

Ausschuss für Finanzstabilität

**Siebter Bericht an den Deutschen Bundestag
zur Finanzstabilität in Deutschland**

Juli 2020

Ausschuss für Finanzstabilität
Bundesministerium der Finanzen
Wilhelmstraße 97
10117 Berlin
Tel.: 03018 / 682 - 0
Internet: <http://www.bundesfinanzministerium.de>

Vorwort

Der Ausschuss für Finanzstabilität (im Folgenden „Ausschuss“) ist das zentrale Gremium der makroprudenziellen Überwachung in Deutschland. Er wurde Anfang 2013 durch das Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität eingerichtet. Dem Ausschuss gehören jeweils drei Vertreter des Bundesministeriums der Finanzen (BMF), der Deutschen Bundesbank (Bundesbank) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) an, sowie das für den Geschäftsbereich Abwicklung zuständige Mitglied des Direktoriums der BaFin ohne Stimmrecht. Der Ausschuss tagt regelmäßig einmal pro Quartal.

Der Ausschuss erörtert auf Grundlage von Analysen der Bundesbank Sachverhalte, die für die Stabilität des deutschen Finanzsystems von Bedeutung sind. Unter Stabilität des Finanzsystems („Finanzstabilität“) versteht der Ausschuss im Einklang mit seiner Strategie einen Zustand, in dem das Finanzsystem seine zentralen volkswirtschaftlichen Funktionen erfüllt – und zwar gerade auch im Falle von unvorhersehbaren Ereignissen, in Stresssituationen sowie in strukturellen Umbruchphasen. Die zentralen Funktionen umfassen sowohl die Allokation der finanziellen Mittel und Risiken als auch die Abwicklung des Zahlungsverkehrs. Die makroprudenzielle Politik des Ausschusses dient dazu, zyklische und strukturelle systemische Risiken zu identifizieren, zu bewerten und zu verringern. Außerdem zielt sie darauf ab, die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zu stärken. Die makroprudenzielle Politik des Ausschusses ist präventiv ausgerichtet und umfasst alle Bereiche des Finanzsystems, von denen mögliche Gefahren für die Finanzstabilität in Deutschland ausgehen können. Um diesen Gefahren entgegenzuwirken, kann der Ausschuss Warnungen und Empfehlungen aussprechen.

Der Ausschuss bildet zudem die Schnittstelle zur makroprudenziellen Überwachung in Europa. Er ist Ansprechpartner für den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) und die makroprudenziellen Behörden der anderen Mitgliedsländer der Europäischen Union (EU). Er informiert den ESRB über seine Warnungen und Empfehlungen und berät über Warnungen und Empfehlungen des ESRB, die Deutschland betreffen.

Seiner gesetzlichen Verpflichtung nachkommend legt der Ausschuss dem Deutschen Bundestag hiermit seinen siebten Bericht über die Lage und die Entwicklung der Finanzstabilität in Deutschland sowie über seine Tätigkeit vor. Der Bericht bezieht sich auf den Zeitraum April 2019 bis März 2020. Demnach werden auch die Auswirkungen der Corona-Pandemie nur bis Ende März 2020 erfasst.

Im Anhang dieses Berichts sind die Mitglieder und die Sitzungstermine des Ausschusses im Berichtszeitraum aufgeführt.

Inhalt

1 Überblick: Risikolage im deutschen Finanzsystem	1
1.1 Auswirkungen der Corona-Pandemie	1
1.2 Lage im deutschen Finanzsystem vor Ausbruch der Corona-Pandemie	5
2 Teilaspekte der Risikolage	14
2.1 Das internationale makroökonomische und finanzielle Umfeld	14
2.2 Risiken im deutschen Bankensektor	19
2.3 Risiken bei deutschen Lebensversicherern	30
2.4 Vom Immobilienmarkt ausgehende Risiken	35
2.5 Cyberrisiken	42
2.6 Auswirkungen von Stablecoins auf die Finanzstabilität	44
3 Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken	46
Anhang	48
A Mitglieder des Ausschusses für Finanzstabilität im Berichtszeitraum	48
B Sitzungstermine im Berichtszeitraum	48

1 Überblick: Risikolage im deutschen Finanzsystem

1.1 Auswirkungen der Corona-Pandemie

Die Corona-Pandemie hat die wirtschaftliche Lage im ersten Quartal 2020 grundlegend verändert. Anfang 2020 hatte sich zunächst eine Belebung der bis dahin schwunglosen deutschen Wirtschaft abgezeichnet. Der Ausbruch der Corona-Pandemie stoppte diese Entwicklung jedoch abrupt. Viele Verbraucher und Unternehmen ergriffen zunächst freiwillig Maßnahmen, um Infektionsrisiken einzudämmen. Beispielsweise wurden Reisen eingeschränkt und etliche Großveranstaltungen abgesagt. Um einer Überlastung der Gesundheitssysteme entgegenzuwirken und die Ausbreitung der Pandemie zu verlangsamen, reglementierten zudem die Regierungen der betroffenen Länder das öffentliche Leben. In Deutschland wurden sämtliche Bildungs- und Kinderbetreuungseinrichtungen geschlossen, Reisen beschränkt, Veranstaltungen und Messen abgesagt sowie Restaurants, Gaststätten und die meisten Ladengeschäfte geschlossen. Die privaten und staatlichen Maßnahmen haben die wirtschaftliche Aktivität zum Ende des ersten Quartals 2020 stark beeinträchtigt.

Die Corona-Pandemie und Maßnahmen zu deren Eindämmung haben erhebliche realwirtschaftliche Kosten. Die hiermit zusammenhängenden Schocks wirkten direkt auf Angebot und Nachfrage von Gütern und Dienstleistungen. Das Finanzsystem war hingegen nur mittelbar betroffen und – im Unterschied zur globalen Finanzkrise – nicht Auslöser der Schocks. Das Angebot ging insbesondere zurück, weil viele Unternehmen den Arbeitseinsatz reduzierten, Geschäfte vorübergehend geschlossen sowie nationale und internationale Wertschöpfungsketten gestört wurden. Die Nachfrage wurde vor allem durch das geänderte Konsumverhalten der Haushalte und gesunkene Exporte gedämpft. Verstärkt wurden die Effekte auf Angebot und Nachfrage durch eine hohe Unsicherheit darüber, wie lange und intensiv die Corona-Pandemie und die Maßnahmen zu deren Eindämmung anhalten würden.

Das Ausmaß der realwirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie war zum Ende des Berichtszeitraums (Ende März 2020) nicht absehbar. Zudem waren die Auswirkungen der Corona-Pandemie in vielen Konjunkturstatistiken, wie etwa den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, noch nicht oder nur ansatzweise sichtbar. Es war jedoch bereits zu erwarten, dass die Weltwirtschaft und die deutsche Wirtschaft in eine Rezession fallen würden.

An den globalen Finanzmärkten kam es nach Ausbruch der Corona-Pandemie zu massiven Kursverlusten und einer außergewöhnlich hohen Volatilität. Der Aktienindex S&P 500 fiel zwischen Ende Februar 2020 und Mitte März 2020 um bis zu 34%. Der DAX verlor in diesem Zeitraum bis zu 39% an Wert. Bis zum Ende des Berichtszeitraums stabilisierten sich die Aktienkurse jedoch wieder. Die Aktienmarkt-Volatilität gemessen am VIX-Index erreichte im März 2020 ähnlich hohe Werte wie zuletzt 2008. Der starke Anstieg der Volatilität an den Finanzmärkten führte dazu, dass sich der Finanzstressindikator erhöhte (Schaubild 1.1.1). Dieser von der Bundesbank entwickelte Indikator fasst eine Vielzahl von Einzelindikatoren zusammen, die Stress an den Finanzmärkten widerspiegeln können: Risikoprämien, Liquidität und Volatilität. Die stark gestiegenen Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen deuteten darauf hin, dass sich die globalen Finanzierungsbedingungen verschärft hatten. Aufgrund fehlender Nachfrage von Investoren hatten insbesondere

Unternehmen mit höherem Ausfallrisiko im Verlauf des ersten Quartals 2020 große Schwierigkeiten, Anleihen zu emittieren.



Im Unternehmenssektor drohen erhebliche Liquiditäts- und Solvenzprobleme. Aus starken Umsatzeinbrüchen entstehen zunächst Liquiditätsprobleme für die betroffenen Unternehmen, da deren Zahlungsverpflichtungen nicht im gleichen Umfang zurückgehen. Insbesondere im Dienstleistungssektor dürfte es kaum möglich sein, die während der Krise entgangenen Umsätze nachzuholen. Dies dürfte den Unternehmen umso schwerer fallen, je länger die Pandemie andauert. Liquiditätsrisiken könnten sich dann zunehmend zu Solvenzrisiken entwickeln. Auch dieses Problem dürfte im Dienstleistungssektor besonders ausgeprägt sein, da Unternehmen dieses Sektors häufig nur über relativ geringe finanzielle Reserven verfügen.

Die hohe Unsicherheit über die Solvenz ganzer Unternehmensbranchen könnte dazu führen, dass das Finanzsystem die Realwirtschaft nicht ausreichend mit Finanzmitteln versorgt. Es besteht die Gefahr, dass Banken und andere Kapitalgeber nicht ausreichend Finanzierungsmittel – weder Kredite noch Eigenkapital – bereitstellen. Eine Ursache könnte sein, dass bei der Entscheidung über die Vergabe eines Kredits das unternehmensspezifische Risiko eine geringere Rolle spielt. Bedeutender dürfte das nicht-diversifizierbare Risiko sein, das mit der Unsicherheit zu den Auswirkungen der Corona-Pandemie einhergeht und viele Unternehmen gleichzeitig betrifft. Im ungünstigsten Fall könnte es zu Kreditklemmen in den betroffenen Unternehmensbranchen kommen. Das Finanzsystem würde in einer solchen Situation seine Funktion nicht mehr erfüllen und den realwirtschaftlichen Abschwung verstärken.

Potenziell weitreichende Solvenzprobleme im Unternehmenssektor stellen eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems dar. Die Solvenz vieler Banken würde belastet, wenn zahlreiche Insolvenzen signifikante Kreditausfälle zur Folge hätten. Sofern die Verlusttragfähigkeit der Banken in einem solchen Szenario nicht ausreicht, könnten die Banken mit einer Bilanzverkürzung reagieren. Dadurch könnte die Kreditversorgung der Realwirtschaft übermäßig eingeschränkt werden und im ungünstigsten Fall Vertrauen in die Stabilität des

Bankensystems verloren gehen. Weitreichende Probleme im Bankensektor würden die Aussichten auf einen raschen Aufschwung nach der Pandemie deutlich eintrüben und sich negativ auf das langfristige Potenzialwachstum auswirken.

Die Widerstandsfähigkeit der Banken war bei Ausbruch der Corona-Pandemie allerdings deutlich höher als zu Beginn der globalen Finanzkrise. Dies könnte auch dazu beigetragen haben, dass bis zum Ende des Berichtszeitraums keine akuten Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Stabilität des Bankensektors zu beobachten waren. Im Nachgang der globalen Finanzkrise haben die Banken insbesondere infolge gestiegener regulatorischer Anforderungen Eigenkapital aufgebaut. Neben einer Erhöhung der mikroprudenziellen Mindest-Eigenkapitalanforderungen wurden zudem mikro- und makroprudenzielle Puffer geschaffen, die in Stress-Situationen zur Deckung von Verlusten genutzt werden können.¹ Zusätzlich verfügen die Banken über mehr Eigenkapital als von der Aufsicht gefordert. Dieses Überschusskapital können sie ebenfalls nutzen, um Verluste aufzufangen und weiterhin Kredite zu vergeben. Gleichzeitig wird die Kreditvergabe aber durch eine hohe Unsicherheit über die weitere Entwicklung in der Realwirtschaft und an den Finanzmärkten beeinflusst.

Um die realwirtschaftliche Entwicklung zu stützen und negative wirtschaftliche Effekte abzumildern, sind umfassende fiskalische Maßnahmen ergriffen worden.

Diese Maßnahmen zielen darauf ab, Unternehmen mit Liquidität zu versorgen und finanziell zu entlasten. Zudem sollen sie die Einkommenseinbußen der privaten Haushalte begrenzen. Die Maßnahmen umfassen unter anderem weitreichende Garantieprogramme der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) und die Einrichtung eines Wirtschaftsstabilisierungsfonds, der insbesondere auf große Unternehmen fokussiert ist. Darüber hinaus gibt es Soforthilfen für kleine Unternehmen, Selbstständige und Freiberufler sowie erweiterte Regelungen zur Kurzarbeit und Steuerstundungen. Hinzu kommen nicht-fiskalische Maßnahmen. So gibt es die Möglichkeit, Zahlungen für Mieten und Kredite zu verschieben und leichter auf die Grundsicherung zuzugreifen. Die Stabilisierungsmaßnahmen sind aus Sicht des Ausschusses sehr bedeutend, um durch die Corona-Pandemie verursachte Unternehmensinsolvenzen möglichst zu verhindern und damit negativen Entwicklungen entgegenzuwirken, die sich selbst verstärken können. Der Großteil der Maßnahmen hilft, die Realwirtschaft zu stützen, Risiken für das Finanzsystem zu verringern und dessen Funktionsfähigkeit präventiv zu unterstützen.

Zu den fiskalischen Maßnahmen gehören neben Liquiditäts- auch Eigenkapitalhilfen. Je länger die Krise anhält, desto eher droht die Überschuldung von Unternehmen. Um krisenbedingte Insolvenzen abzuwenden, hat die Bundesregierung zudem staatliche Eigenkapitalhilfen beispielsweise im Rahmen der Soforthilfe für kleine Unternehmen gewährt und als Teil des Schutzfonds für große Unternehmen vorgesehen. Solche Stützungsmaßnahmen tragen letztlich zu stabilen Finanz- und Lieferbeziehungen im Inland und zwischen Volkswirtschaften bei. Dadurch erhöhen sie präventiv die Stabilität des Finanzsystems. Denn die Hilfen wirken einer Übertragung des Schocks auf das Finanzsystem entgegen und sind damit geeignet, die Wahrscheinlichkeit einer systemischen Bankenkrise zu verringern. Allerdings können mit staatlichen Eigenkapitalhilfen Risiken aus dem Unternehmenssektor auf den öffentlichen Sektor übergehen. Denn im Fall einer Insolvenz des Unternehmens werden

¹ Mikroprudenzielle Puffer bestehen im Rahmen von Säule II des Baseler Rahmenwerks. Dabei wird bankspezifisch eine angemessene Kapitalausstattung ermittelt, bei der ein adäquater Puffer für Stress-Situationen vorhanden ist, und eine entsprechende Empfehlung (Pillar 2 Guidance: P2G) abgegeben. Die P2G stellt eine nicht rechtsverbindliche Erwartung an die Banken dar. Für Informationen zu makroprudenziellen Puffern und deren Funktionsweise vgl.: Deutsche Bundesbank (2019b).

vor den Fremdkapitalgebern erst die Eigenkapitalgeber herangezogen, um Verluste zu tragen. Beim Einsatz dieser temporären Eigenkapitalmaßnahmen ist deshalb darauf zu achten, dass insbesondere die bisherigen Eigenkapitalgeber, kreditgebende Banken und andere Gläubiger ebenfalls dazu beitragen, dass eine Insolvenz des Schuldners abgewendet wird. Beispielsweise könnten Banken bestehende Kreditverträge prolongieren. Ferner müssen staatliche Eigenkapitalhilfen im Einklang mit dem EU-Beihilferecht sein.

In Deutschland und auf europäischer Ebene wurden zahlreiche regulatorische und aufsichtliche Maßnahmen ergriffen, um die Gefahr zu senken, dass sich der Bankensektor prozyklisch verhält. So beschloss die BaFin, den antizyklischen Kapitalpuffer herabzusetzen. Sie hatte zuvor im Juni 2019 entschieden, diesen Puffer zu erhöhen, da sich in den vergangenen Jahren zyklische Risiken im deutschen Finanzsystem aufgebaut hatten. Im Zuge der Herabsetzung kommunizierte sie, dass voraussichtlich bis Ende 2020 keine Erhöhung zu erwarten sei.² Darüber hinaus bekräftigten die Europäische Zentralbank (EZB) in ihrer Funktion als Bankenaufseherin und die BaFin die im regulatorischen Rahmenwerk bestehende Flexibilität bei der Erfüllung der Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen. Zudem verschob der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht die Frist zur Umsetzung des Basel-III-Reformpakets um ein Jahr auf das Jahr 2023. Die Europäische Kommission hat daraufhin einen Gesetzgebungsvorschlag für Anpassungen der Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation: CRR) vorgelegt. Der Ausschuss begrüßte das Ziel, die Kreditvergabefähigkeit vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie durch zielgerichtete Maßnahmen zu unterstützen.

Ferner haben sich Institutionen, wie die EZB in ihrer Funktion als Bankenaufseherin, die BaFin, die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority: ESMA) sowie die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) und weitere Experten für Rechnungslegung, wie das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) und die IFRS-Stiftung, dafür ausgesprochen, dass die im Rechnungslegungsstandard IFRS 9 enthaltene Flexibilität beachtet wird und der Standard durch die Kreditinstitute nicht undifferenziert angewendet werden soll. Sie haben dabei auch klargestellt, dass bei der Berechnung der erwarteten Kreditausfälle langfristige Aussichten der Unternehmen stärker gewichtet werden sollten. Darüber hinaus haben die EBA, die EZB und die BaFin an Banken die Empfehlung ausgesprochen, bis auf Weiteres auf Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe zu verzichten. Mit Blick auf Versicherer und Rückversicherer hat die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority: EIOPA) Versicherern empfohlen, Maßnahmen zum Erhalt ihrer Kapitalposition zu ergreifen. Zudem hat die EIOPA beschlossen, den Zeitplan für den laufenden Solvency-II-Review anzupassen und die darin enthaltene ganzheitliche Auswirkungstudie (Holistic Impact Assessment) um zwei Monate, bis Anfang Juni 2020, zu verschieben.

Das Eurosystem ergriff weitreichende geldpolitische Maßnahmen. Die Maßnahmen des Eurosystems zielen darauf ab, den Risiken für die geldpolitische Transmission und die Preisstabilität zu begegnen, die von den Auswirkungen der Corona-Pandemie ausgehen.³ Unter anderem wurde ein Notfall-Anleihekaufprogramm für Staats- und Unternehmensanleihen, Pfandbriefe und forderungsbesicherte Wertpapiere im Umfang von 750 Mrd € aufgelegt

² Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2019).

³ Das Eurosystem umfasst die EZB und die nationalen Zentralbanken im Euroraum.

(Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP). Hinzu kommen Änderungen an den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (Targeted Longer-Term Refinancing Operations: TLTRO-III) sowie zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte zur Überbrückung eines möglichen Liquiditätsbedarfs bis zum nächsten TLTRO-III im Juni 2020. Zudem wurde das Angebot an USD-Geschäften des Eurosystems ausgeweitet, um die Versorgung der Banken mit US-Dollar-Liquidität weiter zu stärken.

Die weitreichenden Maßnahmen in den genannten Politikfeldern wirken dem Anstieg der Finanzstabilitätsrisiken entgegen. So wirken die fiskalischen, makroprudenziellen, regulatorischen und geldpolitischen Maßnahmen nicht nur stützend auf die Realwirtschaft und das Finanzsystem. Vielmehr dämpft das gemeinsame Vorgehen aller Politikbereiche auch die stark gestiegene Unsicherheit. Zudem haben sich die Reformen der Finanzmarktregulierung seit der Finanzkrise als wirksam erwiesen. Insbesondere die im regulatorischen Rahmenwerk enthaltene Flexibilität und die mikro- und makroprudenziellen Puffer haben einer Verstärkung der realwirtschaftlichen Schocks durch den Bankensektor entgegengewirkt.

Dennoch bestand zum Ende des Berichtszeitraums nach wie vor eine hohe Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Corona-Pandemie, die Wirksamkeit der ergriffenen Maßnahmen und die realwirtschaftliche Entwicklung. Außerdem ist zu beachten, dass die wirtschaftspolitischen Hilfsmaßnahmen und die fiskalischen Spielräume in manchen Ländern deutlich geringer sind als in Deutschland. Dies gilt insbesondere für einige Länder im Euroraum, mit denen Deutschland real- und finanzwirtschaftlich eng verflochten ist. Insgesamt ließen sich die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf das deutsche Finanzsystem zum Ende des Berichtszeitraums noch nicht verlässlich abschätzen.

1.2 Lage im deutschen Finanzsystem vor Ausbruch der Corona-Pandemie

Der durch die Corona-Pandemie ausgelöste Schock trifft auf ein Finanzsystem, in dem sich in den vergangenen Jahren zyklische Systemrisiken aufgebaut haben. Bereits im vorherigen Berichtszeitraum hatte der Ausschuss insbesondere drei zyklische Risiken identifiziert, die sich gegenseitig verstärken und die Stabilität des deutschen Finanzsystems gefährden können: (i) Unterschätzung von Kreditrisiken; (ii) Risiken aus der Immobilienfinanzierung und (iii) Zinsrisiken, wenn die Zinsen noch über längere Zeit sehr niedrig bleiben oder abrupt steigen.⁴ Der Ausschuss kam bereits im Jahr 2019 zu der Einschätzung, dass der Aufbau zyklischer Systemrisiken die Finanzstabilität in Deutschland gefährden könnte. Sollten diese Risiken eintreten, könnten Banken ihre Kreditvergabe an Unternehmen und Haushalte einschränken. Dadurch könnte das Finanzsystem einen negativen Schock auf die Realwirtschaft noch verstärken.

Vor dem Hintergrund der Risikolage empfahl der Ausschuss im Mai 2019 der BaFin, den inländischen antizyklischen Kapitalpuffer erstmals zu aktivieren. Aufgrund der zyklischen Systemrisiken war es nach Einschätzung des Ausschusses erforderlich, die

⁴ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2019b).

Widerstandsfähigkeit des deutschen Bankensektors präventiv zu stärken.⁵ Die BaFin folgte der Empfehlung im Juni 2019 und erhöhte den Puffer zum dritten Quartal 2019 mit einer 12-monatigen Einführungsphase auf 0,25% der risikogewichteten inländischen Forderungen.⁶ Der Ausschuss machte deutlich, dass sich künftige Erwägungen, den antizyklischen Kapitalpuffer anzupassen, danach richten würden, wie sich zyklische Risiken weiter auf- oder abbauen. Mit dem antizyklischen Kapitalpuffer soll in wirtschaftlich guten Zeiten ein Puffer im Bankensystem aufgebaut werden, der als zusätzliche Vorsorge zur Deckung von Verlusten zur Verfügung steht. In Stressphasen kann der Kapitalpuffer sofort herabgesetzt werden.⁷ Auf Grundlage dieser Regelung setzte die BaFin den antizyklischen Kapitalpuffer nach Ausbruch der Corona-Pandemie mit Wirkung zum 1. April 2020 wieder auf 0% herab.

Bei niedrigen Zinsen und schwacher Konjunktur bauten sich die zyklischen Systemrisiken in Deutschland bis Ende 2019 weiter auf. Die Preise von Wohnimmobilien stiegen im Jahr 2019 weiter kräftig und das Kreditvolumen wuchs dynamisch. Dabei erhöhten sich zunächst vor allem die Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen. Im weiteren Verlauf des Jahres 2019 gewann das Wachstum der Kredite an private Haushalte, insbesondere zur Finanzierung von Wohnimmobilien, immer mehr an Bedeutung für das aggregierte Kreditwachstum. Wichtige Treiber dieser Entwicklung waren die niedrigen Zinsen und die robuste Entwicklung am Arbeitsmarkt bis Anfang 2020.

Das Szenario lang anhaltend niedriger Zinsen rückte in den Vordergrund. Der Zeitpunkt eines von den Marktteilnehmern erwarteten Zinsanstiegs im Euroraum hatte sich bereits im Laufe des Jahres 2019 deutlich in die Zukunft verschoben. Dies war vor allem auf die schwache Konjunktur und die expansiven geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems zurückzuführen. Im März 2020 ergriffen zahlreiche Notenbanken – einschließlich der EZB – weitere umfangreiche Maßnahmen, um die negativen Folgen der Corona-Pandemie für die Realwirtschaft und die Finanzmärkte abzufedern. Zum Ende des Berichtszeitraums war damit zu rechnen, dass die Geldpolitik für längere Zeit akkommodierend bleiben würde.

Neben zyklischen Faktoren trugen auch strukturelle Faktoren in den vergangenen Jahren zum Niedrigzinsumfeld bei. Die Geldpolitik hat mit ihren Maßnahmen in den vergangenen Jahren sowohl auf zyklische Entwicklungen als auch auf den strukturellen Rückgang des allgemeinen Zinsniveaus reagiert. Bereits seit 30 Jahren sinkt das nominale Zinsniveau in wichtigen Industrieländern. Dieser langfristige Trend ist auf rückläufige Inflationserwartungen und auf einen sinkenden gleichgewichtigen realen Zins zurückzuführen. Für den Rückgang dieses „natürlichen“ Zinses dürften mehrere Faktoren verantwortlich sein.⁸ Zahlreiche wissenschaftliche Studien weisen auf die Rolle der demografischen Entwicklung und des schwächer werdenden Produktionspotenzials in den Industrieländern hin.⁹ So hat sich das Produktivitätswachstum seit Beginn der 2000er Jahre stark verlangsamt; unter anderem weil es weniger transformative Innovationen gab. In Bezug auf den demografischen Wandel dürfte eine höhere Nachfrage nach Kapitalmarktprodukten dazu beitragen haben, dass der natürliche Zins sank. Die höhere Nachfrage ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass die Bevölkerung mehr spart, um für das Alter vorzusorgen. Ein weiterer Faktor beim Rückgang

⁵ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2019a).

⁶ Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2019).

⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a).

⁸ Für weitere Informationen zum natürlichen Zins vgl. u.a.: Del Negro, Giannone, Giannoni und Tambalotti (2017); Holston, Laubach und Williams (2017).

⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017) und die darin enthaltene Literatur.

des natürlichen Zinses könnte, insbesondere seit der globalen Finanzkrise, eine höhere Nachfrage nach sicheren Anlageformen sein. Der Ausschuss kam zu der Einschätzung, dass die strukturellen Faktoren in den kommenden Jahren fortbestehen und damit weiterhin zum Niedrigzinsumfeld beitragen dürften. Der Ausschuss äußerte zudem Bedenken, dass Marktteilnehmer im anhaltenden Umfeld niedriger Zinsen anfälliger gegenüber einem Szenario abrupt steigender Zinsen werden. So könnte dieses Szenario beispielsweise bei der Anlageentscheidung nicht angemessen berücksichtigt werden.

Der Ausschuss erörterte die Implikationen lang anhaltend niedriger Zinsen für die Finanzstabilität. Es ist Aufgabe makroprudenzieller Politik, die aus dem Niedrigzinsumfeld entstehenden zyklischen und strukturellen systemischen Risiken zu identifizieren, zu bewerten und, falls nötig, diese mit makroprudenziellen Maßnahmen zu adressieren. Diskutiert wurden die Auswirkungen in den einzelnen Bereichen des Finanzsystems, insbesondere dem Banken- und dem Lebensversicherungssektor. Dauerhaft niedrige Zinsen setzen die Profitabilität von Banken und Lebensversicherern unter Druck. Sie senken die Zinsmarge bei Kreditinstituten, verringern dadurch die Rentabilität und können letztlich den Aufbau von Eigenkapitalpuffern erschweren. Bei Banken sind insbesondere diejenigen Institute betroffen, die stark vom klassischen Kredit- und Einlagengeschäft abhängig sind. Dies sind in der Regel kleinere und mittelgroße Institute. Gleichzeitig wird der Aufbau von Eigenkapitalpuffern jedoch dadurch begünstigt, dass die Risikovorsorge für Kreditrisiken und die Risikogewichte in guten konjunkturellen Zeiten zurückgehen, wodurch die Erträge der Banken tendenziell gestärkt werden. Diese Effekte, die den Aufbau von Eigenkapital begünstigen, dürften sich jedoch abschwächen, je länger das Niedrigzinsumfeld anhält. Lebensversicherern fällt es im Niedrigzinsumfeld schwerer, die in der Vergangenheit zugesagten hohen Garantiezinsen zu erwirtschaften. Hierdurch entstehen Anreize für Lebensversicherer, größere Risiken bei der Kapitalanlage einzugehen.

Im Niedrigzinsumfeld nehmen Anreize für eine verstärkte Suche nach Rendite im gesamten Finanzsystem zu. Für Banken bestehen diese beispielsweise darin, die Fristentransformation weiter auszubauen, also mehr Kredite mit einer längeren Laufzeit und Zinsbindungsfrist zu vergeben und sich kurzfristiger zu refinanzieren. Bereits im vorherigen Berichtszeitraum wies der Ausschuss darauf hin, dass sich insbesondere die kleineren und mittelgroßen Banken hohen Zinsrisiken gegenübersehen.¹⁰ Der Ausschuss unterstrich erneut, dass Zinsrisiken sowohl im Falle anhaltend niedriger Zinsen, als auch bei plötzlich ansteigenden Zinsen bestehen. In einem lang anhaltenden Umfeld niedriger Zinsen könnten sich Finanzstabilitätsrisiken aus einer geringen Profitabilität, hoher Verschuldung und hohen Vermögenspreisen ergeben. So könnten höhere Verschuldungsniveaus insbesondere dann nicht mehr tragbar sein, wenn das Niedrigzinsumfeld mit niedrigeren Wachstumsraten einhergeht. Zudem dürfte die Sensitivität von Vermögenspreisen gegenüber Zinsänderungen zunehmen, was mit stärkeren realwirtschaftlichen Schwankungen einhergehen könnte.

Der Ausschuss diskutierte außerdem Handlungsoptionen für die makroprudenzielle Politik im Hinblick auf lang anhaltend niedrige Zinsen. Dabei wurde auf die Überwachung von Verhaltensänderungen und Anpassungsprozessen eingegangen, die mit einem Aufbau von Risiken einhergehen. Der Ausschuss erörterte zudem, inwieweit das aktuelle makroprudenzielle Instrumentarium geeignet ist, mit den potenziellen Herausforderungen in

¹⁰ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2019b).

einem Szenario langfristig niedriger Zinsen umzugehen. Außerdem diskutierte er, ob die Datengrundlage ausreichend ist, um dies zu beurteilen.

Banken

Die Widerstandsfähigkeit des deutschen Bankensektors verbesserte sich gemessen an den Eigenkapitalquoten seit der globalen Finanzkrise deutlich.

Unmittelbar vor Ausbruch der Corona-Pandemie wurde jedoch kaum zusätzliches Kernkapital aufgebaut. Bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften waren die Kernkapitalquoten im vierten Quartal 2019 erstmalig seit der globalen Finanzkrise im Vorjahresvergleich rückläufig. Diese Entwicklung ging vor allem auf die Ausweitung des Kreditvolumens sowie weiter sinkende Zinsüberschüsse im Umfeld niedriger Zinsen zurück. Die Kernkapitalquoten der anderweitig systemrelevanten Institute (A-SRI) stagnierten seit Mitte 2018.

Die Kreditvergabe der Banken stieg im Jahr 2019 trotz schwacher Konjunktur dynamisch.

Die Vergabe von Unternehmens- und Wohnungsbaukrediten stieg im Jahr 2019 überdurchschnittlich stark. Wichtige Treiber dieser Entwicklung waren die niedrigen Zinsen und die robuste Binnenkonjunktur, die bis Anfang 2020 andauerte. In den vergangenen Jahren hat sich in den Kreditportfolios der Banken ein Allokationsrisiko aufgebaut, da der Anteil der relativ riskanten zu den relativ weniger riskanten Unternehmenskrediten im Portfolio der Banken gestiegen ist. Für die Finanzstabilität ist bedeutsam, dass die vergleichsweise schwächeren Unternehmen in den Kreditportfolios der Banken von einem deutlichen Konjunkturreinbruch besonders betroffen wären.

Im Jahr 2019 bauten sich bei schwacher Konjunktur und niedrigen Zinsen zyklische Risiken im deutschen Bankensektor weiter auf.

Niedrige Kreditausfallraten und die höhere Bewertung von Kreditsicherheiten hatten dazu beigetragen, dass sich die Risikovorsorge der deutschen Banken in den vergangenen Jahren merklich reduzierte. Bis Anfang 2020 verharrte die Risikovorsorge auf niedrigem Niveau. Gleichzeitig sanken die durchschnittlichen Risikogewichte für Kreditrisiken in den vergangenen Jahren und waren bis Anfang 2020 vergleichsweise niedrig.¹¹

Durch den Konjunkturreinbruch im Zuge der Corona-Pandemie könnten Risikogewichte und Risikovorsorge wieder stark ansteigen.

Sollten Banken infolgedessen ihre Kreditvergabe übermäßig stark einschränken, könnten negative realwirtschaftliche Entwicklungen verstärkt werden. Sollten infolge des Konjunkturreinbruchs zudem die Immobilienpreise fallen und Kreditnehmer ihre Kredite nicht mehr bedienen können, könnte der Rückgang des Wertes von Kreditsicherheiten zu weiteren Verlusten bei Banken führen und zusätzlich verschärfend wirken. Um einer Kreditverknappung seitens der Banken entgegenzuwirken, wurde der antizyklische Kapitalpuffer herabgesetzt.

Deutsche Banken halten einen großen Anteil der bail-in-fähigen Verbindlichkeiten anderer deutscher Banken, was grundsätzlich zu Ansteckungsrisiken führen kann.

Halter von bail-in-fähigen Verbindlichkeiten können im Falle der Abwicklung eines Instituts direkt nach Inanspruchnahme der Eigentümer zur Verlustdeckung herangezogen werden (Bail-

¹¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019b)

in). Für die Abwicklungsfähigkeit des Instituts und die Glaubhaftigkeit des Abwicklungsregimes ist dabei unter anderem entscheidend, ob die Halter die aus dem Bail-in entstehenden Verluste tragen können. Bei wechselseitigen Halterstrukturen innerhalb des Bankensektors könnte es im Falle eines Bail-in zu Ansteckungen zwischen Banken kommen. Hierdurch könnte im Extremfall die Stabilität des gesamten Bankensektors gefährdet werden.

Immobilienmarkt

Die Preise für Wohnimmobilien stiegen im Jahr 2019 weiter kräftig an, wobei sich das Wachstum gegenüber dem Vorjahr leicht verlangsamte. Nach Berechnungen der Bundesbank erhöhten sich die Preise für Eigentumswohnungen und Häuser in Deutschland im vergangenen Jahr um 6,8%.¹² Im Jahr 2018 waren sie noch um 8,3% angestiegen. Wie im Jahr 2018 überstiegen die Preise für Wohnimmobilien in den Städten das Niveau, das sich durch soziodemografische und wirtschaftliche Fundamentalfaktoren erklären lässt. Schätzungen der Bundesbank zufolge lagen die Überbewertungen in den Städten im Jahr 2019 nach wie vor zwischen 15% und 30%.¹³

Das Wachstum der Wohnungsbaukredite stieg im Berichtszeitraum weiter an. Dieser Trend hatte bereits im Jahr 2009 begonnen. Zum Ende des ersten Quartals 2020 lag das nominale Wachstum der Wohnungsbaukredite mit 5,7% über dem langjährigen Durchschnitt.¹⁴ Um einzuschätzen, ob die derzeitige Vergabe von Wohnungsbaukrediten außergewöhnlich hoch ist, kann die Wohnungsbaukredit/BIP-Lücke herangezogen werden.¹⁵ Die Lücke wird berechnet als Abweichung des Verhältnisses von Wohnungsbaukrediten zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) von seinem längerfristigen Trend. Sie ist in den vergangenen Jahren deutlich angestiegen, lag Ende 2019 allerdings nur knapp im positiven Bereich. Im ersten Quartal 2020 stieg der Indikator spürbar an, da das BIP in Folge der Corona-Pandemie sank.

Bis Anfang 2020 gab es keine Anzeichen, dass sich die Kreditvergabestandards in der Breite stark verschlechtert hätten. Zwar zeigten Sonderumfragen zur Wohnimmobilienfinanzierung gewisse Lockerungstendenzen im Zeitraum 2016 bis 2018 an. Die qualitativen Informationen der vierteljährlichen Umfrage des Eurosystems zur Kreditvergabe der Geschäftsbanken (Bank Lending Survey: BLS) deuten seit Anfang 2019 jedoch darauf hin, dass die Standards tendenziell verschärft wurden. Zudem war die Verschuldung der privaten Haushalte im Aggregat nach wie vor niedrig, auch wenn sie im Berichtszeitraum leicht anstieg.

Der Ausschuss konnte im Berichtszeitraum keine Spirale aus stark steigenden Wohnimmobilienpreisen und -krediten sowie erodierenden Kreditvergabestandards feststellen. Gleichwohl gab der Ausschuss zu bedenken, dass Datenlücken nach wie vor eine genauere Einschätzung der Kreditvergabestandards erschweren und die laufenden Arbeiten zur Schließung der Datenlücken daher zu begrüßen seien.

¹² Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben der bulwiengesa AG.

¹³ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020).

¹⁴ Der langjährige Mittelwert wird für den Zeitraum von Beginn der 1980er Jahre bis zum Ende des ersten Quartals 2020 berechnet.

¹⁵ Zur Berechnungsmethodik vgl.: Deutsche Bundesbank (2019b), S. 52 sowie Kasten „Maße für zyklische Risiken im Finanzsystem“ auf S. 44.

Die starken Preisanstiege und Überbewertungen bergen die Gefahr, dass die Werthaltigkeit von Sicherheiten für Wohnimmobilienkredite überschätzt wird.

Kreditgeber und Kreditnehmer könnten die außergewöhnlich positive wirtschaftliche Entwicklung der vergangenen Jahre fortgeschrieben und die Werthaltigkeit von Wohnimmobilien als Kreditsicherheiten überschätzt haben. Die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf den Wohnimmobilienmarkt waren bis zum Ende des Berichtszeitraums noch nicht abschätzbar. Sollte der Konjunktureenbruch im Zuge der Corona-Pandemie jedoch mit fallenden Immobilienpreisen einhergehen, könnten sich die Anzahl und die Verlustquote ausfallender Kredite deutlich erhöhen. Dadurch würde das Eigenkapital der Banken zusätzlich unter Druck geraten. Der Konjunktureenbruch muss jedoch nicht zwangsweise mit fallenden Immobilienpreisen einhergehen. So könnten Wohnimmobilien in einem Umfeld hoher Unsicherheit auch als sichere Anlage angesehen und verstärkt nachgefragt werden.

Der ESRB warnte Deutschland vor Verwundbarkeiten am inländischen Wohnimmobilienmarkt.

Der ESRB stellte im Jahr 2019 für Deutschland makroprudenziellen Handlungsbedarf fest.¹⁶ So sollen insbesondere Datenlücken geschlossen und einkommensbezogene Instrumente für den Wohnimmobilienmarkt geschaffen werden. Im Zuge der Strategie des Ausschusses zur Schließung von Datenlücken hat das BMF einen Entwurf für eine Rechtsverordnung vorgelegt und konsultiert. Die Finanzstabilitätsdatenerhebungsverordnung (FinStabDEV) soll im Laufe des Jahres 2020 verabschiedet werden und es der Bundesbank in Zukunft ermöglichen, von gewerblichen Kreditgebern Daten zu Kreditvergabestandards von Wohnimmobilienfinanzierungen privater Haushalte anzufordern. Mittels dieser Erhebung soll die Bundesbank eine entsprechende standardisierte und repräsentative Datenbasis aufbauen.

Die Entwicklungen am Gewerbeimmobilienmarkt haben zum Aufbau zyklischer Risiken im deutschen Finanzsystem beigetragen.

Die Preise für Gewerbeimmobilien stiegen in den vergangenen Jahren stark an. Dieser Trend setzte sich im Jahr 2019 bei den Büroimmobilien fort; bei Einzelhandelsimmobilien verlangsamte er sich jedoch spürbar. Diese Preisanstiege dürften nicht zuletzt auf eine hohe Nachfrage nach Gewerbeimmobilien zurückzuführen sein und gingen mit einer dynamischen Vergabe von Krediten einher. Der Ausschuss äußerte Bedenken darüber, dass Gewerbeimmobilienkredite bei signifikanten Instituten häufig mit endfälligen Darlehens- sowie variablen Zinsvereinbarungen ausgestaltet sind und an Gewerbeimmobilien-Objektgesellschaften vergeben werden, bei denen gegenüber den Investoren keine oder nur eingeschränkte Rückgriffsmöglichkeiten bestehen.¹⁷ Dies kann Kreditgeber verwundbarer machen.

Lebensversicherer**Die niedrigen Zinsen setzten den deutschen Lebensversicherungssektor weiter unter Druck.**

Den langfristigen Zahlungsverprechen der Versicherer stehen in der Regel weniger langfristige Kapitalanlagen auf der Aktivseite gegenüber. Angesichts der niedrigen Zinsen war es im Berichtszeitraum weiterhin schwierig, bei der Neuanlage auskömmliche Renditen am Markt zu erzielen. Der daraus entstehende Ertragsdruck könnte die Anreize

¹⁶ Vgl.: European Systemic Risk Board (2019).

¹⁷ Die Gruppe der signifikanten Institute bezieht sich hier auf die deutschen Institute, die direkt von der EZB beaufsichtigt werden.

erhöhen, größere Risiken einzugehen. Zwar zeigten die Solvenzquoten, dass der Lebensversicherungssektor insgesamt über hohe Eigenmittelpuffer verfügte. Anhaltend niedrige Zinsen lassen die Eigenmittel jedoch abschmelzen. Hält das Umfeld niedriger Zinsen für lange Zeit an, könnten die verfügbaren Eigenmittel einiger Lebensversicherer nicht mehr ausreichen, um die regulatorischen Anforderungen zu erfüllen. Insgesamt gelangte der Ausschuss zu der Einschätzung, dass langfristig niedrige Zinsen die Widerstandsfähigkeit des Sektors senken würden.

Abrupt steigende Zinsen stellen ebenfalls ein relevantes Risikoszenario dar. Im Falle eines abrupten Zinsanstieges erhöht sich für die Versicherungsnehmer tendenziell die Attraktivität anderer Anlageformen gegenüber den Lebensversicherungsverträgen. Dies liegt daran, dass die Rückkaufswerte dieser Versicherungsverträge in Deutschland vom Marktzins unabhängig sind. Damit besteht prinzipiell das Risiko, dass bei einem abrupten Zinsanstieg eine Kündigungswelle folgt. Die Lebensversicherer wären in diesem extremen Szenario hohen Liquiditätsabflüssen ausgesetzt, die sie dazu zwingen könnten, Vermögenswerte unter hohen Preisabschlägen zu veräußern.

Die makroprudenziellen Elemente sollten bei der Überarbeitung der Solvency-II-Richtlinie gestärkt werden. Der Ausschuss diskutierte Teile der Konsultation der EIOPA zur Überarbeitung der Solvency-II-Richtlinie. Aus makroprudenzieller Sicht sind mögliche Änderungen bei der Extrapolation der Zinskurve zur Bewertung versicherungstechnischer Rückstellungen besonders relevant. Der Ausschuss sprach sich dafür aus, dass den Unternehmen ausreichende Übergangszeiträume zugestanden werden, falls eine Verschiebung des Startpunktes der Extrapolation bei der Zinskurve umgesetzt werden sollte. Der Ausschuss befürwortete zudem, die Volatilitätsanpassung weiterzuentwickeln. Durch dieses makroprudenzielle Element wird in Solvency II der Einfluss kurzfristiger Schwankungen am Kapitalmarkt auf die Solvenzquoten vermindert.

Cyberisiken

Mit voranschreitender Digitalisierung werden Finanzmarktakteure potenziell verwundbarer gegenüber Cyberisiken.¹⁸ Hierzu trägt nicht zuletzt bei, dass Prozesse zunehmend an IT-Dienstleister ausgelagert werden. Im Berichtszeitraum haben mehrere Vorfälle die bestehenden Verwundbarkeiten gegenüber Cyberisiken offengelegt. So stehen Marktteilnehmer häufig mit einigen großen und zentralen IT-Dienstleistern vertraglich in Verbindung. Daraus ergibt sich das Risiko, dass bei einem Cybervorfall bei einem großen zentralen Dienstleister mehrere Institute betroffen sind. Perspektivisch könnten solche wiederkehrenden Cybervorfälle dazu führen, dass die Öffentlichkeit Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des deutschen Finanzsystems verliert. Zudem könnten Cyberisiken mit zunehmenden geopolitischen Konflikten ansteigen. Hierbei spielen unter anderem staatlich unterstützte Hacker eine große Rolle, denen umfangreiche finanzielle und personelle Ressourcen für ihre Angriffe zur Verfügung stehen. Als wichtigste Maßnahmen sieht der

¹⁸ Unter Cyberisiken wird die Kombination der Eintrittswahrscheinlichkeit und der Auswirkung eines Cybervorfalles verstanden. Der Begriff des Cybervorfalles umfasst nach dem Verständnis des Financial Stability Board sowohl Ereignisse, deren Ursache böswillige Aktivität ist, als auch solche, welche andere Ursachen haben („whether resulting from malicious activity or not“); vgl.: Financial Stability Board (2018).

Ausschuss, eine flächendeckende Meldepflicht sicherzustellen und die Eingriffsbefugnisse der Aufsicht bei beauftragten IT-Dienstleistern zu erweitern.

Stablecoins

Stablecoins könnten potenziell als weltweites Zahlungsmittel verwendet werden.

Stablecoins sind digitale Krypto-Token, deren Wert an einen oder mehrere Vermögenswerte gebunden ist. Hierdurch soll der Wert der Stablecoins weniger stark schwanken, als dies bei anderen Krypto-Token wie Bitcoin der Fall ist. Der Ausschuss kam zu der Einschätzung, dass sich Risiken aus Stablecoins vor allem aus der Dynamik der Finanzströme innerhalb eines Systems oder zwischen mehreren Systemen und dem gesamten Finanzsystem ergeben können. Inwieweit Stablecoin-Systeme die Finanzstabilität gefährden können, hängt maßgeblich davon ab, wie groß sie sind und wie stark sie mit anderen Bereichen des Finanzsystems verflochten sind. Gleichzeitig gab der Ausschuss zu bedenken, dass die vorliegenden Informationen noch keine belastbare Bewertung der tatsächlichen Risiken zulassen.

Im Zusammenhang mit Stablecoins wurden auch Forderungen laut, digitales Zentralbankgeld zu schaffen.

Der Ausschuss diskutierte einen ersten Sachstand und betonte, dass es wichtig sei, mögliche Auswirkungen verschiedener Ausgestaltungen von digitalem Zentralbankgeld besser zu verstehen. So könnte die Einführung von digitalem Zentralbankgeld strukturelle Änderungen im Bankensystem auslösen.

Quellenverzeichnis

Ausschuss für Finanzstabilität (2019a), Empfehlung zur Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers, AFS/2019/1, Mai 2019.

Ausschuss für Finanzstabilität (2019b), Sechster Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Mai 2019.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2019), Allgemeinverfügung zur Quote des inländischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, Juni 2019.

Del Negro, M., D. Giannone, M. P. Giannoni und A. Tambalotti (2017), Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest, Brookings Papers on Economic Activity, Vol 48 No 1, S. 235–294.

Deutsche Bundesbank (2017), Monatsbericht, Oktober 2017.

Deutsche Bundesbank (2019a), Der Ausschuss für Finanzstabilität empfiehlt die Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers und veröffentlicht seinen sechsten Jahresbericht, Pressenotiz, Mai 2019.

Deutsche Bundesbank (2019b), Finanzstabilitätsbericht.

Deutsche Bundesbank (2020), Monatsbericht, Februar 2020.

European Systemic Risk Board (2019), Warnung des ESRB zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Deutschlands, ESRB/2019/11, September 2019.

Financial Stability Board (2018), Cyber Lexicon, November 2018.

Holston, K., T. Laubach und J. C. Williams (2017), Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants, *Journal of International Economics*, Vol 108 No S1, S. 59–75.

2 Teilaspekte der Risikolage

2.1 Das internationale makroökonomische und finanzielle Umfeld

Der Ausschuss befasste sich im Berichtszeitraum mit Risiken aus dem internationalen Umfeld und deren möglichen Rückwirkungen auf das deutsche Finanzsystem. Im Fokus standen unter anderem das Risiko abrupter Preisrückgänge an den internationalen Finanzmärkten sowie die Verschuldung nichtfinanzieller Unternehmen weltweit und öffentlicher Haushalte im Euroraum. Darüber hinaus diskutierte der Ausschuss die Auswirkungen protektionistischer Maßnahmen einzelner Länder und die Folgen des Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU (Brexit). Der Ausschuss betonte dabei die Verantwortung von Marktteilnehmern und Unternehmen, ausreichend Vorsorge für verschiedene Risikoszenarien zu treffen.



Die Bewertungen waren in mehreren Segmenten der internationalen Finanzmärkte im Jahr 2019 trotz der verhaltenen globalen Wachstumsaussichten hoch. Gewinne börsennotierter europäischer Unternehmen sanken und das Gewinnwachstum US-amerikanischer Unternehmen verlangsamte sich stark. Bis Anfang 2020 spiegelten sich die damit verbundenen größeren Ausfallrisiken jedoch nicht in höheren Risikoprämien an den Märkten für Unternehmensanleihen wider (Schaubild 2.1.1). An den Aktienmärkten erschienen die Bewertungskennzahlen hoch, insbesondere für den amerikanischen Markt. Die Kurse an den internationalen Finanzmärkten wurden in erheblichem Maße durch die sinkenden risikolosen Zinsen gestützt.

Nach Ausbruch der Corona-Pandemie fielen die Kurse an den Märkten für Unternehmensanleihen und Aktien im Februar und März 2020 abrupt. Risikoaufläge von Unternehmensanleihen stiegen sehr schnell und erreichten Werte, die typischerweise während einer Rezession auftreten. Bei hoher Unsicherheit ging die Marktliquidität zurück, was die Kursrückgänge insbesondere bei Unternehmensanleihen verstärkt haben dürfte. Auch die Differenz der Renditen zwischen Staatsanleihen von vergleichsweise hoch verschuldeten Ländern im Euroraum und Bundesanleihen weitete sich stark aus. An den Aktienmärkten sanken die Bewertungen deutlich unter ihren langfristigen Durchschnitt. In einem Umfeld hoher Risikoaversion erreichte die implizite Aktienmarktvolatilität zwischenzeitlich ein neues Allzeithoch. Insbesondere Bankaktien sowie Aktien von Unternehmen, deren Tätigkeit besonders von den Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie betroffen war, verloren an Wert. Hierunter fallen beispielsweise Unternehmen aus den Branchen Freizeit, Energie, Automobil und Transport. Insgesamt verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen an den Märkten erheblich. Gleichzeitig wurden Investoren durch Kursverluste und erhöhte Ausfallrisiken belastet.

Am Markt für Unternehmensanleihen dürfte die Liquidität umso stärker abnehmen, je mehr Anleihen in das verhältnismäßig kleine Segment Non-Investment-Grade herabgestuft werden. In den letzten Jahren ist das Segment von Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating, also der niedrigsten Stufe im Investment-Grade-Bereich, auffällig stark

gewachsen. Die sich abzeichnende Rezession hat bereits zu umfangreichen Herabstufungen geführt. Nach Ausbruch der Corona-Pandemie konnten Unternehmen aus dem Segment Non-Investment-Grade aufgrund fehlender Nachfrage von Investoren im weiteren Verlauf des ersten Quartals 2020 kaum Anleihen emittieren.

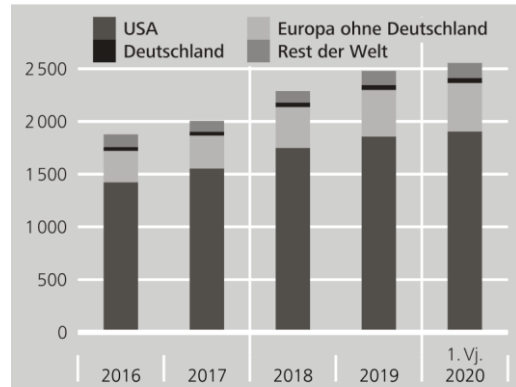
Höhere Schulden von Unternehmen mit durchschnittlich schwächeren Bonitätsnoten stehen auch mit den niedrigen Zinsen im Zusammenhang.

In den letzten Jahren mussten Unternehmen, die den Anteil der Fremdfinanzierung erhöhten, nur in relativ geringem Maße höhere Finanzierungskosten in Kauf nehmen. Schulden nichtfinanzieller Unternehmen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt sind in den USA, China und einigen Schwellenländern besonders stark gestiegen. In den USA und in Europa ist unter anderem das Segment der syndizierten Kredite an Unternehmen mit einem Rating unterhalb des Investment-Grade-Bereichs auffällig schnell gewachsen.¹⁹ Der weltweite Bestand dieser Leveraged Loans wird Ende März 2020 auf etwas mehr als 2 550 Mrd US-\$ geschätzt, wovon 75% auf amerikanische, 1,9% auf deutsche und 18% auf sonstige europäische nichtfinanzielle Unternehmen entfallen (Schaubild 2.1.2).

Leveraged Loans^{*)} nach Herkunft des Schuldners

Schaubild 2.1.2

ausstehende Volumina in Mrd US-\$, Jahresendstände



Quelle: Bloomberg. * Kredite (Laufzeitkredite und revolving Kreditfazilitäten) an Unternehmen mit erhöhtem Ausfallrisiko. Deutsche Bundesbank

Der Anteil der Leveraged Loans deutscher nichtfinanzieller Unternehmen entspricht 1,3% des nationalen BIP. Somit finanzieren sich in Deutschland ansässige Unternehmen nur in geringem Maße im Segment der Leveraged Loans. Der Ausschuss schätzte deshalb die Risiken für die Refinanzierung deutscher Unternehmen aus Anspannungen am Markt für Leveraged Loans nicht als sehr hoch ein. Allerdings könnte das deutsche Finanzsystem durch Geschäftsaktivitäten deutscher Banken in diesem Marktsegment sowie durch Ansteckungseffekte getroffen werden.

Die Risiken an den Märkten für Leveraged Loans sind in den vergangenen Jahren gestiegen.²⁰

Die Kreditqualität, gemessen an Bonitätsnoten und Kennzahlen zur Verschuldung der kreditnehmenden Unternehmen, hat abgenommen. Gleichzeitig wurden Anlegerschutzklauseln für Leveraged Loans gelockert.²¹ Beispielsweise wurden Covenants wie Begrenzungen für die Verschuldung gelockert. Knapp ein Viertel des Gesamtmarktes der Leveraged Loans wurde in Collateralised Loan Obligations (CLOs) verbrieft und an Investoren verkauft. Auch wenn andere Finanzintermediäre wie Versicherer und Fonds in den letzten Jahren verstärkt Leveraged Loans gekauft haben, halten Banken weiterhin den größten Teil dieser Kredite. Die Bestände sind dabei relativ stark bei einigen Großbanken konzentriert.

Der Ausschuss nahm zur Kenntnis, dass auch einige der großen, systemrelevanten deutschen Banken Bestände an Leveraged Loans und CLOs halten. Diese Banken nehmen zum Teil zusätzlich auch eine bedeutende Marktstellung bei der Weitergabe

¹⁹ Die syndizierten Kredite werden von einer Gruppe von Banken bereitgestellt. Eine oder mehrere Banken agieren dabei als Konsortialführer. D. h. sie strukturieren und verwalten den Kredit.

²⁰ Vgl.: Financial Stability Board (2019), S. 7.

²¹ Vgl.: Financial Stability Board (2019), S. 18ff.

syndizierter Kredite an andere Investoren ein. Der einheitliche europäische Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism: SSM) beobachtet die entsprechenden Aktivitäten der Institute im Euroraum. Für deutsche Versicherer und Fonds deuteten Informationen aus dem regulären Meldewesen an, dass die Risiken aus Leveraged Loans begrenzt sind. So schienen diese Anlagen nur einen eher geringen Anteil an den Bilanzen dieser Intermediäre auszumachen.

Entwicklungen in Europa

Die Verschuldung der meisten Mitgliedstaaten des Euroraums war in den vergangenen Jahren zwar rückläufig, ist in vielen Staaten jedoch weiterhin hoch. Die Verschuldungsquote, definiert als die Verschuldung der öffentlichen Haushalte im Verhältnis zum BIP, lag etwa in Griechenland mit 177% und in Italien mit 135% Ende 2019 deutlich über dem EU-Durchschnitt von 79%.



Nachdem im vorherigen Berichtszeitraum die Risikowahrnehmung von Marktteilnehmern in Bezug auf die Verschuldung Italiens zunahm, befasste sich der Ausschuss mit potenziellen Ansteckungskanälen. Im Jahr 2019 fragten ausländische Investoren wieder verstärkt italienische Staatspapiere nach, da sich unter anderem die politische Lage in Italien entspannte. Zuvor hatten sich die Risikoprämien für italienische Staatsanleihen im Zuge der Regierungsbildung Mitte 2018 und der damit verbundenen Erwartungen über die weitere Entwicklung der öffentlichen Finanzen Italiens abrupt erhöht.²² Der Anteil, den ausländische Investoren an den ausstehenden Schulden italienischer öffentlicher Haushalte halten, stieg zwischen Februar 2019 und Februar 2020 um 3,2 Prozentpunkte auf 32,0%. Der Anteil

italienischer Staatsanleihen in den Portfolios italienischer Banken sank im gleichen Zeitraum leicht und betrug im Februar 2020 26,4% (Schaubild 2.1.3).

Die Forderungen des deutschen Bankensystems gegenüber dem italienischen Staat blieben im Jahr 2019 weitgehend unverändert. Die Forderungen beliefen sich Ende 2019 auf 30,5 Mrd €. Dies entsprach rund 6,3% des Kernkapitals des deutschen Bankensystems. Die Forderungen gegenüber italienischen Banken nahmen leicht zu und betrugen 32 Mrd €, was rund 6,5% des Kernkapitals entsprach (Schaubild 2.1.4). Das deutsche Finanzsystem könnte auch über indirekte Kanäle von Risiken aus der Verschuldung Italiens getroffen werden. Beispielsweise sind deutsche Banken über ihre Forderungen gegenüber Banken aus anderen

²² Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2019), S. 9.

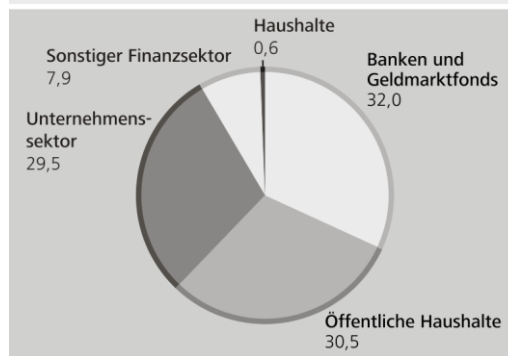
Ländern, insbesondere aus Frankreich und Spanien, indirekt mit italienischen Schuldnern vernetzt. Je höher die Forderungen der internationalen Banken gegenüber Italien sind, umso größer ist diese indirekte Vernetzung.

Die Folgen der Corona-Pandemie für die Zunahme der Verschuldung in Europa sind zum Ende des Berichtszeitraums in ihrem Ausmaß noch nicht abzusehen.

Europaweit wurden umfangreiche staatliche Hilfsprogramme angekündigt, um die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie abzumildern. Diese Hilfsprogramme tragen dazu bei, einem noch stärkeren Rückgang der Wirtschaftsleistung entgegenzuwirken und Insolvenzen sowie einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu begrenzen. Damit stützen diese Maßnahmen auch mittelbar die Finanzstabilität und wirken präventiv. Gleichzeitig könnte die sich abzeichnende schwere Rezession auch Risiken für die Finanzstabilität bergen. Die staatlichen Maßnahmen dürften zu deutlich steigenden Schuldenquoten in Europa führen.

Forderungen des deutschen Bankensystems^{*)} gegenüber italienischen Wirtschaftssektoren Schaubild 2.1.4

Mrd €, Stand: 31.12.2019



Quelle: Evidenzzentrale für Millionenkredite bei der Deutschen Bundesbank. * Einschl. Auslandsfilialen und -töchter.
Deutsche Bundesbank

Das Risiko eines ungeordneten Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU ist zu Beginn 2020 nicht eingetreten. Nach dem deutlichen Wahlsieg der konservativen Partei bei den britischen Parlamentswahlen wurde das zuvor verhandelte Austrittsabkommen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU im Januar 2020 unterzeichnet. Der Ausschuss hatte davor neben den ökonomischen Konsequenzen eines harten Brexits vor allem regulatorische Folgen diskutiert.

Trotz der Unterzeichnung des Austrittsabkommens kann es noch zu einem ungeordneten Brexit kommen. Während der laufenden Übergangsphase wollen sich die EU und das Vereinigte Königreich bis Ende 2020 auf ein Handelsabkommen verständigen und ihre zukünftigen Beziehungen regeln. Für den wechselseitigen Zugang zum Finanzmarkt sind darüber hinaus sowohl im Vereinigten Königreich als auch seitens der EU Entscheidungen über die Äquivalenz der jeweiligen Rechts- und Aufsichtsrahmen erforderlich. Sofern diese nicht im nötigen Umfang getroffen werden und die Austrittsfrist nicht verlängert wird, könnten daraus erhebliche real- und finanzwirtschaftliche Verwerfungen resultieren. Der Ausschuss betrachtete einen ungeordneten Brexit daher weiterhin als ein Risiko für die Finanzstabilität.

Einfluss des internationalen Handels

Der Ausschuss beschäftigte sich im Berichtszeitraum auch mit der Frage, inwieweit von Handelskonflikten und zunehmendem Protektionismus Risiken für die konjunkturelle Entwicklung und damit letztlich auch für das Finanzsystem ausgehen. Die Handelsgespräche zwischen den USA und China traten Anfang 2020 nach einem ersten Teilabkommen in eine neue Phase ein. Die EU verhandelt weiter mit den USA über ihre bilateralen Handelsbeziehungen und hat zudem erste Gespräche mit dem Vereinigten Königreich zu ihren wirtschaftlichen Beziehungen nach dem Brexit geführt. Da die Länder der EU, China und die USA zu den wichtigsten Handelspartnern Deutschlands gehören, ist ein

funktionierender Handel mit diesen Ländern sowohl für die deutsche Realwirtschaft als auch für das deutsche Finanzsystem von hoher Bedeutung. Handelsstreitigkeiten können grenzüberschreitende Wertschöpfungsketten stören und Unternehmen dazu zwingen, Lieferketten und Produktionsprozesse anzupassen. Auch das Vertrauen von Konsumenten kann abnehmen. Die daraus entstehenden negativen konjunkturellen Auswirkungen dürften besonders in Volkswirtschaften bedeutend sein, die wie Deutschland eng mit dem Ausland verflochten sind. An den Finanzmärkten könnte die Risikoaversion zunehmen. Finanzierungsbedingungen würden sich verschlechtern und Preise von Finanzaktiva fallen. Marktteilnehmer im Finanzsystem müssten mit entsprechenden Verlusten rechnen.

Der Handelskonflikt zwischen China und den USA dürfte bereits im Jahr 2019 zu einer konjunkturellen Eintrübung in Deutschland und im Euroraum beigetragen haben.²³ Handelsprotektionistische Maßnahmen könnten sich auch über ein verschlechtertes Geschäftsklima auf die Realwirtschaft übertragen.²⁴ Empirische Schätzungen der Bundesbank für den Zeitraum von 1988 bis 2015 geben Hinweise darauf, dass dieser Kanal in der Vergangenheit für die Transmission amerikanischer handelsbeschränkender Maßnahmen bedeutsam war. Demnach hatten bereits die Ankündigungen handelsprotektionistischer Maßnahmen signifikant negative Auswirkungen auf Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt sowie das Geschäftsklima in Deutschland und im Euroraum. Damit verbunden finden sich Hinweise auf negative Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen.

Quellenverzeichnis

Ausschuss für Finanzstabilität (2019), Sechster Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Mai 2019.

Deutsche Bundesbank (2020), Monatsbericht, Januar 2020.

Financial Stability Board (2019), Vulnerabilities Associated with Leveraged Loans and Collateralised Loan Obligations, Dezember 2019.

International Monetary Fund (2019), World Economic Outlook, Oktober 2019.

²³ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020).

²⁴ Zu Simulationen für den Euroraum, die zusätzliche Kanäle über Geschäftsklima und Finanzierungsbedingungen berücksichtigen, vgl.: International Monetary Fund (2019).

2.2 Risiken im deutschen Bankensektor

In den vergangenen Jahren haben sich zyklische Risiken im deutschen Bankensektor aufgebaut. Insbesondere die anhaltend niedrigen Zinsen und die lange Phase des wirtschaftlichen Aufschwungs haben hierzu beigetragen. Auch bei schwachem Wirtschaftswachstum hatten sich die Risiken im Jahr 2019 zunächst weiter erhöht. Nach Ausbruch der Corona-Pandemie wird auch der Bankensektor von den teils massiven negativen Auswirkungen auf Unternehmen und Haushalte betroffen sein. Wie stark und wie lange diese auf die Bankbilanzen wirken werden, war bis zum Ende des Berichtszeitraums nicht verlässlich abzuschätzen.

Verwundbarkeiten gegenüber zyklischen Systemrisiken

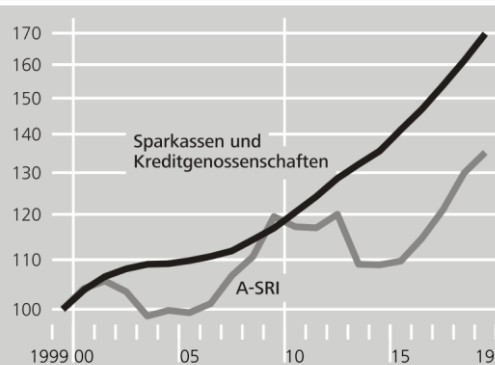
Durch die in der Vergangenheit lang anhaltend gute Konjunktur könnten Kreditrisiken in den Bankportfolios tendenziell unterschätzt sein. Aufgrund günstiger Finanzierungsbedingungen wurden in den vergangenen Jahren mehr Kredite nachgefragt. Dies äußert sich auch darin, dass die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte überdurchschnittlich stark gestiegen ist (Schaubild 2.2.1).

Dabei deutet die Sonderumfrage von Bundesbank und BaFin zu Kreditvergabestandards bei Unternehmensfinanzierungen im Jahr 2019 darauf hin, dass aufgrund der guten Lage im Unternehmenssektor die Kreditvergabe an bonitätsstarke Kreditnehmer zugenommen hat und dabei gleichzeitig die Margen zurückgingen. Mehrere Indikatoren ließen jedoch auf eine teilweise Lockerung von Vergabestandards schließen. Insbesondere bei Krediten an kleinere Unternehmen hat die Höhe der Kreditbesicherung im Durchschnitt abgenommen. Zudem wurden zunehmend Kredite vergeben, die erst am Ende der Laufzeit getilgt werden müssen.²⁵ Gleichzeitig führte der Preisanstieg bei Wohnimmobilien dazu, dass sich die Werthaltigkeit der Sicherheiten von Immobilienkrediten erhöhte. Aufgrund niedriger Kreditausfallraten und der möglicherweise überschätzten Werthaltigkeit von Kreditsicherheiten, insbesondere bei Immobilienkrediten, verringerte sich die Risikovorsorge der deutschen Banken deutlich. Bei einem Konjunktur einbruch könnte die Risikovorsorge jedoch wieder stark ansteigen. Zudem sind in den vergangenen Jahren im Einklang mit der guten konjunkturellen Entwicklung die Risikogewichte im Kreditgeschäft im Durchschnitt gesunken. Dies deutete darauf hin, dass die Kreditrisiken nach Einschätzung der Banken gesunken sind.²⁶ Dies gilt insbesondere für die A-SRI, die mehrheitlich interne Modelle verwenden, um die Eigenkapitalanforderungen für ihre Kreditrisiken zu berechnen.

Kreditvergabe an die Realwirtschaft*)

Schaubild 2.2.1

1999 = 100, log. Maßstab



Quellen: Statistisches Bundesamt, Statistiken der Bundesbank und eigene Berechnungen. * Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen.

Deutsche Bundesbank

Insbesondere bei Krediten an kleinere Unternehmen hat die Höhe der Kreditbesicherung im Durchschnitt abgenommen. Zudem wurden zunehmend Kredite vergeben, die erst am Ende der Laufzeit getilgt werden müssen.²⁵ Gleichzeitig führte der Preisanstieg bei Wohnimmobilien dazu, dass sich die Werthaltigkeit der Sicherheiten von Immobilienkrediten erhöhte. Aufgrund niedriger Kreditausfallraten und der möglicherweise überschätzten Werthaltigkeit von Kreditsicherheiten, insbesondere bei Immobilienkrediten, verringerte sich die Risikovorsorge der deutschen Banken deutlich. Bei einem Konjunktur einbruch könnte die Risikovorsorge jedoch wieder stark ansteigen. Zudem sind in den vergangenen Jahren im Einklang mit der guten konjunkturellen Entwicklung die Risikogewichte im Kreditgeschäft im Durchschnitt gesunken. Dies deutete darauf hin, dass die Kreditrisiken nach Einschätzung der Banken gesunken sind.²⁶ Dies gilt insbesondere für die A-SRI, die mehrheitlich interne Modelle verwenden, um die Eigenkapitalanforderungen für ihre Kreditrisiken zu berechnen.

²⁵ Für weitere Informationen siehe: <https://www.bundesbank.de/de/presse/pressemitteilungen/ergebnisse-des-lsi-stresstests-2019-807574>.

²⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019b), S. 47.

Die gestiegene Kreditvergabe der deutschen Banken ging im Zuge des stetigen wirtschaftlichen Aufschwungs nach der globalen Finanzkrise mit einem höheren Allokationsrisiko in ihren Kreditportfolios einher. Während des langen Konjunkturaufschwungs und des gleichzeitigen Anstiegs der Vermögenspreise verbesserte sich die Bonität im Unternehmenssektor. So nahm beispielsweise die Profitabilität auch bei vergleichsweise schwachen Unternehmen zu. In der Folge erhielten Unternehmen mit einer relativ geringen Eigenkapital- sowie Zinsdeckungsquote vermehrt Bankkredite.²⁷ Die relativ gesehen stärkeren Unternehmen hingegen finanzierten sich zunehmend über den Kapitalmarkt oder einbehaltene Gewinne.²⁸ Dies ist während eines fortgeschrittenen Aufschwungs zum Teil zu erwarten. Außerdem könnten Banken auf der Suche nach Rendite aktiv höhere Kreditrisiken eingegangen sein. Diese Entwicklungen führten in den vergangenen Jahren zu einem höheren Allokationsrisiko in den inländischen Kreditportfolios der Banken.²⁹ Das Allokationsrisiko wird dabei als das Verhältnis von relativ riskanten zu relativ wenig riskanten Unternehmenskrediten gemessen. Die Erkenntnisse zu den Allokationsrisiken beruhen auf Daten mit einem Beobachtungszeitraum bis zum Jahr 2017. Für die Finanzstabilität ist bedeutsam, dass die vergleichsweise schwächeren Unternehmen im Bestand der Kreditportfolios der Banken von einem deutlichen Konjunkturunbruch besonders betroffen wären. In diesem Fall könnten die Allokationsrisiken eintreten und dazu führen, dass der Wertberichtigungsbedarf der kreditgebenden Banken schneller anfällt und höher ausfällt als bei einer gleichmäßigeren Verteilung des Risikos in den Kreditportfolios.³⁰

Die lang anhaltend niedrigen Zinsen tragen zu den geringen Zinsmargen der Banken bei und setzen Anreize, die Fristentransformation auszuweiten. Die Zinsmarge, das heißt der Zinsüberschuss im Verhältnis zur Bilanzsumme, ist seit Anfang der 1980er Jahre im gesamten deutschen Bankensystem rückläufig. Besonders ausgeprägt ist dieser Rückgang bei den Sparkassen und Kreditgenossenschaften, die sich größtenteils über Kundeneinlagen refinanzieren. Die Zinsmarge dieser Banken hatte mit 1,8% Ende 2018 einen vorläufigen Tiefpunkt erreicht. Je länger die Zinsen niedrig und die Zinsstrukturkurve flach bleiben, desto stärker stehen die Zinsmarge und die Gewinne unter Druck, die die Banken aus der Fristentransformation erwirtschaften können.³¹ Die Einengung der Zinsmarge ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass die Banken auch angesichts eines intensiven Wettbewerbs negative Zinsen nur bedingt an die Einleger weitergeben.

²⁷ Die Zinsdeckungsquote ist als das Verhältnis von operativen Gewinnen zum Zinsaufwand definiert. Eine „Zombifizierung“ ist in diesem Zusammenhang nicht festzustellen, vgl.: Deutsche Bundesbank (2017b).

²⁸ Vgl.: European Central Bank (2018).

²⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2018); Deutsche Bundesbank (2019b); International Monetary Fund (2018).

³⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019b).

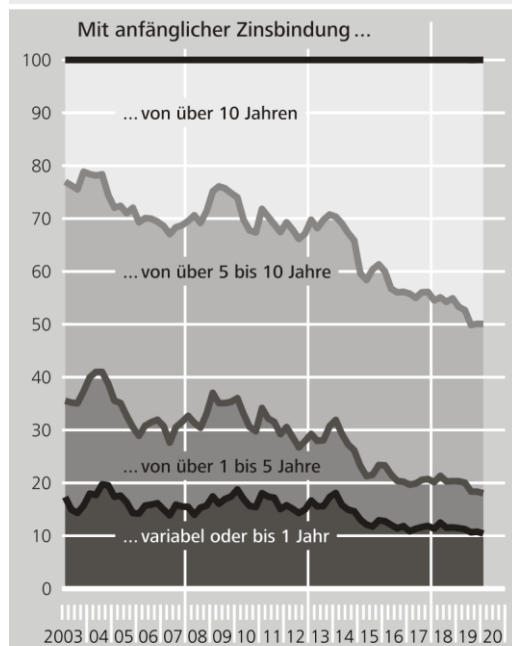
³¹ Bei der Fristentransformation werden Zinsgewinne aus dem Zinsunterschied zwischen langfristigen Anlagen und kurzfristigen Verbindlichkeiten erzielt.

In diesem Marktumfeld hatten die Banken einen Anreiz, ihre Fristentransformation auszuweiten. So erhöhten sich beispielsweise die Zinsbindungsfristen für neu vergebene Wohnimmobilienkredite (Schaubild 2.2.2). Zwar dürften die längeren Laufzeiten und Zinsbindungsfristen der Kredite unter anderem auf die höhere Nachfrage nach langfristigen Wohnimmobilienkrediten zurückzuführen sein. Banken könnten auf der Suche nach Rendite ihr Angebot an Krediten mit längeren Laufzeiten aber auch aktiv ausgeweitet haben. Sollten die Zinsen abrupt steigen, würden Risiken aus der Fristentransformation eintreten und die Institute zumindest kurzfristig unter Druck setzen. Traditionell gehen insbesondere Sparkassen und Kreditgenossenschaften hohe Zinsänderungsrisiken ein. Große, systemrelevante Banken sind diesen Risiken weniger stark ausgesetzt, da sie sich in größerem Umfang mit Zinsderivaten gegen Zinsänderungsrisiken absichern und ihr Geschäftsmodell in der Regel weniger stark auf Fristentransformation basiert.

Zinsbindungsfristen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte in Deutschland³²⁾

Schaubild 2.2.2

in %



* Berechnet als Anteil des Neugeschäftsvolumens der Kredite inländischer Banken mit jeweiliger Zinsbindung am Neugeschäftsvolumen insgesamt (enthält auch Prolongationen).

Deutsche Bundesbank

Der Ausschuss diskutierte die Auswirkungen lang anhaltend niedriger Zinsen und mögliche Implikationen für den Bankensektor.

Anhaltend niedrige Zinsen können zum Aufbau von Risiken im Bankensektor beitragen, wenn sie beispielweise zu einer höheren Risikoübernahme führen. So könnten Banken Kredite an riskantere Kreditnehmer vergeben. Auch könnten Banken bei der Kreditvergabe die Möglichkeit steigender Zinsen unzureichend berücksichtigen. Daher können auch plötzlich ansteigende Zinsen Risiken bergen.³² Im Falle eines abrupten Anstiegs der Zinsen erhöhten sich kurz- bis mittelfristig die Refinanzierungskosten der Banken und würden zu einem Wertverfall der zinstragenden Aktiva mit festgelegtem Zins führen. Zu berücksichtigen ist, dass in einem Umfeld langfristig niedriger Zinsen nahe Null die Vermögenspreise bereits auf kleine Zinsänderungen stark reagieren könnten. Zusätzlich zu den Zinsänderungsrisiken könnten bei einem Zinsanstieg auch Kreditrisiken tendenziell steigen, wenn die Zinslast der Kreditnehmer stark zunähme. Dies würde erhöhte Kreditausfallraten nach sich ziehen. Im Berichtszeitraum gab es jedoch keine Hinweise auf eine solche Entwicklung. Der Ausschuss wird die Auswirkungen langfristig niedriger Zinsen sowie eines möglichen abrupten Zinsanstiegs auf das deutsche Bankensystem mit Blick auf möglichen makroprudenziellen Handlungsbedarf weiterhin regelmäßig analysieren und bewerten.

Eine regelmäßige Sonderumfrage von Bundesbank und BaFin bestätigte die Herausforderungen, die niedrige Zinsen für die Profitabilität kleiner und mittelgroßer Banken in Deutschland darstellen. In der im Jahr 2019 durchgeführten

³² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019b). Siehe hierzu auch: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2019/pm_190923_Isi-stresstest.html.

Umfrage wurden kleine und mittelgroße Banken zur Entwicklung ihrer Ertragslage und Widerstandsfähigkeit im Niedrigzinsumfeld befragt.³³ Ihre Prognosen basierten dabei auf fünf Szenarien zur Zinsentwicklung, die von der Aufsicht vorgegeben wurden. Zusätzlich meldeten die Banken ihre eigenen Plandaten für die Jahre 2019 bis 2023. Diese Plandaten weisen auf eine höhere Bereitschaft hin, Zinsänderungsrisiken einzugehen. Die Profitabilität der betrachteten Banken würde sich deutlich verschlechtern, wenn die Zinsen weiterhin niedrig blieben oder weiter fielen. Sollten die Zinsen hingegen wieder steigen, würden die Gewinne der Banken kurzfristig deutlich sinken, da unter anderem die Kurse vieler Wertpapiere zurückgingen. Langfristig würden die Banken laut der Umfrage jedoch von einem Zinsanstieg profitieren. Zusätzlich zur Umfrage wurde ein Stresstest durchgeführt, bei dem die Institute ihre Ertragslage und Kapitalausstattung für drei Jahre simulierten. Die Ergebnisse legen nahe, dass die betrachteten Banken im Aggregat selbst im Stressszenario, in dem ein starker Konjunkturreinbruch angenommen wird, noch über eine solide Kapitalbasis verfügen würden.

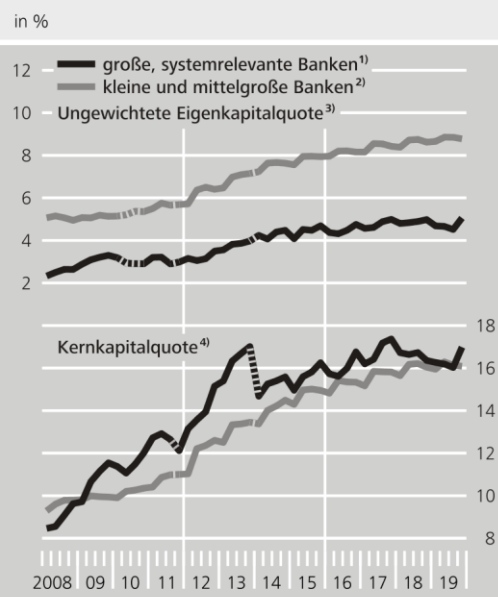
Das verfügbare Eigenkapital bestimmt entscheidend, inwieweit das Bankensystem ungünstige makroökonomische Entwicklungen abfedern kann ohne die Kreditvergabe einzuschränken. Angesichts der Verwundbarkeiten, die sich in den vergangenen Jahren aufgebaut haben, besteht die Gefahr, dass die Banken bei unerwartet negativen Entwicklungen ihre Kreditvergabe übermäßig stark einschränken und dadurch einen Konjunkturabschwung verstärken. Der Einsatz makroprudenzieller Instrumente kann die systemischen Risiken begrenzen, indem präventiv der Aufbau von Kapitalpuffern unterstützt wird. Diese Kapitalpuffer stehen dann in Stressphasen zur Verfügung, um Verluste zu tragen. Nach Ausbruch der Corona-Pandemie wird auch der Bankensektor von den teils massiven negativen Auswirkungen auf Unternehmen und Haushalte betroffen sein. Das Ausmaß und die Dauer der negativen Auswirkungen waren im Berichtszeitraum noch nicht abschätzbar.

Die Widerstandsfähigkeit des deutschen Bankensektors hat sich seit der globalen Finanzkrise deutlich verbessert; auch wenn im Jahr 2019 kaum neues Eigenkapital aufgebaut wurde. Zum ersten Mal seit der globalen Finanzkrise verringerte sich die Kernkapitalquote der Sparkassen und Kreditgenossenschaften, also deren Kernkapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva. Diese Kennzahl für die Risikotragfähigkeit sank im vierten Quartal 2019 im Vergleich zum vierten Quartal 2018 um 0,2 Prozentpunkte auf 15,5%. Die ungewichtete Eigenkapitalquote, also das Verhältnis von Kernkapital zur Bilanzsumme, veränderte sich im gleichen Zeitraum nicht nennenswert, nachdem die Quote seit der globalen Finanzkrise kontinuierlich gestiegen war. Da der Zinsüberschuss wegen der niedrigen Zinsen stark rückläufig ist, können Sparkassen und Genossenschaftsbanken weniger Gewinne thesaurieren. Gleichzeitig stiegen die Eigenkapitalanforderungen, da diese Institute die Kreditvergabe ausweiteten. Beide Entwicklungen wirkten sich insgesamt negativ auf die Eigenkapitalquoten aus.

³³ Die von BaFin und Bundesbank durchgeführte „Umfrage zur Ertragslage und Widerstandsfähigkeit deutscher Kreditinstitute im Niedrigzinsumfeld“ umfasst 1 400 kleine und mittelgroße Kreditinstitute. Im Jahr 2019 wurden zusätzlich auch Informationen zu Kreditvergabestandards, zur Bedeutung von Klimarisiken sowie zu Einlagezinsen abgefragt. Details sind abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/presse/pressemitteilungen/ergebnisse-des-lsi-stresstests-2019-807574>.

Die Eigenkapitalquote der A-SRI hat sich seit Mitte 2018 kaum verändert (Schaubild 2.2.3).³⁴ Die seit dem Jahr 2018 steigende Kreditvergabe dieser Banken führte zu höheren Eigenkapitalanforderungen. Denn die Ausweitung der Kreditvergabe an Unternehmen und Haushalte war zunehmend mit steigenden durchschnittlichen Risikogewichten verbunden. Darüber hinaus belastete unter anderem der Rückgang von Gewinnen und Gewinnrücklagen das Kernkapital im Berichtszeitraum. Nachdem die Kernkapitalquote ab dem dritten Quartal 2018 sank, erholte sie sich im vierten Quartal 2019 wieder. Sie lag aber mit 17% weiterhin unter dem Wert von 17,4%, der zum Jahresende 2017 erreicht wurde. Die ungewichtete Eigenkapitalquote der A-SRI stieg in den vergangenen zwei Jahren im Trend ebenfalls nicht an und lag im vierten Quartal 2019 bei 5,1%. Sie lag damit deutlich unter der Quote der Sparkassen und Kreditgenossenschaften. Die Diskrepanz zwischen den ungewichteten Eigenkapitalquoten war hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass bei den A-SRI die Risikodichte, also die risikogewichteten Aktiva im Verhältnis zur Bilanzsumme, kleiner ist. Dies liegt unter anderem daran, dass die A-SRI mehrheitlich ihre risikogewichteten Aktiva anhand von internen Risikomodellen berechnen. Diese Modelle gestatten im Prinzip eine genauere Abbildung der bankindividuellen Risiken als standardisierte Verfahren. Gleichzeitig reagieren die mit diesen Modellen berechneten Kapitalanforderungen risikosensitiver auf konjunkturelle Entwicklungen.

Eigenkapitalausstattung ausgewählter deutscher Banken*)
Schaubild 2.2.3



* In den Jahren 2011 und 2014 änderten sich die Bewertungen von Kernkapital und risikogewichteten Aktiva aufgrund der Eigenkapitalrichtlinien (Capital Requirements Directive) CRD III und CRD IV. **1** Umfasst die 13 anderweitig systemrelevanten Institute (A-SRI). **2** Sparkassen, Kreditgenossenschaften sowie kleine und mittelgroße Kreditbanken. **3** Kernkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme; 2010 Übergangsperiode gemäß Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz. **4** Kernkapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva.

Deutsche Bundesbank

Antizyklischer Kapitalpuffer

Mit Blick auf die Verwundbarkeit des deutschen Bankensektors gegenüber zyklischen Systemrisiken hatte der Ausschuss im Mai 2019 erstmals empfohlen, den antizyklischen Kapitalpuffer zu aktivieren. Am 27. Mai 2019 empfahl der Ausschuss der BaFin, den inländischen antizyklischen Kapitalpuffer von 0% auf 0,25% der risikogewichteten inländischen Forderungen anzuheben.³⁵ Damit nahm der Ausschuss seine gesetzlichen Möglichkeiten wahr, erforderliche und geeignete Maßnahmen zur Abwehr von Gefahren für die Finanzstabilität in Deutschland zu empfehlen. Die BaFin folgte der Empfehlung des Ausschusses und erhöhte den antizyklischen Kapitalpuffer für das dritte Quartal 2019. Den

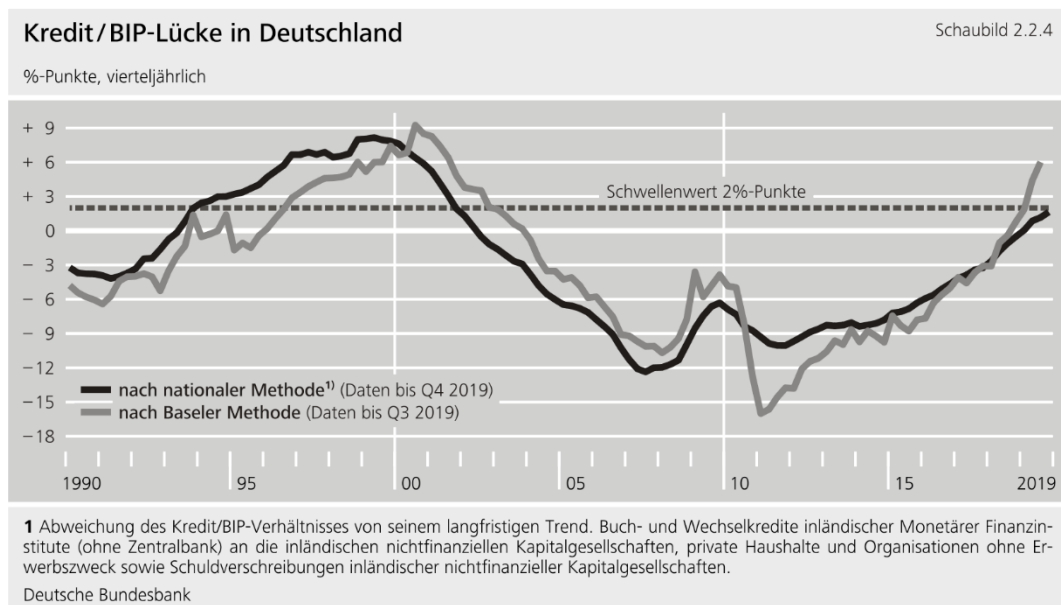
³⁴ Siehe hierzu: https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Eigenmittelanforderungen/ASRI/asri_artikel.html. Eines der anderweitig systemrelevanten Institute ist zugleich ein global systemrelevantes Institut. Für das Jahr 2020 wurden in Deutschland 12 Institute als A-SRI designiert.

³⁵ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2019).

Banken wurden 12 Monate Zeit gewährt, um diese Anforderung umzusetzen.³⁶ Die meisten Banken hätten diese neuen Anforderungen über ihr hohes freiwilliges Überschusskapital erfüllen können.³⁷

Der antizyklische Kapitalpuffer zielt darauf ab, die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems zu stärken und in Stressphasen stabilisierend auf die Kreditvergabe zu wirken.³⁸ Den Banken wurde mit der Erhöhung des Puffers ein Anreiz zum Aufbau von Eigenkapital gesetzt. Sollten die zyklischen Systemrisiken im deutschen Finanzsystem eintreten, können die Banken Verluste besser tragen. In Stressphasen kann die Aufsicht den antizyklischen Kapitalpuffer herabsetzen. Das hierdurch freigegebene Kapital kann dazu beitragen, die Kreditvergabe zu stabilisieren. Dadurch soll die Gefahr reduziert werden, dass Banken in einer Stressphase die Kreditvergabe übermäßig einschränken und ein konjunktureller Abschwung durch das Bankensystem verschärft wird.³⁹ Der antizyklische Kapitalpuffer stärkt auch die Risikotragfähigkeit derjenigen Banken, die die zusätzlichen Anforderungen aus Überschusskapital erfüllen können und kein neues Eigenkapital aufbauen müssen. Denn der antizyklische Kapitalpuffer reduziert bei diesen Banken den Spielraum, Gewinne in Form von Boni oder Dividenden auszuschütten.

Die langfristige Entwicklung wichtiger Indikatoren deutete bis Anfang 2020 eine Erhöhung der zyklischen Systemrisiken an. So war die Kredit/BIP-Lücke, die ein Frühwarn-Indikator für exzessive Entwicklungen des Finanzzyklus ist, seit Ende 2011 beinahe durchgängig gestiegen. Sie lag zum Ende des vierten Quartals 2019 nach nationaler Methode bei 1,7 Prozentpunkten (Schaubild 2.2.4).⁴⁰ Wird die Kredit/BIP-Lücke gemäß der



³⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a).

³⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019b).

³⁸ Vgl.: Tente, Stein, Silbermann und Deckers (2015).

³⁹ Vgl.: European Systemic Risk Board (2014).

⁴⁰ Die Kredit/BIP-Lücke zeigt an, inwieweit die im Inland gewährten Kredite schneller wachsen als die Wirtschaftsleistung eines Landes.

standardisierten Methode des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht berechnet, betrug sie zum zuletzt verfügbaren Zeitpunkt im dritten Quartal 2019 6 Prozentpunkte.⁴¹ Der starke Anstieg der nach der Baseler Methode berechneten Kredit/BIP-Lücke ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass sich inländische Kreditnehmer stärker im Ausland verschuldet haben. Die nationale Methode hingegen ist enger definiert und umfasst nur den inländischen Kredit- und Kapitalmarkt. Beide Indikatoren deuten auf eine dynamisch wachsende Kreditvergabe hin. Neben der Kredit/BIP-Lücke wurden weitere Indikatoren herangezogen, um die Höhe des antizyklischen Kapitalpuffers festzulegen. Insgesamt wiesen diese Indikatoren bis Anfang 2020 ebenfalls darauf hin, dass sich die zyklischen Systemrisiken erhöht hatten.

Der Ausschuss begrüßte, dass der antizyklische Kapitalpuffer wegen der ökonomischen und finanziellen Auswirkungen der Corona-Pandemie herabgesetzt wurde.⁴² Der Ausbruch der Corona-Pandemie stellt einen massiven negativen Schock für die Realwirtschaft dar, der sich auch auf das deutsche Bankensystem auswirken wird. Die Auswirkungen konnten bis zum Ende des Berichtszeitraums nicht abgeschätzt werden, führten jedoch zu abrupt veränderten ökonomischen Rahmenbedingungen. Um die Banken präventiv dabei zu unterstützen, ihre Kreditvergabe trotz der erhöhten Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung aufrechtzuerhalten, hat die BaFin im Rahmen einer Allgemeinverfügung den antizyklischen Kapitalpuffer zum 1. April 2020 auf 0% herabgesetzt. Die BaFin kommunizierte, dass voraussichtlich bis Ende 2020 keine Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers zu erwarten sei.⁴³ Der Ausschuss begrüßte die Herabsetzung des antizyklischen Kapitalpuffers und erachtete es als angemessen, dass bis Ende 2020 keine Erhöhung zu erwarten ist.

Kapitalpuffer für anderweitig systemrelevante Institute

Der Ausschuss nahm die als A-SRI eingestuften Institute sowie die jeweiligen Pufferanforderungen zur Kenntnis. Die Einstufung wird jährlich von der BaFin und der Bundesbank überprüft und umfasst Institute, die aufgrund ihrer Größe oder sonstigen Bedeutung von besonderer Relevanz für die Stabilität des Finanzsystems sind. Diese Institute unterliegen zusätzlichen aufsichtlichen Anforderungen und müssen aus makroprudenziellen Erwägungen über zusätzliches Kapital verfügen. Neben einem global systemrelevanten Institut (G-SRI), das nach einer weltweit einheitlichen Methode eingestuft wird, werden in Deutschland A-SRI mit besonderer Relevanz für das nationale Finanzsystem bestimmt. Welche Institute als A-SRI eingestuft werden, legt die BaFin jährlich im Einvernehmen mit der Bundesbank auf Basis einer gemeinsam entwickelten Methode fest. Die BaFin ordnet einen zusätzlichen Kapitalpuffer (A-SRI-Puffer) für diese Institute an. Die Höhe des A-SRI-Puffers ist abhängig vom Grad der Systemrelevanz des betreffenden Instituts und wird in vier Kapitalpufferklassen von 0,5% bis maximal 2% der risikogewichteten Aktiva festgelegt. Die A-SRI-Kapitalpufferanforderungen sind seit dem 1. Januar 2019 in voller Höhe zu erfüllen. Im Berichtszeitraum wurden 12 Institute als anderweitig systemrelevant eingestuft.⁴⁴ Im Vergleich zum

⁴¹ Für Informationen zu den Berechnungsmethoden der Kredit/BIP-Lücke vgl.: Tente, Stein, Silbermann und Deckers (2015).

⁴² Für weitere Informationen siehe: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Abt_7/2020-03-18-PM-AFS.pdf.

⁴³ Für weitere Informationen siehe: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_200331_allgvgf_antizykl_kapitalpuffer.html.

⁴⁴ Siehe hierzu: https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Eigenmittelanforderungen/ASRI/asri_artikel.html

Vorjahreszeitraum ist ein Institut unter die Identifizierungsschwelle gefallen und wird nicht länger als anderweitig systemrelevant eingestuft. Für ein anderes Institut wurden die Kapitalanforderungen verringert.

Der Ausschuss informierte sich über den aktuellen Stand der Überprüfung der A-SRI-Methode. Die BaFin und die Bundesbank haben vereinbart, dass die Methode, mit der die Höhe der A-SRI-Puffer bestimmt wird, alle drei Jahre oder anlassbezogen überprüft wird. Da die Methode zuletzt im Jahr 2017 überprüft wurde, haben die BaFin und die Bundesbank im Berichtszeitraum erste Vorschläge für eine Überarbeitung entwickelt und den Ausschuss über den Stand ihrer Arbeiten informiert. Bei der Überarbeitung soll auch der Anpassungsbedarf berücksichtigt werden, der sich durch die Umsetzung der Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive: CRD V) ergibt. Hierbei geht es insbesondere darum, dass die bisher geltende rechtliche Obergrenze des A-SRI-Puffers von 2% aufgehoben wurde, um dem systemischen Risiko der betroffenen Institute angemessen Rechnung tragen zu können. Künftig ist jedoch ab einer Pufferhöhe von 3% die Zustimmung der Europäischen Kommission (EU-Kommission) erforderlich.

Verwundbarkeiten bei US-Dollar-Finanzierung

Der Ausschuss beschäftigte sich auch mit den Risiken, die sich aus der Finanzierung des US-Dollar-Geschäfts der deutschen systemrelevanten Institute ergeben könnten. Die deutschen A-SRI wie auch andere systemrelevante europäische Banken nutzen überwiegend kurzfristige Wholesale-Finanzierungen, um US-Dollar-Aktiva über den internationalen Interbankenmarkt zu finanzieren.⁴⁵ Zu Wholesale-Finanzierungen zählen beispielsweise Wertpapier-Pensionsgeschäfte, unbesicherte Einlagen von Großkunden und Devisen-Swaps. Diese Finanzierungsquellen sind in kritischen Marktphasen jedoch nicht immer verfügbar. In Extremfällen könnten die Banken keine Anschlussfinanzierung erhalten und beispielsweise gezwungen sein, Vermögenswerte kurzfristig zu verkaufen und dabei Preisabschläge in Kauf zu nehmen. Diese strukturelle Verwundbarkeit besteht bei den deutschen und europäischen Banken weiterhin, auch wenn die Institute ihre US-Dollar-Aktiva und damit ihren Finanzierungsbedarf gesenkt und ihre gesamte Kapital- und Liquiditätsausstattung nach der globalen Finanzkrise gestärkt haben. Seit das Eurosystem US-Dollar-Tenderoperationen zu nochmals vergünstigten Zinskonditionen, in erhöhter Frequenz und bei stark verlängerter Laufzeit anbietet, werden diese verstärkt in Anspruch genommen.

Ein Teil der A-SRI zeigte bei der US-Dollar-Finanzierung Hinweise auf mögliche Verwundbarkeiten. Die Berechnung der Liquiditätsdeckungsquote (Liquidity Coverage Ratio: LCR) kann gewisse Informationen hinsichtlich der Anfälligkeit von Banken gegenüber einem plötzlichen Abzug der Finanzierung in US-Dollar liefern.⁴⁶ Die regulatorische Mindestanforderung an die LCR soll sicherstellen, dass der bestehende Liquiditätspuffer den

⁴⁵ Vgl.: International Monetary Fund (2019).

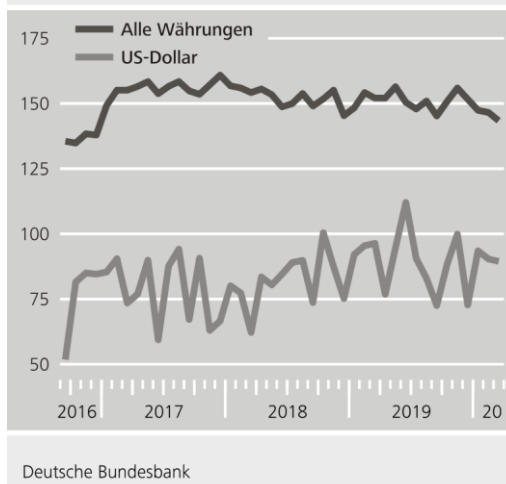
⁴⁶ Die LCR ist eine aufsichtliche Kennzahl des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht, welche die kurzfristige Zahlungsfähigkeit einer Bank misst.

Liquiditätsabfluss für eine Stressphase von 30 Tagen mindestens decken kann. Diese Anforderung gilt jedoch nur auf Gesamtinstitutsebene und nicht für einzelne Geschäfts- oder Währungsbereiche wie zum Beispiel das US-Dollar-Geschäft. Insgesamt wird die Anforderung von den deutschen A-SRI erfüllt, sodass die Banken nicht notwendigerweise einem Liquiditätsrisiko ausgesetzt sind (Schaubild 2.2.5). Eine isolierte Betrachtung ihrer Liquiditätsausstattung in US-Dollar zeigt jedoch, dass die bestehenden US-Dollar-Liquiditätspuffer eine hohe Volatilität aufweisen und bei einem Teil der A-SRI zeitweise nicht ausreichen würden, um den US-Dollar basierten Abfluss von Liquidität im Stressfall zu decken. Eine Abschätzung, inwieweit im Stressfall andere nicht auf US-Dollar lautende Liquiditätspuffer zur Deckung des Liquiditätsbedarfs in US-Dollar genutzt werden können, liefert die LCR allerdings nicht. Der Ausschuss wird die möglichen Risiken aus der US-Dollar-Finanzierung weiter beobachten und analysieren. Als risikomindernd dürfte sich auch ausgewirkt haben, dass im Zuge der Corona-Pandemie die USD-Swap-Linien zwischen der US-Notenbank und anderen Notenbanken weltweit ausgeweitet und entsprechende Tenderoperationen durchgeführt wurden.

Liquiditätsdeckungsquote der großen, systemrelevanten Banken

Schaubild 2.2.5

in %, gewichteter Durchschnitt

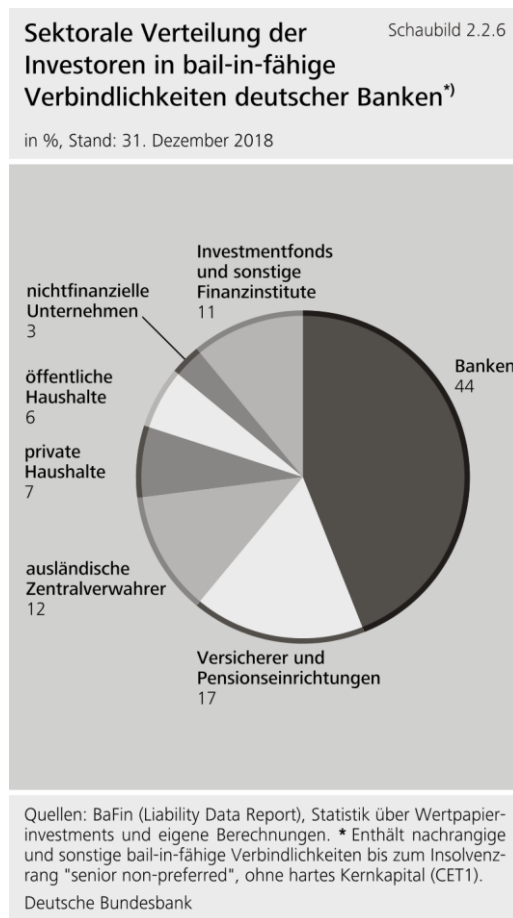


Vernetzung durch bail-in-fähige Verbindlichkeiten

Der Ausschuss beschäftigte sich mit der Halterstruktur von bail-in-fähigen Verbindlichkeiten. Die Verordnung, mit der der Einheitliche Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism: SRM) geschaffen wurde, trat im Jahr 2016 in Kraft. Die SRM-Verordnung stellt für die Abwicklung von Instituten vier verschiedene Instrumente zur Verfügung, darunter auch das Bail-in-Instrument. Wird im Rahmen einer Abwicklung das Bail-in-Instrument angewendet, können damit Halter bail-in-fähiger Verbindlichkeiten herangezogen werden, um Verluste zu tragen. Bei einem solchen Bail-in würden jedoch zuerst die Eigentümer des Instituts und erst danach die Gläubiger nachrangiger Verbindlichkeiten und sonstiger bail-in-fähiger Verbindlichkeiten herangezogen.⁴⁷ Reicht die Widerstandsfähigkeit der Halter der bail-in-fähigen Instrumente nicht aus, um eintretende Verluste aus dem Bail-in zu absorbieren, könnte die Abwicklungsfähigkeit der Institute und letztlich die Glaubhaftigkeit des Abwicklungsregimes insgesamt beeinträchtigt sein. Dies könnte insbesondere dann der Fall sein, wenn ein großer Teil der bail-in-fähigen Verbindlichkeiten von privaten Haushalten oder innerhalb des Bankensektors gehalten wird. Sollten private Haushalte stark von einem Bail-in betroffen sein, könnte auch das Vertrauen in andere Banken sinken. Alternativ könnten politische Widerstände einen Bail-in privater Haushalte erschweren. Innerhalb des Bankensektors könnte es bei Anwendung des Bail-in-Instrumentes zu direkten Ansteckungen

⁴⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017a), S. 34ff. Bei den sonstigen bail-in-fähigen Verbindlichkeiten handelt es sich insbesondere um „Non-preferred-Senior-Anleihen“, d. h. nicht nachrangige und nicht-strukturierte Schuldtitel (§ 46f Abs. 6, Abs. 9 KWG).

kommen, wenn Banken über bail-in-fähige Verbindlichkeiten stark miteinander vernetzt sind. Hierdurch könnte im Extremfall die Stabilität des gesamten Bankensektors gefährdet werden.



Deutsche Banken halten einen großen Anteil der bail-in-fähigen Verbindlichkeiten anderer deutscher Banken, was grundsätzlich zu Ansteckungsrisiken führen kann. Innerhalb Deutschlands wurden Ende 2018 44% der bail-in-fähigen Verbindlichkeiten von Banken gehalten. Auch Versicherer und Investmentfonds halten mit 28% einen substantiellen Anteil bail-in-fähiger Verbindlichkeiten deutscher Banken. Allerdings machen diese Instrumente nur einen geringen Anteil in den Anlageportfolios von Versicherern und Investmentfonds aus. Dadurch wären die möglichen Auswirkungen eines Bail-ins auf diese Halter voraussichtlich relativ gering. Der Anteil privater Haushalte als Halter von bail-in-fähigen Verbindlichkeiten ist mit 7% gering (Schaubild 2.2.6). In einem Szenario, das Verluste in Höhe von 8% der Gesamtverbindlichkeiten einer Bank annimmt, würden durchschnittlich circa zwei Drittel der Verluste durch die Eigentümer dieser Bank getragen.⁴⁸ Die restlichen Verluste müssten von den Gläubigern der nachrangigen Verbindlichkeiten und sonstigen bail-in-fähigen Verbindlichkeiten getragen werden. Etwa die Hälfte dieser Verluste entfielen auf Gläubiger aus dem Bankensektor (12,5% des gesamten Verlustes), vor allem Sparkassen und in etwas geringerem Ausmaß Genossenschaftsbanken. Die tatsächlichen Auswirkungen eines Bail-in auf eine Gläubigerbank hängen jedoch von deren individueller Widerstandsfähigkeit unter Berücksichtigung von Institutssicherungssystemen, also der Sparkassen- und Genossenschaftsverbände, ab. Private Haushalte wären mit einem Anteil von 2,5% des Gesamtverlustes nur sehr begrenzt von einem Bail-in betroffen. Um Kleinanleger in Deutschland weiter zu schützen, wird mit der Umsetzung des Bankenpakets eine Mindeststückelung in Höhe von 50.000 € gelten.⁴⁹

sektor (12,5% des gesamten Verlustes), vor allem Sparkassen und in etwas geringerem Ausmaß Genossenschaftsbanken. Die tatsächlichen Auswirkungen eines Bail-in auf eine Gläubigerbank hängen jedoch von deren individueller Widerstandsfähigkeit unter Berücksichtigung von Institutssicherungssystemen, also der Sparkassen- und Genossenschaftsverbände, ab. Private Haushalte wären mit einem Anteil von 2,5% des Gesamtverlustes nur sehr begrenzt von einem Bail-in betroffen. Um Kleinanleger in Deutschland weiter zu schützen, wird mit der Umsetzung des Bankenpakets eine Mindeststückelung in Höhe von 50.000 € gelten.⁴⁹

Quellenverzeichnis

Ausschuss für Finanzstabilität (2019), Empfehlung zur Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers, AFS/2019/1, Mai 2019.

⁴⁸ Ein Bail-in von mindestens 8% der Gesamtverbindlichkeiten einer Bank (Total Liabilities and Own Funds: TLOF) ist das Kriterium für den Zugang zum europäischen Einheitlichen Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund: SRF).

⁴⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019c), S. 31-50.

Deutsche Bundesbank (2017a), Finanzstabilitätsbericht.

Deutsche Bundesbank (2017b), Monatsbericht, Dezember 2017.

Deutsche Bundesbank (2018), Finanzstabilitätsbericht.

Deutsche Bundesbank (2019a), Der Ausschuss für Finanzstabilität empfiehlt die Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers und veröffentlicht seinen sechsten Jahresbericht, Pressenotiz, Mai 2019.

Deutsche Bundesbank (2019b), Finanzstabilitätsbericht.

Deutsche Bundesbank (2019c), Monatsbericht, Juni 2019.

European Central Bank (2018), Survey on the Access to Finance to Enterprises in the Euro Area (SAFE), April to September 2018.

European Systemic Risk Board (2014), Empfehlung zu Orientierungen zur Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer, ESRB/2014/1, Juni 2014.

International Monetary Fund (2018), Global Financial Stability Review: 2018.

International Monetary Fund (2019), Global Financial Stability Review: Vulnerabilities in a Maturing Cycle, April 2019.

Tente, N., I. Stein, L. Silbermann und T. Deckers (2015), Der antizyklische Kapitalpuffer in Deutschland: Analytischer Rahmen zur Bestimmung einer angemessenen inländischen Pufferquote.

2.3 Risiken bei deutschen Lebensversicherern

Der Versicherungssektor erfüllt eine wichtige Funktion im Finanzsystem, indem er Unternehmen, Finanzinstitute, private Haushalte und staatliche Stellen gegen finanzielle Risiken absichert. Ein Ausfall dieser Absicherung, die zumindest kurzfristig kaum durch andere Finanzintermediäre aufgefangen werden könnte, träfe die Finanz- und Realwirtschaft. Darüber hinaus spielt der Versicherungssektor insbesondere aufgrund seiner Größe und Vernetzung mit anderen Finanzmarktteilnehmern eine wichtige Rolle bei der Übertragung makrofinanzieller Schocks.⁵⁰ Deutsche Versicherer verwalteten Ende 2019 Kapitalanlagen in Höhe von 2,4 Billionen € oder 14% der finanziellen Aktiva aller deutschen Finanzintermediäre. Hierbei haben Lebensversicherer eine besondere Bedeutung, da sie Ende 2019 1,3 Billionen € oder 54% der Kapitalanlagen aller Versicherer verwalteten.

Versicherer investieren langfristig und agieren eher antizyklisch. Deshalb kommt dem Sektor im Normalfall tendenziell eine schockdämpfende Funktion zu. Im Krisenfall können auftretende Schocks allerdings auch von Versicherern in kritischer Weise verstärkt und eine systemische Krise verschärft werden. Wie in den Vorjahren hat sich der Ausschuss im Berichtszeitraum mehrfach mit der Lage des deutschen Lebensversicherungssektors auseinandergesetzt.

Verwundbarkeiten gegenüber Zinsrisiken

Das Geschäftsmodell der deutschen Lebensversicherer birgt strukturelle Verwundbarkeiten vor allem gegenüber fallenden Zinsen. Klassische Lebensversicherungsverträge beinhalten langfristige Zahlungsverprechen – insbesondere Zinsgarantien und Rentenzusagen. Diesen langfristigen Verbindlichkeiten stehen in der Regel Kapitalanlagen auf der Aktivseite gegenüber, die im Durchschnitt eine geringere Laufzeit haben. Somit gehen Versicherer bei Vertragsabschluss regelmäßig signifikante Zinsänderungsrisiken ein. Angesichts sinkender Zinsen verzeichnen die Lebensversicherer zwar steigende Marktwerte bei festverzinslichen Wertpapieren, die sie als Kapitalanlagen halten. Jedoch steigt gleichzeitig auch der ökonomische Wert ihrer Zahlungsverprechen. Dieser Effekt ist stärker als der Zuwachs der Marktwerte der Aktiva, weil die Kapitalanlagen in der Regel kürzere Laufzeiten aufweisen als die Zahlungsverprechen.⁵¹

⁵⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019), S. 91ff.

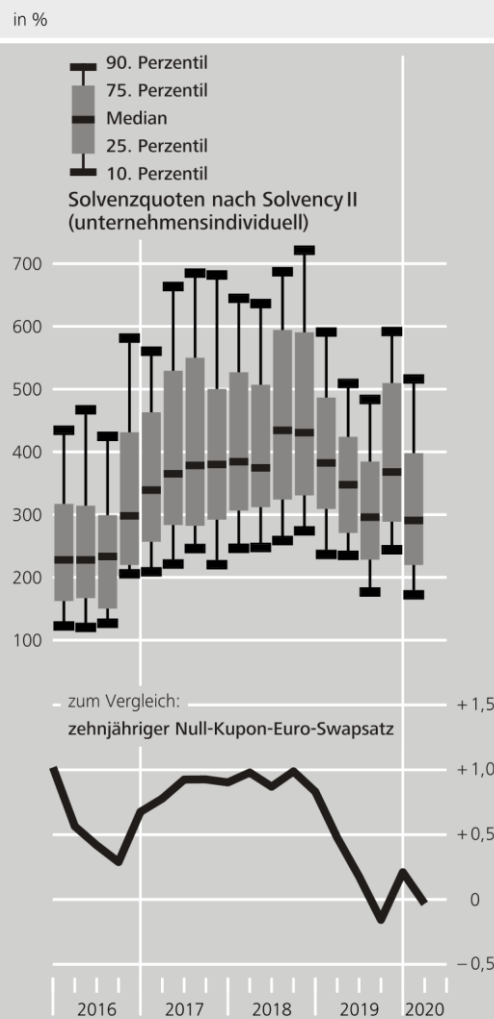
⁵¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2018), S. 95f.

Die Solvenzquoten gemäß Solvency II legen die ökonomische Risikotragfähigkeit der Lebensversicherer weiterhin nicht vollständig offen.

Im Berichtszeitraum schwankten die Solvenzquoten, gemessen als Verhältnis von Eigenmitteln zur regulatorischen Solvenzkapitalanforderung, teilweise deutlich. Nachdem sie im dritten Quartal 2019 auf 296% im Median zurückgingen, erholten sich die Solvenzquoten zum Jahresende 2019 auf 368% (Schaubild 2.3.1).⁵² Grund dafür waren vor allem die im vierten Quartal 2019 gestiegenen Zinsen: Hierdurch erhöhten sich die Eigenmittel, während gleichzeitig die Solvenzkapitalanforderungen sanken. Da rund zwei Drittel der Lebensversicherer bei der Berechnung ihrer Solvenzquoten auf Übergangsmaßnahmen zurückgreifen, bilden die Quoten die ökonomische Risikotragfähigkeit noch nicht vollständig ab.⁵³ Ohne Übergangsmaßnahmen lagen die Solvenzquoten von zehn Unternehmen Ende 2019 unter der aufsichtlich geforderten Quote von 100%. Durch die Auswirkungen der Corona-Pandemie und der in diesem Zusammenhang gesunkenen Zinsen gingen die Solvenzquoten im ersten Quartal 2020 abermals zurück. Im Median betragen sie am Ende des Berichtszeitraums 291%.

Der Lebensversicherungssektor verfügt insgesamt über eine hohe Eigenmittelausstattung, da die Eigenmittel der Mehrheit der Unternehmen zum Teil deutlich über den Anforderungen liegen. In einer Simulation der Marktwertbilanzen von Lebensversicherungsunternehmen analysierte die Bundesbank die Auswirkungen langfristig niedriger Zinsen. Blieben die Zinsen weiter so niedrig und würden die Versicherungsunternehmen gleichzeitig weder ihre Geschäftspolitik weitreichend neu ausrichten noch zusätzliche Eigenmittel aufnehmen, so könnten einige Unternehmen die aufsichtlichen Solvenzanforderungen gegebenenfalls nicht mehr erfüllen. Betroffen wären vor allem die Lebensversicherer, die umfangreiche Altbestände an Lebensversicherungsverträgen mit hohem Garantiezins aufweisen und die bisher stärker von Übergangsmaßnahmen profitiert haben. Werden die Auswirkungen langfristig niedriger Zinsen auf die handelsrechtlichen

Solvvenzquoten deutscher Lebensversicherer nach Solvency II *)
Schaubild 2.3.1



⁵² Die Solvenzquote gemäß Solvency II errechnet sich aus dem Verhältnis der Eigenmittel eines Versicherers zu den Solvenzkapitalanforderungen (Solvency Capital Requirement: SCR). Die SCR sollen dabei mindestens so hoch sein, dass eine Insolvenz maximal einmal in 200 Jahren auftritt. Dies entspricht einem Value-at-Risk zu einer einjährigen Ausfallwahrscheinlichkeit von 0,5%.

⁵³ Wendet ein Versicherer Übergangsmaßnahmen an, müssen die Rückstellungen nicht sofort vollständig auf Grundlage von Solvency II bewertet werden. Stattdessen kann bis Ende 2031 schrittweise auf die volle Solvency-II-Bewertung übergegangen werden. Für eine detaillierte Beschreibung der Übergangsmaßnahmen vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2016), S. 15f.

Bilanzen simuliert, zeigt dies, dass bei einigen Lebensversicherern wesentliche Eigenmittelreserven – insbesondere die freie Rückstellung für Beitragsrückerstattung – in einem solchen Szenario ab Mitte der 2020er Jahre aufgebraucht sein könnten.⁵⁴

Langfristig niedrige Zinsen senken die Widerstandsfähigkeit des Sektors gegenüber makrofinanziellen Schocks. Neben dem Abschmelzen von Eigenmitteln erzeugen langfristig niedrige Zinsen Ertragsdruck und setzen damit tendenziell Anreize zu erhöhter Risikoübernahme. In Solvency II erhöhen riskantere Kapitalanlagen die Eigenmittelanforderungen und reduzieren so die Solvenzquoten. Insofern sind den Unternehmen enge Grenzen hinsichtlich einer erhöhten Risikoübernahme gesetzt. Es fanden sich dennoch Hinweise darauf, dass Lebensversicherer bei der Neuanlage in festverzinsliche Wertpapiere ihre Portfolios hinsichtlich der Schuldnerratings optimierten und somit höhere Risiken übernahmen. Sowohl das Abschmelzen von Eigenmitteln als auch eine eventuell erhöhte Risikoübernahme steigern die Verwundbarkeit des Versicherungssektors gegenüber zyklischen Schwankungen und makrofinanziellen Schocks. Der Ausschuss wird die Risikoneigung im Anlageverhalten von Lebensversicherern aus makroprudenzieller Perspektive weiterhin intensiv beobachten.

Ungeachtet verhaltener Zinserwartungen stellt auch ein abrupter Zinsanstieg ein relevantes Risikoszenario dar. Marktteilnehmer rechnen damit, dass die Zinsen in den kommenden Jahren niedrig bleiben werden. Niedrige Zinsen machen den Sektor jedoch verwundbar gegenüber zukünftigen sprunghaften Zinsanstiegen. Sollten die Zinsen abrupt ansteigen, könnte es für Anleger aus finanzieller Sicht unattraktiv werden, an bereits abgeschlossenen Lebensversicherungsverträgen festzuhalten. In extremen Situationen könnten Kündigungswellen drohen.⁵⁵

Überarbeitung von Solvency II

Der Ausschuss diskutierte ausgewählte Teile der Konsultation der EIOPA zur Überarbeitung der Solvency-II-Richtlinie. Die EU-Kommission hatte in einem Call for Advice im Februar 2019 die EIOPA um eine fachliche Einschätzung gebeten. Die EIOPA legt der EU-Kommission voraussichtlich bis Ende 2020 den Abschlussbericht mit Empfehlungen vor.

Aus Sicht der Finanzstabilität sind insbesondere Änderungen bei der Extrapolation der Zinskurve und der Volatilitätsanpassung relevant. Die EIOPA veröffentlicht monatlich währungsspezifische Zinskurven, die teilweise auf Marktwerten basieren. Mittels dieser Zinskurven werden die in der jeweiligen Währung denominierten versicherungstechnischen Rückstellungen bewertet. Zur Bewertung der in Euro denominierten versicherungstechnischen Rückstellungen wird eine Zinskurve verwendet, die für Laufzeiten über 20 Jahre zu einem langfristigen Gleichgewichtszins (Ultimate Forward Rate: UFR) hin extrapoliert wird. Durch die Extrapolation wird die Bewertung der versicherungstechnischen

⁵⁴ Auf die freie Rückstellung für Beitragsrückerstattung haben die Versicherungsnehmer noch keine tatsächlichen Ansprüche erworben, sodass das Unternehmen im Falle eines drohenden Notstandes und nach Zustimmung der Aufsicht über sie verfügen kann. Deshalb zählen diese Rückstellungen zu den Eigenmitteln. Zur Erläuterung der Rückstellung für Beitragsrückerstattung vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), S. 77.

⁵⁵ Vgl.: Förstemann (2019); Deutsche Bundesbank (2018), S. 96f.

Rückstellungen weniger volatil, da sich Marktpreisschwankungen ab diesem Punkt weniger stark auf die Zinskurve auswirken.

Die EIOPA prüft, ob der Punkt geändert werden sollte, ab der die Zinskurve extrapoliert wird. Das Ziel ist es, eine potenzielle Unterbewertung der versicherungstechnischen Rückstellungen und falsche Risikomanagementanreize zu vermeiden.⁵⁶ Die EIOPA berechnete, in welchem Umfang sich eine Verschiebung von 20 Jahre auf 30 oder sogar 50 Jahre auf die Solvenzquoten der Lebensversicherer auswirken dürfte. Dabei zeigte sich, dass die Solvenzquoten europäischer Lebensversicherer deutlich sinken dürften: im Durchschnitt um 31 Prozentpunkte bei einer Verschiebung von 20 auf 30 Jahre und um 52 Prozentpunkte bei einer Verschiebung von 20 auf 50 Jahre.⁵⁷ Insbesondere deutsche und niederländische Versicherer dürften aufgrund langfristig abgegebener Garantiezusagen deutlich betroffen sein.

Falls die Extrapolation angepasst wird, sollten den Lebensversicherern Übergangszeiträume zugestanden werden, damit sie sich im aktuellen Umfeld niedriger Zinsen an höhere Kapitalanforderungen anpassen können. Die EIOPA hat in diesem Zusammenhang ergänzende Offenlegungspflichten vorgeschlagen, zum Beispiel hinsichtlich der Sensitivität gegenüber einer Veränderung der Laufzeit, ab dem die Zinskurve extrapoliert wird.⁵⁸

Die Volatilitätsanpassung kompensiert insbesondere in Zeiten einer Krise den Wertrückgang von Anleihen, der durch höhere Risikoprämien hervorgerufen wird. Sie ermöglicht einen Aufschlag auf die Zinskurve, die zur Bewertung der versicherungstechnischen Rückstellungen verwendet wird. Dieser Aufschlag wirkt entlastend auf die Solvenzquote der Versicherungsunternehmen. Er ist höher, wenn Risikoprämien von Anleihen steigen. Mit der Volatilitätsanpassung soll vermieden werden, dass die Versicherer in Krisensituationen prozyklisch auf einen Rückgang ihrer Solvenzquoten reagieren, indem sie beispielsweise riskantere Anleihen verkaufen, um ihre Solvenzanforderungen zu senken.

Die Überarbeitung von Solvency II bietet eine Gelegenheit, die makroprudenziellen Elemente von Solvency II zu stärken. Um das Risiko prozyklischen Verhaltens weiter zu reduzieren, könnte die Volatilitätsanpassung so weiterentwickelt werden, dass sie in allen Marktphasen den Einfluss kurzfristiger Kapitalmarktschwankungen auf die Solvenzquote reduziert.⁵⁹ In Krisenzeiten werden die Eigenmittel durch den Zinsaufschlag rechnerisch gestärkt. Die Versicherer können dadurch auch im Krisenfall werthaltige Kapitalanlagen mit erhöhten Risiken halten, statt sie zu ungünstigen Konditionen veräußern zu müssen. Eine Erholung an den Kapitalmärkten sollte dann wiederum dazu führen, dass der Aufschlag auf die Zinskurve reduziert wird. Um die Solvenzquoten auch dann einzuhalten, müssten Versicherer gegebenenfalls Eigenmittel aufbauen. Dies können sie, indem sie Gewinne einbehalten, Überschussbeteiligungen reduzieren oder stille Reserven realisieren.

⁵⁶ Vgl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2019a), S. 17ff.

⁵⁷ Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Berechnung lediglich auf einer Auswahl von Unternehmen aus den Sparten Lebensversicherer und Kompositversicherer beruht, die von den Änderungen am stärksten betroffen wären. Vgl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2019b), S. 69ff.

⁵⁸ Vgl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2019a).

⁵⁹ Hierfür hat sich der ESRB ausgesprochen, vgl.: European Systemic Risk Board (2020), S. 19ff.

Quellenverzeichnis

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2016), Solvency II-Übergangsmaßnahmen zur Rückstellungsbewertung: Eine erste Bestandsaufnahme, BaFin-Journal, März 2016.

Deutsche Bundesbank (2013), Finanzstabilitätsbericht.

Deutsche Bundesbank (2018), Finanzstabilitätsbericht.

Deutsche Bundesbank (2019), Finanzstabilitätsbericht.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (2019a), Consultation Paper on the Opinion on the 2020 Review of Solvency II.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (2019b), Report on Long-Term Guarantees Measures and Measures on Equity Risk.

European Systemic Risk Board (2020), Enhancing the Macroprudential Dimension of Solvency II.

Förstemann, T. (2019), Lethal Lapses: How a Positive Interest Rate Shock Might Stress Life Insurers.

2.4 Vom Immobilienmarkt ausgehende Risiken

Der Wohnimmobilienmarkt hat im deutschen Finanzsystem eine hohe Bedeutung.

Wohnungsbaukredite an private Haushalte machten im Jahr 2019 45% aller Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen aus. In der Vergangenheit haben sich in vielen Ländern Verwundbarkeiten im Finanzsystem insbesondere dann aufgebaut, wenn Preise für Wohnimmobilien stark stiegen, die Kreditvergabe gleichzeitig übermäßig ausgeweitet und Kreditvergabestandards substanziell gelockert wurden.⁶⁰ Der Ausschuss hat sich daher auch in diesem Berichtszeitraum regelmäßig mit der Entwicklung des deutschen Wohnimmobilienmarkts befasst. Die Analysen beruhen dabei insbesondere auf Indikatoren zur Preisentwicklung, Kreditvergabe und den Kreditvergabestandards.

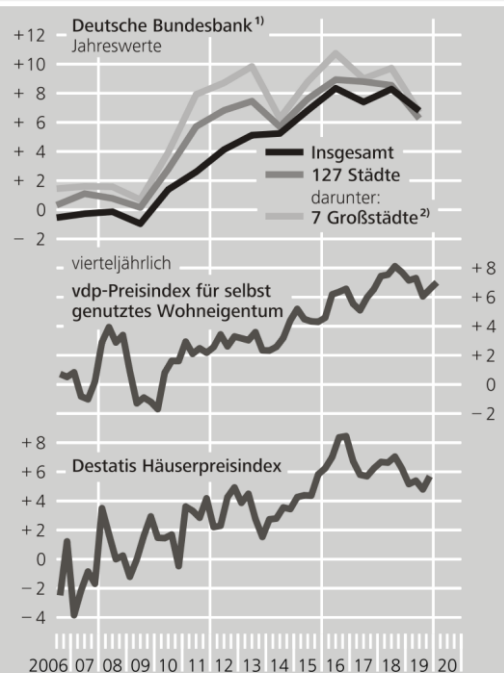
Entwicklung der Risikoindikatoren

Die Preise für Wohnimmobilien stiegen im Jahr 2019 weiterhin kräftig an, jedoch weniger stark als im Vorjahr.

Nach Berechnungen der Bundesbank erhöhten sich die Preise für Eigentumswohnungen und Häuser in Deutschland im vergangenen Jahr um 6,8%. Im Jahr 2018 waren sie hingegen noch um 8,3% angestiegen.⁶¹ Auffällig ist, dass die Preissteigerungen in den Städten spürbar rückläufig waren. In den sieben größten Städten stiegen die Preise in den vergangenen Jahren stets deutlich stärker als in Deutschland insgesamt. Im Jahr 2019 betrug der Preisanstieg in diesen Städten 6,7%, während er im Jahr 2018 noch bei 9,7% lag (Schaubild 2.4.1).⁶² Dies dürfte an den deutlichen Preissteigerungen der vergangenen Jahre sowie einer im Vergleich zum Angebot weniger stark gestiegenen Nachfrage nach Wohnraum gelegen haben.⁶³ Die Nachfrage wurde im Jahr 2019 einerseits von weiter sinkenden Zinsen für neue Wohnimmobilienfinanzierungen gestützt. So lagen die Zinsen im vierten Quartal im Durchschnitt über alle Laufzeitbänder mit unter 1,5% auf einem historischen Tiefststand. Andererseits ging die Zuwanderung zurück und die Einkommensaussichten der Haushalte trübten sich ein, was die Nachfrage reduziert haben dürfte. Trotz der abgeschwächten Preisdynamik lagen die Preise für Wohnimmobilien in den Städten im Jahr 2019 weiterhin über dem Wert, der sich

Preise für Wohnimmobilien in Deutschland Schaubild 2.4.1

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



¹ Transaktionsgewichtet. Eigene Berechnungen auf Basis von Preisangaben der bulwiengesa AG. ² Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart. Deutsche Bundesbank

⁶⁰ Vgl.: Demyanyk und van Hemert (2011); Dell'Ariccia, Igan und Laeven (2012); Jordà, Schularick und Taylor (2015).

⁶¹ Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben der bulwiengesa AG.

⁶² Die sieben größten deutschen Städte sind Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart.

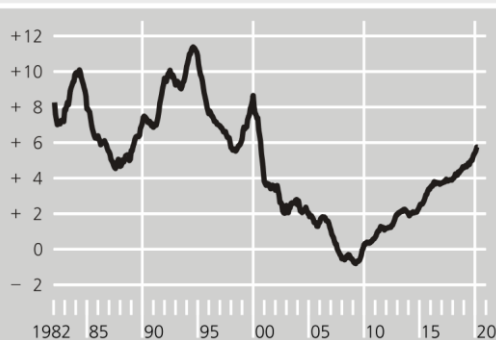
⁶³ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020), S. 53ff.

allein aufgrund von soziodemographischen und wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren ergibt. Nach Schätzungen der Bundesbank waren Wohnimmobilien in den Städten auch im Jahr 2019 zwischen 15% bis 30% überbewertet.⁶⁴

Die Corona-Pandemie hat sich im Berichtszeitraum noch nicht auf den Wohnimmobilienmarkt ausgewirkt. Mögliche Folgen der Pandemie waren noch nicht abschätzbar. Einerseits könnte die Nachfrage der privaten Haushalte aufgrund von Einkommenseinbußen zurückgehen, wodurch die Preise tendenziell sinken würden. Andererseits könnten Wohnimmobilien als vergleichsweise sichere Anlage angesehen und deshalb im Zuge der allgemein hohen Unsicherheit verstärkt nachgefragt werden. Das Angebot an Wohnimmobilien dürfte durch Verzögerungen des Baubetriebs und Einschränkungen in Vermarktung und Vertrieb von Immobilien beeinflusst werden.

Wohnungsbaukredite deutscher Banken an inländische private Haushalte¹⁾ Schaubild 2.4.2

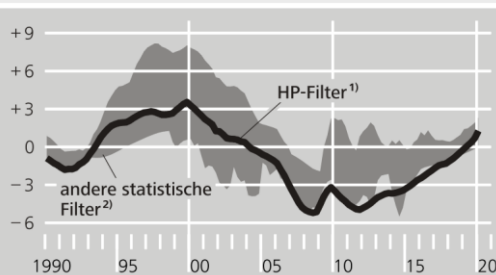
Veränderung gegenüber Vorjahr in %, saisonbereinigt, Monatsendstände



* Einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck. Bis 1991 Angaben nur für Westdeutschland.
Deutsche Bundesbank

Kredit/BIP-Lücke für Wohnungsbaukredite deutscher Banken an private Haushalte¹⁾ Schaubild 2.4.3

%-Punkte, vierteljährlich



* Abweichung des Kredit/BIP-Verhältnisses von seinem langfristigen Trend für verschiedene Berechnungsmethoden. **1** Zyklische Abweichung vom langfristigen Trend, basierend auf Hodrick-Prescott-Filter (HP-Filter, einseitig). **2** HP-Filter (zweiseitig), Christiano-Fitzgerald-Filter (einseitig und zweiseitig), Hamilton-Filter (rekursiv und nicht-rekursiv) und Dreijahresänderung.
Deutsche Bundesbank

Die Wohnungsbaukredite wuchsen im Berichtszeitraum weiter, jedoch im historischen Vergleich nicht außergewöhnlich stark. Zum Ende des ersten Quartals 2020 lag die Wachstumsrate der Bestände von Wohnungsbaukrediten deutscher Banken bei 5,7% (Schaubild 2.4.2). Damit lag sie oberhalb des langjährigen Mittelwerts von 4,8%.⁶⁵ Seit dem Jahr 2009 erhöhte sich die Wachstumsrate nahezu stetig. Zum Ende des ersten Quartals 2019 hatte sie noch bei 4,6% gelegen. Anhand der Wohnungsbaukredit/BIP-Lücke kann eingeschätzt werden, ob das derzeitige Kreditwachstum außergewöhnlich stark ist.⁶⁶ Dieser Indikator vergleicht die Abweichung des Verhältnisses von Wohnungsbaukrediten zum Bruttoinlandsprodukt von seinem längerfristigen Trend. Hohe Werte der Lücke deuten auf eine übermäßige Kreditvergabe hin. Die Wohnungsbaukredit/BIP-Lücke stieg in den vergangenen Jahren signifikant an. Sie lag Ende 2019 allerdings nur knapp im positiven Bereich (Schaubild 2.4.3). Im ersten Quartal 2020 stieg der Indikator spürbar an, da das BIP in Folge der Corona-Pandemie sank. Dennoch lag sein Wert nach wie vor deutlich unter den Werten, die in den 1990er Jahren erreicht wurden. Damals kam es in Folge der Wiedervereinigung insbesondere in Ostdeutschland zu einem starken Aufschwung am Immobilienmarkt. Angesichts des weiter gestiegenen Kreditwachstums

⁶⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020), S. 53ff. Zur Methodik des Bewertungsmodells vgl.: Kajuth, Knetsch und Pinkwart (2016).

⁶⁵ Der langjährige Mittelwert wird für den Zeitraum von Beginn der 1980er Jahre bis zum Ende des ersten Quartals 2020 berechnet.

⁶⁶ Zur Methodik zur Berechnung von Kredit/BIP-Lücken vgl.: Deutsche Bundesbank (2019), S. 44ff.

wird der Ausschuss die künftige Entwicklung der Wohnungsbaukreditvergabe weiterhin beobachten.

Sonderumfragen aus dem Jahr 2019 deuten darauf hin, dass Kreditvergabestandards bei neuen Wohnimmobilienfinanzierungen teilweise gelockert wurden.

Die Bundesbank und die BaFin sowie die EZB führten im Berichtszeitraum zwei Umfragen zu Kreditvergabestandards im gesamten deutschen Bankensystem durch.⁶⁷ Diese Umfragen zeigen unter anderem, dass sich bei der Vergabe von Wohnimmobilienkrediten das Verhältnis zwischen Darlehensvolumen und dem Marktwert der finanzierten Immobilie zuletzt leicht erhöht hatte. So stieg die durchschnittliche Loan-to-Value-Ratio (LTV) von 82% im Jahr 2016 auf 84% im Jahr 2018 an.⁶⁸ Gleichzeitig lag jedoch die durchschnittliche anfängliche Tilgungsquote neuer Kredite weiterhin auf einem im langfristigen Vergleich eher hohen Niveau.⁶⁹ Die qualitativen Informationen der vierteljährlichen Umfrage des Eurosystems zur Kreditvergabe der Geschäftsbanken zeigen für den Zeitraum von 2016 bis 2018 ebenfalls eine gewisse Lockerung der Kreditvergabestandards bei Wohnimmobiliendarlehen. Seit dem ersten Quartal 2019 deuten die Daten dieser Umfrage an, dass die Vergabestandards wieder geringfügig gestrafft wurden. Für eine belastbare Einschätzung der Kreditvergabestandards fehlt in Deutschland jedoch nach wie vor eine ausreichend granulare und standardisierte quantitative Datenerhebung.⁷⁰ Einmalige Umfragen stellen für die Banken einen hohen Aufwand dar und Daten aus unterschiedlichen Umfragen können häufig nicht direkt miteinander verglichen werden. Der Ausschuss sah daher in derartigen Umfragen keinen Ersatz für standardisierte und regelmäßige Erhebungen.

Die Verschuldung der privaten Haushalte ist zuletzt leicht gestiegen, blieb aber weiterhin auf einem relativ niedrigen Niveau.

Das Verhältnis von privater Verschuldung zum BIP ging in Deutschland von 70% im Jahr 2003 auf 53% im Jahr 2017 zurück. Seit dem dritten Quartal 2018 stieg dieses Verhältnis nur geringfügig, aber stetig, an und lag Ende 2019 bei 54,6%. Im Euroraum betrug die Quote zu diesem Zeitpunkt 58%.⁷¹ Trotz der stetigen Ausweitung der Wohnungsbaukreditvergabe an private Haushalte in den vergangenen Jahren ist die Verschuldung der Haushalte in Deutschland im internationalen und historischen Vergleich nach wie vor eher niedrig. Allerdings ermöglicht diese aggregierte Betrachtung keine Aussagen über die Verteilung der Verschuldung. Deshalb kann die Verschuldung nicht auf der Ebene der einzelnen Haushalte bewertet werden, beispielsweise im Verhältnis zu ihrem jeweiligen Einkommen.

⁶⁷ Die von BaFin und Bundesbank durchgeführte „Umfrage zur Ertragslage und Widerstandsfähigkeit deutscher Kreditinstitute im Niedrigzinsumfeld“ umfasst 1 400 kleine und mittelgroße Kreditinstitute. Im Jahr 2019 wurden zusätzlich auch Informationen zu Kreditvergabestandards, zur Bedeutung von Klimarisiken sowie zu Einlagezinsen abgefragt. Details sind abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/presse/presenotizen/ergebnisse-des-lsi-stresstests-2019-807574>. Die von der EZB durchgeführte „Umfrage zu Vergabestandards im Kreditgeschäft“ umfasst alle signifikanten Institute im Euroraum. Bei den deutschen Instituten wurden dabei unter anderem Informationen zu den Vergabestandards bei Wohnimmobilienkrediten erhoben.

⁶⁸ Der Durchschnitt bezieht sich auf das gesamte deutsche Bankensystem. Bei der Interpretation der durchschnittlichen LTVs ist zu berücksichtigen, dass diese von den befragten Banken teilweise unterschiedlich berechnet wurden. Daher muss das Niveau der LTVs vorsichtig interpretiert werden. Die Veränderung der durchschnittlichen LTV im Zeitverlauf sollte von diesen Unterschieden in der Berechnung weniger stark betroffen sein.

⁶⁹ Dies wird auch durch Angaben des Verbands deutscher Pfandbriefbanken bestätigt. Diesen Angaben zufolge erhöhte sich die durchschnittliche anfängliche Tilgungsquote von 1,9% im Jahr 2009 auf 3,1% im Jahr 2015. Seitdem liegt sie durchgängig oberhalb von 3%, vgl.: Verband deutscher Pfandbriefbanken (2020).

⁷⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019), S. 60f.

⁷¹ Die Angabe bezieht sich auf Statistiken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich; abrufbar unter: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/f3.1>.

Insgesamt wiesen die Indikatoren nicht darauf hin, dass sich eine Spirale aus stark steigenden Wohnimmobilienpreisen und -krediten sowie erodierenden Kreditvergabestandards aufbaut, die die Finanzstabilität gefährden könnte. Die Wachstumsrate der Wohnungsbaukredite stieg zwar an, war aber noch nicht außergewöhnlich hoch. Die vorliegenden Informationen zu den Kreditvergabestandards deuteten zudem nicht auf eine starke Lockerung hin. Folglich sah der Ausschuss eine Aktivierung der kreditnehmerbezogenen makroprudenziellen Instrumente nach § 48u KWG im Berichtszeitraum nicht als erforderlich an.

Da die Preise für Wohnimmobilien seit 2010 stark gestiegen sind und Überbewertungen in den Städten zu verzeichnen sind, könnte der Wert von Sicherheiten in den Wohnimmobilien-Kreditportfolios deutscher Banken überschätzt werden. Die Kreditrisiken könnten von den Banken somit unterschätzt werden. Anhand einer Modellrechnung analysierte die Bundesbank die Auswirkungen eines makroökonomischen Stressszenarios, bei dem ein Rückgang der nominalen Wohnimmobilienpreise um 30% innerhalb von drei Jahren sowie ein Anstieg der Arbeitslosenquote um insgesamt 6,6 Prozentpunkte angenommen wurden. Die Modellrechnung gibt Hinweise darauf, dass in diesem Szenario auch die Verluste aus Wohnimmobilien-Kreditportfolios spürbar ansteigen könnten.⁷² Aus Sicht des Ausschusses trugen Risiken aus dem Bestand an Wohnimmobilienkrediten zu den zyklischen Verwundbarkeiten im deutschen Finanzsystem bei. Diese Risiken waren daher einer der Gründe für die Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers.

Warnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken

Datenlücken zu Kreditvergabestandards sollten nach Ansicht des ESRB geschlossen und einkommensbezogene Instrumente geschaffen werden. Der ESRB hat im Jahr 2019 zum zweiten Mal eine Bewertung der Risiken und der Politik auf den nationalen Wohnimmobilienmärkten seiner Mitgliedsstaaten vorgenommen. Belgien, Dänemark, Finnland, Luxemburg, die Niederlande und Schweden waren bereits in der ersten Bewertungsrunde 2016 gewarnt worden. Da diese Länder weiterhin Verwundbarkeiten aufwiesen, erhielten sie eine Empfehlung des ESRB, die konkrete Maßnahmen vorsieht. Deutschland erhielt, ebenso wie Frankreich, Island, Norwegen und Tschechien, erstmalig eine Warnung. Aus Sicht des ESRB bestehen in diesen Ländern mittelfristige Risiken am Wohnimmobilienmarkt, die bisher nicht durch Politikmaßnahmen in angemessener Form adressiert wurden.⁷³ Der ESRB identifizierte Risiken in Deutschland zum einen wegen der starken Preisanstiege von Wohnimmobilien und den Überbewertungen in den Städten. Zum anderen stuft der ESRB die Unsicherheit bei der Beurteilung der Kreditvergabestandards aufgrund von Datenlücken sowie das Fehlen von einkommensbezogenen, kreditnehmerbasierten Instrumenten als Risiken ein. Als Politikmaßnahmen empfahl der ESRB daher unter anderem, die Datenlücken zu schließen und das makroprudenzielle Instrumentarium um einkommensbezogene Instrumente zu erweitern. Das BMF wies in seiner Antwort auf die Warnung des ESRB auf die laufende Evaluierung des im Jahr 2017 geschaffenen Finanzaufsichtsergänzungsgesetzes hin. Bei dieser Evaluierung werde unter anderem geprüft, ob das makroprudenzielle Instrumentarium erweitert werden sollte. Das BMF verweist zudem

⁷² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019), S. 85.

⁷³ Zu den Warnungen und Empfehlungen des ESRB sowie den jeweiligen Repliken der nationalen Behörden siehe: www.esrb.europa.eu.

auf die Strategie des Ausschusses zur Schließung von Datenlücken. Diese Strategie beinhaltet sowohl kurzfristige Maßnahmen, wie die im Jahr 2019 durchgeführte Sonderumfrage, als auch mittelfristig die Option, regelmäßig Daten abzufragen und eine Datenbasis zu Kreditvergabe-standards von Wohnimmobilienfinanzierungen aufzubauen.

Daten zu Vergabestandards von Wohnimmobilienkrediten

Im Berichtszeitraum wurde an einer rechtlichen Grundlage für den Aufbau einer standardisierten und repräsentativen Datenbasis gearbeitet, um Datenlücken im Bereich der Wohnimmobilienfinanzierung zu schließen. Um die Datenlage insbesondere zu Vergabestandards von Wohnungsbaukrediten zu verbessern, hat das BMF den Entwurf für eine Rechtsverordnung vorgelegt.⁷⁴ Der Entwurf der FinStabDEV wurde von Dezember 2019 bis Februar 2020 zur Konsultation gestellt. Die Verordnung soll voraussichtlich im Laufe des Jahres 2020 in Kraft treten.⁷⁵ Der konsultierte Entwurf der Verordnung sieht eine Implementierungsfrist von einem Jahr nach Inkrafttreten vor. Auf Grundlage der FinStabDEV kann die Bundesbank in Zukunft regelmäßig Daten zu den Kreditvergabestandards neuer Wohnimmobilienfinanzierungen privater Haushalte bei den Kreditgebern anfordern. Dies ist erforderlich, um den Aufgaben der makroprudenziellen Aufsicht nachzukommen und Gefahren für die Finanzstabilität besser identifizieren zu können. Darüber hinaus würde mit der Verordnung auch die ESRB-Empfehlung zur Schließung von Datenlücken adressiert. Bereits im Oktober 2016 hatte der ESRB diese Empfehlung veröffentlicht, um die Datenbasis zur Überwachung der Märkte für Wohn- und Gewerbeimmobilien europaweit stärker zu harmonisieren.⁷⁶ Der Ausschuss hatte dem ESRB Ende 2019 einen Zwischenbericht zur Datenverfügbarkeit und zur Umsetzung der Empfehlung vorgelegt. Bis Ende 2020 muss der Ausschuss zudem einen Abschlussbericht zur Umsetzung der ESRB-Empfehlung für den Wohnimmobilienkreditmarkt fertigstellen.

Die geplante Datenerhebung begrenzt die Kosten für die Meldepflichtigen und berücksichtigt die Vorgaben des Datenschutzes. Bei der Datenerhebung im Rahmen der FinStabDEV sollen überwiegend Informationen erfasst werden, die Kreditgeber im Kreditprüfungsprozess abfragen. Hierdurch können Synergien genutzt und die Kosten bei den Meldepflichtigen verhältnismäßig niedrig gehalten werden. Um den Vorgaben des Datenschutzes zu entsprechen, sollen keine Daten zu einzelnen Krediten abgefragt werden. Es ist vorgesehen, dass die einzelnen Kreditgeber lediglich aggregierte Zahlen und Verteilungsangaben melden. Dennoch würde durch die FinStabDEV die Verfügbarkeit von Daten zu Vergabestandards von Wohnimmobilienkrediten in Deutschland signifikant verbessert.

⁷⁴ Der Referentenentwurf der FinStabDEV ist abrufbar unter:
https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2019-12-20-FinStabDEV/0-Gesetz.html.

⁷⁵ Ende November 2019 hat das BMF zudem eine Konsultation für den Referentenentwurf einer Verordnung zur Durchführung von Maßnahmen zur Begrenzung makroprudenzieller Risiken im Bereich der Darlehensvergabe zum Bau oder zum Erwerb von Wohnimmobilien (Wohnimmobiliendarlehensrisikoverordnung) gestartet. Siehe dazu:
https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2019-11-29-Wohnimmobiliendarlehensrisikoverordnung/0-Gesetz.html.

⁷⁶ Vgl.: European Systemic Risk Board (2016), aktualisiert durch European Systemic Risk Board (2019).

Entwicklung bei Gewerbeimmobilien

Die Entwicklungen am Gewerbeimmobilienmarkt trugen zum Aufbau zyklischer Risiken im deutschen Finanzsystem bei. Die durch die günstigen Finanzierungsbedingungen starke Nachfrage nach Gewerbeimmobilien traf auch im Jahr 2019 auf ein vergleichsweise knappes Angebot. So setzte sich der Preisauftrieb am Gewerbeimmobilienmarkt im Jahr 2019 fort, allerdings weniger stark als im Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre. Die Preise für Gewerbeimmobilien in 127 Städten erhöhten sich im Jahr 2019 um 4,8% gegenüber dem Vorjahr. In den sieben größten Städten stiegen sie um 7,4% an.⁷⁷ Die nachlassende Preisdynamik war überwiegend auf eine deutlich niedrigere Teuerungsrate bei Einzelhandelsimmobilien zurückzuführen. Der kräftige Preisanstieg von Büroimmobilien setzte sich hingegen weiter fort und lag deutlich über dem Preisanstieg von Einzelhandelsimmobilien. In diesem Umfeld fielen die Nettoanfangsrenditen auch im Jahr 2019 weiter.⁷⁸ Die Bauinvestitionen in gewerbliche Hochbauten wuchsen dynamisch. Im Verhältnis zum BIP lagen sie im Jahr 2019 mit 2,3% jedoch nur leicht über dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre.

Zusammen mit der starken Nachfrage stiegen auch die mit Gewerbeimmobilienrisiken behafteten Kreditbestände deutscher Banken an. So wuchsen die Bestände im Jahr 2019 um 9,2% im Vergleich zum Vorjahr. Die Ausgestaltung der Gewerbeimmobilienkredite macht die Kreditgeber verwundbar gegenüber einem unerwarteten Konjunkturerinbruch oder einem abrupten Zinsanstieg. Die Auswertung der Sonderumfragen von Bundesbank und BaFin sowie der EZB aus dem Jahr 2019 zu Immobilienrisiken zeigte, dass Finanzierungen von Gewerbeimmobilien-Objektgesellschaften ohne oder mit eingeschränkten Rückgriffsmöglichkeiten insbesondere im Neugeschäft der signifikanten Institute von hoher Relevanz waren.⁷⁹ Bei diesen Finanzierungen ist es nicht oder nur eingeschränkt möglich, auf das Vermögen der Eigenkapitalgeber zurückzugreifen. Damit sind diese Finanzierungen besonders von Mieteinnahmen abhängig. Wie stark die Corona-Pandemie in diesem Segment zu Verwerfungen führt, konnte bis zum Ende des Berichtszeitraums noch nicht abgeschätzt werden. Etwas mehr als die Hälfte des Neugeschäfts signifikanter Institute bestand zudem aus endfälligen Darlehensvereinbarungen. Hierbei werden während der Kreditlaufzeit nur Zinszahlungen geleistet. Zudem wurde über ein Viertel des Bestands an Gewerbeimmobilienkrediten mit variablen Zinsvereinbarungen geschlossen. Das Zinsrisiko liegt dabei beim Kreditnehmer.

In der Gesamtschau trugen die Entwicklungen am Gewerbeimmobilienmarkt zum Aufbau zyklischer Risiken im deutschen Finanzsystem bei. Der Ausschuss sah im Berichtszeitraum jedoch keinen makroprudenziellen Handlungsbedarf in diesem Bereich.

⁷⁷ Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben der bulwiengesa AG. Das Aggregat umfasst Büro- und Einzelhandelsimmobilien. Die sieben größten deutschen Städte sind Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart.

⁷⁸ Die Nettoanfangsrendite gibt Auskunft über den anfänglichen Ertrag einer Immobilieninvestition, indem der Jahresmietertrag ins Verhältnis zum Kaufpreis gesetzt wird.

⁷⁹ Die von BaFin und Bundesbank durchgeführte „Umfrage zur Ertragslage und Widerstandsfähigkeit deutscher Kreditinstitute im Niedrigzinsumfeld“ umfasst 1 400 kleine und mittelgroße Kreditinstitute. Im Jahr 2019 wurden zusätzlich auch Informationen zu Kreditvergabestandards, zur Bedeutung von Klimarisiken sowie zu Einlagezinsen abgefragt. Details sind abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/presse/pressemitteilungen/ergebnisse-des-lsi-stresstests-2019-807574>. Die von der EZB durchgeführte „Umfrage zu Vergabestandards im Kreditgeschäft“ umfasst alle signifikanten Institute im Euroraum. Bei den deutschen Instituten wurden dabei unter anderem Informationen zu den Vergabestandards bei Wohnimmobilienkrediten erhoben.

Risikogewichte von Immobilienkrediten

Die jährliche Überprüfung der privilegierten Behandlung von mit Immobilien besicherten Krediten ergab keinen Handlungsbedarf. Die BaFin überprüfte zusammen mit der Bundesbank die Risikogewichte für Kredite, die mit Immobilien besichert sind. Diese Immobilienkredite können gemäß der Kapitaladäquanzverordnung der EU unter gewissen Voraussetzungen privilegiert behandelt werden. Dies erlaubt es Kreditinstituten, niedrigere Risikogewichte und Mindest-Verlustquoten als für die meisten anderen Risikopositionen anzusetzen. Die CRR verpflichtet die nationalen Behörden, jährlich zu überprüfen, ob die Privilegierung aus Sicht der Finanzstabilität angemessen ist. Nach Abschluss der Prüfung sehen die BaFin und die Bundesbank die Privilegierung weiterhin als angemessen an. Sowohl die Erfahrungswerte zu Verlusten aus Immobilienkrediten als auch die Erwartungen an die künftige Entwicklung am Immobilienmarkt deuteten darauf hin, dass eine Anhebung der Risikogewichte nicht notwendig sei. Der Ausschuss schloss sich dieser Einschätzung an.

Quellenverzeichnis

Dell'Ariccia, G., D. Igan und L. Laeven (2012), Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 44 No 2-3, S. 367–384.

Demyanyk, Y. und O. van Hemert (2011), Understanding the Subprime Mortgage Crisis, *The Review of Financial Studies*, Vol 24 No 6, S. 1848–1880.

Deutsche Bundesbank (2019), Finanzstabilitätsbericht.

Deutsche Bundesbank (2020), Monatsbericht, Februar 2020.

European Systemic Risk Board (2016), Recommendation on Closing Real Estate Data Gaps, ESRB/2016/14, November 2016.

European Systemic Risk Board (2019), Recommendation Amending Recommendation ESRB/2016/14 on Closing Real Estate Data Gaps, ESRB/2019/3, August 2019.

Jordà, Ò., M. Schularick und A. M. Taylor (2015), Leveraged Bubbles, *Journal of Monetary Economics*, Vol 76, S. 1–20.

Kajuth, F., T. Knetsch und N. Pinkwart (2016), Assessing House Prices in Germany: Evidence from a Regional Data Set, *Journal of European Real Estate Research*, Vol 9 No 3, S. 286–307.

Verband deutscher Pfandbriefbanken (2020), Strukturen der Wohneigentumsfinanzierung 2019: Ergebnisse einer Erhebung unter den Mitgliedsinstituten des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken e.V..

2.5 Cyberrisiken

Der Ausschuss beschäftigte sich ausführlich mit Cyberrisiken und ihren Implikationen auf die Finanzstabilität. Dabei standen die aufsichtlichen und regulatorischen Maßnahmen im Fokus, die Cyberrisiken begrenzen sollen. Die bestehenden aufsichtlichen Maßnahmen werden im Grundsatz als ausreichend erachtet. Dennoch sah der Ausschuss die Gefahr eines weiteren Anstiegs des Cyberrisikos für Finanzinstitute, ihre IT-Dienstleister und das Finanzsystem. Die Gründe sind unter anderem die weiter zunehmende Digitalisierung sowie der anhaltende Trend zur Auslagerung von Prozessen an IT-Dienstleister.

Der Ausschuss sah eine tendenziell steigende Eintrittswahrscheinlichkeit für Cyberrisiken. Diese resultiert auch aus der starken Abhängigkeit des Finanzsektors von zentralen IT-Dienstleistern. Mehrere Vorfälle im Januar 2020 machten auf diese Abhängigkeit aufmerksam. Die Störungen bei den IT-Dienstleistern und den betroffenen Banken hatten eine breite mediale Berichterstattung ausgelöst.⁸⁰ Perspektivisch könnten solche wiederkehrenden Cybervorfälle zu Vertrauensverlusten der Öffentlichkeit in die Funktionsfähigkeit des deutschen Finanzsystems führen. Auch zunehmende geopolitische Konflikte können Cyberrisiken erhöhen. Beispielsweise verfolgen staatliche oder durch eine Regierung motivierte Hacker bestimmte politische Ziele und verfügen über beträchtliche Ressourcen. Experten nehmen an, dass solche Angreifer in der Lage sind, einen erheblichen Schaden im Finanzsektor zu verursachen, der potenziell das Finanzsystem destabilisieren könnte.⁸¹

Der Ausschuss erkannte an, dass Cyberrisiken in Deutschland aufsichtlich weitreichend berücksichtigt werden. Es existieren detaillierte und harmonisierte Anforderungen an die IT-Sicherheit für den Banken-, den Versicherungs- und den Fondssektor. Die Effektivität der Aufsicht über IT-Prozesse und das Krisenmanagement sind vergleichbar mit der Lage in anderen entwickelten Ländern. Dies gilt insbesondere mit Blick auf Vor-Ort-Prüfungen, die Regelungen zur Meldung von Vorfällen und die Durchführung von TIBER-Tests (Threat-Intelligence Based Ethical Red Teaming). Die Notenbanken des Europäischen Systems der Zentralbanken haben im Jahr 2018 mit TIBER-EU ein Rahmenwerk zu bedrohungsgeleiteten Penetrationstests verabschiedet.⁸² Durch diese Tests soll die Cyber-Widerstandsfähigkeit von Finanzsystemakteuren getestet und verbessert werden.⁸³ Das europäische Rahmenwerk wurde im Herbst 2019 durch TIBER-DE in Deutschland umgesetzt. Gleichwohl identifizierte der Ausschuss weitere mögliche Maßnahmen zum Umgang mit Cyberrisiken. So sollte eine flächendeckende Meldepflicht von Finanzinstituten an die Aufsichtsbehörden sichergestellt und die Eingriffsbefugnisse der Aufsicht auf IT-Dienstleister erweitert werden, an die Prozesse ausgelagert werden. Außerdem sollten bestimmte IT-Funktionen im Inland erbracht werden müssen, um den aufsichtlichen Zugang auch bei Auslagerungen von IT-Dienstleistungen an Dritte sicherzustellen.

⁸⁰ Siehe bspw.: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/cyberrisiken-grossangriff-auf-die-banken-die-aufseher-sind-alarmiert/25399206.html?ticket=ST-323950-a6meewscdxyBnt5rfUau-ap3>.

⁸¹ Vgl.: Bank of England (2018).

⁸² Das Europäische System der Zentralbanken umfasst die EZB und die nationalen Zentralbanken aller EU-Mitgliedstaaten – unabhängig davon, ob sie den Euro eingeführt haben oder nicht.

⁸³ Bei diesen Tests werden reale Cyberangriffe von beauftragten Spezialisten durchgeführt, um in die IT-Produktivsysteme von Unternehmen einzudringen. Dabei werden die Taktiken und Vorgehensweisen professioneller Hacker verwendet, vgl.: European Central Bank (2018).

Quellenverzeichnis

Bank of England (2018), Could a Cyber Attack Cause a Systemic Impact in the Financial Sector?, Quarterly Bulletin, Q4 2018.

European Central Bank (2018), TIBER-EU Framework: How to Implement the European Framework for Threat Intelligence-Based Ethical Red Teaming, Mai 2018.

2.6 Auswirkungen von Stablecoins auf die Finanzstabilität

Der Ausschuss befasste sich mit der Entwicklung von Stablecoins. Der Preis der meisten Krypto-Token, wie beispielweise Bitcoin, entwickelt sich sehr volatil.⁸⁴ Deshalb erscheinen sie als Recheneinheit oder Wertaufbewahrungsmittel im Vergleich zu stabilen Währungen ungeeignet. Es werden aber auch Krypto-Token entwickelt, deren Wert an einen oder mehrere Vermögenswerte gebunden ist. Da der Wert dieser Krypto-Token weniger stark schwanken dürfte, werden diese als Stablecoins bezeichnet. Das prominenteste Beispiel ist Libra. Dieses Projekt wird von einem internationalen Konsortium betrieben und zielt darauf ab, ein globales, auf kryptografischen Verfahren basierendes Zahlungsverkehrssystem unter Nutzung des Libra anzubieten. Solche Systeme stellen die Geldpolitik, die mikro- und makroprudenzielle Aufsicht sowie die Überwachung des Zahlungsverkehrs vor neue Herausforderungen. Der Grund ist, dass diese Systeme beispielsweise Risiken für die Finanzstabilität, die Solvenz und Liquidität von Banken, die Cybersicherheit und die operationelle Sicherheit von Zahlungsverkehrssystemen bergen können. Zudem könnten einzelne Systeme durch Netzwerkeffekte marktbeherrschende Stellungen erlangen.

Stablecoin-Systeme sollten umfassend regulatorisch erfasst werden. Ein wichtiger Schritt im regulatorischen Umgang mit Stablecoins in der EU ist mit der gemeinsamen Erklärung der EU-Kommission und des Rats der Europäischen Union im Dezember 2019 erzielt worden.⁸⁵ Demnach soll kein Stablecoin in der EU angeboten werden, bis die rechtlichen, regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Herausforderungen und Risiken angemessen identifiziert und adressiert worden sind. Dies umfasst auch Maßnahmen, die verhindern sollen, dass durch bestimmte Ausgestaltungen von Stablecoins signifikante Risiken entstehen. Auf dieser Grundlage erarbeitet die EU-Kommission derzeit einen Regulierungsvorschlag.

Verwundbarkeiten bei Stablecoins können insbesondere aus der Dynamik von Finanzströmen entstehen. Stablecoin-Systeme können anfällig für Run-Risiken sein. So ist vorstellbar, dass Stablecoins in einer Stressphase sehr stark und abrupt nachgefragt oder zurückgegeben werden. Als Reaktion müssten die zur Deckung der Stablecoins gehaltenen Aktiva, beispielsweise Staatsanleihen oder Einlagen bei Banken, gekauft, verkauft oder abgezogen werden. Je nach Umfang eines solchen Runs könnte dies signifikante Auswirkungen auf die betroffenen Märkte haben. Aber auch im normalen Geschäftsbetrieb ist es möglich, dass durch diese Systeme Marktpreise beeinflusst werden. Beispielsweise könnte der Betreiber eines Stablecoin-Systems den Deckungsstock des Stablecoins anpassen, das heißt in größerem Umfang Vermögenswerte kaufen oder verkaufen. Auch die Erwartung einer solchen Reaktion könnte schon zu Anpassungen von Marktpreisen führen, woraus sich spekulative Preisbewegungen ergeben könnten.

Diese Dynamiken könnten die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems gefährden. Mögliche Auswirkungen sind davon abhängig, wie groß das Stablecoin-System ist und wie stark es innerhalb des Finanzsystems verflochten ist. Da Halter von Stablecoins Finanzierungsmittel aus anderen Bereichen des Finanzsystems in das Stablecoin-System investieren und umgekehrt, sind diese Stablecoin-Systeme stets im Finanzsystem vernetzt. Stablecoin-Systeme, deren Stablecoins an Vermögenswerte wie Einlagen bei Banken oder Staatsanleihen

⁸⁴ Für weitere Informationen zum Thema Krypto-Token vgl. u.a.: Deutsche Bundesbank (2019).

⁸⁵ Siehe hierzu: <https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2019/12/05/joint-statement-by-the-council-and-the-commission-on-stablecoins/>.

gebunden sind, verteilen durch ihre Aktivität Mittel innerhalb des Finanzsystems um. Je größer das Stablecoin-System ist, desto mehr Finanzierungsmittel bewegt es innerhalb des Finanzsystems. Stablecoin-Systeme können ausgeprägte direkte Verbindungen zum Bankensystem und zu Staaten haben, wenn sich deren Anleihen im Deckungsstock des Stablecoin-Systems befinden. Die genannten Verwundbarkeiten würden sich verstärken, wenn Stablecoins auch als Wertaufbewahrungsmittel genutzt würden.

Der Ausschuss konnte noch nicht abschließend beurteilen, welche Risiken durch Stablecoins hervorgerufen werden. Der Grund ist, dass sich globale Stablecoins noch im Konzeptionsstadium befinden und die bislang vorliegenden Informationen keine hinreichende Grundlage für eine belastbare Bewertung bieten. Der Ausschuss wird die Entwicklung und Ausgestaltung zukünftiger Stablecoin-Systeme beobachten.

Im Zusammenhang mit Stablecoins wurden auch Forderungen laut, digitales Zentralbankgeld zu schaffen. Aufgrund der technischen Möglichkeiten sind unterschiedliche Konzepte denkbar, wie digitales Zentralbankgeld ausgestaltet werden könnte. Die Konzeption sollte potenziellen Zielkonflikten und Risiken Rechnung tragen, gleichzeitig aber mögliche Wohlfahrtsgewinne realisieren. Mehrere Zentralbanken haben gemeinsam mit der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich eine Gruppe gegründet. In dieser sollen die Notenbanken Erkenntnisse austauschen, die sie bei der Bewertung von digitalem Zentralbankgeld in ihrer jeweiligen Jurisdiktion gewonnen haben.⁸⁶ Der Ausschuss betonte, dass es wichtig sei, die möglichen Auswirkungen verschiedener Ausgestaltungen von digitalem Zentralbankgeld besser zu verstehen. Die Zentralbanken im Eurosystem analysieren derzeit mögliche Szenarien, die zur Ausgabe von digitalem Zentralbankgeld führen könnten. Zudem untersuchen sie die Möglichkeiten, wie digitales Zentralbankgeld funktional und technisch ausgestaltet werden könnte.⁸⁷ Darüber hinaus planen die Zentralbanken, Erfahrungen mit technischen Prototypen zu sammeln.

Quellenverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2019), Monatsbericht, Juli 2019.

⁸⁶ Siehe hierzu: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/823032/cdcc9879a175b84fdf8ab277e3896ef3/mL/2020-01-21-digitales-zentralbankgeld-download.pdf>.

⁸⁷ Zu den funktionalen Aspekten zählen beispielsweise Verzinsung und Höchstgrenzen.

3 Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken

Zur Sicherung der Finanzstabilität in Deutschland sind auch grenzüberschreitende Aspekte in den Blick zu nehmen. Die Aufgaben des Ausschusses erfordern daher eine enge Zusammenarbeit mit anderen finanzstabilitätsrelevanten Gremien und Institutionen auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene. Ein besonders enger Austausch besteht mit dem ESRB. Der ESRB ist mit der makroprudenziellen Überwachung des gesamten Finanzsystems der EU mandatiert und trägt dazu bei, Risiken für die Finanzstabilität in der EU abzuwenden und einzudämmen.⁸⁸

Auch während der Corona-Pandemie fungiert der ESRB als zentrales Forum zur Koordinierung und zum Informationsaustausch über makroprudenzielle Politiken in Europa. Unter anderem veröffentlichte der ESRB eine Übersicht über makroprudenzielle Maßnahmen und Politiken, die in Reaktion auf die Corona-Pandemie ergriffen wurden.⁸⁹ Diese Übersicht wird regelmäßig aktualisiert.

Der Ausschuss beschäftigte sich insbesondere mit den ESRB-Analysen zu Immobilien. Deutschland wurde dabei als eines von elf europäischen Ländern mit erhöhten Verwundbarkeiten im Wohnimmobilienmarkt identifiziert und hat eine ESRB-Warnung erhalten.⁹⁰ Der ESRB begründet die Warnung unter anderem damit, dass Datenlücken zu Kreditvergabestandards bestehen und keine einkommensbezogenen Instrumente verfügbar sind. Der Ausschuss hat darauf reagiert und unter anderem auf bestehende Initiativen verwiesen, die die identifizierten Schwachstellen beseitigen sollen. So bereitet die Bundesregierung eine Verordnung vor, die es der Bundesbank ermöglichen soll, notwendige Daten zu Wohnimmobilienfinanzierungen zu erheben.⁹¹

Zudem setzte sich der Ausschuss intensiv mit weiteren Themen des ESRB auseinander und nutzte diese für seine eigenen Arbeiten. Dazu gehörten die Analysen zu systemischen Cyberrisiken⁹² und der Bericht zu makroprudenziellen Ansätzen für Versicherer, dessen Ergebnisse in die Überarbeitung der Solvency-II-Richtlinie einfließen sollen.⁹³

Der ESRB wurde über den Einsatz des antizyklischen Kapitalpuffers in Deutschland informiert.⁹⁴ Da sich in den vergangenen Jahren zyklische Risiken im deutschen Finanzsystem aufgebaut haben, aktivierte die BaFin den antizyklischen Kapitalpuffer im dritten Quartal 2019. Die Maßnahme zielte darauf ab, die Widerstandsfähigkeit des deutschen Bankensektors präventiv zu stärken. Als Reaktion auf den Ausbruch der Corona-Pandemie wurde der antizyklische Kapitalpuffer wieder herabgesetzt. Diese Maßnahme sollte die Fähigkeit

⁸⁸ Vgl.: European Union (2010), Artikel 3 Abs. 1.

⁸⁹ Für einen Überblick über die in Europa ergriffenen Maßnahmen siehe:
<https://www.esrb.europa.eu/home/coronavirus/html/index.en.html>.

⁹⁰ Vgl.: European Systemic Risk Board (2019).

⁹¹ Für weitere Informationen zur Konsultation des Referentenentwurfs der FinStabDEV siehe:
https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_VII/19_Legislaturperiode/2019-12-20-FinStabDEV/0-Gesetz.html.

⁹² Vgl.: European Systemic Risk Board (2020b).

⁹³ Vgl.: European Systemic Risk Board (2020a).

⁹⁴ Für weitere Informationen zur Kommunikation des BMF siehe:
<https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2019/05/2019-05-27-AFS-Bericht.html>
und https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Abt_7/2020-03-18-PM-AFS.html.

deutscher Banken stärken, weiter Kredite an die Realwirtschaft zu vergeben. Der ESRB begrüßte dies ausdrücklich.

Quellenverzeichnis

European Systemic Risk Board (2019), Warnung des ESRB zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Deutschlands, ESRB/2019/11, September 2019.

European Systemic Risk Board (2020a), Enhancing the macroprudential dimension of Solvency II, Februar 2020.

European Systemic Risk Board (2020b), Systemic Cyber Risk, Februar 2020.

European Union (2010), Verordnung des Europäischen Parlaments und des Europäischen Rates über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, Nr. 1092/2010, November 2010.

Anhang

A | Mitglieder des Ausschusses für Finanzstabilität im Berichtszeitraum

Bundesministerium der Finanzen:

Dr. Jörg Kukies, Staatssekretär, Vorsitzender des Ausschusses

Dr. Levin Holle, Leiter der Finanzmarktabteilung

(bis 31. Januar 2020)

Dr. Eva Wimmer, Leiterin der Finanzmarktabteilung

(seit 1. Februar 2020)

Jakob Freiherr von Weizsäcker, Leiter der Grundsatzabteilung

Deutsche Bundesbank:

Prof. Dr. Claudia M. Buch, Vizepräsidentin

Prof. Dr. Joachim Wuermeling, Mitglied des Vorstands

Dr. Benjamin Weigert, Zentralbereichsleiter Finanzstabilität

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht:

Felix Hufeld, Präsident

Raimund Röseler, Exekutivdirektor Bankenaufsicht

Dr. Frank Grund, Exekutivdirektor Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht

Dr. Thorsten Pötzsch, Exekutivdirektor Abwicklung (ohne Stimmrecht)

B | Sitzungstermine im Berichtszeitraum

- 27. Mai 2019
- 30. September 2019
- 9. Dezember 2019
- 9. März 2020
- 17. März 2020 (außerordentliche Sitzung)