachstum als grobe Indikatoren für dessen sys-

²⁴ Zur Struktur der Anleiheportfolios deutscher Investmentfonds vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), S. 27.

²⁵ Angaben gemäß der Statistik zu Kapitalanlagen der Erstversicherer der BaFin.

²⁶ Vgl. auch: Deutsche Bundesbank (2013), S. 19.

²⁷ Vgl.: Financial Stability Board (2013) sowie International Monetary Fund (2014).

Definition der Risikoindikatoren zu Schattenbankenintermediären Tabelle 1.4.1

Risikoindikator	Definition	Beschreibung	Wertebereich	Näherungsgröße für den Zähler	Näherungsgröße für den Nenner
Größe	Bilanzsumme	Geschäftsvolumen	absoluter Betrag	Summe der finanziellen Aktiva ¹⁾	–
Fristentransformation	Kurzfristige Aktiva / Bilanzsumme	Ausmaß der fristenkongruenten Refinanzierung von kurzfristigen Aktiva durch kurzfristige Verbindlichkeiten	100% (Fristenkongruenz) bis 0% (maximale Fristentransformation)	Bargeld und Einlagen + kurzfristige Schuldverschreibungen + kurzfristige Kredite	Summe der finanziellen Aktiva ¹⁾
Liquiditätstransformation	Liquide Aktiva / Bilanzsumme	Bilanzanteil liquider Aktiva, die zur Deckung eines plötzlich auftretenden Liquiditätsbedarfs verkauft werden können	100% (keine Liquiditätstransformation) bis 0% (maximale Liquiditätstransformation)	Bargeld und Einlagen + Schuldverschreibungen + börsennotierte Aktien	Summe der finanziellen Aktiva ¹⁾
Leverage	Bilanzsumme / Eigenkapital	Ausmaß der Hebelung von Investitionen durch den Einsatz von Fremdkapital	100% (kein Fremdkapitaleinsatz) bis unendlich (maximale Hebelung)	Summe der Verbindlichkeiten ²⁾	Ausstehende Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds (Verbindlichkeit)
Kreditintermediation	Kreditaktiva / Bilanzsumme	Bilanzanteil bankähnlicher Geschäfte	0% (kein bankähnliches Geschäft) bis 100% (ausschließlich bankähnliches Geschäft)	Schuldverschreibungen + Kredite + sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten	Summe der finanziellen Aktiva ¹⁾
Verknüpfung mit dem Bankensektor	Aktiva mit Kreditinstituten als Gegenpartei / Bilanzsumme	Ausmaß möglicher direkter Ansteckung bei Problemen im Bankensektor	0% (kein direktes Ansteckungspotenzial) bis 100% (maximales direktes Ansteckungspotenzial)	Sichteinlagen + sonstige Einlagen + Schuldverschreibungen von Monetären Finanzinstituten (MFIs) + Kredite an MFIs ³⁾ + börsennotierte Aktien von MFIs + Derivate	Summe der finanziellen Aktiva ¹⁾

1 Einschl. nichtfinanzieller Aktiva Offener Immobilienfonds. **2** Diese kann von der Summe der finanziellen Aktiva abweichen. **3** Position nicht vorhanden.

Deutsche Bundesbank

temische Relevanz.²⁸⁾ Zudem zeigen Indikatoren zur Fristentransformation und zum Fremdkapitaleinsatz an, inwieweit Schattenbankenintermediäre langfristig gebundene Vermögenswerte durch kurzfristige Verbindlichkeiten refinanzieren beziehungsweise Investitionen über den Einsatz von Fremdkapital hebeln. Die Liquiditätstransformation spiegelt den Anteil liquider Aktiva an der Bilanzsumme wider, der zur Deckung eines plötzlich auftretenden Liquiditätsbedarfs genutzt werden kann. Die Verknüpfung mit dem Bankensektor gibt Aufschluss über mögliche direkte Ansteckungskanäle zwischen verschiedenen Finanzintermediären. Inwieweit Schattenban-

kenakteure bankähnliche Geschäfte betreiben, wird durch die Kreditintermediation approximiert (zu den genauen Definitionen siehe Tabelle 1.4.1).²⁹⁾

Für den deutschen Fondssektor lassen sich diese Risikoindikatoren auf Basis von Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung sowie der Statistik über Investmentvermögen berechnen

²⁸ Vgl.: Financial Stability Board und International Organization of Securities Commissions (2015).

²⁹ Zur Eignung von Liquiditätsindikatoren als makroprudenzielle Überwachungsindikatoren vgl. u. a.: M. K. Brunnermeier, G. Gorton und A. Krishnamurthy (2012).

Risikoindikatoren einzelner Segmente des Investmentfondssektors

Einzelne Fonds gelten aufgrund ihrer zumeist geringen Größe als eher unbedeutend für das gesamte Finanzsystem. Allerdings zeigten die Turbulenzen im Bereich der Geldmarktfonds in den Jahren 2007 bis 2009, dass von einer Vielzahl an Fonds mit einem ähnlich ausgerichteten Geschäftsmodell, beispielsweise bezogen auf die Anlagepolitik oder die Refinanzierung, Risiken für die Finanzstabilität ausgehen können.

Um die Risikolage im deutschen Fondssektor zu beurteilen, können Fonds anhand ihrer Risikoprofile gruppiert werden. Zur Herleitung eines Risikoprofils werden auf Basis der Statistik über Investmentvermögen auf Fondsebene

Risikoindikatoren ermittelt. Diese erfassen die Fristen- und Liquiditätstransformation sowie den Grad des Fremdkapitals (Leverage), der Kreditintermediation und der Verknüpfung mit dem Bankensektor (siehe Tabelle 1.4.1 auf S. 65). Zur Identifizierung von Fondsgruppen werden die einzelnen Fonds anhand ihrer Risikoindikatoren mittels einer Cluster-Analyse einer Gruppe zugewiesen, die ähnliche Risikoindikatoren aufweist.¹⁾

¹ Die Bestimmung dieser Cluster erfolgt über den k-means-Algorithmus. Dieser minimiert die Abweichungen der Risikoindikatoren der einzelnen Fonds innerhalb desselben Clusters und maximiert gleichzeitig den Abstand zu Fonds anderer Cluster. Die optimale Anzahl an Clustern, derer es zur Beschreibung des Fondssektors bedarf, wird iterativ über die Minimierung der Summe der quadrierten Abstände bestimmt.

Cluster-Analyse: Risikoindikatoren Offener Investmentfonds in Deutschland¹⁾

Risikoindikator	Cluster 1		Cluster 2		Cluster 3		Cluster 4	
	September 2009	August 2015	September 2009	August 2015	September 2009	August 2015	September 2009	August 2015
Größe (Bilanzsumme) in Mrd €	377,8	437,6	32,8	333,9	414,4	797,2	211,0	184,6
Fristentransformation in %	6,6	5,0	53,7	7,6	5,3	3,5	8,1	7,5
Liquiditätstransformation in %	45,2	11,2	93,1	92,6	94,4	91,7	95,3	91,4
Leverage in %	114,8	113,0	102,7	101,8	100,5	101,2	101,0	102,8
Kreditintermediation in %	6,5	7,6	24,0	8,4	80,2	81,7	85,6	80,3
Verknüpfung mit dem Bankensektor in %	13,7	8,3	70,3	15,4	23,6	18,5	57,8	54,1

* Ohne Geldmarktfonds. Die Cluster fassen Fonds mit einer ähnlichen Ausprägung ihrer Risikoindikatoren zusammen. Die hierfür verwendete Cluster-Analyse basiert auf dem k-means-Algorithmus. Die Bilanzsumme zeigt das Aggregat je Cluster. Alle weiteren Risikoindikatoren zeigen den mit der Bilanzsumme gewichteten durchschnittlichen Risikoindikator aller dem Cluster zugehörigen Fonds. Die Fristen- und Liquiditätstransformation sowie die Kreditintermediation und die Verknüpfung mit dem Bankensektor wurden mit der Bilanzsumme als Nenner berechnet.

Fonds mit starker Verknüpfung zum Bankensektor auf dem Rückzug

Gemäß dieser Clusteranalyse lässt sich der deutsche Fondssektor in vier Cluster unterteilen. Diese unterscheiden sich deutlich stärker bei den Risikoindikatoren Kreditintermediation und Verknüpfung mit dem Bankensektor als bei den Risikoindikatoren Fristen- und Liquiditätstransformation sowie Leverage, welche direkt durch das Kapitalanlagegesetzbuch reguliert werden (siehe Tabelle auf S. 66). Der geringe Anteil der Kreditintermediation der Cluster 1 und 2 deutet darauf hin, dass diese mehrheitlich Aktien- und Gemischte Wertpapierfonds beinhalten. Hingegen scheinen sich vor allem Rentenfonds in den Clustern 3 und 4 zu befinden, die zu einem deutlich höheren Anteil in die Kreditintermediation eingebunden sind.

Aus Sicht der Finanzstabilität sind zwei Entwicklungen zwischen September 2009 und August 2015 positiv zu werten. Erstens reduzierten alle Fondscluster ihre Verbindungen zum Bankensektor. Dadurch dürfte sich das direkte Ansteckungspotenzial für Verluste aus dem Bankensektor für den Fondssektor verringert haben. Zweitens nahm die Bedeutung derjenigen Fonds ab, die sowohl mehrheitlich mit ihrem Fondsvermögen im Bankensektor investiert als auch intensiv in die Kreditintermediation eingebunden sind (Cluster 4). Im Gegensatz zu allen anderen Fondssegmenten sank die aggregierte Bilanzsumme dieser Fonds um 12,5%, sodass sich ihr relativer Anteil am deutschen Fondssektor von 20,4% auf 10,5% reduzierte.

(Tabelle 1.4.2). Abgesehen vom Wachstum sind die Risikoindikatoren hinsichtlich ihrer Entwicklung seit Ende 2013 unauffällig. So bleiben Fristen- und Liquiditätstransformation

Abgesehen vom Wachstum sind die Risikoindikatoren hinsichtlich ihrer Entwicklung seit Ende 2013 unauffällig.

im Sektor weitgehend stabil. Auch das Risiko eines übermäßigen Fremdkapitaleinsatzes ist nicht nennenswert. Dies kann auch teilweise der Regulierung

im Fondssektor geschuldet sein. Die Verknüpfung mit dem Bankensektor liegt unter 10%, was auf ein nur geringes aktivseitiges Ansteckungsrisiko im Falle von Stress im Bankensektor hindeutet.

Aufgrund der Heterogenität der Akteure im Fondssektor bedarf es jedoch zusätzlich einer Betrachtung der Risikoindikatoren auf Fondsebene. Zur Reduktion der Komplexität können die Fonds anhand ihrer

Risikoindikatoren mittels einer Cluster-Analyse Gruppen zugewiesen werden, die ähnlich ausgerichtete Geschäftsmodelle aufweisen (siehe Kasten „Risikoindikatoren“).

Risikoindikatoren Offener Investmentfonds in Deutschland¹⁾ Tabelle 1.4.2

Risikoindikator	30.6.1999	30.6.2005	30.6.2010	30.6.2015
Größe (finanzielle Aktiva) in Mrd €	609,9	837,2	1 107,5	1 762,6
Fristentransformation in %	5,9	8,4	5,9	5,2
Liquiditätstransformation in %	97,8	95,7	75,1	72,0
Leverage in %	101,6	103,9	104,5	103,2
Kreditintermediation in %	.	.	54,8	49,8
Verknüpfung mit dem Bankensektor in %	.	.	.	8,5

Quelle: Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung und eigene Berechnungen. * Ohne Geldmarktfonds. Finanzielle Aktiva einschl. nichtfinanzieller Aktiva Offener Immobilienfonds.
 Deutsche Bundesbank

diktoren einzelner Segmente des Investmentfondssektors“ auf S. 66 f.).

■ Quellenverzeichnis

- Adrian, T., A. Ashcraft, H. Boesky und Z. Pozsar (2010), Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No 458, Juli 2010.
- Brunnermeier, M. K., G. Gorton und A. Krishnamurthy (2012), Risk Topography, NBER Macroeconomics Annual 2011 Vol 26, S. 149 – 176, University of Chicago Press.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2015), Änderung der Verwaltungspraxis zur Vergabe von Darlehen usw. für Rechnung des Investmentvermögens, Mai 2015.
- Bundesministerium der Finanzen (2015): Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 (OGAW-V-Umsetzungsgesetz).
- Cespa, G. und T. Foucault (2014), Illiquidity Contagion and Liquidity Crashes, Review of Financial Studies Vol 27 Issue 6, S. 1615 – 1660, Juni 2014.
- Claessens, S. und L. Ratnovski (2014), What is Shadow Banking? IMF Working Paper No 14/25, Februar 2014.
- Deutsche Bundesbank (2012), Finanzstabilitätsbericht, November 2012.
- Deutsche Bundesbank (2013), Monatsbericht, Januar 2013.
- Deutsche Bundesbank (2014), Monatsbericht, März 2014.
- Dötz, N. und M. Weth (2013), Cash holdings of German open-end equity funds: Does ownership matter?, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank Nr. 47/2013, November 2013.
- Duca, J. (2015), How Capital Regulation and Other Factors Drive the Role of Shadow Banking in Funding Short-Term Business Credit, erscheint demnächst in: Journal of Banking and Finance.
- Elliott, D. J. (2014), Systemic Risk and the Asset Management Industry, Brookings Economic Studies, Mai 2014.
- European Central Bank (2014), Finanzstabilitätsbericht, November 2014.
- Eurostat (2015), Eurostat Supplementary Table for the Financial Crisis, Background Note, April 2015.
- Financial Stability Board (2011), Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations from the Financial Stability Board, Oktober 2011.
- Financial Stability Board (2013), Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities, August 2013.
- Financial Stability Board und International Organization of Securities Commissions (2015), Consultative Document (2nd): Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Globally Systemically Important Financial Institutions – Proposed High-Level Framework and Specific Methodologies, März 2015.
- Harutyunyan, A., A. Massara, G. Ugazio, G. Amidzic und R. Walton (2015), Shedding Light on Shadow Banking, IMF Working Paper No 15/1, Februar 2015.

International Monetary Fund (2014), Shadow Banking Around the Globe: How Large, and How Risky? Global Financial Stability Report, Oktober 2014.

International Monetary Fund (2015), The Asset Management Industry and Financial Stability. Global Financial Stability Report, April 2015.

Laeven, L. und F. Valencia (2012), Systemic Banking Crisis Database: An Update, IMF Working Paper WP/12/163, Juni 2012.

Mehrling, P., Z. Pozsar, J. Sweeney und D. Neilson (2013), Bagehot was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance, Shadow Banking Colloquium, November 2013.

Widerstandsfähigkeit des deutschen Finanzsystems stärken

■ Makroprudenzielle Politik

Die globale Finanzkrise hat gezeigt, wie gravierend systemische Risiken die Finanzstabilität und auch die Realwirtschaft beeinträchtigen können. Aus dieser Erkenntnis resultiert mit der makroprudenziellen Politik ein neuer Politikansatz, der auf die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes ausgerichtet ist und neben die traditionelle, mikroprudenzielle Finanzaufsicht tritt.

Die meisten Instrumente der makroprudenziellen Politik zielen bislang auf den Bankensektor ab. So ist die Entwicklung von Sanierungs- und Abwicklungsregimen für Banken relativ weit fortgeschritten. Insbesondere soll künftig eine hinreichende Verlustabsorptionsmasse verhindern, dass für eine Sanierung oder Abwicklung global systemrelevanter Banken auf öffentliche Mittel zurückgegriffen wird. In anderen Bereichen des Finanzsystems, etwa bei Versicherern, ist die Eindämmung des Too-big-to-fail-Problems weniger weit fortgeschritten.

Mit dem BaselIII-Paket ist die Grundlage für mehrere makroprudenzielle Instrumente für den Bankensektor gelegt. Die Kapitaladäquanzrichtlinie und -verordnung, die unter anderem BaselIII in europäisches Recht umsetzen, stellen den Aufsichtsbehörden eine Reihe von Instrumenten zur Verfügung. Dazu gehört neben Kapitalpuffern für systemrelevante Institute auch der antizyklische Kapitalpuffer. Er ist ab dem Jahr 2016 in Deutschland einsatzbereit, um Risiken aus einer übermäßigen Kreditvergabe einzudämmen.

In Deutschland gibt es bisher kein ausreichendes Instrumentarium für den Umgang mit Finanzstabilitätsrisiken, die am Markt für Wohnimmobilienfinanzierungen entstehen können. Deshalb hat der Ausschuss für Finanzstabilität der Bundesregierung im Juni 2015 empfohlen, Rechtsgrundlagen für neue makroprudenzielle Maßnahmen zur Regulierung von Wohnimmobilienkrediten zu schaffen.

Makroprudenzielle Politik soll Stabilität des gesamten Finanzsystems sichern

Eine zentrale Erkenntnis der Finanzkrise ist, wie verheerend systemische Risiken auf die Finanzstabilität und in der Folge auf die Realwirtschaft wirken können. Aus dieser Erkenntnis resultiert ein neuer Politikansatz, der die traditionelle Finanzaufsicht ergänzt. Während die mikroprudenzielle Aufsicht für die Stabilität des einzelnen Instituts sorgt, ist die neue makroprudenzielle Aufsicht auf die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes ausgerichtet. Der Begriff der makroprudenziellen Politik beinhaltet sowohl die Regelsetzung, also die makroprudenzielle Regulierung, als auch die Anwendung dieser Regeln, etwa wenn ein makroprudenzieller Kapitalpuffer aktiviert wird.

Das Instrumentarium der makroprudenziellen Politik¹⁾ ist in vielen Ländern größtenteils noch in der Entwicklung. Dahingegen werden etwa in einigen asiatischen Schwellenländern makroprudenzielle Instrumente schon seit geraumer Zeit eingesetzt. Im weiteren Sinne gehören zur makroprudenziellen Regulierung auch Regelwerke, die es ermöglichen sollen, systemrelevante Finanzinstitute im Insolvenzfall abzuwickeln, ohne dabei die Stabilität des ganzen Finanzsystems in Mitleidenschaft zu ziehen. Für Banken sind solche Abwicklungsregime schon vergleichsweise weit entwickelt. Derzeit arbeiten internationale Gremien an Vorgaben für eine hinreichende Verlustabsorptionsmasse systemrelevanter Finanzinstitute. Damit soll der Einsatz öffentlicher Mittel für eine Sanierung oder Abwicklung minimiert und möglichst ganz verhindert werden.

Einige Instrumente, deren Rechtsgrundlagen unmittelbar infolge der Finanzkrise geschaffen wurden, können bereits angewendet werden. Die europäische Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements

Regulation: CRR) und -richtlinie (Capital Requirements Directive IV: CRD IV) enthalten einige dieser Instrumente. In Deutschland wurde die CRD IV in das Kreditwesengesetz (KWG) überführt.

Makroprudenzielle Politik hat neben der internationalen und der europäischen Dimension eine starke nationale Komponente. Insbesondere für systemische Risiken, die von Immobilienmärkten ausgehen, ist dies von entscheidender Bedeutung, da nationale Immobilienmärkte und das Immobilienkreditgeschäft sehr heterogen sind. In Deutschland beschränken sich die Möglichkeiten für den Umgang mit systemischen Risiken am Immobilienmarkt im Wesentlichen auf Instrumente, die am Eigenkapital der Banken ansetzen. Daher hat der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) im Juni 2015 der Bundesregierung empfohlen, Rechtsgrundlagen zu schaffen, die eine direkte makroprudenzielle Regulierung der Wohnimmobilienkreditvergabe ermöglichen.

Fortschritte bei Eindämmung der Too-big-to-fail-Problematik

In Schieflage geratene Finanzinstitute wurden in der Vergangenheit oft mit öffentlichen Mitteln gerettet, um eine Destabilisierung des Finanzsystems zu vermeiden. Insbesondere große Institute wurden für zu systemrelevant gehalten, um abgewickelt zu werden (Too big to fail). Der Abbau dieser von den Marktteilnehmern erwarteten impliziten Staatsgarantien ist entscheidend für

In Schieflage geratene Finanzinstitute wurden in der Vergangenheit oft mit öffentlichen Mitteln gerettet, um eine Destabilisierung des Finanzsystems abzuwenden.

¹ Einen Überblick über makroprudenzielle Instrumente bietet: European Systemic Risk Board (2014c). S. Claessens, S. R. Ghosh und R. Mihet (2013) untersuchen die Wirkung makroprudenzieller Maßnahmen in einer Panel-Studie für 48 Länder.

die Glaubwürdigkeit der Regulierungsreformen, die nach der Finanzkrise durch die Gruppe der wichtigsten Industrie- und Schwellenländer (G20) auf den Weg gebracht wurden. Zur Lösung des Too-big-to-fail-Problems hat der Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board: FSB) gemeinsam mit internationalen Standardsetzern ein Bündel aufeinander abgestimmter Maßnahmen entwickelt. Diese zum Teil schon umgesetzten Maßnahmen dienen erstens dazu, die Verlusttragfähigkeit von Finanzinstituten zu stärken. Zweitens zielen sie darauf ab, Finanzinstitute, die dennoch scheitern, künftig ohne Belastung des Staatshaushalts oder Destabilisierung des Finanzsystems abwickeln zu können. Für die Wirksamkeit des Maßnahmenpakets kommt es jetzt darauf an, die noch ausstehenden Regeln zügig zu beschließen und umzusetzen.

Aufbau von Eigenkapital stärkt Widerstandsfähigkeit der Institute

Die mit dem Basel III-Rahmenwerk verschärften Anforderungen an Höhe und Qualität des Eigenkapitals haben die Verlusttragfähigkeit der Banken bereits deutlich verbessert. Allerdings setzen die bindenden Regeln bislang nur an den risikogewichteten

Verschärfte Anforderungen an Höhe und Qualität des Eigenkapitals haben die Verlusttragfähigkeit der Banken bereits deutlich verbessert.

Aktiva an. Hier sollte die Regulierung möglichen Abweichungen der Gewichtung vom tatsächlichen Risiko der Bankgeschäfte Rechnung tragen. Darüber hinaus sollte das Risiko, das Ban-

ken generell aus ihrem im Vergleich zu anderen Unternehmen sehr hohen Fremdfinanzierungsanteil erwächst, begrenzt werden. Daher sollte ergänzend eine Obergrenze für den Fremdkapitalhebel eingeführt werden. Hierzu dient die Leverage Ratio, die das Kernkapital einer Bank in Beziehung zu ihrem Gesamtengagement setzt. Dabei orientiert sie sich

sowohl an der Bilanzsumme als auch am außerbilanziellen Geschäft.²⁾ Die Leverage Ratio soll Anfang 2018 verbindlich werden.

Um die Wahrscheinlichkeit staatlicher Rettungsmaßnahmen zu verringern und die Widerstandsfähigkeit global systemrelevanter Banken (Global Systemically Important Banks: G-SIBs) weiter zu erhöhen, müssen diese Banken ab dem 1. Januar 2016 einen zusätzlichen Puffer aus hartem Kernkapital aufbauen. Der FSB hat hierzu im Jahr 2010 Vorgaben gemacht, die in europäisches und nationales Recht umgesetzt wurden. Die Höhe des Puffers bemisst sich nach dem jeweiligen Grad der Systemrelevanz und liegt derzeit zwischen 1% und 3,5% des nach Artikel 92 Absatz 3 CRR ermittelten Gesamtforderungsbetrages.³⁾ Der FSB veröffentlicht jährlich eine Liste der global systemrelevanten Banken und der von ihnen zusätzlich vorzuhaltenden Kapitalpuffer.⁴⁾

Auch Finanzinstitute, die „anderweitig“, also nur auf nationaler Ebene oder im Europäischen Wirtschaftsraum, systemrelevant sind, können ab dem Jahr 2016 mit einem Kapitalpuffer aus hartem Kernkapital von bis zu 2% des Gesamtforderungsbetrags belegt werden. Die Methodik zur Identifizierung solcher Institute in Deutschland wurde von der Bundesbank zusammen mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erarbeitet.

Abwicklungsregeln für Banken auf den Weg gebracht

Zusätzliche Kapitalpuffer erhöhen die Verlusttragfähigkeit der Institute und stärken damit die Stabilität des Finanzsystems. In einer marktwirtschaft-

² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), S. 65.

³ Vgl.: §10f Abs.1 KWG.

⁴ Vgl.: Financial Stability Board (2015b).

In einer marktwirtschaftlichen Ordnung muss das Scheitern systemrelevanter Institute möglich sein. Entscheidend für einen geordneten Marktaustritt sind funktionierende Abwicklungssysteme für Finanzinstitute.

Bei der Entwicklung effektiver Abwicklungsregime für Banken sind bereits wichtige Fortschritte zu verzeichnen. Der FSB hat am 9. November 2015 einen Mindeststandard für die Verlustabsorptionsmasse global systemrelevanter Banken im Abwicklungsfall (Total Loss Absorbing Capacity: TLAC) veröffentlicht.⁵⁾ Aus Sicht der Bundesbank stellt TLAC einen wesentlichen Baustein zur Reduktion der Too-big-to-fail-Problematik dar. Global systemrelevante Banken müssen ab dem Jahr 2019 ein Sicherheitspolster an verlustabsorbierendem Kapital in Höhe von mindestens 16% der risikogewichteten Aktiva oder 6% des Nenners der Leverage Ratio vorhalten. Der jeweils höhere Wert ist bindend. Ab dem Jahr 2022 steigen diese Werte auf mindestens 18% der risikogewichteten Aktiva oder 6,75% des Nenners der Leverage Ratio. Die Höhe der Anforderung sowie die makroökonomischen Auswirkungen des neuen Standards wurden in Auswirkungsstudien unter Federführung des FSB überprüft.

Das zusätzliche Kapitalpolster für den Fall einer Abwicklung besteht aus Eigenmitteln und anrechnungsfähigen Verbindlichkeiten. Die Mittel müssen geeignet sein, Verluste und Kosten einer Restrukturierung oder Abwicklung zu tragen. Sie sollen dazu dienen, überlebensfähige Teile der Bank zu (re-)kapitalisieren, und sicherstellen, dass kritische Funktionen des Instituts ohne Inanspruchnahme öffentlicher Mittel fortgeführt werden können. Die Möglichkeit einer Abwicklung systemrelevanter Institute soll dadurch glaubwürdiger werden. Zusammen mit

lichen Ordnung muss aber auch das Scheitern systemrelevanter Institute möglich sein. Entscheidend für einen geordneten Marktaustritt sind funktionierende Abwicklungssysteme für Finanzinstitute.

den bestehenden aufsichtlichen Mindestkapitalanforderungen stärkt das zusätzliche Sicherheitspolster die Verlusttragfähigkeit global systemrelevanter Banken im Abwicklungsfall.

Auf europäischer Ebene enthält die Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (Bank Recovery and Resolution Directive: BRRD) Mindestanforderungen an die für den Abwicklungsfall vorzuhaltende Verlustabsorptionsmasse in Form von Eigenmitteln und berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities: MREL). Im Unterschied zu TLAC wird die Höhe der MREL-Anforderung institutsspezifisch von der zuständigen Abwicklungsbehörde festgelegt. Sie ist ab dem 1. Januar 2016 mit einer Übergangsfrist von bis zu 48 Monaten von allen Instituten im Geltungsbereich der BRRD zu erfüllen. Aus Sicht der Finanzstabilität ist jedoch bedenklich, dass Banken MREL anderer Banken uneingeschränkt halten dürfen, sofern die Abwicklungsbehörde dies zulässt. Diese Vernetzung kann im Krisenfall zur erhöhten Ansteckungsgefahr beitragen. Die europäischen Regelungen sollten in dieser Hinsicht allgemeinverbindliche Vorgaben analog zum TLAC-Standard enthalten, um eine Vernetzung unter Banken über das gegenseitige Halten von MREL zu verhindern.

Die genannten Maßnahmen können wesentlich dazu beitragen, das Too-big-to-fail-Problem zu überwinden. Entscheidend für den Erfolg der Maßnahmen ist aber, dass die Regeln rechtzeitig und konsistent

in nationales Recht umgesetzt werden. Bis zur vollständigen Implementierung bleibt der Staats-

Dass manche europäische Staaten die BRRD nicht rechtzeitig und teilweise unvollständig in nationales Recht umgesetzt haben, ist ein beunruhigendes Anzeichen nachlassender Reformeifers.

⁵⁾ Vgl.: Financial Stability Board (2015a).

haushalt im Fall der Schieflage eines systemrelevanten Finanzinstituts nicht unerheblichen Risiken ausgesetzt. Eine Belastung der Staatshaushalte ist zwar letztlich nie vollkommen auszuschließen. Allerdings kann die Wahrscheinlichkeit eines Rückgriffs auf öffentliche Mittel und dessen Ausmaß durch effektive Abwicklungsregime verringert werden. Dass manche europäische Staaten die BRRD nicht rechtzeitig und teilweise unvollständig in nationales Recht umgesetzt haben, ist ein beunruhigendes Anzeichen nachlassenden Reformeifers.

Deutschland hat mit dem Sanierungs- und Abwicklungsgesetz die BRRD fristgerecht zum 1. Januar 2015 in nationales Recht umgesetzt und dabei frühzeitig auch das Instrument des Bail-in eingeführt. Die Schaffung des Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism: SRM) hat zu Änderungen im institutionellen Gefüge der Bankenabwicklung geführt. Diesen wird durch das Abwicklungsmechanismusgesetz Rechnung getragen. In diesem Zusammenhang wurde auch eine Sonderinsolvenzregel im KWG⁶⁾ eingeführt, die zum Nachrang unbesicherter Inhaber-, Order- und Namensschuldverschreibungen sowie Schuldscheindarlehen von Banken gegenüber anderen vorrangigen Verbindlichkeiten führt. Diese gesetzliche Regelung, die ab 1. Januar 2017 in Kraft tritt, erleichtert deutschen Banken die zeitnahe Erfüllung zukünftiger Mindestanforderungen an Kapital für den Abwicklungsfall. Die Abwickelbarkeit von Instituten ohne Belastung des Staatshaushalts soll damit glaubwürdiger werden. Allerdings besteht die Möglichkeit, dass durch diese Regelung solche Bankschuldentitel wegen des Nachrangverbots in den geldpolitischen Leitlinien ihre Zentralbankfähigkeit verlieren könnten.⁷⁾

Der Erfolg der ergriffenen Maßnahmen zur Eindämmung der Too-big-to-fail-Problematik ist schwer zu beziffern. Die Entwicklung externer Ratings sowie der Finanzierungskosten von Banken können Anhaltspunkte dafür liefern, ob implizite Garantien einer staatlichen Unterstützung abgebaut wurden.

Analysen zeigen bislang nur moderate Fortschritte. Zwar wurden seit der Krise implizite Staatsgarantien in den meisten Ländern abgebaut, und es lassen sich bereits Auswirkungen auf die Ratings europäischer Banken beobachten.⁸⁾ Bei global systemrelevanten Banken ist bislang aber sogar eine Verfestigung der impliziten Staatsgarantien festzustellen.⁹⁾ Ob diese Tendenz anhält, wenn die Umsetzung der hier dargestellten Maßnahmen weiter voranschreitet, bleibt abzuwarten.

Abwicklungsregime für andere Finanzmarktakteure weniger weit entwickelt

Das Too-big-to-fail-Problem beschränkt sich nicht nur auf den Bankensektor.¹⁰⁾ Auch zentrale Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs) erbringen systemrelevante Dienstleistungen. CCPs treten als Finanzmarktinfrastrukturen zwischen die ursprünglichen Kontrahenten eines Finanzmarktgeschäfts. Sie bündeln und begrenzen dadurch Ausfallrisiken und stabilisieren das Finanzsystem.

Das Too-big-to-fail-Problem beschränkt sich nicht auf den Bankensektor.

Die systemische Relevanz von CCPs ist durch die im September 2009 auf G20-Ebene vereinbarte zentrale Clearingpflicht für OTC-Derivatetransaktionen gestiegen. Daher muss die Stabilität von CCPs durch einen ausreichenden regulatorischen Rahmen gewährleistet werden, der auch spezifische Sanie-

⁶ Vgl.: § 46f Abs. 5 bis 7 KWG.

⁷ Vgl.: Art. 64 der Leitlinie EZB/2014/60 der EZB vom 19. Dezember 2014 sowie Nr. 3.3 der Stellungnahme der EZB vom 2. September 2015 zum deutschen Gesetzesentwurf (CON/2015/31).

⁸ So stuften zwei große Ratingagenturen europäische Banken in diesem Jahr herab, mit der Begründung reduzierter impliziter Staatsgarantien aufgrund der Einführung der BRRD.

⁹ Vgl.: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2014), S. 171 ff., sowie International Monetary Fund (2014), Kapitel 3.

¹⁰ Gleiches gilt für die Too-connected-to-fail-Problematik.

rungs- und Abwicklungsregime umfasst. Die Europäische Kommission bereitet gegenwärtig einen Gesetzgebungsvorschlag unter Berücksichtigung einer international konsistenten Ausgestaltung entsprechender Regime vor.

Bei der Ausgestaltung des Rechtsrahmens für die Sanierung und Abwicklung von CCPs muss eine Balance zwischen der Mobilisierung zusätzlicher finanzieller Mittel zur Stützung einer CCP einerseits sowie der Beachtung der Grenzen der Verlustabsorptionsfähigkeit der Clearing-Mitglieder andererseits gefunden werden. Dabei gilt es, die Einheit von Risiko und Haftung zu wahren. Verluste aus Finanzmarkttransaktionen sind vom Privatsektor selbst zu tragen, damit zur Rettung von Finanzmarktinfrastrukturen keine Steuergelder eingesetzt werden müssen.

Die Finanzmarktgeschäfte direkter und indirekter Clearing-Mitglieder können bedeutende Verluste verursachen, die die Kapazitäten der im Rahmen des Risikomanagements einer CCP vorgesehenen Mittel überschreiten. Aus dem im Vergleich etwa zu Banken unterschiedlichen Geschäftsmodell der CCPs folgt auch eine unterschiedliche Auswahl und Abstufung von Verlustabsorptionskapazitäten. Da eine CCP das Risiko aus fremden Finanzmarkttransaktionen (der Clearing-Mitglieder) verwaltet, ist es sachgerecht, dass zur Abdeckung dieses Risikos primär die Sicherheitsleistungen der Clearing-Mitglieder verwendet werden – und nicht vorrangig das Eigenkapital der CCP. Sanierungs- und Abwicklungsinstrumente müssen geeignet sein, die Verlustverteilung so zu gestalten, dass die Finanzstabilität nicht beeinträchtigt wird. So muss es möglich sein, eine Solidarhaftung aller Clearing-Mitglieder zu realisieren. Ergänzend könnten Eigenmittel der CCP in Anspruch genommen werden.

In anderen Bereichen des Finanzsystems sind vergleichsweise schleppende Fortschritte zur Eindämmung des Too-big-to-fail-Problems zu verzeichnen.

Der FSB veröffentlicht jährlich eine Liste der global systemrelevanten Versicherer (Global Systemically Important Insurers: G-SIIs).¹¹⁾ Offen ist aber noch die Frage, ob Rückversicherer ebenfalls berücksichtigt werden. Die Entwicklung von Kapitalzuschlägen für G-SIIs ist bereits weitgehend abgeschlossen.¹²⁾ Allerdings steht die Finalisierung eines umfassenden Standards für Kapitalanforderungen an international tätige Versicherungsgruppen noch aus. Bevor eine Methodik zur Identifizierung weiterer systemrelevanter Finanzmarktakteure (z. B. Vermögensverwalter) entwickelt werden kann, sind zunächst weitere Analysen notwendig.

In anderen Bereichen des Finanzsystems sind vergleichsweise schleppende Fortschritte zur Eindämmung des Too-big-to-fail-Problems zu verzeichnen.

Antizyklischer Kapitalpuffer soll Risikotragfähigkeit der Banken stärken

Fortschritte bei der Bestückung des makroprudenziellen Instrumentenkastens gibt es auch im Bereich der kapitalbasierten Instrumente. Aus Finanzstabilitätssicht sind insbesondere Situationen übermäßigen Kreditwachstums kritisch.¹³⁾ Eine gemessen an der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung außergewöhnlich hohe Kreditvergabe kann ein Zeichen dafür sein, dass Risiken nicht adäquat berücksichtigt werden. So können Kreditblasen entstehen, deren Platzen die Stabilität des Finanzsystems gefährdet.

¹¹ Vgl.: Financial Stability Board (2015c).

¹² Im Oktober 2015 hat die Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (International Association of Insurance Supervisors: IAIS) Vorschläge für höhere Kapitalanforderungen für G-SIIs veröffentlicht; vgl.: International Association of Insurance Supervisors (2015).

¹³ Vgl. u. a.: Ö. Jordà, M. Schularick und A. M. Taylor (2013) sowie G. Kaminsky, S. Lizondo und C. Reinhart (1998).

Mit dem antizyklischen Kapitalpuffer (Countercyclical Capital Buffer: CCB) steht ab dem 1. Januar 2016 ein weiteres makroprudenzielles Instrument

Mit dem antizyklischen Kapitalpuffer steht ab dem Jahr 2016 ein weiteres makroprudenzielles Instrument für den Bankensektor zur Verfügung.

für den Bankensektor zur Verfügung. In Zeiten übermäßiger Kreditvergabe sollen mit dem CCB zusätzliche Eigenmittel aufgebaut werden, die im Krisenfall zur Verlustabsorption genutzt werden

können. Auf diese Weise wird die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems gegenüber zyklischen systemischen Risiken aus unangemessener Kreditvergabe gestärkt.

In einer Stresssituation kann der Puffer herabgesetzt werden. Die entsprechenden Eigenmittel können dann beispielsweise zur Verlustabsorption oder zur Neukreditvergabe genutzt werden. So muss eine Bank im Falle von Verlusten nicht auf die Vergabe neuer Kredite verzichten oder Aktiva abbauen. Der CCB kann also zu einer hinreichenden Kreditversorgung der Realwirtschaft auch in Stresssituationen beitragen.

Entscheidung über Pufferquote folgt „regelgeleitetem Ermessen“

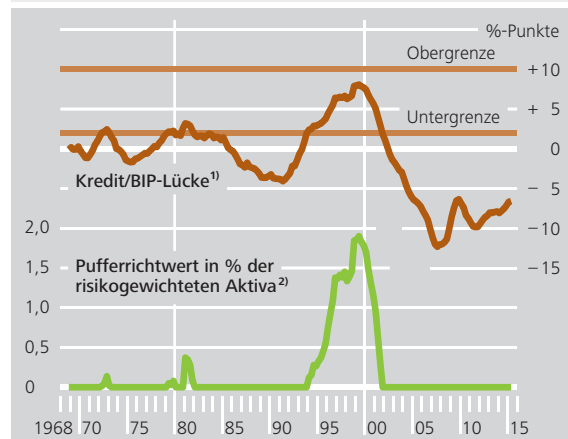
Um den Einsatz des CCB an einer übermäßigen Kreditvergabe ausrichten zu können, ist ein geeigneter Indikator nötig. In einer Studie für die EU zeigte die Kredit/BIP-Lücke die besten Frühwarneigenschaften in Bezug auf Banken Krisen.¹⁴⁾

Da aber auch die Messung der Kredit/BIP-Lücke (Schaubild 2.1.1) mit Unsicherheit behaftet ist, sollte sie nicht der einzige Indikator für den CCB-Einsatz sein. Die Bundesbank hat den methodischen Rahmen des CCB, insbesondere die Auswahl der Indikatoren, im November 2015 veröffentlicht.¹⁵⁾ Ent-

Antizyklischer Kapitalpuffer für Deutschland

Schaubild 2.1.1

vierteljährlich



Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. **1** Die Kredit/BIP-Lücke gibt die Abweichung des Kredit/BIP-Verhältnisses von seinem langfristigen Trend an. Eine große positive Lücke kann auf Übertreibungen in der Kreditausweitung hinweisen und indiziert den Pufferaufbau. **2** Der Pufferrichtwert ist eine lineare Abbildung der Kredit/BIP-Lücke auf das Intervall von null bis 2,5. In diesem Intervall liegt typischerweise der Wert der Pufferquote. Der Pufferrichtwert ist nur dann größer als null, wenn die Kredit/BIP-Lücke größer als 2 PP (Untergrenze) ist. Ab einer Kredit/BIP-Lücke von 10 PP (Obergrenze) wird der maximale Pufferrichtwert von 2,5 erreicht.

Deutsche Bundesbank

scheidungen zur angemessenen Pufferquote folgen demnach dem Prinzip eines „regelgeleiteten Ermessens“. Dies bedeutet, dass zunächst der sogenannte Pufferrichtwert ermittelt wird, der sich aus der Kredit/BIP-Lücke ableitet.¹⁶⁾ Der Pufferrichtwert stellt die regelbasierte Komponente dar. Ein positiver Pufferrichtwert ergibt sich, wenn die Kredit/BIP-Lücke größer als 2 Prozentpunkte ist. Das Maximum des Richtwerts von 2,5% würde bei einer Lücke von zehn Prozentpunkten erreicht. Zudem werden weitere quantitative und qualitative Indikatoren in eine ökonomische Gesamtbetrachtung einbezogen. Im Ergebnis kann die Pufferquote sowohl nach oben

¹⁴ Vgl.: European Systemic Risk Board (2014a). Die Kredit/BIP-Lücke ist definiert als Abweichung der Kreditentwicklung, bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt (BIP), von ihrem langfristigen Trend.

¹⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015b).

¹⁶ Vgl.: European Systemic Risk Board (2014b), S.10.

als auch nach unten vom berechneten Richtwert abweichen (diskretionärer Spielraum).

Da es sich beim CCB um ein neues makroprudenzielles Instrument handelt, sollte der Entscheidungsprozess flexibel genug sein, um Erfahrungen zu berücksichtigen. Mit der diskretionären Komponente wird nicht zuletzt der Unsicherheit über die Aussagekraft bestimmter Entwicklungen Rechnung getragen. So müssen beispielsweise Indikatoren, die in der Vergangenheit systemische Risiken signalisiert haben, nicht unbedingt auch in Zukunft gute Prognosen liefern.

BaFin ist zuständige Behörde in Deutschland

In Deutschland ist die BaFin die zuständige Behörde für den Einsatz des CCB. Sie legt ab dem 1. Januar 2016 vierteljährlich die CCB-Quote sowie deren Umsetzungsfrist fest und entscheidet bei Bedarf über die Anerkennung der Pufferquoten anderer Staaten. Um die Entscheidungsfindung für die CCB-Quote nachvollziehbar zu machen, wird die Festlegung der Pufferquote begründet und veröffentlicht.

Die BaFin legt die CCB-Quote fest und entscheidet bei Bedarf über die Anerkennung der Pufferquoten anderer Staaten.

Die maßgeblichen Rechtsgrundlagen für die Anwendung des CCB sind das KWG und die Solvabilitätsverordnung (SolvV), mit denen die auf Basel III beruhenden Vorgaben der CRD IV zum CCB national umgesetzt wurden. Darüber hinaus gibt der ESRB Orientierung unter anderem zu Grundsätzen und Indikatoren.¹⁷⁾

Da mit dem CCB auf eine übermäßige aggregierte Kreditentwicklung reagiert werden soll, gilt er zusätzlich zu den in § 10d (1) KWG genannten Eigenkapitalanforderungen und wird auf den nach Artikel 92 Absatz 3 CRR ermittelten Gesamtforde-

rungsbetrag angewandt. Damit ist der CCB ein verhältnismäßig breit wirkendes makroprudenzielles Instrument. Eine übermäßige Kreditvergabe in einzelnen Bereichen, etwa bei Wohnimmobilienkrediten, ist für sich genommen kein Auslöser für eine Aktivierung des CCB. Über ihren Beitrag zur gesamten Kreditvergabe ist beispielsweise die Wohnimmobilienkreditvergabe aber auch für den CCB relevant.

Der CCB ist institutsspezifisch und ergibt sich als gewichteter Durchschnitt der CCB-Quoten derjenigen Länder, in denen die maßgeblichen Risikopositionen eines Instituts belegen sind.¹⁸⁾ Banken haben im Regelfall 12 Monate Zeit, die Pufferanforderungen zu erfüllen.

Internationale Koordinierung erforderlich

In der EU werden spätestens ab dem Jahr 2016 jeweils nationale Pufferquoten festgelegt. Ein unkoordiniertes Vorgehen könnte dazu führen, dass eine international tätige Bank als Reaktion auf die Aktivierung des CCB in einem Land Teile ihres Geschäfts in ein Land ohne Pufferanforderung verlegt, um so einen Anstieg der Eigenmittelanforderungen zu vermeiden.

In der EU werden spätestens ab dem Jahr 2016 nationale Pufferquoten festgelegt.

Um solche grenzüberschreitende Regulierungsarbitrage zu verhindern, ist das Prinzip der Reziprozität, also der gegenseitigen Anerkennung nationaler Pufferquoten, zentral. Gemäß CRD IV ist die Reziprozität für CCB-Quoten bis 2,5% verpflichtend. CCB-Quoten anderer Staaten über 2,5% sind hingegen für inländische Institute nur bindend, wenn sie von der zuständigen Behörde des Landes anerkannt

¹⁷ Vgl.: European Systemic Risk Board (2014b).

¹⁸ Vgl.: § 10d Abs. 2 KWG.

werden. Die freiwillige Anerkennung ausländischer Pufferquoten von mehr als 2,5% ist für EU-Staaten ausdrücklich erwünscht.¹⁹⁾

Die gegenseitige Anerkennung der Pufferquoten erhöht die Effektivität des CCB und stellt vergleichbare Bedingungen zwischen den EU-Staaten sicher.

Die gegenseitige Anerkennung der Pufferquoten erhöht die Effektivität des CCB und stellt vergleichbare Bedingungen zwischen den EU-Staaten sicher.

Dadurch können mögliche negative externe Effekte und Wettbewerbsverzerrungen durch grenzüberschreitende Kreditvergabe internalisiert werden. Die BaFin gibt die Höhe des inländischen CCB, dessen Umsetzungsfrist sowie die anerkannten ausländischen Pufferquoten mit einer Begründung auf ihrer Internetseite bekannt.

Eine größtmögliche Koordinierung der nationalen Aufsichtsbehörden und der EZB, die seit November 2014 unmittelbar die Bankenaufsicht über die größten Institute des Euro-Raums wahrnimmt, ist dabei sicherzustellen. Daher sieht Artikel 5 der Verordnung für den einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism: SSM)²⁰⁾ ein Notifikationsverfahren vor. Danach müssen die nationalen Behörden der EZB ihre Absicht, eine makroprudenzielle Maßnahme zu ergreifen, mit einer Vorlaufzeit von zehn Arbeitstagen mitteilen. Die EZB hat dann die Möglichkeit, innerhalb von fünf Arbeitstagen begründete Einwände zu erheben. Diesen hat die zuständige nationale Behörde vor der Beschlussfassung gebührend Rechnung zu tragen. Auch dem ESRB ist die CCB-Quote zu melden.

Die EZB kann nach Artikel 5 der SSM-Verordnung nationale makroprudenzielle Maßnahmen verschärfen, aber nicht abschwächen (Topping Up Power). Wenn die EZB aktiv wird, gelten die gleichen Benachrichtigungsfristen wie bei der quartalsweisen

Festlegung des CCB durch die national zuständigen Behörden.

Transparenz und Evaluierung unabdingbar

Durch die Veröffentlichung der jeweils geltenden Pufferquote und deren Begründung werden CCB-Entscheidungen transparent. Dadurch wird die Vorhersehbarkeit makroprudenzieller Politik erhöht. Marktteilnehmer können ihre Erwartungen einfacher bilden und ihr Handeln, wie etwa ihre Eigenmittelplanung, danach ausrichten.

Wie bei der Anwendung anderer makroprudenzieller Instrumente muss die Wirksamkeit des Instrumenteneinsatzes evaluiert werden. Dazu gehört eine Abschätzung der zu erwartenden Wirkung, bevor die Maßnahme ergriffen wird (ex ante) und eine Bewertung der Zielerreichung nach Anwendung des Instruments (ex post). Die Ex-post-Evaluierung hilft zudem, die Wirkung bei späteren erneuten Anwendungen ex ante besser abschätzen zu können. Dadurch wird die Kalibrierung erleichtert.

Neue Instrumente für die Wohnimmobilienfinanzierung in Vorbereitung

Vergangene Finanzkrisen wurden häufig durch Übertreibungen auf Immobilienmärkten ausgelöst.²¹⁾ Wegen der Bedeutung des Wohnimmobilienmarkts für die Realwirtschaft und seiner Vermögensbildungsfunktion für private Haushalte können systemische Krisen, die aus Fehlentwicklungen bei der Immobilienkreditvergabe resultieren, zu hohen Wohlfahrtsverlusten führen.

¹⁹ Vgl.: European Systemic Risk Board (2014b), S. 5.

²⁰ Vgl.: Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates vom 15. Oktober 2013.

²¹ Vgl.: M. K. Brunnermeier und I. Schnabel (2014).

Mikrodaten und makroprudenzielle Politik

Die Bundesbank analysiert die für die Finanzstabilität maßgeblichen Sachverhalte und identifiziert etwaige Gefahren.¹⁾ Sie schafft die analytische Grundlage für die Arbeiten des makroprudenziellen Gremiums in Deutschland, des Ausschusses für Finanzstabilität (AFS). Ihre Analysen sind somit Voraussetzung für die makroprudenzielle Politik in Deutschland.

Die Analyse von ausschließlich aggregierten Daten kann wichtige Details verbergen, denn sie misst nur Veränderungen der „durchschnittlichen“ Bank, des „durchschnittlichen“ Unternehmens oder des „durchschnittlichen“ Kreditnehmers. Eine Konzentration von möglicherweise systemisch relevanten Risiken in Teilen des Systems oder Verflechtungen zwischen Instituten können dabei nicht erkannt werden. Für eine aussagekräftige Risikoanalyse ist Kenntnis über die Veränderung in der Verteilung der zugrunde liegenden Einzeldaten notwendig. Beispielsweise zeigt die Erfahrung aus den USA, dass eine Lockerung der Kreditvergabestandards an bonitätsschwache Haushalte eine wesentliche Ursache für Finanzkrisen sein kann.²⁾ Eine solche Entwicklung ist nur mit granularen Daten zu identifizieren.

Mikrodaten können nicht nur bei der makroprudenziellen Risikoanalyse und Überwachung nützlich sein. Sie sind auch für die Kalibrierung von Politikeingriffen wichtig. Mit ihrer Hilfe lässt sich zuverlässiger feststellen, welche Zielgruppen von makroprudenziellen Politikmaßnahmen in welchem Ausmaß voraussichtlich betroffen sein werden. Darüber hinaus sind granulare Daten für eine Analyse der Kosten und Nutzen makroprudenzieller Eingriffe unerlässlich. So lassen sich

bei der Planung etwaiger Maßnahmen sowohl die notwendige Eingriffstiefe als auch die damit verursachten Kosten besser abschätzen und die Effektivität von makroprudenzieller Politik erhöhen.

Die makroprudenzielle Politik ist ein recht junges Politikfeld und das Wissen um die Wirkungskanäle noch sehr beschränkt. Umso wichtiger ist es, im Nachgang etwaiger Maßnahmen die Wirksamkeit von Politikmaßnahmen zu untersuchen und dabei belastbare Ursache-Wirkungs-Beziehungen zu identifizieren. Auch dazu bedarf es granularer Daten. Denn nur mit ihnen lässt sich feststellen, ob die vorher jeweils relevanten Ziele tatsächlich im geplanten Ausmaß und vor allem bei den Adressaten erreicht wurden. Des Weiteren können unbeabsichtigte Nebenwirkungen identifiziert und unerwünschte Ausweichreaktionen aufgedeckt werden.

Mit Gründung ihres Forschungsdaten- und Servicezentrums (FDSZ)³⁾ hat die Bundesbank einen wichtigen Schritt getan, um den Bedarf an granularen Daten zu bedienen. Im FDSZ werden künftig Mikrodatsätze gepflegt, verknüpft und anschließend internen sowie externen Forschern unter strikter Einhaltung einschlägiger Datenschutz- und Vertraulichkeitsbestimmungen zur Verfügung gestellt. Auf europäischer Ebene vollzieht sich ein ähnlicher Wandel. Der EZB-Rat hat

¹ Siehe § 1 Finanzstabilitätsgesetz.

² A. Mian und A. Sufi (2010), The Great Recession: Lessons from Microeconomic Data, *American Economic Review* Vol 100 Issue 2, S. 51 – 56, und A. Sufi (2014), Detecting ‘Bad’ Leverage, in: M. Brunnermeier und A. Krishnamurthy (Hrsg.), *Risk Topography: Systemic Risk and Macro Modelling*, University of Chicago Press, Chicago und London.

³ Zum FDSZ vgl.: <http://www.bundesbank.de/fdsz>

bereits im Jahr 2007 einen Paradigmenwechsel in Richtung granularer Erhebungsverfahren und Mikrodatenbanken im Euro-Raum beschlossen. Dieser Ansatz wird nun mit dem auf Ebene des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) angesiedelten Projekt Analytical Credit Datasets (AnaCredit) konsequent weiter verfolgt.

Im Rahmen von AnaCredit werden voraussichtlich⁴⁾ zunächst Kredite und Einlagen, und perspektivisch in weiteren Stufen Kreditlinien, ausgewählte außerbilanzielle Instrumente sowie Derivate auf Einzelkreditebene gesammelt. Daten auf der Ebene von Kreditnehmereinheiten werden von der Bundesbank im Rahmen des Millionenkreditmeldewesens bereits jetzt erhoben. Die Meldeschwelle von 1 Mio € schließt eine Analyse des Haushaltssektors wie auch diverse andere Nutzungen außerhalb der Bankenaufsicht jedoch faktisch aus. Dies stellt eine gravierende Lücke in der makroprudenziellen Überwachung dar.

Die Meldeschwelle in AnaCredit wird bei voraussichtlich 25 000 € je gewerblichem Kreditnehmer und anderen juristischen Personen liegen. Somit können auch Mittelstandskredite erfasst und die Analysemöglichkeiten deutlich ausgeweitet werden. Breitere Nutzungsmöglichkeiten werden sich auch aufgrund der größeren Anzahl erfasster Merkmale und der überwiegend monatlichen Berichtsfrequenz ergeben. Diese regelmäßige Datenerhebung ermöglicht es makroprudenziellen Aufsichtsbehörden, Entwicklungen im Finanzsystem zeitnah zu analysieren. Dies ist insbesondere für eine frühzeitige Identifizierung von Strukturveränderungen wichtig.

Die Erhebung granularer Daten ist dabei mit Investitionskosten für IT-Systeme der Meldepflichtigen verbunden. Einmal implementiert,

kann AnaCredit jedoch auf mittlere Sicht eine Entlastung bieten. Andernfalls aufzubauende Einzellösungen ließen sich in diesem Bereich genauso vermeiden wie der überwiegende Teil kostenintensiver Sonderumfragen. Bestehende Meldeanforderungen könnten mit AnaCredit sukzessive zunächst eingefroren, dann reduziert oder gar gestrichen werden.

Mikrodaten sind für fundierte Politikentscheidungen unerlässlich. Jedoch werden im Erhebungsumfang von AnaCredit voraussichtlich nicht alle erforderlichen Informationen enthalten sein, um wichtige Lücken in der makroprudenziellen Überwachung zu schließen. Zusätzliche granulare Daten sind insbesondere für eine bessere Beurteilung der von Wohnimmobilienfinanzierungen ausgehenden systemischen Risiken erforderlich.⁵⁾ Der Datenbedarf für diese Analysen wird derzeit mit Haushaltsstichproben sowie Sonderumfragen gedeckt. Diese Daten stehen jedoch weder zeitnah noch regelmäßig zur Verfügung, und ihre Erhebung ist meist mit verhältnismäßig hohen Kosten verbunden. Um die vorhandenen Datenlücken möglichst effizient zu schließen, sollten Mikrodaten im Rahmen eines regulären Meldewesens erhoben werden. Beim Aufbau dieses Meldewesens sollten – unter Einhaltung einschlägiger Datenschutz- und Vertraulichkeitsbestimmungen – analytische Anforderungen sowie Kosten-Nutzen-Aspekte beachtet werden.

⁴ Der Meinungsbildungsprozess im ESZB war bei Redaktionsschluss (20. November 2015) noch nicht abgeschlossen.

⁵ Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht, November 2014.

Für die Finanzstabilität ist die Kombination von steigenden Immobilienpreisen, übermäßiger Kreditvergabe und nachlassenden Kreditvergabestandards besonders gefährlich. Um solchen Entwicklungen

Für die Finanzstabilität ist die Kombination von steigenden Immobilienpreisen, übermäßiger Kreditvergabe und nachlassenden Kreditvergabestandards besonders gefährlich.

vorzubeugen und die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen sowie deren gesamtwirtschaftliche Auswirkungen zu verringern, benötigt die makroprudenzielle Aufsicht geeignete Instrumente. Bislang stehen in

Deutschland hauptsächlich kapitalbezogene Maßnahmen zur Verfügung, mit denen die Anforderungen an die Eigenmittelunterlegung für mit Immobilien besicherte Bankkredite verschärft werden können. Um systemischen Risiken aus der Wohnimmobilienfinanzierung effektiv vorbeugen oder sie eindämmen zu können, sind Instrumente, die direkt an der Kreditbeziehung zwischen Kreditgeber und -nehmer ansetzen, eine sinnvolle Ergänzung.

Trotz deutlicher Preisanstiege in den vergangenen Jahren, sind derzeit in Deutschland keine Anzeichen für gesamtwirtschaftlich krisenhafte Entwicklungen auf dem Wohnimmobilienmarkt zu erkennen.²² Systemische Risiken aus der Wohnimmobilienfinanzierung können sich jedoch schrittweise aufbauen. Daher müssen makroprudenzielle Instrumente für die Wohnimmobilienfinanzierung rechtzeitig einsatzbereit sein, um Fehlentwicklungen frühzeitig entgegenwirken zu können.

In einer Empfehlung vom 30. Juni 2015 hat der AFS der Bundesregierung geraten, die Rechtsgrundlagen für neue makroprudenzielle Instrumente für die Wohnimmobilienfinanzierung zu schaffen.²³ Die Überprüfung des makroprudenziellen Instrumentariums und gegebenenfalls Einführung solcher Instrumente wurde auch von internationalen Orga-

nisationen (IWF, FSB, ESRB und EU-Kommission) empfohlen.²⁴

Die vier neu zu schaffenden Instrumente wären:

- eine Obergrenze für das gesamte Fremdkapitalvolumen einer Wohnimmobilienfinanzierung relativ zum Marktwert der Sicherheit (Kreditvolumen/Immobilienwert-Relation),
- eine Vorgabe für den Zeitraum, innerhalb dessen ein Teil des Darlehens zurückgezahlt werden muss oder eine maximale Laufzeit (Amortisationsanforderung),
- eine Obergrenze für den Schuldendienst im Verhältnis zum Einkommen (Anforderung an Schuldendienst) und
- eine Obergrenze für die Gesamtverschuldung relativ zum Einkommen (Gesamtverschuldungs/Einkommens-Relation).²⁵

Diese Instrumente kommen bereits in vielen Ländern zum Einsatz.²⁶

Ein umfassendes Instrumentenpaket ist notwendig, um verschiedenen Risikotreibern – etwa einer unangemessen hohen Fremdkapitalaufnahme bei gleichzeitig hoher Zins- und Tilgungsbelastung – begegnen und möglichen Ausweichreaktionen entgegenwirken zu können.

So zielt die Kreditvolumen/Immobilienwert-Relation darauf ab, dass Kreditnehmer einen hinreichenden

²² Zur Wohnimmobilienpreisentwicklung vgl.: Deutsche Bundesbank (2015a), S. 58 ff.

²³ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015).

²⁴ Vgl.: International Monetary Fund (2015), Financial Stability Board (2014) sowie European Systemic Risk Board (2013).

²⁵ International sind die Bezeichnungen Loan-to-Value, Amortisation Requirement, Debt-Service-to-Income sowie Debt-to-Income geläufig.

²⁶ Vgl.: S. Claessens, S. R. Ghosh und R. Mihet (2013).

Eigenkapitalanteil in die Finanzierung der Immobilie einbringen. Die Anforderungen an die Schuldendienstfähigkeit und die Gesamtverschuldung begrenzen eine zu hohe Gesamtverschuldung von Haushalten im Verhältnis zu deren Einkommen, die zum Beispiel aus einer Überschätzung der zukünftigen Einkommensentwicklung entstehen könnte. Um unter anderem ein Umgehen der einkommensbezogenen Instrumente zu verhindern, schränkt eine Amortisationsanforderung die Ausdehnung der Kreditlaufzeit ein.

Für die Risikoanalyse und gegebenenfalls die Kalibrierung der Instrumente werden einzelwirtschaftliche Daten einer Immobilienfinanzierung wie beispielsweise der Fremdkapitalanteil benötigt. In Deutschland werden entsprechende Daten bislang nicht erhoben. Daher gilt es zu prüfen, inwieweit bestehende Datenlücken durch nationale oder europäische Initiativen geschlossen werden können (siehe Kasten „Mikrodaten und makroprudenzielle Politik“ auf S. 82 f.).

■ Quellenverzeichnis

Ausschuss für Finanzstabilität (2015), Empfehlung vom 30. Juni 2015 zu neuen Instrumenten für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien, Juni 2015.

Brunnermeier, M. K. und I. Schnabel (2014), Bubbles and Central Banks: Historical Perspectives, GSME/IPP Discussion Paper No 1411, Juli 2014.

Claessens, S., S. R. Ghosh und R. Mihet (2013), Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities, *Journal of International Money and Finance* Vol 39, S. 153–185, Dezember 2013.

Deutsche Bundesbank (2013), Monatsbericht, Juni 2013.

Deutsche Bundesbank (2015a), Monatsbericht, Februar 2015.

Deutsche Bundesbank (2015b), Der antizyklische Kapitalpuffer in Deutschland, November 2015.

European Systemic Risk Board (2013), Empfehlung zu Zwischenzielen und Instrumenten makroprudenzieller Maßnahmen (ESRB/2013/1), April 2013.

European Systemic Risk Board (2014a), Operationalising the Countercyclical Capital Buffer: Indicator Selection, Threshold Identification and Calibration Options, Occasional Paper No 5, Juni 2014.

European Systemic Risk Board (2014b), Empfehlung zu Orientierungen zur Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer, Juni 2014.

European Systemic Risk Board (2014c), The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector, März 2014.

Financial Stability Board (2014), Peer Review of Germany, Review Report, April 2014.

Financial Stability Board (2015a), Principles on Loss Absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution, November 2015.

Financial Stability Board (2015b), 2015 Update of List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs), November 2015.

Financial Stability Board (2015c), 2015 Update of List of Global Systemically Important Insurers (G-SIIs), November 2015.

International Association of Insurance Supervisors (2015), IAIS Develops Higher Loss Absorbency (HLA) Requirement for Global Systemically Important Insurers, Oktober 2015.

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

International Monetary Fund (2015), Germany, Article IV Consultation – Staff Report, Country Report No 15/187, Juni 2015.

Jordà, Ò., M. Schularick und A. M. Taylor (2013), When Credit Bites Back, *Journal of Money, Credit and Banking* Vol 45 Special Issue 2, S. 3–28, Dezember 2013.

Kaminsky, G., S. Lizondo und C. M. Reinhart (1998), Leading Indicators of Currency Crisis, *IMF Staff Papers* No 45, S. 1–48, März 1998.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2014), Jahresgutachten 2014/15, Mehr Vertrauen in Marktprozesse, November 2014.

Kapitalmarktunion – Finanzstabilität und Risikoteilung

Die Europäische Kommission hat das Projekt Kapitalmarktunion mit dem Ziel initiiert, die europäischen Kapitalmärkte über den Bankensektor hinaus stärker zu entwickeln und zu integrieren. Gegenwärtig erfolgt der grenzüberschreitende Kapitalverkehr in Europa überwiegend durch Fremdkapitalinvestitionen. Zugleich findet ein maßgeblicher Anteil des Kapitalverkehrs über Banken statt.

Bankkredite erfüllen mikroökonomisch eine bedeutende Funktion, wenn Informations- und Anreizprobleme zwischen Unternehmen und Investoren bestehen. Allerdings können aus einer zu hohen Verschuldung und einem zu hohen Anteil von Fremdkapital an den internationalen Kapitalströmen Risiken für die Finanzstabilität entstehen. Da Fremdkapital dem Schuldner üblicherweise befristet und rückzahlbar zur Verfügung gestellt wird, dient es Unternehmen nicht als Puffer für Verluste. Es kann zur Insolvenz von Unternehmen kommen, wenn Kapitalgeber keine Anschlussfinanzierung für fälliges Fremdkapital bereitstellen. Eigenkapital wird hingegen unbefristet sowie ohne Rückzahlungsverpflichtung bereitgestellt und fängt Verluste von Unternehmen auf. Mehr Eigenkapital kann daher die Widerstandsfähigkeit finanzieller sowie nichtfinanzieller Unternehmen stärken und sich positiv auf die Finanzstabilität auswirken.

Die Struktur europäischer Kapitalmärkte spiegelt sich zudem in einer schwach ausgeprägten grenzüberschreitenden Risikoteilung im Euro-Raum wider. Die Entwicklung und Integration verschiedener Kapitalmarktsegmente (z. B. Verbriefungen oder Eigenkapital) kann dazu beitragen, dass Risiken des privaten Sektors in der Währungsunion besser geteilt werden.

Die Kapitalmarktunion kann in Verbindung mit weiteren Projekten wie der europäischen Bankenunion zum Abbau von Hemmnissen beitragen, die gegenwärtig die Finanzierungsstruktur von Unternehmen und die Zusammensetzung der Kapitalströme in der EU verzerren. Ziel sollte dabei ein Rahmenwerk sein, in dem sich ein effizientes Marktergebnis einstellen kann.

Kapitalmarktintegration im Euro-Raum auf Fremdkapital konzentriert

Im Jahr 2014 initiierte die Europäische Kommission das Projekt Kapitalmarktunion, um die Entwicklung und Integration europäischer Kapitalmärkte zu stärken. Die Initiative ist – in Verbindung mit bisherigen Änderungen des institutionellen Rahmenwerks der EU, wie der Bankenunion und dem reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt – grundsätzlich zu begrüßen. Die Kapitalmarktunion kann nicht allen Ursachen und Symptomen der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euro-Raum begegnen. Sie kann jedoch die Bedingungen für eine effiziente grenzüberschreitende Allokation von Risiken des privaten Sektors über Kapitalmärkte verbessern.¹⁾ Die Kapitalmarktunion kann hierdurch einen wichtigen Beitrag zur Reduktion der Krisenanfälligkeit des Euro-Raums leisten und sich in einer doppelten Dividende aus stärkerem Wachstum und höherer Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems auszahlen.

Im Euro-Raum nahm die Kapitalmarktintegration in den Jahren vor der Finanzkrise zu, vor allem über Fremdkapitalmärkte. Ausländische Investitionen in den Euro-Ländern bestanden vor Ausbruch der Finanzkrise zu rund 65% aus Fremdkapital. In den später von der Krise am stärksten betroffenen Ländern lag der Anteil in der Spitze im Jahr 2008 bei 76%. Auch Investitionen aus einzelnen Euro-Ländern ins Ausland waren zu einem Großteil Fremdkapitalinvestitionen (Schaubild 2.2.1).

Die große Bedeutung von Fremdkapital ist ein Spiegelbild des vorwiegend bankbasierten Finanzsystems in Europa. Die Aktiva des Bankensektors in der EU beliefen sich im Jahr 2013 auf 334% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Damit ist der Bankensektor in der EU von erheblich größerer Bedeutung als in Japan (196%) oder den USA (88%). Zudem ist das Verhältnis von Bankaktiva zur Gesamtmarktka-

lisierung der Aktien- und Anleihemärkte in den EU-Mitgliedstaaten erheblich höher als in vielen anderen Ländern.²⁾

Die große Bedeutung von Fremdkapital ist ein Spiegelbild des vorwiegend bankbasierten Finanzsystems in Europa.

Unterschiedliche Funktionen von Eigen- und Fremdkapital

Die Struktur der Finanzierung von Unternehmen hängt von vielen Faktoren ab.³⁾ Ein wichtiger Aspekt sind die rechtlichen Merkmale verschiedener Finanzierungsformen. Sie ermöglichen, dass Unternehmensrisiken bepreist und auf verschiedene Kapitalgeber aufgeteilt werden. Wichtige Unterschiede bestehen beispielsweise zwischen Eigen- und Fremdkapital.

Eigenkapital wird von Kapitalgebern unbefristet bereitgestellt. Ausschüttungen sind abhängig von der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens und können ausgesetzt werden, wenn diese sich verschlechtert. Verluste werden durch Eigenkapital aufgefangen.

Eigenkapital wird von Kapitalgebern unbefristet bereitgestellt. Verluste werden durch Eigenkapital aufgefangen.

Im Gegenzug steht Eigenkapitalgebern eine Beteiligung an Unternehmensgewinnen zu. Eigenkapitalinvestoren tragen somit das größte Risiko unter allen Kapitalgebern.

1 Im Zentrum dieses Kapitels steht der Zusammenhang zwischen der Kapitalmarktunion, einer effektiven grenzüberschreitenden Risikoteilung über Kapitalmärkte speziell im Euro-Raum und der Finanzstabilität. Zu einer ausführlichen Diskussion der Kapitalmarktunion im Allgemeinen vgl.: Deutsche Bundesbank (2015).

2 Vgl.: S. Langfield und M. Pagano (2015).

3 Zu einer ausführlichen Diskussion der Determinanten der Finanzierungsstruktur von Unternehmen vgl.: Deutsche Bundesbank (2012), S. 13–28.

Fremdkapital wird üblicherweise befristet bereitgestellt. Daraus entstehen Unternehmen Refinanzierungsrisiken. Zins- und Tilgungszahlungen an Fremdkapitalgeber sind – außer im Falle von Nachverhandlungen – zeitlich und der Höhe nach fest-

Fremdkapital wird üblicherweise befristet bereitgestellt. Eine Verlustbeteiligung von Fremdkapitalgebern erfolgt typischerweise erst im Insolvenzfall.

gelegt sowie grundsätzlich unabhängig von der Unternehmenssituation. Eine Verlustbeteiligung von Fremdkapitalgebern erfolgt typischerweise erst, wenn das Unternehmen zahlungsun-

fähig oder überschuldet ist (also im Insolvenzfall). Allerdings haben Fremdkapitalgeber im Grundsatz keine Ansprüche auf Beteiligung am Unternehmensgewinn. In der Praxis gibt es verschiedene Ausgestaltungen von Finanzierungsinstrumenten, darunter Mischformen zwischen Eigen- und Fremdkapital.

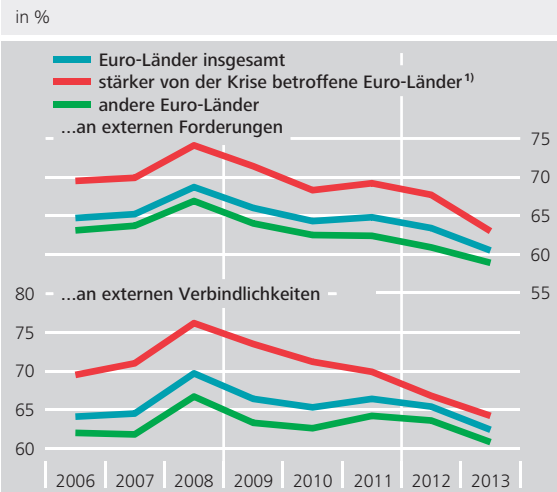
Bankkredite als eine Form der Fremdkapitalfinanzierung sind mikroökonomisch von großer Bedeutung, wenn asymmetrische Informationen zwischen Investoren und Unternehmen stark ausgeprägt sind. Dies ist der Fall, wenn Kapitalgeber das Risikoverhalten des Unternehmens nicht hinreichend beobachten

Bankkredite sind mikroökonomisch von großer Bedeutung.

können oder wenn Unternehmen deutlich besser über sich und den Erfolg ihrer Investitionen informiert sind.⁴⁾ Banken können durch Kreditprüfung und -überwachung zum Abbau von Informationsasymmetrien beitragen. Darüber hinaus schwächen die festgelegten Rückzahlungen und deren grundsätzliche Unabhängigkeit von der Situation des Unternehmens die Risiken ab, die für Kapitalgeber aus Informationsasymmetrien entstehen können.

Bei grenzüberschreitenden Investitionen (insbesondere in kleine und junge Unternehmen) sind

Anteil von Fremdkapital an externen Forderungen und Verbindlichkeiten¹⁾ Schaubild 2.2.1



Quelle: IWF International Investment Position Database und eigene Berechnungen. * Forderungen und Verbindlichkeiten enthalten jeweils Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen und übrige Investitionen (u. a. Kredite) gemäß dem Handbuch zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus (BPM6); Fremdkapital umfasst dabei Direktinvestitionskredite, Schuldverschreibungen und übrige Investitionen (abzgl. TARGET2-Forderungen und -Verbindlichkeiten) ohne sonstige Beteiligungen. ¹ Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien und Zypern.

Deutsche Bundesbank

Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Unternehmen besonders stark ausgeprägt. Die rechtliche Struktur von Fremdkapital sowie eine Kreditprüfung und -überwachung durch (lokale) Banken können Unternehmen dennoch den Zugang zu ausländischem Kapital ermöglichen.

Für die kapitalmarktbasiertere Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung wird von Kapitalgebern eine höhere (öffentliche) Transparenz des Unternehmens vorausgesetzt. Hier liegt es im Interesse der Unternehmen, den Informationsbedarf potenzieller Investoren zu bedienen, um Marktzugang zu erhalten und Finanzierungsbedingungen zu verbessern. Zudem bestehen gesetzliche Prospekt- und Veröf-

⁴ Die Analyse der Bedeutung von Banken und Kreditverträgen beim Abbau asymmetrischer Informationen zwischen Kapitalgebern und -nehmern geht u. a. auf D. W. Diamond (1984), D. Gale und M. Hellwig (1985) sowie G. Gorton und J. Kahn (2000) zurück.

fentlichungspflichten für Unternehmen. Auch gibt es spezialisierte Marktteilnehmer wie Analysten und Ratingagenturen, die Informationen über Unternehmen verarbeiten und Risikobewertungen an Investoren weitergeben. Besonders für Eigenkapitalinvestoren ist die Transparenz des Unternehmens wichtig, um Risiken hinreichend beurteilen zu können.

Konzentration auf Fremdkapital birgt Risiken für die Finanzstabilität

Eine starke Konzentration der Unternehmensfinanzierung auf Fremdkapital kann zwar auf der Mikroebene helfen, Informationsasymmetrien zu mildern. Sie kann zugleich aber auch die Finanzstabilität

Eine starke Konzentration der Unternehmensfinanzierung auf Fremdkapital kann die Finanzstabilität beeinträchtigen und sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken.

beeinträchtigen und sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken.⁵⁾ Eine zu hohe Verschuldung hat in der Vergangenheit die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen erhöht, deren Auswirkungen auf die

Realwirtschaft verschärft und die wirtschaftliche Erholung nach Rezessionen verzögert.⁶⁾ Eigenkapital hingegen fungiert als Verlustpuffer finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen. Mehr Eigenkapital kann für sich genommen folglich die Widerstandsfähigkeit von Unternehmen und damit des gesamten Finanzsystems erhöhen, mit entsprechend positiven Auswirkungen auf die Realwirtschaft.

Auch im Fall grenzüberschreitender Kapitalströme kann ein hoher Anteil von Fremdkapital die Finanzstabilität beeinträchtigen. Das Risiko einer fehlenden Anschlussfinanzierung für auslaufende Kredite und Anleihen ist hier besonders hoch. Bei Finanzkrisen in Schwellenländern war das Ausbleiben der

Anschlussfinanzierung durch ausländische Investoren (Sudden Stops) ein oft zu beobachtendes Phänomen und ging mit erheblichen Auswirkungen auf die Finanzstabilität einher.⁷⁾

Die Volatilität von Fremdkapitalzuflüssen aus dem Ausland kann zudem Schwankungen in makroökonomischen Kennzahlen wie Kreditwachstum, Produktion, Inflation, Vermögenspreisen und realen Wechselkursen hervorrufen. Eigenkapitalzuflüsse aus dem Ausland sind dagegen erfahrungsgemäß stabiler und ziehen keine vergleichbaren makroökonomischen Volatilitäten nach sich. Insbesondere internationale Direktinvestitionen in Form von Eigenkapital sind weniger volatil, stärken tendenziell das Wirtschaftswachstum, reduzieren das Risiko von Finanzkrisen und lindern deren Auswirkungen.⁸⁾

Nach Ausbruch der Krise plötzliche Umkehr privater Fremdkapitalströme im Euro-Raum

Eine plötzliche Umkehr privater Fremdkapitalströme war auch in der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euro-Raum zu beobachten.⁹⁾ In den Jahren vor Ausbruch der Finanzkrise nahmen grenzüberschreitende Fremdkapitalströme in die später von der Krise am stärksten betroffenen Euro-Länder stark zu. Nach Ausbruch der Krise fielen die Fremdkapitalinvestitionen in diese Länder jedoch rapide (Schau-

5 Vgl.: S. G. Cecchetti, M. S. Mohanty und F. Zampolli (2011).

6 Der Zusammenhang zwischen Verschuldung und Finanzkrisen sowie deren Auswirkungen werden z.B. von M. Schularick und A. M. Taylor (2012) sowie O. Jordà, M. Schularick und A. M. Taylor (2013, 2015) gezeigt. Zur Entwicklung der Verschuldung von Unternehmen im Euro-Raum vgl.: Deutsche Bundesbank (2014), S. 57–70.

7 Vgl.: G. A. Calvo, A. Izquierdo und L.-F. Mejía (2004).

8 Zu Auswirkungen der Zusammensetzung internationaler Kapitalströme vgl. u. a.: R. Albuquerque (2003), C. Calderón sowie M. Kubota (2012), P. R. Lane und P. McQuade (2014) und J. S. Davis (2014).

9 Vgl.: S. Merler und J. Pisani-Ferry (2012).

bild 2.2.2).¹⁰⁾ Zwischen den Jahren 2010 und 2013 kam es zu Nettoabflüssen ausländischen Fremdkapitals – trotz der Kapitalzuflüsse durch Kredite der EU-Hilfsprogramme und des IWF.

Eigenkapitalinvestitionen in die von der Krise am stärksten betroffenen Euro-Länder blieben dagegen vergleichsweise stabil. Lediglich im Jahr 2008 gab es einen Einbruch, dem aber eine schnelle Erholung folgte (Schaubild 2.2.2).

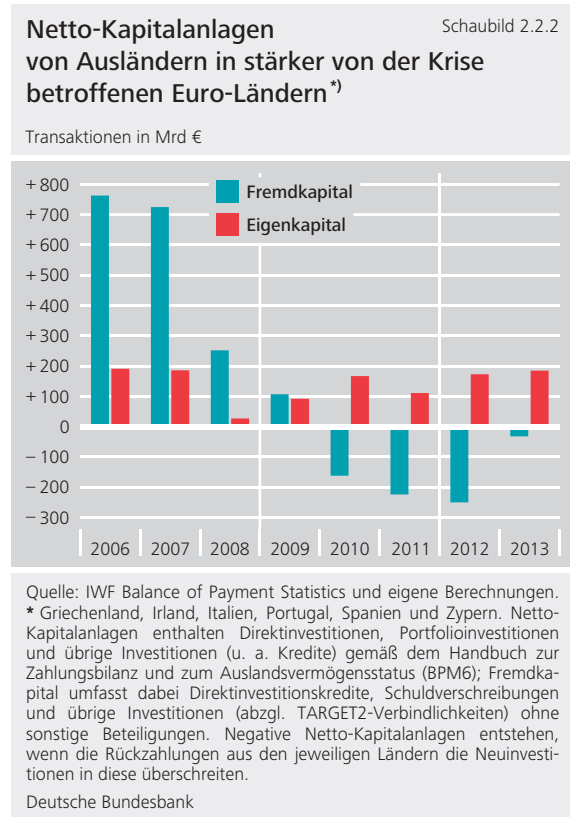
Grenzüberschreitende Teilung von Risiken des privaten Sektors im Euro-Raum schwach ausgeprägt

Die Struktur internationaler Kapitalströme hat zudem Auswirkungen auf den Umfang der grenzüberschreitenden Risikoteilung über Kapital- und Kreditmärkte. Risikoteilung über integrierte Märkte kann Wohlfahrtsgewinne generieren. Lokale Risiken werden in integrierten Märkten unter Investoren aus verschiedenen Regionen geteilt. Einzelne Anleger können sich durch eine grenzüberschreitende Diversifizierung ihrer Eigen- und Fremdkapitalinvestitionen gegen lokale Einkommensrisiken absichern.¹¹⁾

Da Eigenkapital unbefristet bereitgestellt wird und Eigenkapitalinvestoren an Unternehmensgewinnen

Da Eigenkapital unbefristet bereitgestellt wird und Eigenkapitalinvestoren an Unternehmensgewinnen und -verlusten beteiligt sind, ermöglichen internationale Eigenkapitalströme eine unmittelbare grenzüberschreitende Risikoteilung.

und -verlusten beteiligt sind, ermöglichen internationale Eigenkapitalströme eine unmittelbare grenzüberschreitende Risikoteilung. Integrierte Märkte für Fremdkapital (z. B. Kreditmärkte) oder die Verbriefung von Kreditforderun-



gen können eine grenzüberschreitende Risikoteilung ebenfalls unterstützen.¹²⁾ Allerdings sind Fremdkapitalgeber nur im Falle einer Insolvenz an den Verlusten des Unternehmens beteiligt, sodass eine grenzüberschreitende Risikoteilung über Fremdkapital nicht unmittelbar stattfindet. Erfolgt die Integration von Kapitalmärkten vorwiegend über Investitionen, deren Zahlungsrückflüsse von der Unternehmenssituation unabhängig sind, schränkt dies die grenzüberschreitende Risikoteilung ein.¹³⁾

10 Ein erheblicher Anteil der grenzüberschreitenden Verbindlichkeiten der Banken in diesen Ländern wurde durch eine verstärkte Refinanzierung über die nationale Zentralbank substituiert. Die hierdurch induzierten internationalen Zahlungsströme schlugen sich im Aufbau von TARGET2-Salden nieder. Diese wurden in Schaubild 2.2.1 und Schaubild 2.2.2 aus den Forderungen und Verbindlichkeiten herausgerechnet, um die tatsächliche Entwicklung privater Kapitalströme abzubilden.

11 Vgl.: S. Kalemli-Ozcan und B. E. Sorensen (2012).

12 Vgl.: M. Hoffmann und I. Shcherbakova-Stewen (2011) sowie M. Hoffmann und T. Nitschka (2012).

13 Vgl.: M. Baxter und M. J. Crucini (1994) und L. L. Tesar (1995).

In einer Währungsunion ist die grenzüberschreitende Teilung von Risiken des privaten Sektors von besonderer Bedeutung. Eine einheitliche Geldpolitik verliert an Wirksamkeit, wenn aufgrund lokaler Schocks und divergierender makroökonomischer Entwicklungen unterschiedliche geldpolitische Reaktionen für einzelne

In einer Währungsunion ist die grenzüberschreitende Teilung von Risiken des privaten Sektors von besonderer Bedeutung.

Länder erforderlich sind. Da es innerhalb einer Währungsunion keine Wechselkursanpassungen gibt, leistet grenzüberschreitende Risikoteilung einen wichtigen Beitrag zum Ausgleich asynchroner Konjunkturzyklen und somit zur Stabilität einer Währungsunion.¹⁴⁾ Die EU ist kein Bundesstaat und die Einführung eines fiskalischen Systems zur grenzüberschreitenden Risikoteilung ist im gegenwärtigen EU-Rahmenwerk nicht vorgesehen. Umso wichtiger ist es, dass Kapital- und Kreditmärkte als Kanäle für die Risikoteilung innerhalb des Euro-Raums funktionieren.

Empirisch lässt sich der Grad der Risikoteilung durch Zerlegung der Schwankungen des BIP einzelner Länder in die Schwankungen der einzelnen BIP-Komponenten untersuchen. Bei vollständiger internationaler Risikoteilung werden BIP-Schwankungen über internationale Kapital- und Kreditmärkte oder fiskalische Transfers ausgeglichen. Sie schlagen sich dann nicht in Schwankungen des lokalen Konsums nieder.

Schätzungen zeigen, dass die Risikoteilung über Kapitalmärkte im Euro-Raum im Vergleich zu anderen Währungsräumen wie den USA oder Kanada schwach ausgeprägt ist. Zwischen den Jahren 2000 und 2007 wurden Schwankungen im BIP der Euro-Länder nur zu 6% über Kapitalmärkte ausgeglichen; 46% der Unterschiede wurden nicht geglättet und schlugen sich im lokalen Konsum nieder.¹⁵⁾ In den USA hingegen wurden unterschiedliche wirt-

schaftliche Entwicklungen laut einer Analyse für die Jahre 1964 bis 1990 zu 39% über interregionale Kapitalmärkte ausgeglichen; nur 25% der Schwankungen schlugen auf den lokalen Konsum durch.¹⁶⁾ Mit Ausbruch der Krise im Euro-Raum kam die grenzüberschreitende Risikoteilung in den von der Krise am stärksten betroffenen Staaten nahezu gänzlich zum Erliegen.¹⁷⁾

Schätzungen zeigen, dass die Risikoteilung über Kapitalmärkte im Euro-Raum schwach ausgeprägt ist.

Die schwach ausgeprägte Risikoteilung über Kapital- und Kreditmärkte während der Krise im Euro-Raum ist zum einen darauf zurückzuführen, dass systemische und politisch bedingte Risiken schwer zu diversifizieren sind. Zum anderen ist sie ein Spiegelbild der Struktur des Finanzsystems im Euro-Raum. Grenzüberschreitende Investitionen erfolgen überwiegend in Form von Fremdkapital. Eigenkapitalmärkte sind vergleichsweise schwach entwickelt und mit Ausnahme des Aktienmarkts weniger stark integriert.

Vor Ausbruch der Krise erfolgte ein maßgeblicher Anteil des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs innerhalb des Euro-Raums durch Kreditgewährung zwischen Banken. Dabei refinanzierten sich Banken in den später von der Krise am stärksten betroffenen Euro-Ländern zunehmend über den europäischen Interbankenmarkt.¹⁸⁾ Nach Ausbruch der Finanzkrise zogen sich jedoch viele Institute aus den Kreditgeberländern auf ihre heimischen Märkte zurück. In den von der Krise besonders betroffenen Ländern konnten sich Banken oft nur noch über die Notenbank Liquidität beschaffen. Das Eurosystem sprang ein und

¹⁴ Vgl.: P. de Grauwe (2014), S. 173 ff. und 232 ff.

¹⁵ Vgl.: F. Balli, S. Kalemli-Ozcan und B. E. Sorensen (2012).

¹⁶ Vgl.: P. Asdrubali, B. E. Sorensen und O. Yosha (1996).

¹⁷ Vgl.: S. Kalemli-Ozcan, E. Luttini und B. E. Sorensen (2014).

¹⁸ Vgl.: F. Allen, T. Beck, E. Carletti, P. R. Lane, D. Schoenmaker und W. Wagner (2011).

ersetzte private Kapitalströme, um die Refinanzierung der nationalen Bankensysteme sicherzustellen. Dies schlug sich in hohen TARGET2-Salden der nationalen Notenbanken nieder. Eine grenzüberschreitende Teilung von privaten Risiken über Kreditmärkte blieb weitgehend aus. Zudem war in den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern der Anteil ausländischer Investoren am Eigenkapital der Banken niedrig. Dies schränkte die Möglichkeit ein, Risiken über internationale Bankenmärkte zu teilen.¹⁹⁾

Kapitalmarktunion kann Risikoteilung und Finanzstabilität in der EU stärken

Aus dem hohen Anteil volatiler Fremdkapitalströme im internationalen Kapitalverkehr der Euro-Länder sowie der Konzentration von Risiken auf den Bankensektor können Finanzstabilitätsrisiken und Einschränkungen der grenzüberschreitenden Risikoteilung im Euro-Raum entstehen. Der hohe Anteil von Fremdkapital ist unter anderem auf die im internationalen Kapitalverkehr besonders ausgeprägten asymmetrischen Informationen zwischen Investoren und Unternehmen zurückzuführen. Grundsätzlich ergeben sich die Finanzierungsstrukturen von Unternehmen und die Zusammensetzung grenzüberschreitender Kapitalströme aus Marktprozessen. Es stellt sich jedoch die Frage, ob die Entscheidungen von Unternehmen und Investoren durch bestehende Rahmenwerke verzerrt werden.

Die Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion bietet die Möglichkeit, Verzerrungen von Investi-

Die Kapitalmarktunion bietet die Möglichkeit, Verzerrungen von Investitions- und Finanzierungsentscheidungen zu identifizieren und abzubauen.

tions- und Finanzierungsentscheidungen zu identifizieren und abzubauen. Ziel sollte dabei nicht das Herbeiführen einer bestimmten politisch

gewünschten Finanzierungsstruktur sein, sondern die Schaffung eines Rahmenwerks, in dem sich ein effizientes Marktergebnis einstellen kann.

Hemmnisse für Kapitalmarktentwicklung und -integration abbauen

Zur Stärkung und Integration der Kapitalmärkte in Europa ist eine Vielzahl von Einzelmaßnahmen notwendig, die an Hemmnissen für verschiedene Märkte ansetzen. So könnte die bereits angestoßene Überarbeitung der Prospektrichtlinie²⁰⁾ den Kapitalmarktzugang für potenzielle Emittenten vereinfachen. Zudem könnten harmonisierte Rahmenwerke für Kapitalmarktprodukte (z. B. Verbrieferungen, Privatplatzierungen oder gedeckte Schuldverschreibungen) die Entwicklung und Integration der jeweiligen Märkte fördern. Dabei sollten bestehende Qualitätsstandards funktionierender Märkte (z. B. für gedeckte Schuldverschreibungen) beibehalten werden.

Zur Stärkung und Integration der Kapitalmärkte ist eine Vielzahl von Einzelmaßnahmen notwendig, die an Hemmnissen für verschiedene Märkte ansetzen.

Dem Abbau von Hemmnissen für die Entwicklung und weitere Integration europäischer Eigenkapitalmärkte sollte in der Kapitalmarktunion eine besondere Bedeutung zukommen. Die Fortentwicklungsmöglichkeiten unterscheiden sich dabei zwischen verschiedenen Segmenten des Eigenkapitalmarktes. Während die Aktienmärkte in Europa bereits gut integriert sind, besteht in anderen Marktsegmenten Nachholbedarf. So würde der Abbau institutioneller Barrieren für Unternehmensfusionen und -übernahmen (Mergers & Acquisitions: M&A) grenz-

¹⁹ Vgl.: C. M. Buch, T. Körner und B. Weigert (2015).

²⁰ Die Prospektrichtlinie (Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003) bestimmt Form und Inhalt der Prospekte, die Wertpapieremittenten veröffentlichen müssen.

überschreitende Eigenkapitalinvestitionen anregen. Hemmnisse können sich hier aus nationalen Spielräumen bei der Umsetzung der europäischen Übernahmerichtlinie²¹⁾ ergeben oder aus rechtlichen Möglichkeiten nationaler Regierungen, M&A-Transaktionen zu verbieten. Weiterhin ist zu analysieren, ob Corporate-Governance-Regelungen (z. B. Sonderstimmrechte für Aktien) M&A hemmen.

Die Entwicklung und Integration europäischer Märkte für Wagniskapital birgt weiteres Potenzial zur Stärkung der Eigenkapitalfinanzierung. Es gibt in der EU nur wenige funktionierende Wagniskapitalmärkte und das Volumen grenzüberschreitender Investitionen ist gering. Dies liegt zum einen an der geringen Zahl erfahrener Wagniskapitalfonds-Manager,

Die Entwicklung und Integration europäischer Märkte für Wagniskapital birgt Potenzial zur Stärkung der Eigenkapitalfinanzierung.

zum anderen an der geringen Zahl potenzieller Portfoliounternehmen in vielen Mitgliedstaaten. Die Identifikation sogenannter Best Practices zur Förderung von

Forschung und Entwicklung sowie die Erleichterung von Unternehmensgründungen würden die Zahl möglicher Portfoliounternehmen für Wagniskapitalfonds steigern. Zudem können öffentliche oder marktbasierende Initiativen Unternehmen bei der Erfüllung der Anforderungen von Wagniskapitalfonds unterstützen. Ein verbessertes Umfeld für Aktienemissionen und M&A-Transaktionen könnte zudem das Angebot von Wagniskapital in Europa steigern, da es Investoren den späteren Ausstieg aus ihren Investitionen erleichtern würde.

Falsche Anreize zur Fremdkapitalfinanzierung reduzieren

Institutionelle und regulatorische Anreize können nicht nur Entscheidungen über grenzüberschreitende Investitionen beeinflussen. Sie können auch

die Finanzierungsentscheidung einzelner Unternehmen verzerren. So entstehen Fehlanreize zur übermäßigen Verschuldung aus der steuerlichen Ungleichbehandlung von Eigen- und Fremdkapital. Die Steuergesetze in Europa sehen meist vor, dass Fremdkapitalkosten für Unternehmen steuerlich abzugsfähig sind. Derartige steuerliche Anreize beeinflussen die Investitions- und Finanzierungsentscheidungen von Unternehmen.²²⁾ Wie von der Europäischen Kommission in ihrem am 30. September 2015 vorgelegten Aktionsplan angeregt, sollte bei der Schaffung der Kapitalmarktunion auf eine EU-weite steuerliche Gleichbehandlung von Eigen- und Fremdkapital hingearbeitet werden.

Abhängigkeit vom Bankensektor als Risikoteilungskanal reduzieren

Es wird von zentraler Bedeutung sein, dass Banken ihre Funktion als Finanzintermediäre erfüllen, ohne dass daraus Finanzstabilitätsrisiken entstehen. So kann die Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes in Europa ermöglichen, dass Banken im Kreditvergabeprozess Unsicherheiten über die Situation und die Risiken von Unternehmen abbauen. Die Verbriefung der Forderungen aus vergebenen Krediten würde anschließend die teilweise Übertragung von Kreditrisiken auf Kapitalmarktinvestoren ermöglichen und einer Konzentration von Risiken im Bankensektor entgegenwirken.

Um die Entstehung neuer Finanzstabilitätsrisiken zu verhindern, sollte das regulatorische Rahmenwerk für Verbriefungen jedoch keine falschen Anreize setzen. So ist es wichtig, dass Banken, die Kreditforderungen verbrieften, dennoch Anreize haben, hohe Kreditvergabestandards einzuhalten. Gleichzeitig sollten Investoren keine Anreize erhalten, auf eine

²¹ Vgl.: Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004.

²² Vgl.: R. A. de Mooij (2011) sowie L. P. Feld, J. H. Heckemeyer und M. Overesch (2013).

eingehende Einschätzung der Risiken ihrer Investitionen in Verbriefungen zu verzichten. Hierfür müssen Transparenzvorgaben für Verbriefungen weiterentwickelt werden.

■ Quellenverzeichnis

- Albuquerque, R. (2003), The Composition of International Capital Flows: Risk Sharing Through Foreign Direct Investment, *Journal of International Economics* Vol 61 No 2, S. 353–383, Dezember 2003.
- Allen, F., T. Beck, E. Carletti, P. R. Lane, D. Schoemaker und W. Wagner (2011), *Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies*, CEPR, Juni 2011.
- Asdrubali, P., B. E. Sorensen und O. Yosha (1996), Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–1990, *Quarterly Journal of Economics* Vol 111 No 4, S. 1081–1110, November 1996.
- Balli, F., S. Kalemli-Ozcan und B. E. Sorensen (2012), Risk Sharing through Capital Gains, *Canadian Journal of Economics* Vol 45 No 2, S. 472–492, Mai 2012.
- Baxter, M. und M. J. Crucini (1995), Business Cycles and the Asset Structure of Foreign Trade, *International Economic Review* Vol 36 No 4, S. 821–854, November 1995.
- Buch, C. M., T. Körner und B. Weigert (2015), Towards Deeper Financial Integration in Europe: What the Banking Union Can Contribute, *Credit and Capital Markets* Vol 48 No 1, S. 11–49, März 2015.
- Calderón, C. und M. Kubota (2012), Gross Inflows Gone Wild: Capital Inflows, Credit Booms and Crises, *World Bank Policy Research Paper* No 6270, November 2012.
- Calvo, G. A., A. Izquierdo und L.-F. Mejia (2004), On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects, *NBER Working Paper* No 10520, Mai 2004.
- Cecchetti, S. G., M. S. Mohanty und F. Zampolli (2011), The Real Effects of Debt, *BIS Working Paper* No 352, September 2011.
- Davis, J. S. (2014), The Macroeconomic Effects of Debt- and Equity-Based Capital Inflows, *Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper* No 214, November 2014.
- De Grauwe, P. (2014), *Economics of Monetary Union*, Tenth Edition, Oxford University Press, Mai 2014.
- De Mooij, R. A. (2011), Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions, *IMF Staff Discussion Note* No 11/11, Mai 2011.
- Deutsche Bundesbank (2012), *Monatsbericht*, Januar 2012.
- Deutsche Bundesbank (2014), *Monatsbericht*, Januar 2014.
- Deutsche Bundesbank (2015), *Stellungnahme der Deutschen Bundesbank zum Grünbuch „Schaffung einer Kapitalmarktunion“ der Europäischen Kommission*, Mai 2015.
- Diamond, D. W. (1984), Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies* Vol 51 No 3, S. 393–414, Juli 1984.
- Feld, L. P., J. H. Heckemeyer und M. Overesch (2013), Capital Structure Choice and Company Taxation: A Meta-Study, *Journal of Banking and Finance* Vol 37 No 8, S. 2850–2866, April 2013.

- Gale, D. und M. Hellwig (1985), Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem, *Review of Economic Studies* Vol 52 No 4, S. 647–663, Oktober 1985.
- Gorton, G. und J. Kahn (2000), The Design of Bank Loan Contracts, *Review of Financial Studies* Vol 13 No 2, S. 331–364, April 2000.
- Hoffmann, M. und T. Nitschka (2012), Securitization of Mortgage Debt, Domestic Lending, and International Risk Sharing, *Canadian Journal of Economics* Vol 45 No 2, S. 493–508, Mai 2012.
- Hoffmann, M. und I. Shcherbakova-Stewen (2011), Consumption Risk Sharing Over the Business Cycle: The Role of Small Firms' Access to Credit Markets, *Review of Economics and Statistics* Vol 93 No 4, S. 1403–1416, Oktober 2011.
- Jordà, O., M. Schularick und A. M. Taylor (2013), When Credit Bites Back, *Journal of Money, Credit and Banking* Vol 45 No 2, S. 3–28, Dezember 2013.
- Jordà, O., M. Schularick und A. M. Taylor (2015), Leveraged Bubbles, NBER Working Paper No 21486, August 2015.
- Kalemli-Ozcan, S. und B. E. Sorensen (2012), Financial Integration and Economic Welfare, *Handbook of European Financial Markets and Institutions*, herausgegeben von X. Freixas, P. Hartmann und C. Mayer, Oxford University Press, Dezember 2012.
- Kalemli-Ozcan, S., E. Luttini und B. E. Sorensen (2014), Debt Crises and Risk Sharing: The Role of Markets versus Sovereigns, *Scandinavian Journal of Economics* Vol 116 No 1, S. 253–276, Januar 2014.
- Lane, P. R. und P. McQuade (2014), Domestic Credit Growth and International Capital Flows, *Scandinavian Journal of Economics* Vol 116 No 1, S. 218–252, Januar 2014.
- Langfield, S. und M. Pagano (2015), Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth, ECB Working Paper No 1797, Mai 2015.
- Merler, S. und J. Pisani-Ferry (2012), Sudden Stops in the Euro Area, *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2012/06, März 2012.
- Schularick, M. und M. A. Taylor (2012), Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008, *American Economic Review* Vol 102 No 2, S. 1029–1061, April 2012.
- Tesar, L. L. (1995), Evaluating the Gains from International Risk Sharing, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* Vol 42, S. 95–143, Juni 1995.

■ Chronik makroprudenzieller Maßnahmen

- Ausschuss für Finanzstabilität (AFS)
- Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB)
- Maßnahmen in anderen EU-Ländern

■ 2014¹⁾

8. Dezember 2014 **Das Vereinigte Königreich reduziert Kapitalanforderungen für kleine und mittlere Kapitalanlagegesellschaften**

Das Financial Policy Committee der Bank of England nimmt kleine und mittlere Kapitalanlagegesellschaften, sogenannte Investment Firms, von den Kapitalanforderungen aus, die aus dem antizyklischen Kapitalpuffer und dem Kapitalerhaltungspuffer resultieren.²⁾

■ 2015

7. Januar 2015 **Die Niederlande erkennen erhöhte Risikogewichte für Wohnimmobilienkredite in Belgien an**

Die niederländische Zentralbank erkennt die erhöhten Risikogewichte für Wohnimmobilienkredite in Belgien nach Artikel 458 (5) Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation: CRR) an. Aufgrund der geringen Aktivität niederländischer Banken in Belgien werden nur geringe Auswirkungen dieser Anerkennung erwartet.

15. Januar 2015 **Kroatien legt antizyklischen Kapitalpuffer fest**

Die kroatischen Behörden legen den antizyklischen Kapitalpuffer auf 0% fest.³⁾ Diese Maßnahme wird zum 1. Januar 2016 wirksam und wird mit einer negativen Kredit/BIP-Lücke (– 13 Prozentpunkte) und einem Pufferrichtwert von 0% begründet.

1 Maßnahmen bis einschl. 21. November 2014 sind im Finanzstabilitätsbericht 2014 aufgeführt.

2 Alle Notifizierungen finden sich auf der Homepage des ESRB: <http://www.esrb.europa.eu>

3 Prozentangaben zu Kapitalanforderungen beziehen sich auf hartes Kernkapital als Anteil risikogewichteter Aktiva (sofern nicht anders angegeben).

20. Januar 2015 Dänemark legt antizyklischen Kapitalpuffer fest und erkennt vorzeitig festgelegte Puffer anderer Mitgliedstaaten an

Die dänischen Behörden legen den antizyklischen Kapitalpuffer zum 1. Januar 2016 auf 0% fest. Die Entscheidung beruht auf einer qualitativen Einschätzung, die sich unter anderem auf eine stark negative Kredit/BIP-Lücke und einen Pufferrichtwert von 0% stützt. Zudem erkennt Dänemark vorzeitig festgelegte antizyklische Kapitalpuffer anderer Staaten des Europäischen Wirtschaftsraumes (EWR) an.

4. Februar 2015 Lettland legt antizyklischen Kapitalpuffer fest

Die lettischen Behörden legen den antizyklischen Kapitalpuffer zum 1. Februar 2016 auf 0% fest. Die Entscheidung wird mit einer negativen Kredit/BIP-Lücke (– 36,2 Prozentpunkte) und einem Pufferrichtwert von 0% begründet.

6. Februar 2015 Tschechien legt antizyklischen Kapitalpuffer fest

Der Puffer wird für Banken, Genossenschaftsbanken und Kapitalanlagegesellschaften zum 1. Januar 2016 auf 0% festgelegt. Die Entscheidung basiert auf einer qualitativen Analyse, die sich unter anderem auf eine negative Kredit/BIP-Lücke (– 2,6 Prozentpunkte) und den entsprechenden Pufferrichtwert von 0% stützt.

20. Februar 2015 Die Niederlande stufen ein Finanzinstitut als global systemrelevant ein

Die ING Bank N.V. wird als global systemrelevantes Institut gemeldet. Entsprechend der vom Financial Stability Board jährlich aktualisierten Liste⁴⁾ wird die ING Bank in die unterste Teilkategorie der fünf Teilkategorien gemeldet.⁵⁾ Damit erhöhen sich die Kapitalanforderungen um 1 Prozentpunkt. Aufgrund der Übergangsfristen muss die ING Bank N.V. für das Jahr 2016 ein zusätzliches Kapital in Höhe von 0,25% vorhalten.

⁴ Siehe: Financial Stability Board, Update of List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs), November 2014.

⁵ Siehe: Basel Committee on Banking Supervision, Global Systemically Important Banks: Updated Assessment Methodology and the Higher Loss Absorbency Requirement, Juli 2013.

27. Februar
2015

Das Vereinigte Königreich stuft vier Finanzinstitute als global systemrelevant ein

Die Prudential Regulation Authority der Bank of England meldet die HSBC in Teilkategorie vier, Barclays in Teilkategorie drei, die Royal Bank of Scotland in Teilkategorie zwei und die Standard Chartered in Teilkategorie eins global systemrelevanter Institute. Dementsprechend müssen die vier Institute eine um 2,5 Prozentpunkte, 2 Prozentpunkte, 1,5 Prozentpunkte beziehungsweise 1 Prozentpunkt erhöhte Kapitalquote erfüllen. Für das Jahr 2016 sind aufgrund der stufenweisen Einführung nur 25% dieser zusätzlichen Kapitalpuffer vorzuhalten.

2. März 2015

Frankreich stuft vier Finanzinstitute als global systemrelevant ein

Die französische Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution stuft die BNP Paribas als global systemrelevantes Institut der Teilkategorie drei sowie die Société Générale, die Groupe BPCE und die Groupe Crédit Agricole in Teilkategorie eins ein. Dementsprechend muss die BNP Paribas einen zusätzlichen Kapitalpuffer von 2% und die drei anderen Institute von 1% erfüllen. Für das Jahr 2016 sind diese aufgrund der Übergangsfristen nur zu einem Viertel zu erfüllen.

2. März 2015

Italien stuft ein Finanzinstitut als global systemrelevant ein

Die italienischen Behörden stufen die Unicredit Group spa als global systemrelevant in Teilkategorie eins ein. Dies entspricht einer Erhöhung der Kapitalanforderungen um 1 Prozentpunkt. Aufgrund der Übergangsfristen muss die Unicredit Group spa für das Jahr 2016 nur 25% des zusätzlichen Puffers vorhalten.

10. März 2015

Der ESRB veröffentlicht einen Bericht zur regulatorischen Behandlung von Staatsschuldtiteln

Der ESRB legt mit seinem Bericht eine systematische Analyse der von Banken und Versicherern gehaltenen Staatsschuldtitel und der damit verbundenen makroprudenziellen Risiken vor. Der Bericht kommt zu dem Schluss, dass die gegenwärtige regulatorische Behandlung von Staatsschuldtiteln zu exzessiven Investitionen Monetärer Finanzinstitute in Staatsschuldtitel beigetragen hat. Der Bericht enthält verschiedene Reformvorschläge.⁶⁾

⁶ Siehe: European Systemic Risk Board, ESRB Report on the Regulatory Treatment of Sovereign Exposures, März 2015.

20. März 2015 **Dänemark nimmt kleinere und mittlere Kapitalanlagegesellschaften von bestimmten Kapitalanforderungen aus**

Kapitalanlagegesellschaften mit weniger als 250 Mitarbeitern und entweder einem Jahresumsatz von weniger als 50 Mio € oder einer Bilanzsumme von weniger als 43 Mio € werden von den Kapitalanforderungen ausgenommen, die sich aus dem antizyklischen Kapitalpuffer und dem Kapitalerhaltungspuffer ergeben.

27. März 2015 **Finnland legt antizyklischen Kapitalpuffer fest und macht von der Möglichkeit Gebrauch, verschiedene makroprudenzielle Instrumente nicht zu aktivieren**

Finnland legt den antizyklischen Kapitalpuffer auf 0% fest. Des Weiteren sollen keine Instrumente zur Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen für Immobilienkredite nach Artikel 124 CRR, zur Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen nach Artikel 164 CRR oder nach Artikel 458 CRR angewendet werden.

27. März 2015 **Ungarn beschränkt Fristentransformation bei Immobilienkrediten**

Mit Wirkung vom 1. Juli 2016 schreibt die ungarische Zentralbank Finanzinstituten vor, in Forint begebene Immobilienkredite zu mindestens 15% mit durch Immobilien besicherte und in Forint denominierte längerfristige Verbindlichkeiten zu decken.

8. April 2015 **Das Vereinigte Königreich erkennt antizyklischen Kapitalpuffer Hong Kongs an**

Die Bank of England erkennt den antizyklischen Kapitalpuffer der Behörden Hong Kongs in Höhe von 0,625% für in Hong Kong belegene Risikopositionen mit Wirkung vom 27. Januar 2016 an.

14. April 2015 **Ungarn ändert bestehende und schafft neue makroprudenzielle Instrumente zur Begrenzung der Währungs- und Fristentransformation**

Um die Abhängigkeit des Bankensystems von kurzfristigen Fremdwährungskrediten zu senken, erkennt die ungarische Nationalbank Wechselkurswaps in der bereits bestehenden Foreign Exchange Funding Adequacy Ratio (FFAR) nicht länger an. Damit gleicht sie die FFAR der im Zuge von Basel III etablierten Net Stable Funding Ratio an und unterstützt den Übergang zu einer Unterlegung aller langfristigen Fremdwährungskredite mit langfristigen Fremdwährungsverbindlichkeiten, welcher bis zum 1. Oktober 2015 abgeschlossen sein soll. Zusätzlich wird die zulässige Währungskongruenz zwischen Aktiva und Passiva auf 15% der Bilanzsumme beschränkt.

14. April 2015 **Der ESRB legt einen Fortschrittsbericht zur Umsetzung seiner Empfehlung zur Finanzierung von Kreditinstituten in US-Dollar vor**

In dem Bericht wird die Umsetzung der im Jahr 2011 veröffentlichten ESRB-Empfehlung durch die verschiedenen EU-Mitgliedstaaten beurteilt. Deutschland wird, wie 15 weitere der insgesamt 28 beurteilten Mitgliedstaaten, vom ESRB als „vollkommen konform“ eingestuft. Drei Mitgliedstaaten erhalten die Einstufung „überwiegend konform“ und weitere neun haben Abweichungen von der Empfehlung ausreichend begründet.⁷⁾

23. April 2015 **Litauen legt antizyklischen Kapitalpuffer und Kapitalerhaltungspuffer fest**

Der antizyklische Kapitalpuffer und der Kapitalerhaltungspuffer werden ohne Übergangsregelung eingeführt. Während der ab dem Jahr 2016 vorzuhaltende antizyklische Kapitalpuffer noch zu bestimmen und zu notifizieren ist, muss der Kapitalerhaltungspuffer ab dem 30. Juni 2015 in voller Höhe von 2,5% vorgehalten werden.

24. April 2015 **Litauen schafft eine Ausnahmeregelung bezüglich des antizyklischen Kapitalpuffers für kleine und mittlere Kapitalanlagegesellschaften**

Bestimmte kleine und mittlere Kapitalanlagegesellschaften werden von den Kapitalanforderungen, die sich aus dem antizyklischen Kapitalpuffer ergeben, ausgenommen.

⁷ Siehe: European Systemic Risk Board, Recommendation on US Dollar Denominated Funding of Credit Institutions, Follow-up Report – Overall Assessment, April 2015.

29. April 2015 **Die Slowakei erkennt vorzeitig festgelegte antizyklische Kapitalpuffer an und nimmt kleine und mittlere Kapitalanlagegesellschaften von bestimmten Kapitalanforderungen aus**

Die slowakische Nationalbank erkennt vorzeitig festgelegte antizyklische Kapitalpuffer anderer EWR-Staaten an. Gleichzeitig werden kleine und mittlere Kapitalanlagegesellschaften von den Kapitalanforderungen, die sich aus dem antizyklischen Kapitalpuffer und dem Kapitalerhaltungspuffer ergeben, ausgenommen.

5. Mai 2015 **Deutschland stuft ein Finanzinstitut als global systemrelevant ein**

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht stuft im Einvernehmen mit der Deutschen Bundesbank die Deutsche Bank als global systemrelevantes Institut ein und belegt diese mit einem zusätzlichen aus hartem Kernkapital bestehenden Kapitalpuffer in Höhe von 2%. Dieser Kapitalpuffer wird ab dem 1. Januar 2016 stufenweise eingeführt und ist im Jahr 2016 nur zu 25% zu erfüllen.

13. Mai 2015 **Italien führt Kapitalerhaltungspuffer vorzeitig ein und nimmt kleine und mittlere Kapitalanlagegesellschaften hiervon aus**

Die italienische Zentralbank meldet, dass bereits seit dem 1. Januar 2014 der Kapitalerhaltungspuffer in Höhe von 2,5% vorzuhalten ist. Hiervon ausgenommen sind kleine und mittlere Kapitalanlagegesellschaften.

2. Juni 2015 **Der ESRB veröffentlicht einen Überblick über die nationalen makroprudenziellen Behörden**

Die Übersicht gibt Auskunft über die für die verschiedenen makroprudenziellen Instrumente zuständigen Behörden aller EU-Mitgliedstaaten.⁸⁾

⁸ Siehe: European Systemic Risk Board, National Competent or Designated Authorities for CRDIV/CRR Instruments and Current or Future Implementation of Macroprudential Instruments, Juni 2015.

4. Juni 2015 **Die Slowakei stuft fünf Institute als anderweitig systemrelevant ein und aktiviert den Systemrisikopuffer**

Die slowakische Nationalbank legt einen Kapitalpuffer für anderweitig systemrelevante Institute fest. Für fünf Institute wird ab dem 1. Januar 2016 ein Puffer für anderweitig systemrelevante Institute in Höhe von 1% implementiert. Dieser gilt für alle maßgeblichen Risikopositionen. Zusätzlich wird der Systemrisikopuffer für im Inland belegene maßgebliche Risikopositionen auf einzel- und teilkonsolidierter Basis aktiviert.

16. Juni 2015 **Tschechien empfiehlt striktere Vorgaben für Wohnimmobilienkredite**

Die tschechische Notenbank empfiehlt für alle mit Wohnimmobilien besicherten Kredite die Einhaltung einer Beleihungsgrenze von 90% beziehungsweise eine Beleihungsgrenze von 100% für nicht mehr als 10% neuer mit Wohnimmobilien besicherter Kredite und institutsintern weitere Obergrenzen für den laufenden Schuldendienst sowie die Verschuldung der Kreditnehmer festzulegen.

23. Juni 2015 **Schweden stuft ein Finanzinstitut als global systemrelevant ein**

Die schwedischen Behörden stufen die Nordea Bank AB als global systemrelevantes Institut der Teilkategorie eins ein. Dementsprechend legt der schwedische Bankenaufseher Finanzinspektionen einen zusätzlichen Kapitalpuffer von 1% fest, der im Jahr 2016 zu 25% zu erfüllen ist.

23. Juni 2015 **Der ESRB legt einen Fortschrittsbericht zur Umsetzung seiner Empfehlung zu Fremdwährungskrediten vor**

In dem Bericht wird die Umsetzung der im Jahr 2011 veröffentlichten ESRB-Empfehlung durch die verschiedenen Adressaten beurteilt. Deutschland wird, wie 12 weitere der insgesamt 28 beurteilten Mitgliedstaaten, vom ESRB als „vollkommen konform“ eingestuft. 14 Mitgliedstaaten erhalten die Einstufung „überwiegend konform“. Nur die Umsetzung in Bulgarien beurteilt der ESRB, wie schon in seinem Fortschrittsbericht vom November 2013, mit „teilweise konform“.⁹⁾

⁹ Siehe: European Systemic Risk Board, Recommendation on Lending in Foreign Currencies, Follow-up Report – Overall Assessment, Juni 2015.

25. Juni 2015 **Der ESRB veröffentlicht einen Bericht zur makroprudenziellen Begrenzung des Verschuldungsgrades bei Finanzinstituten**

Die Ergänzung zum im Jahr 2014 veröffentlichten Handbuch zur Anwendung makroprudenzieller Instrumente behandelt den makroprudenziellen Einsatz von Instrumenten zur Begrenzung des Verschuldungsgrades bei Finanzinstituten.¹⁰⁾

25. Juni 2015 **Der ESRB legt einen Bericht zu Risiken aus Fehlverhalten im Bankensektor vor**

Im Bericht wird die makroprudenzielle Dimension des aus Fehlverhalten erwachsenden Risikos behandelt. Der Bericht analysiert Fehlverhalten in der Behandlung von Kunden und Investoren, dem Verkauf von Finanzprodukten, der Einhaltung von Vorschriften und der Manipulation von Märkten. Es werden zudem verschiedene Vorschläge gemacht, wie diesem Risiko auf regulatorischer Ebene begegnet werden kann.¹¹⁾

25. Juni 2015 **Der ESRB veröffentlicht seinen Jahresbericht zur makroprudenziellen Politik**

Der Bericht dokumentiert die ergriffenen makroprudenziellen Maßnahmen der EU-Mitgliedstaaten ein Jahr nach Einführung der CRR und der Kapitaladäquanzrichtlinie IV (Capital Requirements Directive: CRD IV). Insgesamt war ungefähr die Hälfte der circa 100 Maßnahmen unmittelbar ökonomisch bindend. Die Maßnahmen basierten teils auf nationalem Recht und teils auf Unionsrecht. Schwerpunkt dieser Maßnahmen war die Verhinderung und Eindämmung einer übermäßigen Ausweitung von Kredit und Verschuldung, einer übermäßigen Fristentransformation und von Fehlanreizen.¹²⁾

10 Siehe: European Systemic Risk Board, Handbook on Operationalising Macroprudential Policy in the Banking Sector/Addendum on Macroprudential Leverage Ratios, Juni 2015.

11 Siehe: European Systemic Risk Board, Report on Misconduct Risk in the Banking Sector, Juni 2015.

12 Siehe: European Systemic Risk Board, A Review of Macroprudential Policy in the EU One Year After the Introduction of the CRD IV/CRR, Juni 2015.

3. Juli 2015 **Deutschland empfiehlt die Schaffung neuer makroprudenzieller Instrumente für die Wohnimmobilienfinanzierung und teilt dies dem ESRB mit**

In seiner Empfehlung vom 30. Juni empfiehlt der Ausschuss für Finanzstabilität der Bundesregierung die Schaffung der Rechtsgrundlage für neue makroprudenzielle Instrumente zur Beschränkung der Vergabe von grundpfandrechtlich besicherten Darlehen zum Bau oder zum Erwerb von im Inland belegenen Wohnimmobilien.¹³⁾

6. Juli 2015 **Finnland stuft vier Finanzinstitute als anderweitig systemrelevant ein**

Die Nordea Bank Finland Plc, die OP Group, die Danske Bank Plc und die Municipality Finance Plc werden als anderweitig systemrelevante Institute eingestuft und müssen ab dem 7. Januar 2016 einen zusätzlichen Kapitalpuffer von 2% (Nordea und OP Group) beziehungsweise 0,5% (Danske Bank und Municipality Finance) vorhalten.

6. Juli 2015 **Das Vereinigte Königreich erkennt von Schweden und Norwegen festgelegte antizyklische Kapitalpuffer an**

Die Pufferquoten des antizyklischen Kapitalpuffers in Höhe von 1,5% in Schweden und Norwegen werden mit Wirkung vom 27. Juli 2016 (Schweden) und vom 30. Juli 2016 (Norwegen) von den britischen Behörden vollumfänglich anerkannt.

10. Juli 2015 **Ungarn zieht die Einführung der Liquiditätsdeckungsquote vor**

Mit Wirkung vom 1. April 2016 müssen ungarische Institute eine Liquiditätsdeckungsquote von 100% erfüllen.

13. Juli 2015 **Schweden erkennt antizyklische Kapitalpuffer anderer Länder an**

Alle Quoten des antizyklischen Kapitalpuffers von Ländern des EWR werden in Schweden bereits ab dem 11. August 2015 bis 2,5% anerkannt.

¹³ Siehe: Ausschuss für Finanzstabilität, Empfehlung vom 30. Juni 2015 zu neuen Instrumenten für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien, Juni 2015.

17. Juli 2015 **Kroatien nimmt kleine und mittlere Kapitalanlagegesellschaften von bestimmten Kapitalanforderungen aus**

Kleine und mittlere Kapitalanlagegesellschaften, sogenannte Investment Firms, werden von den Kapitalanforderungen ausgenommen, die aus dem antizyklischen Kapitalpuffer und dem Kapitalerhaltungspuffer resultieren.

20. Juli 2015 **Der ESRB veröffentlicht seinen Jahresbericht 2014**

Der Jahresbericht enthält eine ausführliche Einschätzung der Risikolage für die Finanzstabilität. Zudem gibt der Bericht einen Überblick über die Arbeit des ESRB im Berichtszeitraum, das heißt vom 1. April 2014 bis zum 31. März 2015. Eine maßgebliche Tätigkeit des ESRB bestand in der Koordinierungsarbeit zu den im Berichtszeitraum in Kraft getretenen neuen EU-Rechtsakten zur Bankenregulierung (CRD IV/CRR). Eine besondere Rolle spielt zudem die regulatorische Behandlung von Staatsanleihen.¹⁴⁾

29. Juli 2015 **Der ESRB veröffentlicht Berichte zur Überprüfung der EU-Verordnung EMIR**

Der ESRB hat im Rahmen der öffentlichen Konsultation zur Überprüfung der EU-Verordnung Nr. 648/2012 (European Market Infrastructure Regulation: EMIR) einen Bericht über die Wirksamkeit der Vorschriften zur Eindämmung prozyklischer Risiken von Einschussforderungen und Risikoabschlägen auf Sicherheiten sowie einen weiteren Bericht mit Verbesserungsvorschlägen zu anderen Aspekten von EMIR vorgelegt. Der ESRB fordert unter anderem klarere Vorgaben in EMIR zur Vermeidung prozyklischer Wirkungen sowie eine erneute EMIR-Überprüfung im Jahr 2018 im Hinblick auf eventuell zusätzlich erforderliche aufsichtliche Eingriffsmöglichkeiten. Darüber hinaus plädiert der ESRB für eine Verbesserung der Transparenz von zentralen Gegenparteien sowie einen besseren aufsichtlichen Zugang zu den Daten in Transaktionsregistern.¹⁵⁾¹⁶⁾

¹⁴ Siehe: European Systemic Risk Board, Annual Report 2014, Juli 2015.

¹⁵ Siehe: European Systemic Risk Board, Report on the Efficiency of Margining Requirements to Limit Proccyclicity and the Need to Define Additional Intervention Capacity in This Area, Juli 2015.

¹⁶ Siehe: European Systemic Risk Board, Report on Issues to be Considered in the EMIR Revision Other Than the Efficiency of Margining Requirements, Juli 2015.

17. August
2015 **Litauen verzichtet auf eine Einführungsphase beim antizyklischen Kapitalpuffer**

Mit Wirkung vom 30. Juni 2015 sind positive national festgelegte Pufferquoten ebenso wie die von anderen Mitgliedstaaten ebenfalls vorzeitig eingeführten Pufferquoten bis 2,5% unvermindert zu erfüllen.

27. August
2015 **Der ESRB veröffentlicht Beschluss über von ihm benötigte Daten**

Der ESRB hat eine Liste von notwendigen Daten erstellt, die er zur Wahrnehmung seiner Aufgaben benötigt. Die Daten sind danach aufgeschlüsselt, wer die Daten bereitstellen muss.¹⁷⁾

14. September
2015 **Portugal verzichtet auf eine Einführungsphase beim Kapitalerhaltungspuffer**

Mit Wirkung zum 1. Januar 2016 müssen portugiesische Institute einen Kapitalerhaltungspuffer von 2,5% vorhalten.

20. Oktober
2015 **Dänemark veröffentlicht Methodik zur Bestimmung anderweitig systemrelevanter Institute und aktiviert Systemrisikopuffer**

Die dänischen Behörden stufen Institute in eine von fünf Teilkategorien als anderweitig systemrelevant ein, sofern deren Bilanzsumme 6,5% des BIP, deren Anteil der inländischen Kreditvergabe 5% oder deren Anteil inländischer Depositen 5% überschreitet. Entsprechend ihrer Teilkategorie müssen die Institute einen Systemrisikopuffer zwischen 1% und 3% vorhalten. Entsprechend dieser Methodik müssen die DLR Kredit und die Sydbank einen Systemrisikopuffer in Höhe von 1%, die Jyske Bank in Höhe von 1,5%, die Nordea Bank Danmark und die Nykredit Realkredit in Höhe von 2% und die Danske Bank in Höhe von 3% vorhalten. Dies gilt ab dem Jahr 2015 zunächst anteilig und ab dem Jahr 2019 in voller Höhe.

¹⁷ Siehe: European Systemic Risk Board, Decision of the European Systemic Risk Board of 21 July 2015 on the Provision and Collection of Information for the Macroprudential Oversight of the Financial System Within the Union and Repealing Decision ESRB/2011/6, August 2015.

26. Oktober 2015 **Belgien stuft acht Finanzinstitute als anderweitig systemrelevant ein**

Die betroffenen Institute müssen ab dem 1. Januar 2016 zusätzliche Kapitalpuffer in Höhe von 0,25% (Axa Bank Europe, Argenta Spaarbank, The Bank of New York Mellon, Euroclear Bank) beziehungsweise 0.5% (Belfius Bank, BNP Paribas Fortis, KBC Bank, ING België) vorhalten.

10. November 2015 **Spanien stuft zwei Institute als global systemrelevant ein**

Banco de España informiert den ESRB, dass Santander und BBVA als global systemrelevant eingestuft wurden und einen zusätzlichen Kapitalpuffer in Höhe von 1% halten müssen.

| Glossar

AFS	Ausschuss für Finanzstabilität
AIF	Alternative Investment Fund / Alternativer Investmentfonds
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BLS	Bank Lending Survey / Umfrage des Eurosystems zur Kreditvergabepolitik der Geschäftsbanken
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive / Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Finanzinstituten
CCB	Countercyclical Capital Buffer / Antizyklischer Kapitalpuffer
CCP	Central Counterparty / Zentrale Gegenpartei
CGFS	Committee on the Global Financial System / Ausschuss für das weltweite Finanzsystem
CRD IV	Capital Requirements Directive IV / Kapitaladäquanzrichtlinie IV
CRR	Capital Requirements Regulation / Kapitaladäquanzverordnung
EBA	European Banking Authority / Europäische Bankenaufsichtsbehörde
EL	Expected Loss / Erwarteter Verlust
ESM	European Stability Mechanism / Europäischer Stabilitätsmechanismus
ESRB	European Systemic Risk Board / Europäischer Ausschuss für Systemrisiken
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
ETF	Exchange Traded Fund
EU	Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
FCL	Financial Corporation Engaged in Lending
FSB	Financial Stability Board / Finanzstabilitätsrat
FVC	Financial Vehicle Corporation / Verbriefungszweckgesellschaft
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
IWF	Internationaler Währungsfonds
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KGV	Verhältnis von Kursen zu erwarteten Gewinnen
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LGD	Loss Given Default / Verlustquote
LTV	Loan to Value / Relation von Kreditvolumen zum Marktwert einer Immobilie
LVRG	Lebensversicherungsreformgesetz
M&A	Mergers and Acquisitions / Unternehmensfusionen und -übernahmen
MFI	Monetäres Finanzinstitut

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
OFI	Other Financial Institution / Sonstiges Finanzinstitut
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OTC	Over-the-Counter
PD	Probability of Default / Ausfallwahrscheinlichkeit
PSPP	Public Sector Purchase Programme / Staatsanleihenkaufprogramm des Eurosystems
RWA	Risk Weighted Assets / Risikogewichtete Aktiva
SDD	Securities and Derivatives Dealer / Eigenhändler
SolvV	Solvabilitätsverordnung
SRM	Single Resolution Mechanism / Einheitlicher Abwicklungsmechanismus
SSM	Single Supervisory Mechanism / Einheitlicher Aufsichtsmechanismus
TLAC	Total Loss Absorbing Capacity / Gesamte Verlustabsorptionsmasse
UFR	Ultimate Forward Rate / Langfristiger Gleichgewichtszins
VVG	Versicherungsvertragsgesetz

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 2014
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

November 2015	Geldpolitik und Bankgeschäft
Oktober 2015	Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds
September 2015	Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2014 Zur jüngeren Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euro-Raum
August 2015	Geldpolitik und Bankgeschäft
Juli 2015	Zur Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern

Juni 2015	Marktfähige Finanzierungsinstrumente von Banken und ihre Bedeutung als Sicherheiten im Eurosystem
Mai 2015	Geldpolitik und Bankgeschäft
April 2015	Die Bedeutung der makroprudenziellen Politik für die Geldpolitik
März 2015	Ansatzpunkte zur Stärkung des Ordnungsrahmens der Europäischen Währungsunion
Februar 2015	Geldpolitik und Bankgeschäft
Januar 2015	Das Common Credit Assessment System zur Prüfung der Notenbankfähigkeit von Wirtschaftsunternehmen
November 2014	Geldpolitik und Bankgeschäft

■ Diskussionspapiere

38/2015	The credit quality channel: modeling contagion in the interbank market	Kilian Fink, Ulrich Krüger, Barbara Meller, Lui-Hsian Wong
36/2015	Asymmetric credit growth and current account imbalances in the euro area	Robert Unger
34/2015	On the exposure of insurance companies to sovereign risk – portfolio investments and market forces	Robert Düll, Felix König, Jana Ohls
32/2015	The winner's curse – evidence on the danger of aggressive credit growth in banking	Thomas Kick, Thilo Pausch, Benedikt Ruprecht
31/2015	Out of sight, out of mind? On the risk of sub-custodian structures	Thomas Droll, Natalia Podlich, Michael Wedow
30/2015	A macroeconomic reverse stress test	Peter Grundke, Kamil Pliszka
29/2015	German labor market and fiscal reforms 1999 to 2008: can they be blamed for intra-euro area imbalances?	Niklas Gadatsch, Nikolai Stähler, Benjamin Weigert
25/2015	Cutting the credit line: evidence from Germany	Stefan Goldbach, Volker Nitsch
24/2015	The intraday interest rate – what's that?	Puriya Abbassi, Falko Fecht, Johannes Tischer
23/2015	Many a little makes a mickle: macro portfolio stress test for small and medium-sized German banks	Ramona Busch, Philipp Koziol, Marc Mitrovic
22/2015	Characterizing the financial cycle: evidence from a frequency domain analysis	Till Strohsal, Christian R. Proaño, Jürgen Wolters
21/2015	Cross-border banking and business cycles in asymmetric currency unions	Lena Dräger, Christian R. Proaño
20/2015	The synchronization of European credit cycles	Barbara Meller, Norbert Metiu
19/2015	Calculating trading book capital: is risk separation appropriate?	Peter Raupach
18/2015	Multinational banks' deleveraging in the crisis driven by pre-crisis characteristics and behavior	Rainer Frey
16/2015	Banks' net interest margin and the level of interest rates	Ramona Busch, Christoph Memmel
12/2015	Lethal lapses – how a positive interest rate shock might stress German life insurers	Mark Feodoria, Till Förstemann

10/2015	The interest rate pass-through in the euro area during the sovereign debt crisis	Julia von Borstel, Sandra Eickmeier, Leo Krippner
09/2015	Do exposures to sagging real estate, subprime or conduits abroad lead to contraction and flight to quality in bank lending at home?	Steven Ongena, Günseli Tümer-Alkan, Natalja von Westernhagen
08/2015	Securities trading by banks and credit supply: Micro-evidence	Puriya Abbassi, Rajkamal Iyer, José-Luis Peydró, Francesc R. Tous
07/2015	Imperfect information about financial frictions and consequences for the business cycle	Josef Hollmayr, Michael Kühl
05/2015	German and the rest of euro area fiscal policy during the crisis	Niklas Gadatsch, Klemens Hauzenberger, Nikolai Stähler
04/2015	Financial frictions and global spillovers	Norbert Metiu, Björn Hilberg, Michael Grill
46/2014	Banking market structure and macroeconomic stability: are low-income countries special?	Franziska Bremus, Claudia M. Buch
45/2014	Cross-border liquidity, relationships and monetary policy: evidence from the Euro area interbank crisis	Puriya Abbassi, Falko Fecht, Falk Bräuning, José-Luis Peydró
44/2014	A network view on interbank market freezes	Silvia Gabrieli, Co-Pierre Georg
39/2014	Loan loss provisioning and procyclicality: evidence from an expected loss model	Christian Domikowsky, Sven Bornemann, Klaus Duellmann, Andreas Pfingsten
38/2014	Taxing banks: an evaluation of the German bank levy	Claudia M. Buch, Björn Hilberg, Lena Tonzer
37/2014	Decomposition of country-specific corporate bond spreads	Niko Dötz
36/2014	What predicts financial (in)stability? A Bayesian approach	Judith Eidenberger, Benjamin Neudorfer, Michael Sigmund, Ingrid Stein
35/2014	Financial conditions, macroeconomic factors and (un)expected bond excess returns	Christoph Fricke, Lukas Menkhoff
32/2014	Pro-cyclical capital regulation and lending	Markus Behn, Rainer Haselmann, Paul Wachtel