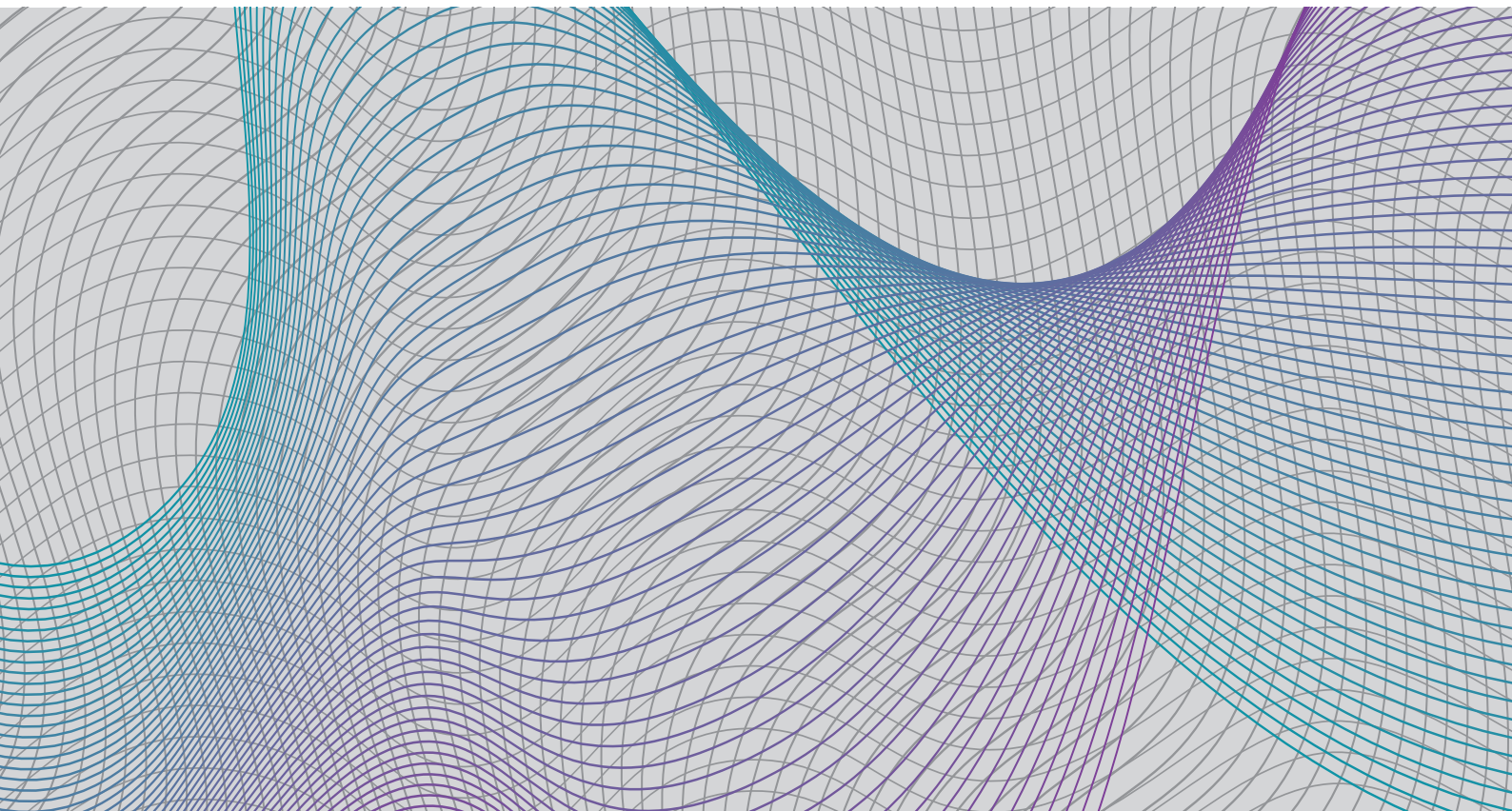




Finanzstabilitätsbericht 2013



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

Postfach 10 06 02
60006 Frankfurt am Main

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

Telefax 069 9566-3077

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

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

Abgeschlossen am 12. November 2013.

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



■ Finanzstabilitätsbericht 2013

Prolog.....	5
■ Finanzstabilität 2013 im Überblick	7
■ Anhaltende Gefährdung der Finanzstabilität durch die europäische Schuldenkrise.....	21
Europäische Schuldenkrise noch nicht überwunden.....	22
Makrofinanzielle Schwachstellen bestehen fort.....	24
Finanzielle Ansteckungskanäle bestimmen systemisches Risiko	29
■ Globale Liquidität: Anfälligkeiten aus erhöhter Risikoübernahme	35
Anzeichen für Renditesuche verstärkt.....	36
Deutsche Banken und Versicherer unterschiedlich aufgestellt	44
■ Deutsche Banken unter verstärktem Ertragsdruck.....	51
Niedrigzinsumfeld trifft auf strukturelle Ertragsschwäche	52
Risikotragfähigkeit deutlich erhöht	55
Stresstests decken Risiken auf	59
Kumulation sektoraler Kreditrisiken	63
Wohnimmobilienmarkt weiter dynamisch.....	66
■ Versicherer zwischen niedrigen Zinsen und erhöhten Eigenkapitalanforderungen	73
Niedrigzinsumfeld schwächt Solvabilität der Lebensversicherer	74
Regeln zur Beteiligung an Bewertungsreserven auf dem Prüfstand.....	79
Langfristige Risiken werden mit Solvency II aufgedeckt	80
Risiken aus der betrieblichen Altersversorgung zu beachten.....	83
Überlegungen zur systemischen Relevanz des Versicherungssektors.....	85

■ Außerbörsliche Derivatemärkte: systemische Risiken begrenzen	91
Reform der Märkte für außerbörslich gehandelte Derivate hinter Zeitplan	92
Zentrale Gegenparteien gewinnen an Bedeutung	96
■ Makroprudenzielle Politik in Deutschland nimmt Gestalt an	101
Ausschuss für Finanzstabilität nimmt Arbeit auf	102
Neues Instrumentarium für den Bankensektor steht bereit	103
Nationale und europäische Ebene eng verzahnt	106
■ Veröffentlichungen der Bundesbank zum Thema Finanzstabilität	109

Kästen

Stabilitätslage im deutschen Finanzsystem 2013	9
Stressindikator für das deutsche Finanzsystem	12
Liquiditätsrisiken bei Exchange Traded Funds	42
Bausparkassen im Niedrigzinsumfeld	54
Pflichtwandelanleihen (CoCos) stärken das Bankenkapital in Krisen	56
Was sind Makrostresstests?	62
SEPA-Umstellung: operationelle, aber keine systemischen Risiken	66
Risiken aus der Verschuldung deutscher Haushalte mit Immobilienkrediten	68
Rückstellung für Beitragsrückerstattung wesentlicher Bestandteil der Eigenmittel	77
Künftige Regulierung nach Solvency II bildet Risiken aus niedrigen Zinsen frühzeitig ab	81
Empirische Evidenz zu systemischen Risiken im Versicherungssektor	87
Sanierung und Abwicklung von Zentralen Gegenparteien in der Diskussion	98

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

I Prolog

Die Bundesbank hat als Zentralbank und Hüterin der Geldwertstabilität ein originäres Interesse an einem stabilen Finanzsystem. Als integraler Bestandteil des Europäischen Systems der Zentralbanken hat sie den expliziten Auftrag, zur Finanzstabilität beizutragen, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist.

Mitverantwortung für den Erhalt der Finanzstabilität erwächst für die Bundesbank vor allem aus ihrer Rolle in der makroprudenziellen Überwachung. Der Präsident der Bundesbank ist Mitglied im Europäischen Ausschuss für Systemrisiken, dem auf europäischer Ebene die Aufgabe der makroprudenziellen Überwachung und Koordination obliegt. In Deutschland hat der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS), dem Vertreter des Bundesministeriums der Finanzen, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Bundesbank sowie der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung angehören, zu Beginn 2013 seine Arbeit aufgenommen. Innerhalb des AFS obliegen der Bundesbank die Überwachung und die Analyse von für die Finanzstabilität maßgeblichen Entwicklungen. Zudem kann sie Warnungen und Empfehlungen vorschlagen. Zum Erhalt der Finanzstabilität trägt die Bundesbank darüber hinaus durch ihre Beteiligung an der Bankenaufsicht und ihre Rolle beim Betrieb und bei der Überwachung von Zahlungsverkehrssystemen bei.

Die Bundesbank definiert Finanzstabilität als die Fähigkeit des Finanzsystems, seine zentrale makroökonomische Funktion – insbesondere die effiziente Allokation finanzieller Mittel und Risiken sowie die Bereitstellung einer leistungsfähigen Finanzinfrastruktur – jederzeit zu erfüllen und dies gerade auch in Stresssituationen und Umbruchphasen.

Die laufende Analyse der Stabilitätslage zielt darauf, stabilitätsrelevante Veränderungen und aufkommende Risiken im bankbasierten deutschen Finanzsystem möglichst früh zu erkennen. Dabei sind auch Rückkopplungen innerhalb des nationalen und globalen Finanzsystems, die Interdependenzen zwischen Finanz- und Realwirtschaft sowie die Auswirkungen des Regulierungsrahmens auf die Funktions- und Leistungsfähigkeit der Finanzwirtschaft zu beachten. Die Stabilitätsanalyse verfolgt dabei einen risikoorientierten Ansatz, der sich auf die Betrachtung von sogenannten Stressszenarien stützt. Im Unterschied zu Prognosen, welche die wahrscheinlichsten Entwicklungen aufzeigen, beschreiben Stressszenarien mögliche Ereignisse und ihre Folgen, die hohen Schaden für die Gesamtwirtschaft verursachen können, selbst wenn deren Eintrittswahrscheinlichkeit gering erscheint.

Der vorliegende Bericht gibt die Einschätzung der Risiken und der Widerstandskraft im deutschen Finanzsystem wieder. Die daraus abgeleiteten Ratschläge an die Marktteilnehmer und an öffentliche Stellen sind in dem Kasten „Stabilitätslage im deutschen Finanzsystem 2013“ auf Seite 9 zusammengefasst. Sie sollen Anstöße zu notwendigen Maßnahmen und Korrekturen geben, um die Stabilität und die Leistungsfähigkeit des Finanzsystems auch jenseits kurzfristiger Entwicklungen und der Erfordernisse des aktuellen Krisenmanagements zu stärken.

Aktuelle Entwicklungen konnten bis zum Redaktionsschluss am 12. November 2013 berücksichtigt werden.

Finanzstabilität 2013 im Überblick

Die Finanzstabilität in Deutschland profitiert im bisherigen Jahresverlauf davon, dass die Anspannungen an den internationalen Finanzmärkten nachgelassen haben. Zu dieser Beruhigung haben niedrige Zinsen und eine reichliche Liquiditätsversorgung beigetragen. Mit den außerordentlichen finanziellen Bedingungen wurde für Staaten und Banken, die von der Finanz- und Schuldenkrise besonders betroffen sind, Zeit gekauft. Mit zunehmender Dauer des Niedrigzinsumfelds verschiebt sich das Verhältnis von Nutzen und Kosten. Die Risiken aus anhaltend niedrigen Zinsen für die Finanzstabilität nehmen zu.

An den internationalen Finanzmärkten steigt die Gefahr, dass die Suche nach Rendite unter Inkaufnahme erhöhter Risiken zu Übertreibungen führt. Je mehr sich die Märkte in ihrer Risikobewertung an die aktuell außerordentlichen finanziellen Bedingungen gewöhnen, umso höher dürften die Kosten ausfallen, wenn sich Zinsen und Refinanzierungsbedingungen normalisieren. Auch deutsche Kreditinstitute müssen ihre Geschäftsmodelle weiter überarbeiten und ihre Bilanzen konsolidieren, um sich für das Auslaufen der finanziellen Sonderbedingungen zu wappnen. Zudem zehren anhaltend niedrige Zinsen an den Puffern der Lebensversicherer, weil sie die Erwirtschaftung der Garantieverzinsung erschweren und zu hohen Bewertungsreserven führen, die an die Versicherten auszuschütten sind.

Die europäische Schuldenkrise ist noch nicht überwunden. Die Staatsschulden steigen weiter. In einigen Ländern hat der Risikoverbund zwischen Staat und heimischen Banken wieder zugenommen. Um dieses Risiko einzudämmen, sollte die regulatorische Vorzugsbehandlung von Forderungen der Banken gegenüber Staaten auf mittlere Sicht abgebaut werden. Eine einheitliche Aufsicht und ein entsprechender Restrukturierungs- und Abwicklungsmechanismus sollen dazu beitragen, die öffentlichen Haushalte vor künftigen Fehlentwicklungen bei Banken zu schützen. Allerdings kann dies die heutige Schuldenkrise nicht lösen und auch den Reform- und Konsolidierungskurs aller Teilnehmerstaaten nicht ersetzen.

Niedrigzinsumfeld bestimmt zunehmend die Risikolage

Das Niedrigzinsumfeld mit der reichlichen Liquiditätsversorgung durch die großen Notenbanken der Welt stellt seit geraumer Zeit eine zentrale Rahmenbedingung für die Stabilität des deutschen und des internationalen Finanzsystems dar. Es trägt dazu

Bei anhaltend niedrigen Zinsen nehmen die Risiken und unerwünschten Nebenwirkungen für die Finanzstabilität zu.

bei, dass nationale Bankensysteme, die im Verlauf der Finanz- und Schuldenkrise geschwächt wurden, die Kreditversorgung der Wirtschaft aufrechterhalten können.

Banken gewinnen Zeit, um ihre Geschäftsmodelle zu überarbeiten und ihre Bilanzen zu konsolidieren. Auf diese Weise leistet das Niedrigzinsumfeld im Kontext krisenhafter Entwicklungen einen wichtigen Beitrag zu der unmittelbaren Stabilisierung des Finanzsystems. Mit zunehmender Dauer verschiebt sich jedoch das Verhältnis von Nutzen und Kosten anhaltend niedriger Zinsen; die Risiken und die unerwünschten Nebenwirkungen für die Finanzstabilität nehmen zu.

Unter den deutschen Finanzintermediären belastet das Niedrigzinsumfeld vor allem die Lebensversicherer. Sie können bei niedrigen Kapitalmarktzinsen nur geringere Erträge mit ihren Kapitalanlagen erwirtschaften. Trotzdem sind aber die Verpflichtungen aus lang laufenden Verträgen, die in Deutschland üblicherweise die Garantie einer Mindestverzinsung enthalten, zu bedienen. Ein noch beträchtlicher Bestand an älteren Verträgen weist einen Garantiezins auf, der deutlich über den aktuellen Kapitalmarktzinsen liegt. Pensionsfonds und Pensionskassen sehen sich einem ähnlichen Problem gegenüber.

Im deutschen Bankensystem ist das Zinseinkommen traditionell die wichtigste Ertragsquelle. Bei niedrigen Zinsen steht die Zinsspanne unter zusätzlichem

Druck. Allerdings ist eine tendenzielle Erosion der Zinsspanne bereits seit den achtziger Jahren im Gange, was auf eine strukturelle Ertragsschwäche hindeutet. Deren Ursachen liegen vor allem in einem intensiven Wettbewerb, auch aufgrund von Überkapazitäten im deutschen Bankgewerbe. Problematisch ist, dass der verstärkte Ertragsdruck nur sehr langsam auf eine entsprechende Marktberichtigung hinzuwirken scheint.

Im europäischen Bankensystem erschwert die umfassende Liquiditätsversorgung im Niedrigzinsumfeld den Abbau der Verflechtung zwischen den Staaten und ihren heimischen Bankensystemen. In einigen europäischen Ländern hat diese Verflechtung zuletzt sogar zugenommen.

Damit steigt das systemische Risiko, weil Zweifel an der Nachhaltigkeit der öffentlichen Haushalte über die Ansteckung des heimischen Banken-

Die regulatorische Vorzugsbehandlung von Forderungen der Banken an Staaten sollte auf mittlere Sicht abgebaut werden.

sektors auf die Kreditversorgung und damit besonders stark auf die Realwirtschaft durchschlagen. Die finanzielle Verbindung zwischen Banken und Staat wird durch eine regulatorische Vorzugsbehandlung von Forderungen der Banken an Staaten gefördert. Diese Privilegierung sollte auf mittlere Sicht abgebaut werden. So sollte auch bei Forderungen an Staaten das Konzentrationsrisiko begrenzt werden. Zudem sollten diese Forderungen entsprechend ihres Risikogehalts mit Eigenkapital unterlegt werden.

Durch die reichhaltige Liquiditätsversorgung werden zudem gerade Geschäftsmodelle von Banken gestützt, die nicht auf stabilen privaten Refinanzierungsquellen beruhen. Der notwendige Strukturwandel im europäischen Bankensystem wird damit behindert oder gar in die falsche Richtung gelenkt. Hinzu kommen mögliche Anreizprobleme für die Finanzpolitik, weil das Niedrigzinsumfeld den Reformdruck auf die betroffenen Staaten vorüber-

Stabilitätslage im deutschen Finanzsystem 2013

Einflussfaktoren, welche die Stabilitätslage ...

... belasten

- Staatsschuldenstände im Euro-Gebiet steigen weiter; in einigen Ländern hohe Schuldenstände des nichtfinanziellen Privatsektors
- Risikoverbund zwischen Staat und heimischem Bankensektor in einigen Ländern enger geworden
- Banken in den von der Krise erfassten Ländern mit hohem Niveau notleidender Kredite
- Strukturelle Ertragsschwäche der deutschen Banken durch das niedrige Zinsniveau verstärkt
- Kumulation sektoraler Risiken (vor allem aus Schiffskrediten und Krediten für ausländische Gewerbeimmobilien) bei manchen deutschen Banken
- Niedrige Zinsen und Beteiligung der Versicherungsnehmer an Bewertungsreserven zehren Puffer der Versicherer auf
- Schwellenländer mit Leistungsbilanzdefiziten geraten unter Finanzierungsdruck
- Umsetzung der Regulierung der außerbörslichen Derivatemarkte verzögert sich; Probleme aus grenzüberschreitenden Wirkungen

... entschärfen

- Reformen in den Programmländern sowie in Italien und Spanien zeigen erste fundamentale Anpassungserfolge; Kapitalabzug verlangsamt
- Europäische Rettungsmechanismen nahezu vollständig einsatzfähig; Vorarbeiten zur einheitlichen Bankenaufsicht schreiten voran
- Bankensektoren in Griechenland und Spanien restrukturiert und rekapitalisiert, Zypern unter Rettungsschirm
- Noch keine Anzeichen überhöhter Risikoübernahme bei deutschen Banken und Versicherern
- Risikotragfähigkeit der deutschen Banken weiter verbessert, Leverage gesunken
- Lebensversicherer haben Überschussbeteiligung reduziert und Zinszusatzreserve weiter aufgebaut; durchschnittliche Garantieverzinsung sinkt allmählich
- Anteil der außerbörslichen Derivategeschäfte über Zentrale Gegenparteien steigt
- Institutioneller Rahmen für makroprudenzielle Politik in Deutschland und Europa weiterentwickelt; neue makroprudenzielle Instrumente stehen bereit

Notwendige Maßnahmen ...

... der Marktteilnehmer

- Risikoeinschätzungen müssen Normalisierung von Zinsen und Refinanzierung sowie mögliche steigende Volatilität an den Finanzmärkten berücksichtigen
- Banken: auf konservative Standards bei der Vergabe von Immobilienkrediten achten
- Banken: vor der Überprüfung riskanter Portfolios im Vorfeld der Bankenunion Vorsorge für Portfolios mit erhöhten Ausfallrisiken treffen
- Bei Anlage über Exchange Traded Funds Liquiditätsrisiken im Blick behalten, besonders bei weniger liquiden Basiswerten
- Lebensversicherer: Eigenmittel stärken; Höhe der Ausschüttungen überprüfen

... öffentlicher Stellen

- Politik im Euro-Gebiet: am Konsolidierungs- und Reformprozess festhalten
- Geldpolitik auf ihre Kernaufgabe, die Sicherung der Preisstabilität, zurückführen
- Regulatorische Besserstellung von Staatsanleihen in den Bankbilanzen auf mittlere Sicht abbauen
- Vor Übergang zur einheitlichen Bankenaufsicht umfassende und strenge Qualitätsprüfung der Bankbilanzen sowie Stresstest durchführen; Finanzierungen etwaiger Rekapitalisierungserfordernisse absichern
- Stabilitätskonformen Übergang zu Solvency II sicherstellen
- Soliden und nachhaltigen regulatorischen Rahmen für die Beteiligung der Versicherungsnehmer an den Bewertungsreserven der Lebensversicherer anstreben
- Gegenseitige Anerkennung der Derivatemarktregulierungen vorantreiben; geeignete Sanierungs- und Abwicklungsregelwerke für Zentrale Gegenparteien etablieren

gehend reduziert. Dadurch besteht die Gefahr, dass die gekaufte Zeit nicht genutzt wird, um die öffentlichen Haushalte nachhaltig zu konsolidieren und notwendige strukturelle Reformen umzusetzen.

Ertragsprobleme und verschleppter Strukturwandel stecken häufig hinter einer verstärkten Suche nach Rendite unter Inkaufnahme erhöhter Risiken. An den Finanzmärkten kann das Niedrigzinsumfeld deshalb zu Übertreibungen an einzelnen Märkten führen. Solche Übertreibungen leiten Kapital in Verwendungen,

Je mehr sich die Märkte an die außerordentlichen finanziellen Bedingungen gewöhnen, umso höher dürften die Kosten ausfallen, sobald sich Zinsen und Refinanzierungsbedingungen normalisieren.

die längerfristig nicht hinreichend produktiv sind. Sie legen den Keim für abrupte Korrekturen von Vermögenspreisen, in deren Folge Solvenz- oder Liquiditätsprobleme bei höher verschuldeten Privathaushalten, Unternehmen oder Finanzintermediären auftreten können. Spätestens wenn solche Solvenzprobleme das heimische Bankensystem erreichen, ist die Finanzstabilität gefährdet. Wichtig ist, dass die Marktteilnehmer bei der Bepreisung der Risiken nicht einseitig auf eine bestimmte Marktentwicklung vertrauen. Je mehr sich die Märkte in ihrer Risikobewertung an die aktuell außerordentlichen finanziellen Bedingungen gewöhnen, umso höher dürften die Kosten ausfallen, sobald sich Zinsen und Refinanzierungsbedingungen normalisieren.

Die Finanzmärkte von Schwellenländern sind in den vergangenen Jahren zu einem bevorzugten Ziel für kurzfristige Portfolioinvestitionen geworden, die dort den Auftrieb von Vermögenspreisen verstärkt haben. Gerade Länder mit Leistungsbilanzdefiziten, die entsprechend Schulden gegenüber dem Ausland aufbauen, sind anfällig, wenn das kurzfristige Kapital wieder abfließt und Preiskorrekturen erfolgen. Zugleich hat die Bedeutung großer Schwellenländer

für die Weltwirtschaft und für das globale Finanzsystem spürbar zugenommen, sodass sich krisenhafte Entwicklungen verstärkt auf andere Länder und Regionen übertragen können.

Anspannung im deutschen Finanzsystem deutlich nachgelassen

Das deutsche Finanzsystem profitiert davon, dass die Anspannungen an den internationalen Finanzmärkten im zweiten Halbjahr 2012 und im ersten Halbjahr 2013 deutlich nachgelassen haben. Dies lag vornehmlich daran, dass die systemischen Störungen im Zuge der europäischen Schuldenkrise eingedämmt werden konnten. Hierzu haben erkennbare Reformfortschritte der von der Krise betroffenen Länder, die Institutionalisierung von Rettungsmechanismen sowie die außerordentlichen geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems beigetragen. Damit kehrt jedoch keineswegs eine ruhige, nahezu stressfreie Situation zurück, wie sie in der Wahrnehmung vieler Marktteilnehmer vor dem Ausbruch der Finanzkrise herrschte und die aus heutiger Sicht wohl auch auf einen Mangel an Marktdisziplin zurückgeführt werden muss (siehe Schaubild 1.1 und Kasten „Stressindikator für das deutsche Finanzsystem“ auf S. 12).

Mit Blick auf Risiken aus spezifischen Forderungsbeständen deutscher Banken und Versicherer stehen drei Asset-Klassen im Vordergrund: Erstens sind die Risiken aus den Forderungen an Gläubiger aus den von der europäischen Schuldenkrise besonders betroffenen Ländern von Bedeutung. Die Schuldenkrise war in den Jahren 2011 und 2012 der wesentliche Bestimmungsgrund für die Stabilitätslage im deutschen Finanzsystem. Noch immer liegt in ihr ein enormes Potenzial für Ausfall- und Ansteckungsrisiken. Zweitens können neue Risiken aus Vermögenswerten entstehen, bei denen sich infolge einer Suche nach Rendite Potenzial für möglicherweise abrupte Preiskorrekturen aufgebaut hat. Gerade eine Normalisierung der finanziellen

Bedingungen im Zuge einer Zinswende könnte solche Korrekturen auslösen. In Anlagesegmenten, in denen die Suche nach Rendite schon recht deutlich erkennbar ist, halten deutsche Banken nur verhältnismäßig geringe Bestände. Weitet sich die Renditesuche aber auf Segmente aus, in denen Banken in größerem Umfang engagiert sind, steigen auch die Risiken. Drittens bestehen sektorale Kreditrisiken aus Forderungen mit erhöhten Ausfallrisiken wie Schiffskredite, Kredite für ausländische Gewerbeimmobilien oder Verbriefungen. In diesem Kontext ist es wichtig, dass nicht neue sektorale Brennpunkte hinzukommen, etwa bei Wohnimmobilienkrediten. Aus Finanzstabilitätssicht besteht das Risiko, dass eine Spirale aus steigenden Preisen am deutschen Wohnimmobilienmarkt und einer nicht nachhaltigen Kreditvergabe der Banken in Gang kommt.

Europäische Schuldenkrise noch nicht überwunden

Die europäische Schuldenkrise ist noch nicht überwunden.¹⁾ Fundamentale Schwachstellen, welche die Krise verursacht haben, bestehen fort, obgleich Korrekturen erkennbar sind. So nehmen die Staatsschulden trotz rückläufiger Defizite weiter zu. Die meisten der betroffenen Länder sehen sich hohen Auslandsverbindlichkeiten gegenüber, obwohl sich die Leistungsbilanzen verbessert haben. Auch hinsichtlich der hohen privaten Verschuldung und der Übertreibungen auf den Immobilienmärkten sind Korrekturen im Gange.

Weder das Niedrigzinsumfeld noch die Bankenunion können den Korrektur- und Reformprozess in den betroffenen Ländern ersetzen.

Die betroffenen Länder müssen ihren Korrektur- und Reformprozess vorantreiben. Weder das Niedrigzinsumfeld noch die Bankenunion können weitere Anstrengungen ersetzen. Eine einheitliche europäische Aufsicht

Stressindikator für das deutsche Finanzsystem

Schaubild 1.1

Werte skaliert anhand des historischen Tiefst- (0) und Höchststandes (1)



Quellen: Bloomberg, ifo Institut, Markit, Thomson Reuters Datastream, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung und eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

und ein entsprechender Restrukturierungs- und Abwicklungsmechanismus sollen dazu beitragen, die öffentlichen Haushalte vor künftigen Fehlentwicklungen bei Banken zu schützen. Allerdings kann dies die heutige Schuldenkrise nicht lösen und auch den Reform- und Konsolidierungskurs aller Teilnehmerstaaten nicht ersetzen.

Die deutschen Banken sind nach den französischen Instituten die zweitgrößte Gläubigergruppe gegenüber Schuldner in den vier Programmländern²⁾ sowie in Italien und Spanien. Sie haben ihre Forderungen signifikant zurückgeführt, ohne dass dies zu einer grundsätzlichen Abkehr vom international ausgerichteten Geschäft führte. Von Ende 2009 bis Mitte 2013 sanken die bilanziellen Kredite um 198 Mrd € auf 234 Mrd €. Auffällig ist der Abbau von Forderungen gegenüber dem italienischen Staat und spanischen Banken. Gleichwohl machen Forde-

¹ Das Kapitel „Anhaltende Gefährdung der Finanzstabilität durch die europäische Schuldenkrise“ beschreibt die verbleibenden Anfälligkeiten der Krisenländer, die Ansteckungskanäle sowie die Risiken aus der Schuldenkrise für das deutsche Finanzsystem.

² Dies sind die Länder des Euro-Gebiets, denen unter der Bedingung der Umsetzung eines Anpassungsprogramms internationale Finanzhilfe gewährt wurde, also Griechenland, Irland, Portugal und Zypern. Das mit Spanien vereinbarte Programm bezieht sich ausschließlich auf die Sanierung des dortigen Bankensektors.

Stressindikator für das deutsche Finanzsystem

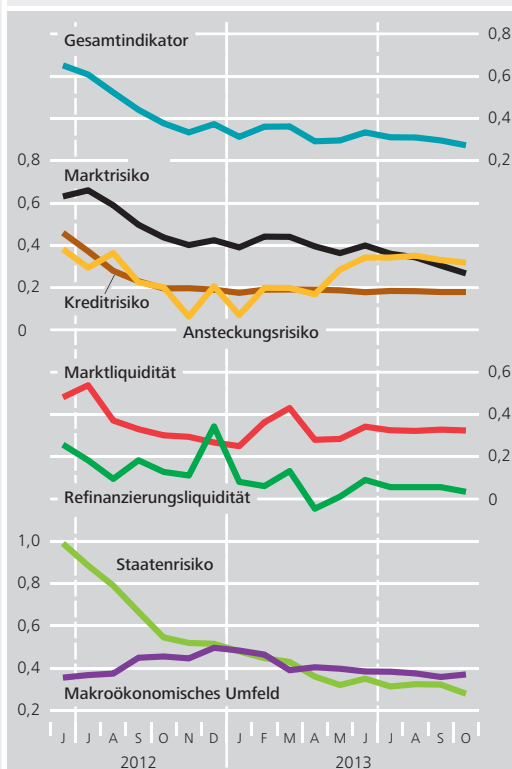
Mit Blick auf die Finanzstabilität beobachtet und analysiert die Bundesbank eine Vielzahl von Daten. Sie hat eine Reihe von Indikatoren zu Finanzmärkten und zur Makroökonomie in einem Stressindikator für das deutsche Finanzsystem gebündelt, um damit ihre Einschätzung der aktuellen Lage zu fundieren. Ziel ist auch, die schwer messbare Größe Finanzstabilität zumindest näherungsweise zu quantifizieren.

Dem Stressindikator der Bundesbank liegen sieben Teilindikatoren zugrunde: Der Teilindikator zum Staatenrisiko basiert auf Kreditausfallswap-Prämien auf Staatsanleihen ausgewählter europäischer Staaten und beschreibt somit Länderrisiken in Europa. Als Grundlage für den Teilindikator zum Ansteckungsrisiko werden die durchschnittlichen Beiträge zum systemischen Risiko, basierend auf der CoVaR-Methodik¹⁾, von Banken, Versicherern sowie sonstigen Finanzdienstleistungsunternehmen verwendet. Der Teilindikator zu Kreditrisiken bezieht sich vorrangig auf den Interbankenmarkt und wird anhand von Zinsdifferenzen berechnet. Im Bereich der Liquidität werden zwei Teilindikatoren herangezogen. Der eine misst die Refinanzierungsliquidität und bildet dazu bilanzielle Daten zur Fristentransformation einzelner Finanzintermediäre ab. Der andere zeigt die Marktliquidität auf der Basis von Marktdaten zur Messung von Liquiditätsprämien. Dem Teilindikator für das Marktrisiko liegen Daten zu Entwicklungen in unterschiedlichen Marktsegmenten (z. B. Aktienmarktvolatilität) zugrunde. Zur Erfassung des makroökonomischen Umfelds werden vorrangig Kennzahlen zur konjunkturellen Entwicklung herangezogen.

Die Teilindikatoren werden mithilfe einer Hauptkomponentenanalyse aggregiert.²⁾ Mit dieser Methode können umfangreiche Datensätze strukturiert, vereinfacht und veranschaulicht werden.

Stressindikator für das deutsche Finanzsystem und Teilindikatoren

Werte skaliert anhand des historischen Tiefst- (0) und Höchststandes (1) des Gesamtindikators



Quellen: Bloomberg, ifo Institut, Markit, Thomson Reuters Datastream, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung und eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

¹ Der bedingte Value-at-Risk im Finanzsystem (Conditional Value-at-Risk: CoVaR) ist der systemweite Value-at-Risk in Abhängigkeit vom Zustand der einzelnen Kreditinstitute. Der Beitrag eines Kreditinstituts zum systemischen Risiko ergibt sich als Differenz zwischen dem CoVaR, wenn sich das Institut in einer normalen Lage befindet, und dem CoVaR, wenn es in einer Schieflage wäre. Vgl.: T. Adrian und M. K. Brunnermeier, CoVaR, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No 348, September 2011.

² Die Hauptkomponentenanalyse wird u. a. auch bei der Erstellung des Stressindikators der Federal Reserve Bank of Kansas City verwendet. Vgl.: C. S. Hakkio und W. R. Keeton, Financial Stress: What Is It, How Can It Be Measured, and Why Does It Matter?, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, S. 5–50, zweites Quartal 2009.

Hierbei werden Linearkombinationen (Hauptkomponenten) abgebildet, welche die gleichlaufende Bewegung der zugrunde liegenden Indikatoren zusammenfassen. Die Hauptkomponente, die den höchsten Erklärungsgehalt hinsichtlich der Korrelation der einzelnen Indikatoren aufweist, wird als Indikator für die Stresslage in der betreffenden Risikokategorie verwendet. Mithilfe des gleichen Verfahrens wird schließlich der Gesamtindikator auf Basis der Teilindikatoren ermittelt.

Ein hoher Wert des Indikators deutet auf erheblichen Stress im Finanzsystem hin, ein geringer Wert auf eine relativ entspannte Lage. Zur leichteren Interpretierbarkeit wird der Stressindikator zwischen 0 (historischer Tiefststand) und 1 (historischer Höchststand) normiert. Seinen Höchststand erreichte er im Herbst 2008 nach dem Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers. Im Zuge der Staatsschuldenkrise stieg er erneut an und wies – getrieben vom

Staatenrisiko – Mitte 2012 einen weiteren Gipfel auf. Im bisherigen Jahresverlauf hat sich der Stressindikator auf einem neuen, gegenüber der Vorkrisenzeit deutlich erhöhten Niveau bewegt. Zuletzt hat das Ansteckungsrisiko zugenommen, ein moderates Niveau jedoch nicht überschritten. Aufgrund erhöhter Volatilität am Aktienmarkt stieg der Teilindikator für das Marktrisiko zu Beginn dieses Jahres vorübergehend an. Beim Teilindikator für die Marktliquidität zeigte sich wegen gestiegener Zinsprämien am Interbankenmarkt ebenfalls eine temporäre Erhöhung. Der Teilindikator für das makroökonomische Umfeld ist seit Anfang 2013 leicht rückläufig und spiegelt damit die verbesserte wirtschaftliche Situation in Deutschland sowie eine etwas optimistischere Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung im Euro-Gebiet wider. Trotzdem verbleibt der Indikator weiterhin auf einem – im Vergleich zu den Vorjahren – erhöhten Niveau, da Unsicherheiten über die wirtschaftliche Erholung im Euro-Gebiet fortbestehen.

rungen gegenüber Schuldner in Italien mit 96 Mrd € und in Spanien mit 82 Mrd € weiterhin die größten Posten der bestehenden Forderungen aus. Auf die vier Programmländer entfallen insgesamt 56 Mrd €.

Die deutschen Versicherungsunternehmen haben, anders als die Banken, ihre Kapitalanlagen gegenüber den sechs betrachteten Ländern zuletzt leicht erhöht. Sie betragen Mitte 2013 insgesamt 137 Mrd €. Wie bei den Banken dominieren mit zusammen 112 Mrd € die Anlagen in Italien und Spanien.

Für das deutsche Finanzsystem bestehen somit weiterhin hohe Ausfall- und Ansteckungsrisiken aus der Schuldenkrise. Zu beachten ist außerdem, dass ein beträchtlicher Risikotransfer vom privaten

Für das deutsche Finanzsystem bestehen weiterhin hohe Ausfall- und Ansteckungsrisiken aus der Schuldenkrise.

in den öffentlichen Sektor stattgefunden hat. Trotz des Abklingens der akuten systemischen Störungen sowie der erfolgreich umgesetzten Reformen in den betroffenen Ländern bleibt die Schuldenkrise ein hohes Risiko für die Finanzstabilität.

Renditesuche treibt Unternehmenskreditmärkte

Im Niedrigzinsumfeld können Stabilitätsrisiken aus einer verstärkten Suche nach Rendite resultieren, insbesondere wenn einzelne Finanzmarktsegmente, in denen deutsche Finanzintermediäre vorrangig investieren, überbewertet werden.³⁾

³⁾ Das Kapitel „Globale Liquidität: Anfälligkeiten aus erhöhter Risikoübernahme“ behandelt die Risiken für das deutsche Finanzsystem aus Aktivitäten in ausgewählten Finanzmarktsegmenten, in denen Anzeichen einer Suche nach Rendite unter Inkaufnahme erhöhter Risiken bereits erkennbar sind.

Die Renditesuche zeigt sich recht deutlich an den Unternehmenskreditmärkten. Sie sind von hohen Emissionsvolumina, leichtem Zugang auch für bonitätsschwächere Unternehmen, niedrigen Risikoprämien sowie günstigen nichtpreislichen Konditionen geprägt. So ist seit der Vorkrisenzeit der Anteil neu emittierter Anleihen mit einer Bonitätsnote aus dem Segment Non-Investment Grade in den USA von gut 20% im mehrjährigen Durchschnitt auf über 30% und im Euro-Gebiet von rund 14% auf über 20% gestiegen. Bei syndizierten Krediten haben die Anteile der Ratingstufen BBB und darunter sowohl in den USA als auch im Euro-Gebiet deutlich zugenommen.

Mit Blick auf die Bepreisung fallen niedrige Risikoaufschläge auf. Die gesunkenen Risikoaufschläge für Anleihen kapitalmarktfähiger Unternehmen in den USA, Frankreich und Deutschland drücken optimistische Erwartungen aus, dass die Ausfallraten unterhalb langfristiger Durchschnitte bleiben. Hinzu kommen günstige nichtpreisliche Konditionen. So ist in den USA das Volumen der Kredite mit lockeren Anlegerschutzklauseln (sog. Covenant Lite Loans) auf ein Rekordniveau gestiegen. Auch im Euro-Gebiet zeigt sich ein deutlicher Zuwachs bei dieser Kreditklasse.

Der Bestand an Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen, den Banken in Deutschland halten, hat sich in den vergangenen Jahren insgesamt wenig verändert; Ende des dritten Quartals 2013 betrug er 45 Mrd €. Der Bestand an diesen Anleihen, den deutsche Banken über Auslandsniederlassungen halten, dürfte in den vergangenen Jahren sogar zurückgegangen sein.

Deutsche Versicherer haben dagegen das Gewicht der am Markt schon recht hoch bewerteten Unternehmensanleihen in ihren Portfolios deutlich angehoben. Von Ende 2009 bis Mitte 2013 erhöhten sie ihre Bestände an Unternehmensanleihen von 41 Mrd € auf 83 Mrd €. Der Anteil an ihren gesam-

ten Kapitalanlagen stieg damit von 3,4% auf 6,0%. Dabei entfiel der Großteil des Zuwachses auf indirekt über Spezialfonds gehaltene Unternehmensanleihen, die inzwischen einen größeren Anlagebetrag ausmachen als die direkt gehaltenen Anleihen.

Schwellenländer zwischen Renditesuche und einem Sudden-Stop-Risiko

Die Brutto-Kapitalzuflüsse in Schwellenländer erreichten im ersten Quartal 2013 teilweise neue Höchststände. Dabei nahmen vor allem die relativ volatilen Portfolioinvestitionen und zuletzt der übrige Kapitalverkehr stark zu.

Das Risiko eines abrupten Endes der Periode starker Kapitalzuflüsse (Sudden Stop) in Schwellenländer ist im Laufe dieses Jahres gestiegen. Die Wachstumsaussichten in großen Schwellenländern haben sich eingetrübt. Zudem spielen Erwartungen über Änderungen im internationalen Zinsgefüge eine wichtige Rolle. Einen Vorgeschmack auf mögliche Marktbewegungen bei einer geldpolitischen Wende in den USA boten im Sommer 2013 Verluste an den Aktien- und Devisenmärkten der Schwellenländer sowie Abflüsse aus Schwellenländerfonds. Deutsche Banken, die der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berichten, hielten gegenüber Schuldnern aus den G20-Schwellenländern Mitte 2013 Kreditforderungen in Höhe von 155 Mrd US-\$. Sollten einzelne größere Schwellenländer, die traditionell relativ enge Wirtschaftsbeziehungen zu Deutschland pflegen, in Finanzierungsprobleme geraten, könnte das deutsche Bankensystem betroffen sein.

Aktuelle Risiken aus Renditesuche und Zinswende begrenzt

Insgesamt sind die direkten Risiken für die Finanzstabilität in Deutschland aus der Suche nach Rendite und aus einer möglichen abrupten Zinswende, die

Korrekturen an überbewerteten Märkten auslösen könnte, derzeit begrenzt.

Die deutschen Versicherer haben ihre Bestände an Unternehmensanleihen zwar spürbar erhöht. Dahin-

Die deutschen Versicherer haben ihre Bestände an bereits recht hoch bewerteten Unternehmensanleihen spürbar erhöht.

ter steht jedoch nicht nur eine Suche nach Rendite zur Verbesserung der Erträge, sondern wohl auch der Wunsch, Kapitalanlagen zu diversifizieren und dabei ins-

besondere die Verflechtung mit dem Bankensystem abzubauen. Gleichwohl müssen die deutschen Versicherer beachten, dass Unternehmensanleihen am Markt bereits recht hoch bewertet werden.

Bei den deutschen Banken gibt es bislang kaum Hinweise auf eine ausgeprägte Renditesuche. Dies dürfte auch daran liegen, dass viele Institute weiterhin unter Druck stehen, ihre Verschuldung zu reduzieren und höhere Eigenkapitalpuffer aufzubauen.

Eine Zinswende kann auf den Finanzmärkten zu abrupten und starken Bewegungen führen. Hinsichtlich ihrer Anfälligkeit gegenüber Zinsänderungsrisiken bestehen deutliche Unterschiede zwischen den Bankengruppen: Insbesondere das Geschäftsmodell von Sparkassen und Kreditgenossenschaften geht traditionell mit Zinsänderungsrisiken einher. So würde eine Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve um 150 Basispunkte nach oben im Durchschnitt kurzfristig zu Marktwertverlusten für die befragten Sparkassen und Kreditgenossenschaften in Höhe von 14% der Eigenmittel führen.

Sektorale Risiken lasten auf deutschen Banken

Die Finanzstabilität könnte durch sektorale Kreditrisiken gefährdet werden, wenn es in mehreren Risikoportfolios simultan zu Ausfällen käme, die sich bei

einzelnen systemrelevanten Instituten konzentrieren würden.⁴⁾ Bei Schiffskrediten, Krediten für ausländische Gewerbeimmobilien und Verbriefungen sind die Ausfallrisiken für deutsche Banken besonders hoch. Verluste drohen vor allem, falls sich die Wirtschaft global und in größeren europäischen Ländern sowie den USA schwach entwickeln sollte.

Die sieben bedeutendsten deutschen Banken im Bereich der Schiffsfinanzierung haben ihre Forderungen von 97 Mrd € Mitte 2012 auf 86 Mrd € Mitte 2013 reduziert. Hiervon sind rund 23 Mrd € in einer öffentlichen Teilverlustgarantie eingeschlossen, die allerdings auch Verluste aus anderen Forderungsklassen abdecken soll. Dennoch stellt der Bestand an Forderungen aus der Schiffsfinanzierung in einigen Fällen einen bedeutenden Teil des Gesamtportfolios der betroffenen Banken dar.

Die Forderungen aus ausländischen Gewerbeimmobilienkrediten acht großer, international tätiger deutscher Banken betragen Ende des ersten Quartals 2013 105 Mrd €. Sie wurden seit Ende 2011 um 16 Mrd € verringert. Von den Auslandsmärkten macht das Vereinigte Königreich mit 22% den größten Anteil am Bestand aus, gefolgt von den USA mit 21%, Frankreich mit 12%, Spanien, Italien und Portugal mit zusammen 14% und den Niederlanden mit 7%. Vor allem aus Krediten für Gewerbeimmobilien in den EU-Partnerstaaten drohen deutschen Banken Belastungen. Am heimischen Markt für Gewerbeimmobilien bestehen hingegen derzeit keine erhöhten Ausfallrisiken.

Ihre Bestände an Verbriefungen haben die deutschen Banken ebenfalls weiter abgebaut. Für die Gruppe der 12 großen, international tätigen

⁴ Das Kapitel „Deutsche Banken unter verstärktem Ertragsdruck“ behandelt die strukturelle Ertragsschwäche und die erhöhten sektorale Risiken im deutschen Bankensystem. Zudem schreibt es die Berichterstattung über die Entwicklungen am deutschen Wohnimmobilienmarkt fort.

deutschen Banken⁵⁾ sank der Buchwert von Mitte 2012 bis Mitte 2013 um 21 Mrd € auf 94 Mrd €. Der größte Anteil am Bestand entfällt mit 52% auf verbrieftete Wohnimmobilienkredite (Residential Mortgage Backed Securities: RMBS), gefolgt von forderungsbesicherten Schuldverschreibungen (Collateralised Debt Obligations: CDOs) mit 19%, verbrieften Gewerbeimmobilienkrediten (Commercial Mortgage Backed Securities: CMBS) mit 10% und verbrieften Studentenkrediten mit gut 8%.

Die Banken haben Problemaktiva in den drei Risikosektoren Schiffsfinanzierung, ausländische Gewerbeimmobilien und Verbriefungen im vergangenen Jahr weiter abgebaut. Dennoch beliefen sich die Forderungen der 12 großen, international tätigen deutschen Banken Ende des ersten Quartals 2013 unter Berücksichtigung einer öffentlichen Teilverlustgarantie immer noch auf insgesamt 5,4% der Bilanzsumme. Darunter weisen einzelne Banken eine deutlich ungünstigere Relation auf. Zu einem weiteren Risikosektor für deutsche Banken könnten sich Kredite an amerikanische Kommunen entwickeln, falls sich deren finanzielle Lage weiter verschlechtern sollte. Der Kreditbestand der 12 großen, international tätigen deutschen Banken war Ende des ersten Quartals 2013 mit 21 Mrd € jedoch vergleichsweise gering.

Banken senken Verschuldung weiter

Die Ertragslage im deutschen Bankensystem wurde in den zurückliegenden Jahren von ungewöhnlich niedrigen Wertberichtigungen auf das Kreditportfolio unterstützt. Dabei erhielt das deutsche Bankensystem kräftigen Rückenwind von der robusten Inlandskonjunktur. Wie vorteilhaft die aktuelle Lage ist, zeigt der Blick auf ein Stressszenario, das eine scharfe Rezession unterstellt.

Eine Simulation zeigt, dass eine erneute scharfe Rezession, wie sie in Deutschland im Zuge der

Finanzkrise auftrat,⁶⁾ besonders die 12 großen, international tätigen deutschen Banken trafe. Gegenüber dem Basisszenario, das die derzeit wahrscheinliche Wirtschaftsentwicklung unterstellt, würden ihre operativen Erträge im Jahr 2014 um rund 15 Mrd € niedriger liegen. Diese Einbuße würde das operative Ergebnis der Gruppe im Jahr 2012 übersteigen, das bei 11 Mrd € lag. Bei unveränderten Personal- und Verwaltungsaufwendungen würden diese Banken insgesamt sogar ein negatives operatives Ergebnis nach Bewertung aufweisen. In der Simulation kommt es in den Jahren 2013 bis 2015 beim Stressszenario verglichen mit dem Basisszenario zu zusätzlichen Wertberichtigungen und Abschreibungen im Kreditgeschäft in Höhe von 6½ Mrd € sowie zu einer Verschlechterung des Handelsergebnisses um 11½ Mrd €. Sparkassen und Kreditgenossenschaften sind in dieser Simulation von einem konjunkturellen Einbruch weniger betroffen, weil der Eigenhandel eine geringere Rolle spielt und die Wertberichtigungen unabhängiger von der Konjunktur sind.

Auch wenn das Abgleiten der deutschen Wirtschaft in eine scharfe Rezession in naher Zukunft recht unwahrscheinlich ist, weisen die Ergebnisse eines solchen Szenarios darauf hin, dass die aktuellen Rahmenbedingungen für das deutsche Bankensystem durchaus günstig sind. Dies sollten die Institute nutzen, um ihre Widerstandsfähigkeit zu steigern.

Tatsächlich hat sich der Trend einer verbesserten Risikotragfähigkeit der großen deutschen Banken im Laufe dieses Jahres fortgesetzt. So ist das Kernkapital der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken Mitte 2013 im Jahresvergleich

⁵ Auf die Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken nimmt dieser Finanzstabilitätsbericht häufig Bezug. Siehe S. 52, Fußnote 1.

⁶ Das Stressszenario unterstellt im Jahr 2014 einen Einbruch der Wirtschaftsentwicklung um 5,1% und im Jahr 2015 einen weiteren leichten Rückgang um 1,0%. Zu Vergleichszwecken dient ein Basisszenario, das sich für diesen Zeitraum an den Prognosen der Bundesbank orientiert. Siehe auch den Abschnitt „Stresstests decken Risiken auf“ auf S. 59 ff.

von 13,2% auf 15,3% der risikogewichteten Aktiva gestiegen. Entsprechend konnten die betrachteten Banken ihren Verschuldungsgrad – gemessen als Verhältnis der Bilanzsumme nach Handelsgesetzbuch zum Kernkapital – weiter reduzieren. Er sank bis Mitte 2013 auf 28, ein Jahr zuvor lag er noch bei 33.

Die Europäische Zentralbank (EZB) wird vor dem Inkrafttreten der gemeinsamen Aufsicht eine umfassende Bewertung (Comprehensive Assessment) von 124 Bankengruppen vornehmen. Teil dieser Bewertung

Die Banken sollten alle Optionen zum Abbau bestimmter Risikoaktiva und zum Aufbau von Eigenkapital prüfen, einschließlich der Innenfinanzierung durch einbehaltene Gewinne.

wird ein Stresstest der EZB sein, der in enger Kooperation mit der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) durchgeführt wird. Um glaubwürdig zu sein, sollte das Comprehensive Assessment

einschließlich des Stresstests streng ausgestaltet sein. Zugleich müssen Banken, Aufsichtsbehörden und Regierungen für den Fall vorbereitet sein, dass bei einigen Instituten ein Rekapitalisierungsbedarf festgestellt wird. Auch vor diesem Hintergrund sollten die Banken weiterhin alle Optionen zum Abbau bestimmter Risikoaktiva und zum Aufbau von Eigenkapital prüfen, einschließlich der Innenfinanzierung durch einbehaltene Gewinne.

Preisanstieg am deutschen Wohnimmobilienmarkt verbreitert sich

Erfahrungen anderer Länder zeigen, dass ein schuldenfinanzierter Immobilienboom eines der schwerwiegendsten Risiken für die Finanzstabilität darstellt.

Der Anstieg der Preise für deutsche Wohnimmobilien hat sich im Jahr 2012 fortgesetzt. Die Preise

für Eigentumswohnungen in den sieben größten deutschen Städten (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart) stiegen durchschnittlich um 8,6%. Auf Basis der ersten drei Quartale zeichnet sich für das Jahr 2013 ein ähnlicher Preisanstieg von rund 9% in den sieben Großstädten ab.⁷⁾ In 125 deutschen Städten verteuerten sich Eigentumswohnungen und Reihenhäuser im Jahr 2012 um 5,5%. Inzwischen gibt es Hinweise, dass sich der Preisanstieg von den Städten ins Umland ausbreitet. Gemessen an den längerfristigen demographischen und ökonomischen Einflussfaktoren könnte es in den attraktiven Großstädten gegenwärtig Überbewertungen von bis zu 20% geben.⁸⁾

Die deutschen Banken registrieren seit dem Frühjahr 2010 eine deutlich steigende Nachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten. Mit einer Jahresrate von 2,2% im dritten Quartal 2013 ist das Kreditwachstum jedoch weiterhin moderat. Vorläufige Analysen deuten allerdings darauf hin, dass das Kreditwachstum in den Regionen mit besonders hohen Preissteigerungen überdurchschnittlich stark ist. Für einzelne Großstädte zeigt sich zudem, dass Immobilienfinanzierungen mit hohem Fremdkapitalanteil durchaus verbreitet sind. Bundesweit lässt sich bei den Kreditvergabestandards jedoch keine Lockerung erkennen.

Für die längerfristige Entwicklung der Finanzstabilität in Deutschland ist es entscheidend, dass die aktuell dynamische Preisentwicklung am deutschen Wohnimmobilienmarkt nicht zu einer übermäßigen

Die deutschen Kreditinstitute sollten auf konservative Standards bei der Vergabe von Wohnimmobilienkrediten achten.

⁷ Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben der BulwienGesa AG. Die unterjährigen Daten zur Preisentwicklung auf Immobilienmärkten unterliegen generell stärkeren Schwankungen und sind deswegen mit hoher Unsicherheit behaftet.

⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), Monatsbericht, Oktober 2013, S. 13 ff.

Risikoübernahme der Banken führt. Die deutschen Kreditinstitute sollten auf konservative Standards bei der Vergabe von Wohnimmobilienkrediten achten.

Deutsche Lebensversicherer müssen Substanz angreifen

Die Lebensversicherer sind mit den Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds unmittelbar konfrontiert.⁹⁾ Die Rendite von Bundesanleihen ist im Jahr 2011 erstmals unter den für das Neugeschäft maßgeblichen Höchstrechnungszins gefallen. Gleichzeitig bleiben die Verpflichtungen zur Bedienung der Altverträge hoch, denn der Rechnungszins im Bestand beträgt im Durchschnitt 3,2%. Zwar konnten die Lebensversicherer im Jahr 2012 die aus den Kapitalanlagen erwirtschaftete Nettoverzinsung von 4,1% im Vorjahr auf 4,6% steigern. Dabei handelt es sich jedoch um einen temporären Effekt. Die Steigerung der Nettoverzinsung ist zum einen auf Zuschreibungen zurückzuführen, zum anderen haben die Lebensversicherer Bewertungsreserven realisiert, um die vorgeschriebene Dotierung der Zinszusatzreserve erfüllen zu können.

Lebensversicherer können in eine Situation geraten, in der sie Eigenmittel aufzehren müssen. Dies ist dann der Fall, wenn die von den Unternehmen festgelegte Überschussbeteiligung oder sogar die garantierten Leistungen nicht mehr aus den laufenden Kapitalerträgen erwirtschaftet werden können. Das Verhältnis der regulatorisch anerkannten Eigenmittel zu den regulatorischen Eigenmittelanforderungen (die sog. Bedeckungsquote) ist seit dem Jahr 2009 im Aggregat von 186% auf nunmehr 169% gesunken.

Die Gefahren der niedrigen Zinsen einzuschätzen ist mit erheblichen Unsicherheiten belastet, weil Annahmen über einen längeren Zeitraum hinweg zu treffen sind.¹⁰⁾ In einem Basisszenario, das heutige Renditen von Bundesanleihen zur Prognose der künftigen Nettoverzinsung heranzieht, bleiben die

Auswirkungen überschaubar. Aber schon in einem milden Stressszenario, in dem niedrige Renditen simuliert werden, wie sie in Japan längere Zeit vorherrschten, könnten einige Lebensversicherer, die immerhin zusammen einen Marktanteil von rund 14% haben, bis zum Jahr 2023 die Eigenmittelanforderungen von Solvency I nicht mehr erfüllen. Unter verschärften Stressbedingungen, insbesondere wenn auch die Renditen auf andere Anlagen als Bundesanleihen unter Druck gerieten, würden weit mehr Unternehmen die Eigenmittelanforderungen von Solvency I nicht mehr erfüllen. Dies weist auf ein Gefährdungspotenzial für die Solvabilität der Lebensversicherungsbranche hin.

Das Niedrigzinsumfeld greift auch deshalb die Substanz der Lebensversicherer an, weil seit der Reform des Versicherungsvertragsgesetzes (VVG) im Jahr 2008 deutsche Lebensversicherer die Versicherungsnehmer bei Vertragsende hälftig an den vorhandenen Bewertungsreserven beteiligen müssen. Dies gilt für sämtliche Anlageklassen. Der Zinsrückgang an den Kapitalmärkten hat dazu geführt, dass die Bewertungsreserven auf festverzinsliche Wertpapiere deutlich gestiegen sind. Während sie Ende des ersten Quartals 2011 lediglich 2,7 Mrd € betragen, beliefen sie sich Ende 2012 bereits auf 87,8 Mrd €. Die derzeit geltenden Vorschriften bewirken somit, dass Lebensversicherer in Zeiten sinkender Zinsen steigende Ausschüttungen an ausscheidende Kunden leisten müssen. Daher sollte ein solider und nachhaltiger regulatorischer Rahmen für die Beteiligung von Versicherungsnehmern an den Bewertungsreserven angestrebt werden.

Zu beachten ist, dass viele deutsche Lebensversicherer derzeit noch Probleme hätten, die künftigen

⁹ Das Kapitel „Der deutsche Versicherungssektor zwischen niedrigen Zinsen und erhöhten Eigenkapitalanforderungen“ geht auf das Niedrigzinsumfeld sowie die Veränderungen durch Solvency II ein. Zudem behandelt das Kapitel die Risiken aus der betrieblichen Altersvorsorge und die Quellen systemischen Risikos.

¹⁰ Siehe ausführlich den Abschnitt „Stressszenarien zur Auswirkung des Niedrigzinsumfelds“ S. 75 ff.

Kapitalanforderungen nach Solvency II zu erfüllen. Solvency II soll langfristige Risiken besser abbilden, indem Vermögenspositionen und Verpflichtungen marktkonsistent, risikoadäquat und transparent zu bewerten sind. Dadurch dürfte allerdings auch ein deutlich volatileres Bild der Solvenzsituation von Versicherern gezeichnet werden.

Die Versicherer sind in Deutschland traditionell eng mit dem Bankensystem verflochten. Mitte 2013 haben die größten deutschen Versicherungsunternehmen 36% ihrer gesamten Kapitalanlagen bei Banken investiert. Fast ein Drittel dieser Anlagen bei Banken erfolgte unbesichert (unbesicherte Schuldverschreibungen, nachrangige Anleihen, Genussscheine, Aktien und Einlagen). Pfandbriefe und andere gedeckte Bankschuldverschreibungen machten den größten Teil der übrigen Anlagen bei Banken aus.

Betriebliche Altersversorgung vor demographischer Herausforderung

Die betriebliche Altersversorgung wird mittel- bis langfristig vor allem durch den demographischen Wandel herausgefordert. Dieser wird zukünftig steigende Versorgungsleistungen zur Folge haben, während zugleich die arbeitsfähige Bevölkerung schrumpft. Das führt vor allem bei Unternehmen mit hohen ungedeckten Direktzusagen zu einem Finanzierungsrisiko.

Die Unternehmen sind aufgefordert, Risiken für sich und ihre externen Versorgungsträger aus dem demographischen Wandel und dem Niedrigzinsumfeld zu identifizieren und frühzeitig Vorsorge zu treffen.

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld fordert zugleich diejenigen Unternehmen heraus, die ihre Versorgungszusagen als Antwort auf den demographischen Wandel ausfinanziert haben. Das niedrige Zinsniveau

erschwert es ihnen (oder ihren Pensionskassen, Pensionsfonds und Unterstützungskassen), mit dem angelegten Deckungsvermögen die zugesagten Versorgungsleistungen zu erwirtschaften. Die Unternehmen sind aufgefordert, Risiken für sich und ihre externen Versorgungsträger aus dem demographischen Wandel und dem Niedrigzinsumfeld zu identifizieren und frühzeitig Vorsorge zu treffen.

Derivatemarktregulierung beginnt zu greifen

Die internationalen Derivatemärkte spielten im Vorfeld der Finanzkrise eine wesentliche Rolle für die Verflechtungen im Finanzsystem und für die mangelnde Transparenz darüber, wo sich Risiken ballen könnten. Die umfassende Reform der außerbörslichen Derivatemärkte ist daher zu Recht eines der Kernanliegen bei der Reform des internationalen Finanzsystems. Dabei sollen systemische Risiken vor allem über das Einschalten von Zentralen Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs) verringert werden.¹¹⁾ CCPs treten als Vertragspartei zwischen Derivatekäufer und -verkäufer. So lenken sie das Ausfallrisiko im Derivatemarkt auf sich und sollen damit Schockwellen, die der Ausfall eines großen Marktteilnehmers aussendet, quasi als Wellenbrecher, abmildern. Zudem sollen Transaktionsregister für mehr Transparenz sorgen, damit Risikokonzentrationen frühzeitig erkannt werden können.

Die Regulierung der außerbörslichen Derivatemärkte kommt allerdings nur langsam voran. Die internationale Standardsetzung, deren nationale Implementierung sowie die Anwendung dieser Regeln machen zwar durchaus Fortschritte. Das Ziel, die neuen Vorgaben bis Ende 2012 vollständig anzuwenden, wurde indes verfehlt. Wünschenswert wäre es gewesen, wenn die internationalen Vereinbarungen möglichst

¹¹ Das Kapitel „Außerbörsliche Derivatemärkte: systemische Risiken begrenzen“ zeigt die Fortschritte der Regulierung, aber auch neue Herausforderungen auf.

gleichzeitig in allen Ländern umgesetzt worden wären. Bei der bislang erfolgten nationalen Umsetzung bestehen allerdings deutliche Unterschiede. Die Anforderungen an die Zentralen Gegenparteien in den jeweiligen Rechtsräumen sollten sich jedoch

Die Anforderungen an die Zentralen Gegenparteien in den jeweiligen Rechtsräumen dürfen keinen Wettbewerb um niedrigere Standards auslösen.

nicht widersprechen und dürfen keinen Wettbewerb um niedrigere Standards auslösen. Da den Zentralen Gegenparteien eine systemrelevante Rolle eingeräumt wird, muss auf globaler Ebene

auf strenge Vorgaben für deren Risikomanagement geachtet werden.

Fortschritte beim zentralen Clearing zeigen sich gleichwohl. Einen Schub brachte das Inkrafttreten von diversen Pflichten zur Nutzung von CCPs in Japan im November 2012 und in den USA im März 2013. So waren im zweiten Quartal 2013 bereits bei 57% der neu abgeschlossenen Index-Kreditausfallswaps CCPs eingeschaltet; im vierten Quartal 2012 war dies bei nur 28% der Neugeschäfte der Fall gewesen. Clearingpflichten über CCPs sollten sukzessive auf weitere Marktteilnehmer und Produkte ausgeweitet werden.

Neue Instrumente für die nationale makroprudenzielle Überwachung

Das institutionelle Gefüge der makroprudenziellen Überwachung ist im Jahr 2013 weiterentwickelt worden.¹²⁾ In Deutschland ist Anfang des Jahres das Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität in

Kraft getreten. Kern dieses Gesetzes ist die Einrichtung des Ausschusses für Finanzstabilität (AFS), der inzwischen seine Arbeit aufgenommen hat.

Die europäische Eigenkapitalrichtlinie und -verordnung schaffen die rechtliche Grundlage für eine Reihe neuer makroprudenzieller Instrumente für den Bankensektor, die in den kommenden Jahren zur Verfügung stehen. Hierzu gehören der antizyklische Kapitalpuffer, der Systemrisikopuffer und die makroprudenzielle Erhöhung sektoraler Risikogewichte. Diese Instrumente sollen es ermöglichen, Gefährdungen der Finanzstabilität auf nationaler Ebene zu begegnen. Doch gibt es mit der Anwendung dieser neuen Instrumente kaum Erfahrungen. Die Bundesbank arbeitet – ebenso wie andere Notenbanken und Aufsichtsbehörden in Europa – an den Grundlagen für den praktischen Einsatz dieser Instrumente.

Die weitere Ausgestaltung des nationalen makroprudenziellen Mandats erfordert die Entwicklung einer entsprechenden Strategie. Hierzu hat der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) eine Empfehlung zu Zwischenzielen und makroprudenziellen Instrumenten an die EU-Mitgliedstaaten und deren makroprudenzielle Behörden herausgegeben. Bei der Umsetzung dieser Empfehlung spielt in Deutschland der AFS eine zentrale Rolle.

¹² Das Kapitel „Makroprudenzielle Politik in Deutschland nimmt Gestalt an“ stellt die neuen makroprudenziellen Instrumente vor und berichtet über die Änderungen im institutionellen Gefüge und die Verzahnung der nationalen mit der europäischen Ebene der makroprudenziellen Überwachung.

Anhaltende Gefährdung der Finanzstabilität durch die europäische Schuldenkrise

Von den hohen öffentlichen und privaten Schulden in einigen Ländern des Euro-Gebiets gehen weiterhin hohe Risiken für die Finanzstabilität aus. Für das deutsche Finanzsystem bestehen aufgrund der engen finanziellen Verflechtungen in Europa weiterhin substanzielle Ausfall- und Ansteckungsrisiken.

Die akuten systemischen Risiken konnten durch Reformen in den betroffenen Ländern, den Einsatz von internationalen Rettungsmechanismen und deren Institutionalisierung sowie die außerordentlichen Maßnahmen des Eurosystems eingedämmt werden. Dabei zeigen sich erste Erfolge: Der Schuldenabbau im nichtfinanziellen Privatsektor kommt langsam voran, Exporte steigen, Banken wurden restrukturiert und rekapitalisiert. Die Entspannung an den europäischen Finanzmärkten hat weitere fundamentale volkswirtschaftliche Anpassungen aber bereits vorweggenommen. Der Konsolidierungsbedarf ist immer noch hoch und die staatlichen Schuldenquoten wachsen weiter. Auch droht ein Ungleichgewicht zwischen Haftung und Kontrolle bei dem finanzpolitischen Rahmen der Währungsunion. Die öffentlichen Finanzen bleiben eine zentrale Schwachstelle.

In einigen Ländern hat der Risikoverbund zwischen Staat und heimischen Banken wieder zugenommen. Um dieses Risiko einzudämmen, sollte die regulatorische Vorzugsbehandlung von Forderungen der Banken gegenüber Staaten auf mittlere Sicht abgebaut werden. Eine einheitliche Aufsicht und ein entsprechender Restrukturierungs- und Abwicklungsmechanismus sollen dazu beitragen, die öffentlichen Haushalte vor künftigen Fehlentwicklungen bei Banken zu schützen. Allerdings kann dies die heutige Schuldenkrise nicht lösen und auch den Reform- und Konsolidierungskurs aller Teilnehmerstaaten nicht ersetzen.

Europäische Schuldenkrise noch nicht überwunden

Die europäische Schuldenkrise bestimmt seit mehr als vier Jahren maßgeblich die Stabilitätslage im deutschen Finanzsystem. Von ihr geht aufgrund der engen Verflechtung innerhalb des europäischen Finanzsystems sowie zwischen Staats- und Bankensektor weiterhin ein hohes Risiko aus.

Seit Sommer 2012 ist es zu einer Entspannung an den europäischen Finanzmärkten gekommen (siehe Schaubild 2.1). Hierzu haben erkennbare Reformfortschritte der von der Schuldenkrise betroffenen Länder, die Institutionalisierung von Rettungsmechanismen sowie außerordentliche Maßnahmen des Eurosystems beigetragen. Die

Die Entspannung an den europäischen Finanzmärkten hat weitere fundamentale volkswirtschaftliche Anpassungen bereits vorweggenommen.

Entspannung an den europäischen Finanzmärkten hat jedoch weitere fundamentale volkswirtschaftliche Anpassungen bereits vorweggenommen.

Die Schuldenkrise ist noch nicht überwunden. Deshalb muss der Reform- und Konsolidierungskurs fortgesetzt werden. Ein Stillstand könnte das Vertrauen in die Eindämmung der systemischen Risiken wieder beschädigen. Zudem ist der Risikoverbund zwischen Staats- und Bankensektor zu lockern, damit Fehlentwicklungen in einem Sektor zukünftig den anderen Sektor weniger stark in Mitleidenschaft ziehen.

Von der unmittelbaren Stabilisierung zum Eindämmen der Ansteckungskanäle

Bei der Bewältigung der Schuldenkrise sind drei Phasen erkennbar. In der ersten Phase stand die unmittelbare Stabilisierung der betroffenen Länder über internationale öffentliche Finanzhilfen im Vordergrund. In der zweiten Phase ist das Ziel der Beteiligung

des privaten Sektors an der Stabilisierung deutlicher zu erkennen. Inzwischen hat eine dritte Phase begonnen, in der es darum geht, die Finanzstabilität strukturell vor Gefährdungen durch überhöhte öffentliche und private Verschuldung zu schützen.

Zu Beginn der Krise zeigte sich, dass das institutionelle Gefüge des Maastricht-Vertrages keine expliziten Regelungen für den Fall einer systemischen Finanzkrise enthält. Allerdings konnte die Schuldenkrise – zumindest in einigen Ländern – erst durch eine Nichtbeachtung wesentlicher Vorschriften des Maastricht-Vertrages überhaupt entstehen.

Aufgrund fehlender gemeinschaftlicher Vorkehrungen stellten die Euro-Partnerländer für das erste Griechenland-Programm im Mai 2010 noch bilaterale Kredite bereit. Dagegen finanziert die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (European Financial Stability Facility: EFSF), die im Juni 2010 als temporäre Rettungsinstitution der Euro-Länder gegründet wurde, die Kredite im Rahmen der Programme für Irland und Portugal sowie des zweiten Hilfsprogramms für Griechenland. Auf EU-Ebene beteiligt sich der ebenfalls im Jahr 2010 geschaffene Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (European Financial Stabilisation Mechanism: EFSM) an der Finanzierung der Programme für Irland und Portugal. Seit Oktober 2012 ist der Europäische Stabilitätsmechanismus (European Stability Mechanism: ESM) als dauerhafter Rettungsmechanismus der Euro-Länder funktionsfähig. Er hat ein Ausleihvolumen von 500 Mrd € und finanziert das mit Spanien vereinbarte Programm zur Sanierung des Bankensektors sowie das zyprische Anpassungsprogramm. Mit Ausnahme des spanischen Bankenprogramms erfolgt stets eine Kofinanzierung durch den Internationalen Währungsfonds (IWF).

Folge der internationalen Rettungsmaßnahmen ist ein je nach Land unterschiedlicher, in jedem Fall aber umfassender Markt- und Kreditrisikotransfer vom privaten zum öffentlichen Sektor. Besonders bedeutend

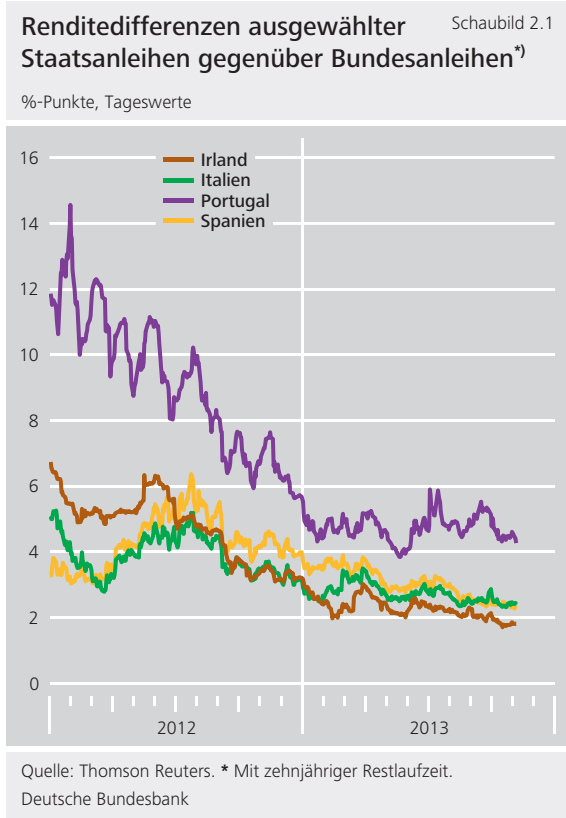
ist dieser Transfer im Falle Griechenlands, wo privat gehaltene Schuldtitel restrukturiert wurden. Mitte 2013 hielten die Mitgliedsländer des Euro-Gebiets, die EFSF und der IWF sowie die Notenbanken des Eurosystems gut 80% der griechischen Staatsschulden. Im Hinblick auf das Eurosystem sind Staatsanleihekäufe und eine stärkere Vermischung geld- und fiskalpolitischer Aufgaben kritisch zu sehen.¹⁾

Die Beteiligung privater Gläubiger an den Kosten der Stabilisierung ist wichtig, damit in einer marktwirtschaftlichen Ordnung Ertragschancen und Verlustrisiken verbunden bleiben. Qualitative Meilensteine hierfür waren der Forderungsverzicht privater Gläubiger Griechenlands Anfang 2012 und der Schuldentrückkauf Ende 2012 sowie die umfassende Einbeziehung von Großeinlegern bei der Restrukturierung zweier zyprischer Großbanken Mitte 2013.

Die Beteiligung privater Gläubiger an den Stabilisierungskosten ist wichtig, damit Ertragschancen und Verlustrisiken verbunden bleiben.

Derzeit werden neben akuten Krisenlösungsaktivitäten wichtige Änderungen am institutionellen Rahmen der Europäischen Währungsunion (EWU) vorgenommen.²⁾ Die Europäische Zentralbank (EZB) wird voraussichtlich im November 2014 die direkte Aufsicht über „signifikante“ Banken im Euro-Gebiet übernehmen.³⁾ Dies zielt unter anderem darauf ab, das Ansteckungsrisiko von Bankenproblemen auf die öffentlichen Haushalte zu verringern. Die gemeinsame europäische Bankenaufsicht muss einem unangemessenen Risikoaufbau bei einzelnen großen Banken oder in nationalen Bankensektoren frühzeitig entgegenwirken, um zu vermeiden, dass der Staat im Krisenfall stark belastet wird.

Umgekehrt ist das Ansteckungsrisiko von nicht nachhaltigen öffentlichen Finanzen auf die Finanzstabilität zu verringern. Derzeit wird es durch eine



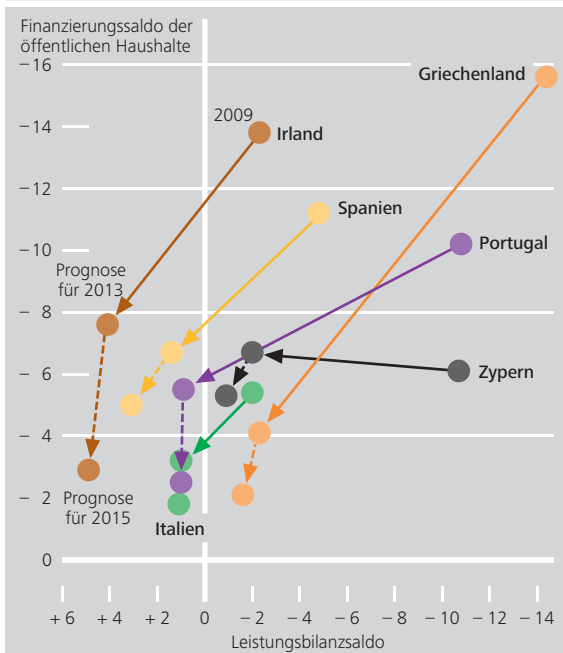
regulatorische Vorzugsbehandlung von Forderungen der Banken an Staaten verstärkt. Diese ist auf mittlere Sicht abzubauen. So sollten auch bei Forderungen an Staaten Konzentrationsrisiken begrenzt werden. Zudem ist es sinnvoll, dass Forderungen an Staaten entsprechend ihres Risikogehalts mit Eigenkapital unterlegt werden. Neben der Finanzstabilität könnte damit auch das Kreditangebot an die Privatwirtschaft gefördert werden, da die diesbezügliche Kreditvergabe relativ attraktiver wird.

Die regulatorische Vorzugsbehandlung von Forderungen der Banken an Staaten gilt es auf mittlere Sicht abzubauen.

1 Vgl.: J. Weidmann (2013).
 2 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013a), S. 15 ff.
 3 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013a), S. 19.

Korrektur der Zwillingsdefizite Schaubild 2.2

in % des BIP



Quellen: Europäische Kommission und IWF.
 Deutsche Bundesbank

Leistungsbilanzen verbessern sich – Auslandsverschuldung bleibt hoch

Seit dem Jahr 2009 haben sich die Leistungsbilanzdefizite der vier Programmländer (Griechenland, Irland, Portugal und Zypern)⁴ sowie von Italien und Spanien deutlich verringert (siehe Schaubild 2.2). Damit sank der externe Netto-Finanzierungsbedarf. Irland, Portugal sowie Italien und Spanien werden gemäß Prognosen der Europäischen Kommission im Jahr 2013 Leistungsbilanzüberschüsse erzielen. In diesen Ländern wurde die Verbesserung wesentlich durch eine Steigerung der Ausfuhren getrieben. Zumindest in Irland dürfte dahinter bereits ein nachhaltiger Anpassungsprozess stehen, durch den sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit dieser Volkswirtschaft erhöht hat.

Ungeachtet der Verbesserungen in den Leistungsbilanzen weisen die betrachteten Länder mit Ausnahme Italiens allerdings weiterhin hohe Netto-Auslandsverbindlichkeiten auf. Sie lagen in Spanien Mitte 2013 bei rund 94% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). In Griechenland, Irland, Portugal und Zypern lagen die Werte zum gleichen Zeitpunkt sogar jeweils deutlich über 100% des BIP (siehe Tabelle 2.1). Die hohen Auslandsverbindlichkeiten machen diese Länder anfällig gegenüber Vertrauensverlusten internationaler Investoren.

Hohe Auslandsverbindlichkeiten machen anfällig gegenüber Vertrauensverlusten internationaler Investoren.

Makrofinanzielle Schwachstellen bestehen fort

In mehreren Ländern des Euro-Gebiets ging eine hohe öffentliche oder private Kreditaufnahme mit Leistungsbilanzdefiziten und damit einem markanten Anstieg der Netto-Auslandsverschuldung einher. Die Risikoprämien an den internationalen Finanzmärkten spiegelten in den Anfangsjahren der Währungsunion die daraus entstehende Belastung für die Bonität nur unzureichend wider.

Der Ausbruch der Schuldenkrise machte die Notwendigkeit zum Abbau der makroökonomischen Ungleichgewichte offenkundig. Erfolge sind erkennbar, aber die Fortschritte fallen in den jeweiligen Ländern und bezogen auf die diversen makrofinanziellen Schwachstellen unterschiedlich aus.

Staatsschulden: Wende nicht gesichert

Auch beim Abbau der Defizite der öffentlichen Haushalte wurden in Griechenland, Irland und Por-

⁴ Dies sind die Länder des Euro-Gebiets, denen unter der Bedingung der Umsetzung eines Anpassungsprogramms internationale Finanzhilfe gewährt wurde.

Makrofinanzielle Indikatoren														Tabelle 2.1	
Prognosen für 2013 in % des BIP und Veränderung gegenüber 2009 in %-Punkten															
Land/ Ländergruppe	Finanzierungs- saldo der öffentlichen Haushalte		Primär- saldo der öffentlichen Haushalte		Bruttostaats- verschuldung		Netto-Aus- landsverbind- lichkeiten ¹⁾		Zinszahlungen für staatliche Schulden		Leistungs- bilanzsaldo		nachrichtlich: BIP-Wachstum (real) gegen- über Vorjahr in %		
		Ver- ände- rung		Ver- ände- rung		Ver- ände- rung		Ver- ände- rung		Ver- ände- rung		Ver- ände- rung		Ver- ände- rung	
USA	-5,8	+ 7,2	-3,6	+ 7,6	106,0	+ 19,7	26,9	+ 11,1	3,9	+ 0,1	-2,6	+ 0,0	1,6	+ 4,4	
Japan	-9,5	+ 0,9	-8,8	+ 1,1	243,5	+ 33,3	-63,0	- 6,3	2,0	+ 0,0	1,2	- 1,7	2,1	+ 7,6	
Euro-Gebiet	-3,1	+ 3,3	-0,4	+ 3,5	95,5	+ 15,6	13,7	- 3,0	3,0	+ 0,1	2,7	+ 2,6	-0,4	+ 4,1	
Griechenland	-4,1	+ 11,5	.	.	176,2	+ 46,5	113,7	+ 24,1	4,1	- 1,1	-2,3	+ 12,1	-4,0	-0,9	
Irland	-7,6	+ 6,2	-3,3	+ 9,0	124,4	+ 60,0	108,7	+ 16,3	4,6	+ 2,6	4,1	+ 6,4	0,3	+ 6,7	
Italien	-3,2	+ 2,2	2,0	+ 3,0	133,0	+ 16,6	27,8	+ 2,5	5,4	+ 0,7	1,0	+ 3,0	-1,8	+ 3,7	
Portugal	-5,5	+ 4,7	-1,4	+ 6,1	127,8	+ 44,1	118,2	+ 7,9	4,3	+ 1,5	0,9	+ 11,7	-1,8	+ 1,1	
Spanien	-6,7	+ 4,5	-3,7	+ 6,2	94,8	+ 40,8	93,6	- 0,2	3,4	+ 1,6	1,4	+ 6,2	-1,3	+ 2,5	
Zypern	-6,7	- 0,5	.	.	116,0	+ 57,5	105,3	+ 74,9	4,1	+ 1,5	-2,0	+ 8,7	-8,7	-6,8	

Quellen: Bank of Japan, Europäische Kommission, Eurostat, EZB, Haver Analytics, IWF, U.S. Bureau of Economic Analysis und eigene Berechnungen.
1 Ist-Werte zum 2. Vj. 2013 und Veränderung ggü. 4. Vj. 2009.

Deutsche Bundesbank

tugal sowie Italien und Spanien trotz der ungünstigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in den vergangenen vier Jahren beachtliche Fortschritte erzielt. Dennoch wird für das Jahr 2013 für keines dieser Länder ein öffentliches Defizit von unter 3% prognostiziert (siehe Tabelle 2.1). Bis auf Italien befinden sich weiterhin alle betrachteten Länder im Verfahren wegen übermäßiger Defizite.

Trotz der eingeleiteten Korrekturen ist der öffentliche Schuldenstand sowohl absolut als auch im Verhältnis zum BIP teilweise sprunghaft gestiegen. Ursächlich hierfür waren neben den laufenden Defiziten die zum Teil beträchtlichen Kosten der Restrukturierung der nationalen Bankensysteme und die schwache Entwicklung des nominalen BIP.⁵⁾ In Griechenland verhinderten der Forderungsverzicht des Privatsektors und der Schuldenrückkauf letztlich nur eine weitere Eskalation der staatlichen Schuldendynamik.

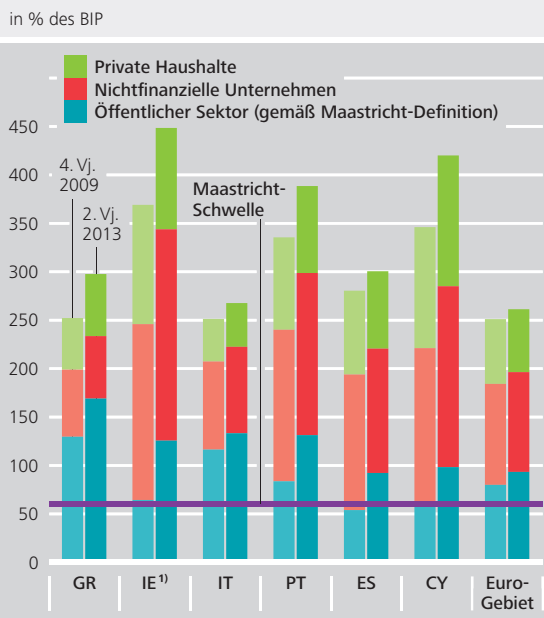
Die Staatsschulden bleiben eine zentrale Schwachstelle, da sie zu hohen Refinanzierungserfordernissen führen. So schätzt der IWF für das Jahr 2014 Italiens Rückgriff auf die Finanzmärkte auf rund 28% des BIP. Für Spanien werden knapp 21% des BIP erwartet.⁶⁾ Hiervon können Liquiditäts- und Zinsrisiken

Die Staatsschulden bleiben eine zentrale Schwachstelle.

für diese Länder ausgehen. Zwar sind die derzeitigen Finanzierungsbedingungen keinesfalls ungünstig.⁷⁾ Ein Zinsanstieg würde die öffentlichen Finanzen jedoch tendenziell belasten, mit Rückwirkungen auf die Einschätzung der Schuldentragfähigkeit an den Märkten. Neben länderspezifischen Faktoren, die auf die Renditen wirken, besteht ein Risikoverbund zwischen den Staaten. So erhöhte sich

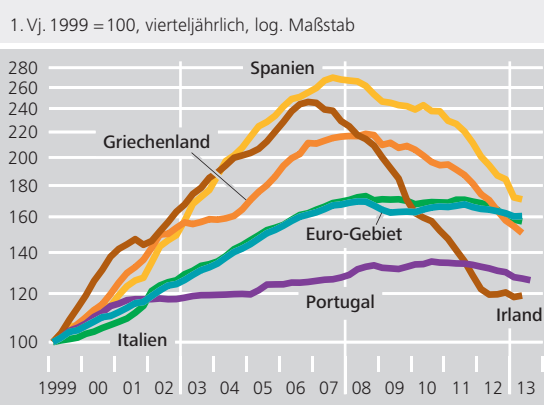
5 Vgl.: Eurostat (2013).
6 Vgl.: International Monetary Fund (2013a), S. 15.
7 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013b), S. 59 ff.

Verschuldung des öffentlichen und der privaten Sektoren Schaubild 2.3



Quellen: Eurostat und EZB. ¹⁾ Die Angabe für nichtfinanzielle Unternehmen ist durch die Finanzierungsaktivitäten großer internationaler Unternehmen maßgeblich beeinflusst.
 Deutsche Bundesbank

Wohnimmobilienpreise^{*)} Schaubild 2.4



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. ^{*} Residential Property Price Indices. Basierend auf nicht harmonisierten nationalen Daten.
 Deutsche Bundesbank

beispielsweise bei weniger erfolgreich verlaufenen Emissionen in einem Land die allgemeine Risikowahrnehmung und strahlte auf die Anleihemärkte anderer finanziell anfälliger Staaten aus. Dabei ist zu beachten, dass Irland und Portugal planen, nach dem Ende ihrer Anpassungsprogramme (Ende 2013

bzw. Mitte 2014) dauerhaft an die Kapitalmärkte zurückzukehren.

Privatsektor beginnt mit Schuldenabbau

Die Schuldenproblematik erstreckt sich in einigen Ländern auch auf den nichtfinanziellen Privatsektor (siehe Schaubild 2.3). Insbesondere in Irland, Portugal und Zypern ist die Verschuldung der privaten Haushalte und der Unternehmen noch immer hoch.⁸⁾ Für die Unternehmen trifft dies auch auf Spanien zu, wobei hier seit Ende 2010 ein deutlicher Rückgang ihrer Verschuldung zu beobachten ist. Dahinter dürfte der Korrekturprozess in der Bauwirtschaft stehen.⁹⁾

Die privaten Haushalte haben nicht nur in Spanien, sondern auch in Portugal und vor allem in Irland ihre Verbindlichkeiten und damit ihre finanziellen Verwundbarkeiten abgebaut. Entlastend auf die finanzielle Lage der privaten Haushalte wirkt in diesen Ländern zusätzlich, dass die Zinsen längerfristiger Kredite oftmals variabel an kurzfristige Zinsen gebunden sind. Damit ist der Schuldendienst infolge der aktuellen Niedrigzinsphase entsprechend gesunken. Spiegelbildlich ist dieser Faktor jedoch eine Quelle von Ertragsproblemen der kreditgebenden Banken.

Korrektur der Wohnimmobilienmärkte kommt voran

Die Verschuldungsproblematik privater Haushalte und eines Teils des Unternehmenssektors hängt insbesondere in Irland und Spanien eng mit Übertreibungen an den Märkten für Wohnimmobilien zusammen (siehe Schaubild 2.4). Der Korrekturpro-

⁸⁾ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013a), S. 49 ff.
⁹⁾ Zu den Ursachen und Folgen des Schuldenüberhangs bei den nichtfinanziellen Unternehmen aus makroprudenzieller Sicht vgl.: M. Goretti und M. Souto (2013).

zess ist in beiden Ländern vorangeschritten, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß.

In Irland zeichnet sich die Bildung oder sogar Überwindung eines zyklischen Tiefpunkts ab, nachdem die Preise für Wohnimmobilien von ihrem Höhe-

In Ländern, in denen die Übertreibungen auch den Wohnungsbau umfassten, sind die Bereinigungsprozesse besonders schwierig und schmerzhaft.

punkt im Jahr 2006 bis zum Jahr 2012 um rund 50% zurückgegangen sind. Dagegen könnte in Spanien die Abschwungphase anhalten. Insgesamt zeigt sich, dass in

Ländern, in denen die Übertreibungen auch den Wohnungsbau umfassten, die Bereinigungsprozesse aufgrund eines Angebotsüberhangs bei Wohnimmobilien besonders schwierig und schmerzhaft sind. Ein Indikator für mögliche realwirtschaftliche Übertreibungen ist der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am BIP. Irland und Spanien – aber auch Griechenland – verzeichneten in den Jahren vor der Krise ausgedehnte Boomphasen des Wohnungsbaus. Ihren Höhepunkt erreichten diese im Jahr 2006 mit einem Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am BIP von 14,0% in Irland und 12,5% in Spanien. Im Euro-Gebiet lag er dagegen im Durchschnitt bei 6,8%. Mittlerweile scheinen zumindest in Irland die realwirtschaftlichen Korrekturen abgeschlossen, da die Wohnungsbauinvestitionen auf einen sehr niedrigen Anteil am BIP gefallen sind.

Banken im Restrukturierungsprozess

Bereinigungen der Bankbilanzen sind eine Voraussetzung, um die Schuldenkrise dauerhaft zu überwinden.

Vor allem in Irland, Spanien und Zypern hat der Risikoverbund dazu geführt, dass die öffentlichen Finanzen von den Problemen im Bankensektor in

Mitleidenschaft gezogen wurden. Bereinigungen

der Bankbilanzen sind eine Voraussetzung, um die Schuldenkrise dauerhaft zu überwinden.

Mittlerweile wurden in Irland und Spanien in großem Umfang notleidende Aktiva mit Immobilienbezug auf nationale Abwicklungsanstalten übertragen; Banken wurden restrukturiert und rekapitalisiert. Die Bankenlandschaft in beiden Ländern unterliegt einem grundlegenden Wandel.

Die Sanierung der Bankensektoren ist jedoch noch nicht abgeschlossen (siehe Tabelle 2.2). In Zypern steht sie erst am Anfang, und in Griechenland erfolgte bisher keine Auslagerung von Problemaktiva. Der hohe Anteil notleidender Ausleihungen an den Gesamtkrediten von rund 28% weist auf Handlungsbedarf hin. Ebenso stehen Irlands Banken trotz der einschneidenden Restrukturierung und einer Rückführung der Bilanzsumme des Sektors um mehr als 40% weiterhin vor großen Herausforderungen. Hier beträgt der Anteil notleidender Kredite knapp 22% der gesamten Ausleihungen.

In den vier Programmländern wie auch in Spanien und Italien nehmen die notleidenden Kredite weiter zu. Zum Teil befinden sie sich auf einem historischen Höchststand. Die Folgen der Rezession werden die Qualität der Bankaktiva in diesen Ländern auf absehbare Zeit weiter belasten. Die Rückstellungen wurden jedoch nicht entsprechend erhöht. In der Folge sind die ungedeckten Problemkredite in Relation zum Eigenkapital gestiegen. Zudem wiesen die Bankensektoren der meisten betroffenen Länder bis zuletzt Verluste aus.

Grundsätzlich positiv schlägt zu Buche, dass die Banken in Irland, Italien und Portugal seit dem Jahr 2009 ihre Eigenkapitalquoten erhöhen und damit die Wahrscheinlichkeit weiterer staatlicher Stützungsmaßnahmen für sich genommen verringern konnten. Gleichzeitig verbesserte sich die Qualität der Kapitalausstattung durch einen überproportional starken Anstieg des Tier-1-Eigenkapitals.

Bonitätsindikatoren der Banken ausgewählter Euro-Länder*

Tabelle 2.2

Periodenendstände¹⁾ und Veränderung gegenüber 4. Vj. 2009 in %-Punkten

Land	Regulatorisches Eigenkapital in % der risikogewichteten Aktiva		Tier-1-Eigenkapital in % der risikogewichteten Aktiva		Notleidende Kredite abzgl. Rückstellungen in % des Eigenkapitals		Notleidende Kredite in % der Gesamtkredite		Zinsüberschuss in % der Bruttoerträge		Eigenkapitalrendite (Return on Equity) in % p.a.	
		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Veränderung
Griechenland	10,7	- 1,0	10,5	- 0,7	156,0	+ 122,9	27,9	+ 21,0	73,1	- 0,2	.	.
Irland	19,2	+ 6,5	16,7	+ 6,9	73,2	+ 0,6	21,7	+ 11,9	68,9	+ 8,8	- 12,4	+ 23,4
Italien	13,3	+ 1,7	10,4	+ 2,1	73,7	+ 18,8	12,9	+ 3,5	54,6	- 6,2	1,0	- 3,0
Portugal	13,0	+ 2,5	11,7	+ 3,8	40,1	+ 21,1	10,4	+ 5,6	41,7	- 12,1	- 3,7	- 11,0
Spanien	11,4	- 0,8	9,8	+ 0,4	27,6	+ 9,9	7,6	+ 3,5	67,2	+ 1,9	- 22,2	- 31,3
Zypern	7,8	- 4,4	6,8	- 2,8	181,6	+ 158,1	18,1	+ 13,6	82,5	+ 16,4	- 64,5	- 78,5

Quelle: IWF und eigene Berechnungen. * IWF Financial Soundness Indicators. Teils eingeschränkte Vergleichbarkeit der Angaben infolge unterschiedlicher nationaler Abgrenzungen und Regelungen sowie aufgrund statistischer Brüche innerhalb der Länderzeitreihen. 1 Stand: Griechenland und Portugal 1. Vj. 2013; Irland, Spanien und Zypern 4. Vj. 2012; Italien 2. Vj. 2012.

Deutsche Bundesbank

Vertrauen nicht endgültig gefestigt

Seit Ausbruch der Schuldenkrise haben die betroffenen Länder wichtige Schritte zur Konsolidierung ihrer Staatshaushalte unternommen. Gleichzeitig wurden Probleme in den Bankensektoren angegangen und strukturelle Reformen der Arbeits-, Güter- und Dienstleistungsmärkte sowie der öffentlichen Verwaltung in Angriff genommen. Die positiven Wirkungen dieser Maßnahmen schlagen sich jedoch erst mit einer schwer abschätzbaren Verzögerung in den makroökonomischen Größen nieder. Internationale Rettungsmaßnahmen können für Reformen lediglich Zeit kaufen und als Katalysator für notwendige Veränderungen in den jeweiligen Ländern wirken.

Einzig die Fortsetzung der Strukturreformen und die Herstellung und Sicherung solider öffentlicher Finanzen sind geeignet, die Schuldenkrise zu beenden.

Erst die Schaffung wettbewerbsfähiger Wirtschaftsstrukturen und solider öffentlicher Finanzen werden das Vertrauen der Marktteilnehmer und der Öffentlichkeit nachhaltig zurückgewinnen. Der aktuelle Vertrauensgewinn an den Finanzmärkten kann noch leicht erschüttert werden, und Vertrauenskrisen können sich schnell ausbreiten. Der durch eine Regierungskrise ausgelöste Renditesprung bei den portugiesischen Staatsanleihen im Juli 2013 zeigt, wie anfällig das Vertrauen der Märkte gegenüber politischen Risiken in den betroffenen Ländern ist.

Der aktuelle Vertrauensgewinn an den Finanzmärkten kann noch leicht erschüttert werden, und Vertrauenskrisen können sich schnell ausbreiten.

Finanzielle Ansteckungskanäle bestimmen systemisches Risiko

Von überhöhten Schulden geht eine Gefährdung der Finanzstabilität aus, weil es eine Reihe von Ansteckungskanälen gibt. Sie verstärken und verbreitern krisenhafte Entwicklungen. Eine besondere Rolle spielt der Risikoverbund zwischen Staat und inländischen sowie ausländischen Banken.

Risikoverbund zwischen Staat und Banken teilweise intensiviert

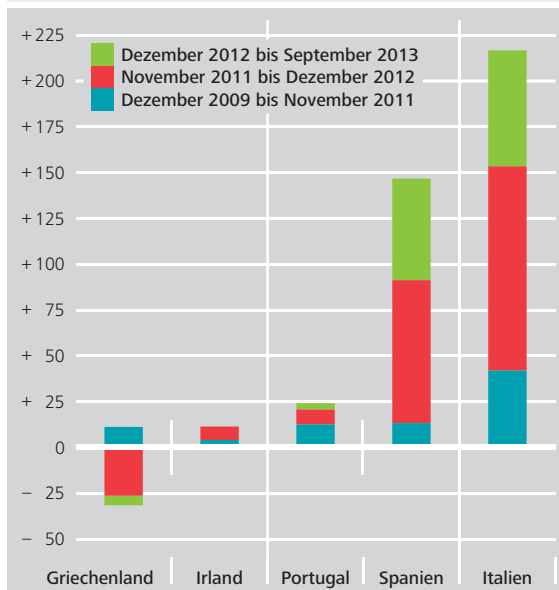
Staaten und Banken sind durch bilanzielle und außerbilanzielle Ansteckungskanäle wechselseitig miteinander verbunden. In der Krise kam es infolgedessen zu teilweise erheblichen negativen Rückkopplungen. Die Finanzierungskosten eines Staates wirken über mehrere Kanäle auf die dort ansässigen Banken. So verschlechtern sich bei Ratingherabstufungen des Staates Qualität und Wert des Bestandes an heimischen Staatsanleihen in den Bilanzen der Banken mit entsprechenden Folgen für die Verwendbarkeit dieser Papiere als Sicherheiten bei der Refinanzierung. Hinzu kommen mögliche Bewertungsverluste im Handelsbuch der Banken. Schließlich droht Instituten, die gegenüber dem Staat stark exponiert sind, ein allgemeiner Vertrauensverlust an den Finanzmärkten. Ungeachtet dessen haben sich die Bestände an Anleihen der inländischen öffentlichen Haushalte bei den Finanzinstituten Italiens, Spaniens sowie der Programmländer Irland und Portugal seit Ende 2009 erhöht (siehe Schaubild 2.5). Auch vier Jahre nach Ausbruch der Schuldenkrise besteht der Risikoverbund zwischen Staat und Banken somit fort. Er hat sich tendenziell sogar intensiviert.

So kam es in Italien und Spanien insbesondere nach Durchführung der beiden Dreijahrestender des Eurosystems Ende 2011 und Anfang 2012 sowie im ersten Halbjahr 2013 zu erheblichen Nettokäufen

Von Monetären Finanzinstituten*) gehaltene Wertpapiere inländischer öffentlicher Haushalte

Schaubild 2.5

Veränderungen in Mrd €



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Ohne Zentralbanken.
 Deutsche Bundesbank

von Staatsanleihen durch heimische Banken. Ende September 2013 lagen die Anleiheforderungen an den jeweiligen Staat in Italien bei rund 10% und in Spanien bei etwa 9% der aggregierten Bilanzsumme des heimischen Bankensektors. Damit übersteigen diese den Durchschnitt im Euro-Gebiet von 5% sehr deutlich. Zudem scheinen insbesondere schwächer kapitalisierte und in überdurchschnittlichem Maße von der Kapitalmarktfinanzierung abhängige Banken ihre Staatsanleihebestände aufgestockt zu haben.¹⁰⁾

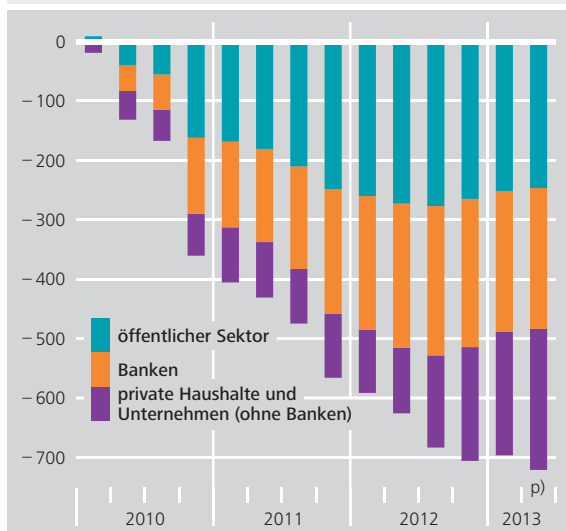
Während diese umfangreichen Nettokäufe die Entwicklung an den jeweiligen Staatsanleihemärkten kurzfristig stabilisiert haben, ist in diesen Ländern nunmehr das Schicksal der Banken noch stärker mit dem ihres Heimatstaates verbunden.

¹⁰ Vgl.: V. V. Acharya und S. Steffen (2013). Für Deutschland vgl. auch: C. Buch, M. Koetter und J. Ohls (2013).

Auslandsforderungen von Banken des Euro-Gebiets gegenüber den Programmländern sowie Italien und Spanien⁹⁾

Schaubild 2.6

kumulierte Veränderung gegenüber 4. Vj. 2009 in Mrd €



Quelle: BIZ und eigene Berechnungen. * Programmländer: Griechenland, Irland, Portugal und Zypern. Basierend auf der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik (einschl. der Auslandsfilialen und -töchter) der an die BIZ berichtenden Länder.
 Deutsche Bundesbank

Ansteckungseffekte von Bail-ins scheinen begrenzt

In der ersten Phase der Krise waren die Stützungsmaßnahmen für angeschlagene Banken durch staatliche Bail-outs geprägt. Dies schien notwendig, um Ansteckungseffekte auf andere Kreditinstitute zu unterbinden. Hierdurch kam es zu teils erheblichen Belastungen der Staatshaushalte. Hinzu kommt der Anreiz für Banken, größere Risiken einzugehen, wenn dafür keine Haftung übernommen werden muss, also Ertragschancen und Verlustrisiken nicht hinreichend gekoppelt sind.

Das grundlegende marktwirtschaftliche Prinzip, dass Haftung und Kontrolle in einer Hand liegen sollten, spricht dafür, die öffentliche Hand durch die Beteiligung privater Gläubiger (Bail-in) an der Stabilisierung von Banken zu entlasten. Zudem zeigte sich im weiteren Verlauf der Kriseneindämmung, dass weder

der Bail-in von nachrangigen Anleihegläubigern in Spanien noch die umfangreiche Verlustbeteiligung von Großeinlegern bei der Restrukturierung der zwei Großbanken in Zypern zu wesentlichen Ansteckungseffekten auf andere Bankensysteme führten. Insbesondere kam es zu keinem nennenswerten Einlagenabzug aus den Bankensektoren anderer Länder. In Zypern selbst wird die Restrukturierung allerdings von Kapitalverkehrskontrollen flankiert.

Bei allen Besonderheiten im Falle Zyperns lassen die Erfahrungen mit diesen Bail-ins darauf schließen, dass die Ansteckungsrisiken für andere Bankensektoren begrenzt werden können. Insofern ist die Verlustbeteiligung von Gläubigern ein gangbarer und angemessener Weg, die Kosten der Bankenrettung für den Steuerzahler zu verringern und somit Rückwirkungen

von Schief lagen im Bankensektor auf die öffentlichen Haushalte zu reduzieren.¹¹⁾ Mit der Ende 2013 zur Verabschiedung vorgesehenen Richtlinie zur Festlegung eines

Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Finanzinstituten¹²⁾, welche die substanzielle Beteiligung von Gläubigern einschließt und regelt, ist ein wichtiger Schritt zur Schaffung einer belastbaren Rechtsgrundlage in der EU getan.

Die Verlustbeteiligung von Gläubigern ist ein gangbarer und angemessener Weg, die Kosten der Bankenrettung für den Steuerzahler zu verringern.

Finanzielle Verflechtungen im Euro-Gebiet zurückgegangen, aber weiter substanziell

Von Ende 2009 bis Ende 2012 führten internationale Banken ihre grenzüberschreitenden Forderungen gegenüber den von der Schuldenkrise betroffenen

¹¹ Vgl.: H.-J. Dübel (2013).

¹² Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD).

Ländern um 834 Mrd € zurück.¹³⁾ Davon entfiel mit 705 Mrd € der weitaus größte Teil auf Banken in der Währungsunion (siehe Schaubild 2.6). Ihre Forderungen gegenüber den öffentlichen Haushalten sanken um 265 Mrd €, davon 149 Mrd € gegenüber dem italienischen Staat. Um 249 Mrd € fielen die Kredite an die Banken in den vier Programmländern sowie Italien und Spanien, davon allein an spanische Institute um 130 Mrd €. Schließlich wurden die Forderungen gegenüber dem nichtfinanziellen Privatsektor bis Ende 2012 um 192 Mrd € zurückgeführt. Hier waren Irland mit 65 Mrd € und Spanien mit 58 Mrd € regionale Schwerpunkte. Wegen dieser bedeutenden Kapitalbewegungen wird auch von einer Renationalisierung oder einer Fragmentierung des europäischen Finanzsystems gesprochen.¹⁴⁾ Ersetzt wurden die von den internationalen Banken zurückgeführten Forderungen wesentlich durch Mittel öffentlicher Gläubiger. Diese umfassen die außerordentlichen Maßnahmen des Eurosystems und bilaterale Kredite der europäischen Partnerländer, der europäischen Schutzschirme EFSF, EFSM und ESM sowie des IWF.

Dem privaten Kapitalabzug ging in den Jahren vor der Schuldenkrise eine deutliche Ausweitung der Kapitalverflechtungen voraus. Dies entsprach dem in einer Währungsunion prinzipiell erstrebenswerten Zusammenwachsen der Finanzmärkte. Die damit einhergehende Angleichung der Risikoaufschläge innerhalb der Währungsunion deutet allerdings auf Übertreibungen im Zuge dieses Prozesses hin. Die Kapitalzuflüsse könnten zudem die Notwendigkeit von Strukturreformen verdeckt haben. Im Laufe der Schuldenkrise wurden diese Aspekte den Marktteilnehmern wieder deutlich, sodass der Abbau von Forderungen, unabhängig von der Motivation einer kurzfristigen Risikobegrenzung, auch einen Normalisierungsprozess darstellen dürfte.

Mittlerweile scheinen sich mit der Entspannung an den europäischen Finanzmärkten die Kreditverflechtungen zu stabilisieren, was einen allerdings noch

Auslandsforderungen von Banken des Euro-Gebiets gegenüber ausgewählten Euro-Ländern^{*)}

Tabelle 2.3

Mrd €, Stand: 2. Vj. 2013 (vorläufige Werte)

Land	Kreditnehmer			Gesamt
	Öffentlicher Sektor	Banken	Private Haushalte und Unternehmen (ohne Banken)	
Griechenland	0,7	4,4	7,4	12,6
Irland	5,9	25,9	94,3	127,7
Italien	123,6	54,6	247,6	426,7
Portugal	14,7	10,3	62,6	87,6
Spanien	40,7	72,0	145,8	259,9
Zypern ¹⁾	1,0	0,1	17,8	18,9
Gesamt ¹⁾	186,6	167,3	575,5	933,4

Quelle: BIZ und eigene Berechnungen. * Basierend auf der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik (einschl. der Auslandsfilialen und -töchter) der an die BIZ berichtenden Länder. 1 Aufgrund lückenhafter Datenlage sind die Sektorangaben für Zypern und die sektoralen Gesamtsummen geschätzt.

Deutsche Bundesbank

brüchigen Rückgewinn an Vertrauen dokumentiert. Mitte 2013 betragen die Forderungen von Banken innerhalb des Euro-Gebiets gegenüber Schuldnern in den vier Programmländern sowie Italien und Spanien 933 Mrd € (siehe Tabelle 2.3). Sie machten zwei Drittel der diesbezüglichen Forderungen internationaler Banken aus, die etwa 1,4 Billionen € betragen.

Insgesamt könnte sich der Grad der internen Verflechtungen im Finanzsystem des Euro-Gebiets damit auf einem neuen Niveau einfinden. Hervorzuheben ist, dass der Großteil der Forderungen gegenüber dem nichtfinanziellen Privatsektor

¹³ Basierend auf der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik (einschl. der Auslandsfilialen und -töchter) der an die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berichtenden Länder gegenüber Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien und Zypern.

¹⁴ Vgl.: International Monetary Fund (2013b).

**Bilanzielle Forderungen der deutschen Banken*)
 gegenüber ausgewählten Euro-Ländern**

Tabelle 2.4

Mrd €, Stand: 2. Vj. 2013 und Veränderung gegenüber 4. Vj. 2009

Land	Kreditnehmer									
	Öffentliche Haushalte		Banken und Geldmarktfonds		Sonstiger Finanzsektor		Private Haushalte und Unternehmen (ohne Finanzsektor)		Gesamt	
		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Veränderung
Griechenland	0,0	- 20,1	0,2	- 1,2	0,1	- 0,9	9,0	- 1,8	9,3	- 24,0
Irland	4,9	+ 2,7	1,3	- 15,8	15,8	- 24,7	5,3	- 0,7	27,3	- 38,5
Italien	36,6	- 30,9	40,1	- 18,4	5,1	- 3,8	14,6	- 1,7	96,3	- 54,8
Portugal	4,2	- 3,4	2,1	- 9,2	0,6	- 0,5	5,4	- 2,2	12,3	- 15,3
Spanien	17,1	- 7,5	30,3	- 30,2	12,4	- 17,8	21,9	- 8,2	81,8	- 63,7
Zypern	0,1	- 0,4	0,0	- 0,6	0,2	+ 0,0	6,7	- 0,3	7,1	- 1,3
Gesamt	62,8	- 59,6	74,0	- 75,4	34,2	- 47,6	63,0	- 15,0	234,0	- 197,6

Quelle: Evidenzzentrale für Millionenkredite der Deutschen Bundesbank. * Konsolidierte Bankengruppen mit Sitz der Konzernzentrale in Deutschland, für Griechenland ohne bundesverbürgte Kredite der KfW.

Deutsche Bundesbank

besteht. Um ein nachhaltiges Gleichgewicht zu erreichen, ist allerdings perspektivisch die Rückführung der außerordentlichen Zentralbankmaßnahmen erforderlich.

Deutsche Banken und Versicherer halten hohe Forderungsbestände

Die deutschen Banken sind nach den französischen Instituten die zweitgrößte Gläubigergruppe gegenüber Schuldern in den vier Programmländern sowie in Italien und Spanien. Sie haben ihre Forderungen signifikant zurückgeführt, ohne dass dies zu einer grundsätzlichen Abkehr vom international ausgerichteten Geschäft führte (siehe Tabelle 2.4).¹⁵⁾ Von Ende 2009 bis Mitte 2013 sanken die bilanziellen Kredite um 198 Mrd € auf 234 Mrd €. Auffällig ist der Abbau von Forderungen gegenüber dem italienischen Staat und spanischen Banken. Gleich-

wohl machen Forderungen gegenüber Schuldnern in Italien mit 96 Mrd € und in Spanien mit 82 Mrd € weiterhin die größten Posten der bestehenden Forderungen aus. Auf die vier Programmländer entfallen insgesamt 56 Mrd €.

Über die Entwicklung der Anlagen deutscher Versicherungskonzerne in den vier Programmländern sowie in Italien und Spanien liegen keine vergleichbaren historischen Daten vor. Entgegen der Entwicklung bei den Banken sind hier die Anlagen zuletzt leicht gestiegen. Sie betragen Umfragen zufolge Mitte 2013 insgesamt 137 Mrd €. Wie bei den Banken dominieren mit zusammen 112 Mrd € Anlagen in Italien und Spanien.

¹⁵⁾ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2012), S. 31 ff.

Für das deutsche Finanzsystem bestehen für den Fall einer Intensivierung der Schuldenkrise weiterhin hohe Ausfall- und Ansteckungsrisiken.

Für das deutsche Finanzsystem bestehen somit für den Fall einer Intensivierung der Schuldenkrise weiterhin hohe Ausfall- und Ansteckungsrisiken. Umso mehr gilt es, die Reformen zur Verringerung dieser Risiken auf nationaler und europäischer Ebene zügig voranzutreiben.

■ Quellenverzeichnis

- Acharya, V. V. und S. Steffen (2013), The „Greatest“ Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks, NBER Working Paper No 19039, Mai 2013.
- Buch, C., M. Koetter und J. Ohls (2013), Banks and Sovereign Risk: A Granular View, Deutsche Bundesbank Discussion Paper No 29/2013, August 2013.
- Deutsche Bundesbank (2012), Finanzstabilitätsbericht 2012, November 2012.
- Deutsche Bundesbank (2013a), Monatsbericht, Juli 2013.
- Deutsche Bundesbank (2013b), Monatsbericht, September 2013.
- Dübel, H.-J. (2013), The Capital Structure of Banks and Practice of Bank Restructuring, CFS Working Paper No 2013/04, Oktober 2013.
- Eurostat (2013), Statistics in Focus, No 10/2013, April 2013.
- Goretti, M. und M. Souto (2013), Macro-Financial Implications of Corporate (De)Leveraging in the Euro Area Periphery, IMF Working Paper No 13/154, Juni 2013.
- International Monetary Fund (2013a), Taxing Times, Fiscal Monitor, Oktober 2013.
- International Monetary Fund (2013b), Technical Note on Financial Integration and Fragmentation in the European Union, Country Report No 13/71, März 2013.
- Weidmann, J. (2013), Eingangserklärung anlässlich der mündlichen Verhandlung im Hauptsacheverfahren ESM/EZB beim Bundesverfassungsgericht, Juni 2013.

Globale Liquidität: Anfälligkeiten aus erhöhter Risikoübernahme

Im Vorfeld der Finanzkrise hatte eine reichliche Liquiditätsausstattung zu einer Inkaufnahme überhöhter Risiken im internationalen Finanzsystem beigetragen. Im Kontext der Finanz- und Schuldenkrise hat die üppige Liquiditätsversorgung durch die großen Notenbanken dabei geholfen, das Finanzsystem zu stabilisieren. Fünf Jahre nach der Insolvenz der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers stellt sich aus Sicht der Finanzstabilität zunehmend die Frage, inwieweit mit der Dauer des Niedrigzinsumfelds und der reichlichen Ausstattung mit Zentralbankliquidität auch steigende Risiken einhergehen. So besteht die Gefahr, dass die Marktteilnehmer die derzeit außergewöhnlichen finanziellen Bedingungen in die Zukunft fortschreiben.

Die Suche nach Rendite zeigt sich insbesondere an den Märkten für Unternehmensanleihen und für syndizierte Kredite. Diese sind von hohen Emissionsvolumina, gutem Zugang auch von bonitätsschwächeren Unternehmen, niedrigen Risikoprämien sowie günstigen nichtpreislichen Konditionen geprägt. Deutsche Versicherer haben in den vergangenen Jahren ihre Bestände an Unternehmensanleihen kräftig erhöht. Die Finanzmärkte der Schwellenländer sind ebenfalls Ziel einer erhöhten Risikoübernahme. Länder mit großem Leistungsbilanzdefizit und hoher Auslandsverschuldung sind anfällig für eine Umkehr der Kapitalflüsse. Trotz der bestehenden Anreize gibt es bei deutschen Kreditinstituten bislang kaum Hinweise auf eine ausgeprägte Renditesuche.

Bei Zinsänderungsrisiken ist mit Blick auf Deutschland der enge Verbund mit den Kapitalmarktzinsen in den USA zu beachten. Bei steigenden Zinsen besteht das Risiko deutlicher Marktwertverluste, gegen die sich vor allem Banken wappnen sollten. Die deutschen Versicherer würden von höheren Kapitalmarktzinsen profitieren.

Anzeichen für Renditesuche verstärkt

Niedrige Zinsen und üppige Liquiditätsbereitstellung stellen eine bewusste Reaktion der großen Zentralbanken auf die Finanzkrise dar, um befürchteten Abwärtsrisiken für die Preisstabilität entgegenzuwirken und die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems zu stützen. Durch die Ausweitung der Zentralbankbilanzen ist die Zentralbankliquidität deutlich gestiegen (siehe Schaubild 3.1). Im Gegensatz zur Situation vor Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 entwickelt sich die von privaten Marktteilnehmern geschöpfte, endogene Liquidität jedoch gedämpft. Indikatoren wie die grenzüberschreitende Kreditvergabe oder der Zugang der Finanzintermediäre zu Zusatzliquidität – beides wichtige vorlaufende Indikatoren in dieser Finanzkrise – weisen derzeit noch nicht auf neuerliche Anfälligkeiten hin (siehe Schaubild 3.2).¹⁾ Dies ist nicht zuletzt auf die noch gebremste Geld- beziehungsweise Kreditschöpfung im Geschäftsbankensektor zurückzuführen. Insbesondere die international aktiven Großbanken sind zu einem Großteil noch mit Bilanzanpassungen beschäftigt. Doch dürften allmählich bei vielen Marktteilnehmern die Spielräume und die Bereitschaft für die Übernahme von Risiken im internationalen Finanzsystem wieder zunehmen. So gibt es erste Anzeichen dafür, dass über die Prime-Brokerage-Aktivitäten von Investmentbanken eine Erhöhung der Hebelung bei Hedgefonds stattgefunden hat.²⁾

Gefahr von Fehlbewertungen und Ungleichgewichten wächst

In Europa ist eine expansive Ausrichtung der Geldpolitik vor dem Hintergrund der gedämpften Inflationsaussichten und des fragilen realwirtschaftlichen Umfelds gegenwärtig angemessen. Fünf Jahre nach der Insolvenz der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers stellt sich aber aus Sicht der Finanz-

stabilität zunehmend die Frage, inwieweit mit der Dauer des Niedrigzinsumfelds und der reichlichen Ausstattung mit Zentralbankliquidität auch steigende Risiken einhergehen. Insbesondere besteht die Gefahr, dass die Marktteilnehmer die derzeit außergewöhnlichen finanziellen Bedingungen in die Zukunft fortschreiben. Denn je länger das Niedrigzinsumfeld anhält, umso mehr kann sich der Eindruck eines vermeintlich neuen Normalzustands festigen. In der Folge könnten Risiken unterschätzt und Kapital fehlgeleitet werden. Einzelne Marktsegmente könnten sich überhitzen. Damit steigt das Potenzial für eine heftige Korrektur, sobald sich die Erkenntnis durchsetzt, dass die Bewertungsniveaus nicht mit der fundamentalen Lage im Einklang stehen. Eine Zinswende könnte solche Korrekturen auslösen oder intensivieren, insbesondere wenn sie durch marktgetriebene Verstärkungsmechanismen abrupt und massiv ausfällt.

Mit zunehmender Dauer des Niedrigzinsumfelds und der reichlichen Ausstattung mit Zentralbankliquidität gehen auch steigende Risiken einher.

Vor diesem Hintergrund ist die Entwicklung an den Unternehmenskreditmärkten und bei Portfolioinvestitionen in Schwellenländer aus Sicht der Finanzstabilität von besonderem Interesse.

Renditesuche führt zu hohen Bewertungen an Unternehmenskreditmärkten

Auswirkungen der Suche nach Rendite zeigen sich recht deutlich an den Unternehmenskreditmärkten.

¹ Zu verschiedenen Konzepten der Analyse der globalen Liquidität vgl.: Committee on the Global Financial System (2011) sowie S. Chen, P. Liu, A. Maechler, C. Marsh, S. Saksonovs und H. S. Shin (2012).

² Siehe hierzu: Senior Credit Officer Opinion Survey on Dealer Financing Terms (SCOOS) der Federal Reserve sowie Survey on Credit Terms and Conditions in Euro-Denominated Securities Financing and OTC Derivatives Markets (SESFOD) des Eurosystems.

Diese sind von hohen Emissionsvolumina, leichtem Zugang auch für bonitätsschwächere Unternehmen, niedrigen Risikoprämien sowie günstigen nichtpreislichen Konditionen geprägt.

Aufgrund der starken Nachfrage renditesuchender Investoren konnten Unternehmen aus Industrieländern in den vergangenen Jahren in hohem Umfang Anleihen emittieren (siehe Schaubild 3.3) und syndizierte Kredite erhalten.³⁾ Besonders ausgeprägt ist der Boom in den USA. Emissionsvolumina von Unternehmensanleihen und die Vergabe von syndizierten Krediten haben dort im vergangenen Jahr neue Rekordwerte erreicht und liegen auch im laufenden Jahr auf einem hohen Niveau. Im Euro-Gebiet insgesamt waren die Anleiheemissionen und die Vergabe syndizierter Kredite im Jahr 2012 ebenfalls hoch. Unternehmen aus Italien und Spanien konnten erst nach der allgemeinen Entspannung der Märkte in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres höhere Anleihevolumina emittieren.

Bemerkenswert ist, dass auch Unternehmen geringer Bonität zunehmend Zugang zu den Unternehmenskreditmärkten erhalten. So ist der Anteil neu emittierter Non-Investment-Grade-Anleihen deutlich gestiegen. In den USA beträgt er nun 30% im Vergleich zum mehrjährigen Durchschnitt von gut 20% vor der Finanzkrise. Im Euro-Gebiet ist er von rund 14% auf über 20% angewachsen. Bei den syndizierten Krediten haben die Anteile der Ratingstufen BBB und darunter sowohl in den USA als auch im Euro-Gebiet deutlich zugenommen.⁴⁾

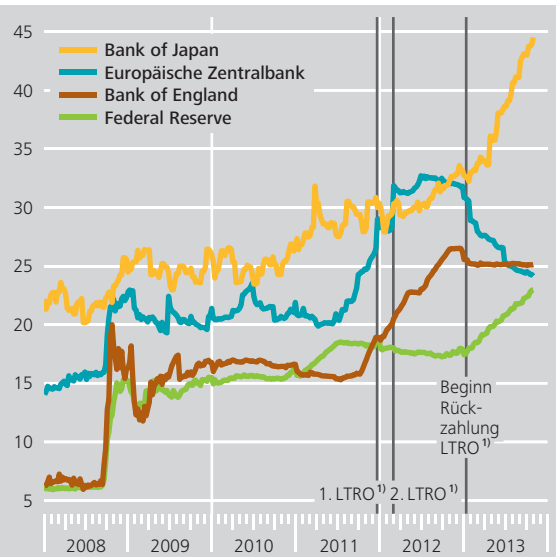
³ Dies gilt sowohl, wie in Schaubild 3.3 dargestellt, auf Bruttobasis als auch in einer Nettobetrachtung, also abzgl. der Rückzahlungen von Anleihen.

⁴ Allerdings lässt sich die nachlassende Kreditqualität nicht allein durch die Suche nach Rendite erklären. Die Emissionsvolumina im Bereich Non-Investment Grade sind auch deswegen gestiegen, weil die Bonitätsnoten vieler Unternehmen in den letzten Jahren in den Bereich unterhalb von BBB herabgestuft worden sind (sog. Fallen Angels).

Zentralbankbilanzen im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung

Schaubild 3.1

Bilanzsumme in % des BIP, Wochenwerte



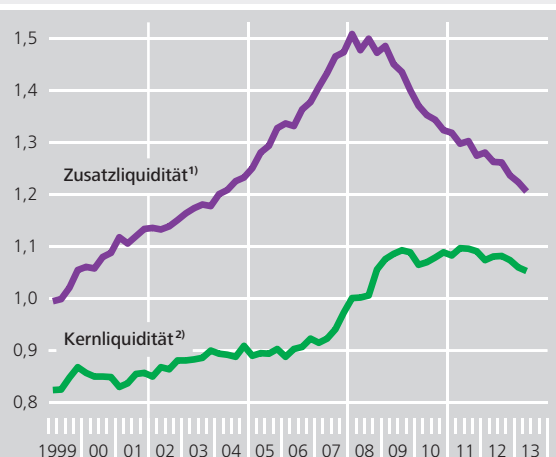
Quellen: Bank of England, Bank of Japan, Eurostat, EZB, Federal Reserve und eigene Berechnungen. ¹ Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (Longer-Term Refinancing Operations) mit dreijähriger Laufzeit.

Deutsche Bundesbank

Komponenten der Finanzierungsliquidität^{*)}

Schaubild 3.2

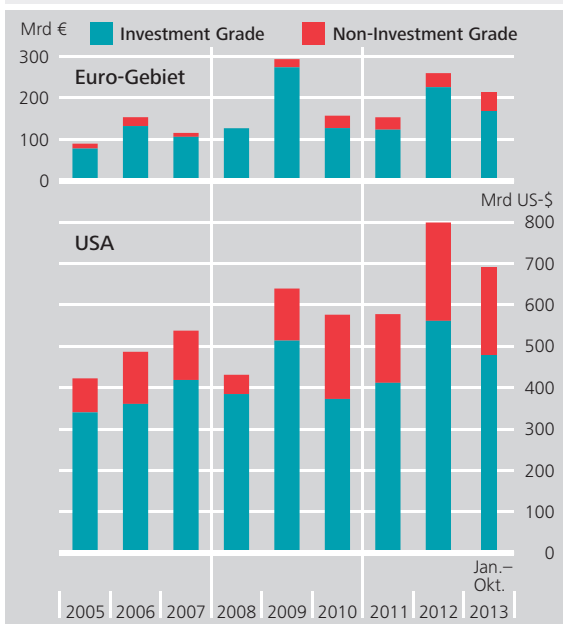
Liquiditätskategorien in % des aggregierten BIP



Quellen: Bloomberg, Haver Analytics und eigene Berechnungen auf Basis von S. Chen et al., Exploring the Dynamics of Global Liquidity, IMF Working Paper WP/12/246, Oktober 2012. ^{*} Aggregierte Finanzierungsliquidität der Finanzintermediäre im Euro-Gebiet, in Japan, den USA und im Vereinigten Königreich. ¹ Beinhaltet Finanzierungsformen, welche in Krisenzeiten typischerweise weniger stabil sind, wie Einlagen von Ausländern, Interbankkredite, Schuldverschreibungen und andere an den Wholesale-Märkten aufgenommene Mittel. ² V. a. Einlagen des heimischen nichtfinanziellen Sektors.

Deutsche Bundesbank

Brutto-Anleiheemissionen nichtfinanzieller Unternehmen Schaubild 3.3



Quelle: Dealogic.
 Deutsche Bundesbank

Darüber hinaus ist vor allem in den USA das Volumen der Kredite mit lockeren Anlegerschutzklauseln (Covenant Lite Loans) stark gestiegen.⁵⁾ Während solche Kredite in den Krisenjahren 2008 und 2009 kaum vergeben wurden, hat das Volumen nun schon in der ersten Hälfte des laufenden Jahres den Rekordwert des Jahres 2007 übertroffen. Im Euro-Gebiet ist der Zuwachs bei Covenant Lite Loans ebenfalls deutlich, insgesamt aber schwächer ausgeprägt als in den USA.

Angetrieben durch die Renditesuche der Investoren

Die Bewertungen an den Unternehmensanleihemärkten sind teilweise auf ein hohes Niveau gestiegen.

sind die Bewertungen an den Unternehmensanleihemärkten teilweise auf ein hohes Niveau gestiegen. In einigen Marktsegmenten liegen die Risiko-

aufschläge deutlich unterhalb des langfristigen

Durchschnitts, aber noch über dem Niveau von Ende 2003 bis Mitte 2007, als die Aufschläge aufgrund einer extrem hohen Risikoneigung übertrieben stark zurückgegangen waren (siehe Schaubild 3.4).

Die Risikoaufschläge erscheinen gemessen an fundamentalen Kennzahlen teilweise niedrig. So liegen die aus diesen Aufschlägen abgeleiteten impliziten Ausfallraten für die USA, Deutschland und Frankreich Modellberechnungen⁶⁾ zufolge unterhalb des langfristigen Durchschnitts der Ausfallraten (siehe Schaubild 3.5). Obwohl Investoren also nur in verhältnismäßig geringem Maße für Ausfallrisiken kompensiert werden, konnten die Unternehmen in den USA in den vergangenen Jahren ihren Verschuldungsgrad erhöhen. In einigen europäischen Ländern hat die Verschuldung der Unternehmen ebenfalls zugenommen. Sowohl in Europa als auch in den USA ergeben sich höhere Risiken für Anleiheinvestoren außerdem aus der rückläufigen Rentabilität der Unternehmen und dem schwächeren Umsatzwachstum. So ist bei kapitalmarktaktiven Unternehmen der Anteil von Unternehmen mit Verlustausweis im vergangenen Jahr gestiegen. Für europäische Unternehmen werden von Ratingagenturen in einem pessimistischen Szenario stark steigende Ausfallraten prognostiziert (siehe Schaubild 3.5).

⁵⁾ In Reaktion auf diese Entwicklung werden die amerikanischen Finanzinstitute von den Aufsichtsbehörden dazu angehalten, das Risikomanagement und die Berichterstattung zu syndizierten Krediten geringerer Bonität zu verbessern.

⁶⁾ Implizite Ausfallraten werden auf Basis eines Modells, das von durchschnittlich risikoaversen Marktteilnehmern und durchschnittlichen Liquiditätsrisikoprämien ausgeht, aus den Risikoaufschlägen errechnet. Den Modellannahmen zufolge fällt die Unternehmensanleihe entweder während der Restlaufzeit mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit aus; in diesem Fall hängt ihr Wert von der Höhe der unterstellten Einbringlichkeitsquote (Recovery Rate) ab. Andernfalls fällt sie mit der entsprechenden Gegenwahrscheinlichkeit nicht aus und der Investor erhält zzgl. zum Nennwert der Anleihe die Kupons ausgezahlt. Implizite Ausfallraten spiegeln unter den Modellannahmen die von den Marktteilnehmern durchschnittlich erwarteten Ausfallraten wider.

Externe Finanzierungsbedingungen der Schwellenländer trüben sich ein

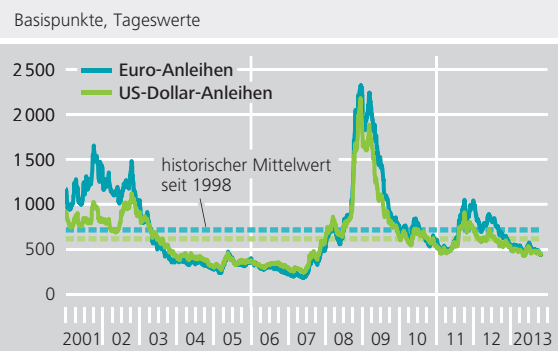
Die relative Wachstumsstärke vieler Schwellenländer hat in den letzten Jahren eine natürliche Sogkraft auf die internationalen Kapitalströme ausgeübt. Verstärkt wurde diese Tendenz durch die mit dem historisch niedrigen Zinsniveau in den Industrieländern verbundene Intensivierung der Suche nach Rendite. Diese beförderte auch den Trend ausländischer Kapitalzuflüsse in lokal begebene Schwellenländeranleihen.⁷⁾

Die Brutto-Kapitalzuflüsse in die G20-Schwellenländer stiegen bis zum ersten Quartal 2013 spürbar an und lagen damit über dem bisherigen Höchstwert des zweiten Quartals 2007 (siehe Schaubild 3.6). Dabei nahmen vor allem die relativ volatilen Portfolioinvestitionen und zuletzt auch der übrige Kapitalverkehr stark zu.

Aktuell bestimmen mögliche Änderungen im internationalen Zinsgefüge und die Abschwächung der relativen Wachstumsaussichten in den Schwellenländern die Kapitalflüsse. Einen Vorgeschmack auf mögliche Marktbewegungen bei einer geldpolitischen Wende in den USA boten im Sommer 2013 Verluste an den Aktien- und Devisenmärkten der Schwellenländer. Zudem kam es zwischen Ende Mai und Mitte September 2013 zu Abzügen aus den Schwellenländeraktien- und -rentenfonds

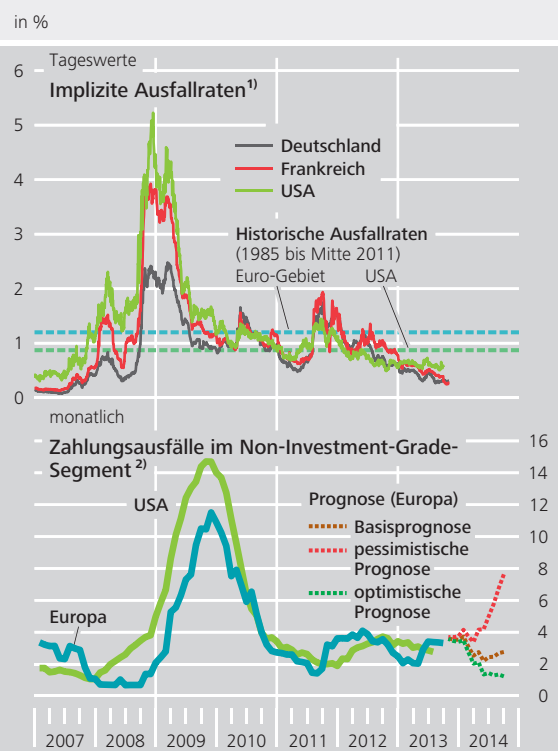
7 Die grenzüberschreitenden Kredite an Schuldner in Schwellenländern sind zeitweise für einige Länder zurückgegangen. Dabei dürfte es teilweise zu einer Substitution von Bank- durch Anleihefinanzierung gekommen sein. Insgesamt ist der Anteil der Schwellenländeranleihen am weltweit ausstehenden Volumen aber weiter gering. Gemäß der BIZ-Wertpapierstatistik hat sich bei den von Banken und anderen finanziellen Unternehmen emittierten Anleihen der Anteil der Anleihen von Schwellen- und Entwicklungsländern im zweiten Quartal 2013 im Vergleich zum ersten Quartal 2005 auf 2,8% verdoppelt. Bei Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen erhöhte er sich im selben Zeitraum von 9,8% auf 17,4%.

Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen im Non-Investment-Grade-Segment Schaubild 3.4



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

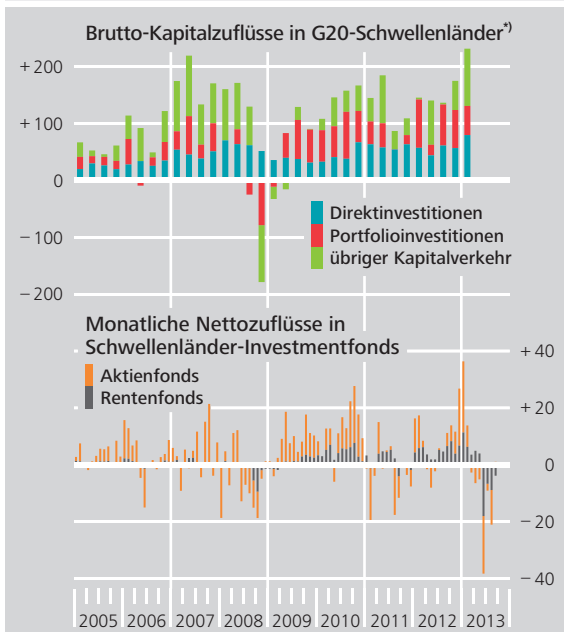
Ausfallraten im Unternehmenssektor Schaubild 3.5



Quellen: Bloomberg, Moody's und eigene Berechnungen. **1** Abgeleitet aus Risikoaufschlägen. In die Berechnungen gehen Annahmen für eine Einbringlichkeitsquote (Recovery Rate) in Höhe von 40% sowie für den Grad der Risikoaversion der Investoren ein. Die impliziten Ausfallraten einzelner Unternehmen wurden nach Emissionsvolumina gewichtet auf Länderebene aggregiert. Durchschnittliches Rating von BBB+ für Deutschland, BBB für Frankreich und das Euro-Gebiet und A- für die USA. **2** Bezieht sich auf Anleihen und Kredite und umfasst neben Insolvenzen u. a. auch Zahlungsverzögerungen bei Zinsen sowie Tilgungen. Gleitender Durchschnitt der letzten 12 Monate.
 Deutsche Bundesbank

Kapitalzuflüsse in Schwellenländer Schaubild 3.6

Mrd US-\$



Quellen: Haver Analytics (EPFR Global) und IWF. * Ohne China und Saudi-Arabien.

Deutsche Bundesbank

(siehe Schaubild 3.6).⁸⁾ Diese Abzüge entsprachen 5,3% des Mitte September verwalteten Vermögens. Dem Risiko eines abrupten Endes der Periode starker Kapitalflüsse (Sudden Stop) in die Schwellenländer muss daher Aufmerksamkeit geschenkt werden.

Die Mehrzahl der großen Schwellenländer könnte einen Sudden Stop wohl verkraften. Hohe Währungsreserven – insbesondere im Vergleich zu den Auslandsverbindlichkeiten – und Leistungsbilanzüberschüsse mindern in vielen Ländern die Risiken kurzfristiger und volatiler Kapitalflüsse (siehe Tabelle 3.1).⁹⁾ Dagegen sind

Länder mit großem Leistungsbilanzdefizit und hoher Auslandsverschuldung sind anfällig für eine Umkehr der Kapitalflüsse.

Länder mit großem Leistungsbilanzdefizit und hoher Auslandsverschuldung anfällig für eine Umkehr der Kapitalflüsse. Insbesondere ein hoher

Anteil volatiler Portfolioinvestitionen bei der Finanzierung der Defizite macht diese Länder anfällig für Stimmungsumschwünge internationaler Investoren. Wenn Mängel in der Wirtschaftspolitik und politische Risiken hinzukommen, steigt die Gefährdung der Länder weiter an. Unabhängig davon kann selbst in Schwellenländern mit guten Fundamentaldaten die Rentabilität der im Niedrigzinsumfeld getätigten Investitionen bei erschwerten externen Finanzierungsbedingungen in einem neuen Licht erscheinen.

Für Zinswende wappnen

Der jüngste, von den USA ausgehende Wiederanstieg der Kapitalmarktzinsen von einem sehr niedrigen Niveau hat gezeigt, dass Risiken einer möglicherweise abrupten Zinswende am Kapitalmarkt stärker in den Blick genommen werden müssen. So führten im zweiten Quartal 2013 Hinweise auf einen näher rückenden Ausstieg der Federal Reserve aus der quantitativen Lockerung zu einem erheblichen Zinsauftrieb, der sich bei anziehender Volatilität auch auf Märkte außerhalb der USA übertrug.

Die Zinsdynamik hängt nicht zuletzt von den institutionellen Rahmenbedingungen und Strukturmerkmalen im Finanzsystem ab. Zwar werden Notenbanken

Marktendogene Mechanismen können die Dynamik von Zinsbewegungen zumindest kurzfristig verstärken.

derartige Faktoren in ihren Reaktionsfunktionen berücksichtigen. Dennoch können marktendogene Mechanismen die Dynamik von Zinsbewegungen

⁸ Die offiziellen, auf der Zahlungsbilanzstatistik basierenden Daten zu den Kapitalflüssen stehen nur mit erheblicher Zeitverzögerung zur Verfügung. Deshalb werden in die Analyse die von EPFR Global erhobenen Daten zu den Nettozuflüssen in Schwellenländeraktien- und -rentenfonds als Proxydaten für die Portfolioflüsse einbezogen. Vgl. dazu: International Monetary Fund (2011) sowie J. Miao und M. Pant (2012).

⁹ In einigen Ländern haben Devisenmarktinterventionen als Reaktion auf die Abwertungen der vergangenen Monate die Währungsreserven inzwischen verringert.

Makrofinanzielle Indikatoren in ausgewählten Schwellenländern Tabelle 3.1

Stand: 2012, zum Teil Schätzungen

Land	BIP-Wachstum (real) gegenüber Vorjahr in %	Kreditwachstum (real) ¹⁾ gegenüber Vorjahr in %	Leistungsbilanzsaldo in % des BIP	Währungsreserven in % der kurzfristigen Auslandsverschuldung ²⁾	Finanzierungs-saldo der öffentlichen Haushalte in % des BIP	Bruttostaatsverschuldung in % des BIP
Argentinien	1,9	22,4	+ 0,0	277,6	- 4,3	47,7
Brasilien	0,9	8,9	- 2,4	474,3	- 2,7	68,0
China	7,7	12,9	+ 2,3	621,2	- 2,2	26,1
Indien	3,2	0,6	- 4,8	204,5	- 8,0	66,7
Indonesien	6,2	13,0	- 2,7	225,7	- 1,7	24,5
Korea, Republik	2,0	1,2	+ 3,8	167,4	+ 1,9	35,0
Mexiko	3,6	5,4	- 1,2	190,9	- 3,7	43,5
Russische Föderation	3,4	11,3	+ 3,7	337,6	+ 0,4	12,5
Saudi-Arabien	5,1	12,1	+ 23,2	.	+ 15,0	3,7
Südafrika	2,5	3,2	- 6,3	133,2	- 4,8	42,3
Türkei	2,2	20,8	- 6,1	68,8	- 1,6	36,2

Quellen: Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, IWF, Nationale Zentralbanken, Weltbank und eigene Berechnungen. **1** Stand: 2. Vj. 2013. Der IWF definiert eine Periode starken Kreditwachstums als Zeitraum, in dem das reale Kreditwachstum, gemessen als Durchschnitt über drei Jahre, den Wert von 17% übersteigt; vgl. dazu: International Monetary Fund, Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?, World Economic Outlook, April 2004. Das reale Kreditwachstum Argentiniens wurde auf Basis der offiziellen Inflationsstatistik berechnet und wird daher unter Umständen überzeichnet. **2** Kurzfristige Auslandsverschuldung nach Restlaufzeit. Für Argentinien nach Ursprungslaufzeit, Stand 2011. Als beobachtungswürdig bzw. problematisch wird nach der sog. Greenspan-Guidotti-Regel ein Verhältnis der Währungsreserven zur kurzfristigen Auslandsverschuldung von weniger als 100% betrachtet.

Deutsche Bundesbank

zumindest kurzfristig verstärken. So ist aus früheren Zinszyklen bekannt, dass viele Käufer von US-Hypothekenanleihen Wertverluste bei steigenden Zinsen durch den Verkauf von Staatsanleihen kompensieren (Convexity Hedging). Dies wirkt für sich genommen zinssteigernd. Eine ähnliche Wirkung haben Devisenmarktinterventionen von Schwellenländern, die ihre in den vergangenen Jahren gestiegenen Währungsreserven in US-Staatsanleihen angelegt haben und diese zur Wechselkursstabilisierung einsetzen.

Zu beachten ist außerdem, dass eine steigende Volatilität an den Märkten für Staatsanleihen (sowie auch für andere Anlageklassen) mit zusätzlichem Verkaufsdruck einhergehen kann. Dies spielt eine Rolle für Investoren, die zur Berechnung ihrer Kapitalunterlegung oder ihrer internen Risikolimiten Modelle zugrunde legen, die auf dem Value-at-Risk (VaR) basieren. Bei steigender Volatilität zeigen diese

Modelle höhere Risiken an. Vor allem wenn ähnliche Modelle, zum Beispiel bei Banken, sehr verbreitet sind, kann es zu sogenannten VaR-Schocks kommen. Dies passiert, wenn starke Marktbewegungen in vielen Modellen simultan Verkaufssignale erzeugen. In der Folge werden betroffene Anleihen in großem Umfang nahezu zeitgleich abgestoßen.

Hinzu kommen strukturelle Änderungen im Finanzsystem – etwa ein effizienterer Wertpapierhandel oder die gestiegenen Kosten des Market Making –, die mit einem Rückgang der Handelsbestände von großen Banken im Zusammenhang stehen. Dies könnte sich in Stresssituationen ungünstig auf die Marktliquidität auswirken. Stärkere Marktbewegungen können zudem von Exchange Traded Funds (ETFs) ausgelöst werden, die breiten Investorengruppen auch weniger liquide Anlageklassen zugänglich machen (siehe Kasten „Liquiditätsrisiken bei Exchange Traded Funds“ auf S. 42).

Liquiditätsrisiken bei Exchange Traded Funds

Das von Exchange Traded Funds (ETFs) verwaltete Vermögen hat in den letzten Jahren rasant zugenommen.¹⁾ Ende 2012 betrug das weltweite Anlagevolumen in ETFs 1 944 Mrd US-\$, wovon rund 367 Mrd US-\$ auf in Europa ansässige Fonds entfielen. Es ist allein im Jahr 2012 um rund 30% gestiegen. Wachsender Beliebtheit erfreuten sich dabei insbesondere ETFs, welche die Renditeentwicklung illiquider Vermögenswerte physisch nachbilden.²⁾ Aus Anlegersicht sind diese ETFs vor allem deshalb attraktiv, weil sie in Normalzeiten oft höhere Handelsvolumina und engere Preisspannen aufweisen als die zugrunde liegenden Wertpapiere.³⁾

Insbesondere in Zeiten erhöhter Mittelabzüge ist jedoch fraglich, ob sich die Liquidität dieser ETFs von der Liquidität der Referenzwerte entkoppeln kann, ohne dass die am Rücknahmeprozess beteiligten Finanzinstitute erhöhte Risiken eingehen. Sollten ETF-Intermediäre eine ständige Rücknahme der Anteilsscheine gegen Barmittel versprechen, besteht die Gefahr, dass die Institute Liquiditätsabflüsse verzeichnen und gleichzeitig illiquide Vermögenswerte ansammeln. Dies könnte die Stabilität der ETF-Intermediäre gefährden, die oftmals zugleich systemrelevante Finanzintermediäre sind. Es ist jedoch auch denkbar, dass die Institute Liquiditäts- beziehungsweise Preisrisiken auf den Investor überwälzen. Für den Investor bedeutet dies, dass sich ETFs in Zeiten erhöhter Mittelabzüge als weniger liquide erweisen könnten als von ihm zunächst angenommen.

Um der Frage des Liquiditätsrisikos nachzugehen, ist ein Verständnis der Mikrostruktur des ETF-Marktes notwendig. Generell findet der Handel mit ETF-Anteilen am Primär- und Sekundärmarkt statt. Autorisierte Teilnehmer (Authorized Participants: APs) agieren dabei als Bindeglied zwischen dem ETF-Anbieter und den Endinvestoren.

Am Primärmarkt findet der Handel durch den Austausch von ETF-Anteilen gegen einen definierten Wertpapierkorb (In Kind) oder gegen Barmittel (Cash) statt. Bei einem Cash-Geschäft übernimmt der ETF-Anbieter zunächst die mit dem Kauf und Verkauf der Wertpapiere verbundenen Preisrisiken, wofür er dem AP eine Gebühr in Rechnung stellt. Darüber hinaus verlangen Anbieter häufig die Stellung von Barsicherheiten durch den AP, beispielsweise bei einem zeitzonebedingten Handelsschluss der zugrunde liegenden Wertpapiermärkte. Um das Risiko noch weiter zu begrenzen, behalten sich einige Anbieter schließlich vor, die Auszahlungsmodalität von Cash auf In Kind umzustellen.⁴⁾ Dabei gehen die Wertpapiere, und folglich auch das mit deren Verkauf verbundene Preisrisiko, gänzlich vom ETF-Anbieter auf den AP über.

Im Sekundärmarkt handeln Investoren Anteile entweder direkt mit einem AP oder an einer Börse,

1 Generell können ETFs einen Zielindex physisch oder synthetisch nachbilden. Bei der physischen Replizierung versuchen die Fonds, Indexbewegungen auf Basis verwahrter Wertpapierkörbe abzubilden, d.h. die Performance des ETFs entspricht der des Wertpapierkorbes. Bei synthetischen ETFs wird dagegen die Performance des Wertpapierkorbes durch einen Swap-Kontrakt gegen die Rendite des Referenzindex getauscht. Synthetische ETFs sind insbesondere in Europa verbreitet und hatten hier Ende 2012 einen Marktanteil von 36%.

2 So entfielen rd. 25% aller Zuflüsse in ETFs im Jahr 2012 und im ersten Quartal 2013 allein auf die beiden Marktsegmente Entwicklungsländer (21%) und Hochzinsanleihen (4%).

3 Dies liegt im Wesentlichen daran, dass Marktmacher Käufe und Verkäufe von ETF-Anteilen im Sekundärmarkt saldieren können, ohne dabei die zugrunde liegenden Wertpapiere handeln zu müssen. Der hieraus entstehende Kostenvorteil hängt entscheidend von dem im Sekundärmarkt gehandelten Volumen ab.

4 Einige ETF-Anbieter können darüber hinaus das tägliche Rückgabevolumen pro AP sowie in der Gesamtheit limitieren oder aber die Auszahlungsfrist verlängern. Dies ermöglicht dem Anbieter einen längeren Zeitraum für den Verkauf von Wertpapieren, führt jedoch bei dem AP zu einem verspäteten Liquiditätszufluss.

an der APs und auch andere Marktmacher agieren. Der Sekundärmarkt kann dem autorisierten Teilnehmer damit als Medium dienen, um die aus dem Primärmarkt resultierenden Preisrisiken an Investoren weiterzureichen. Dabei ist insbesondere denkbar, dass der AP die Geld-Brief-Spannen deutlich ausweitet und/oder ETF-Anteile nur noch mit einem deutlichen Abschlag zum Netto-Inventarwert (Net Asset Value: NAV) entgegennimmt.

Im Zuge der Diskussion um eine Reduzierung der Anleihekäufe durch die Federal Reserve kam es im Juni 2013 zu signifikanten Abflüssen bei einigen ETFs mit teils illiquiden Basiswerten.⁵⁾ Diese Episode gibt einige Hinweise darauf, wie ETF-Intermediäre auf erhöhte Mittelabzüge in der Praxis reagieren.

Insbesondere in zwei Fällen schränkten ETF-Intermediäre die Liquidität von ETF-Anteilen ein. In einem Fall stellte ein ETF-Anbieter im Zuge hoher Rückgabevolumina seine Auszahlungsmodalität temporär von Cash auf In Kind um. Die betroffenen APs wälzten die hieraus resultierenden Liquiditätsrisiken teilweise auf die Endinvestoren ab, indem sie die Anteilscheine nur noch mit einem deutlichen Abschlag zum NAV entgegennahm. In einem anderen Fall führten vermehrte Rückgaben von ETF-Anteilen dazu, dass ein AP aufgrund der von den ETF-Anbietern geforderten Barsicherheiten interne Risikolimits erreichte. Der AP sah sich daraufhin gezwungen, Anteilsrückgaben von Endinvestoren nur noch nach intensiver Überprüfung der eigenen Risikopositionen entgegenzunehmen. Die Auswirkungen auf die Endinvestoren blieben jedoch überschaubar, da andere Intermediäre einsprangen und Liquidität zur Verfügung stellten.

Aus Finanzstabilitätssicht ist zunächst positiv zu werten, dass in den genannten Fällen die ETF-Intermediäre im Zuge vermehrter Rückgaben ihre Risiken begrenzen konnten. Allerdings ging dies zulasten der Investoren, die teilweise hohe Abschläge

zum NAV in Kauf nehmen mussten. Investoren sollten sich daher bewusst sein, dass die Liquidität eines ETFs bei Marktanspannungen durchaus niedriger sein kann als die Liquidität der Basiswerte.

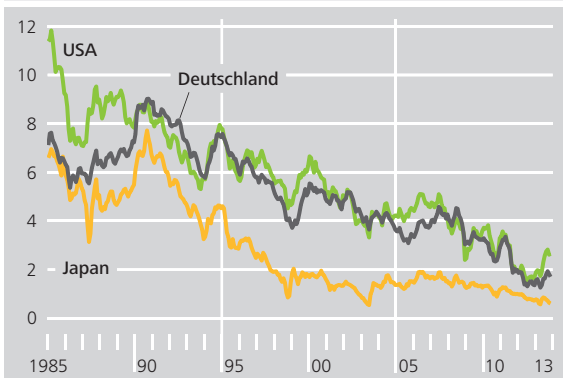
Darüber hinaus gilt es zu bedenken, dass die verwendeten Schutzmechanismen der ETF-Intermediäre die Wahrscheinlichkeit von Ansteckungseffekten im ETF-Segment erhöhen können. So ist einerseits denkbar, dass Investoren im Vorgriff auf mögliche Einschränkungen der Liquidität in der Zukunft bereits heute ihre ETF-Anteile verkaufen (ETF-Run). Dies könnte sich auf die Liquidität der Referenzmärkte auswirken und eben jenes Szenario erst herbeiführen, das die Investoren ursprünglich befürchtet hatten. Andererseits könnte das Ausscheiden eines APs zu verstärkten Rückgabevolumina bei den im Markt verbleibenden Intermediären führen. Hierdurch würden bei diesen APs zunehmend Sicherheiten für den Rückgabeprozess gebunden, was deren Marktaustritt bedingen kann. Da APs oftmals das Market Making in einer Vielzahl von ETFs übernehmen, könnten sich Liquiditätsprobleme aus einem Teilsegment schließlich auf andere Segmente des ETF-Marktes ausbreiten.

Die Entwicklung der Marktstruktur – insbesondere bei ETFs mit illiquiden Referenzwerten – muss weiterhin im Auge behalten werden. Besonders wichtig erscheint es, dass eine Vielzahl von APs beziehungsweise Marktmachern bereitsteht, um den etwaigen Rückzug eines Marktteilnehmers zu kompensieren (Multi-Dealer Model). Darüber hinaus sollten Anbieter von ETFs sicherstellen, dass Investoren über die Risiken einer Investition in ETFs, insbesondere in solche mit illiquiden Referenzwerten, hinreichend aufgeklärt sind.

⁵⁾ So kam es z. B. bei folgenden ETF-Segmenten zu Abflüssen: Schwellenländer (Aktien und Anleihen) 8,5 Mrd US-\$, US-Hochzinsanleihen 2,2 Mrd US-\$, US-Kommunalanleihen 0,5 Mrd US-\$.

Staatsanleiherenditen*) Schaubild 3.7

% p.a., Monatsdurchschnitte



Quelle: Thomson Reuters. * Mit zehnjähriger Restlaufzeit.
 Deutsche Bundesbank

Bei einem – gegebenenfalls auch abrupten – Anstieg der Zinsen können bei Finanzintermediären aufgebaute Zinsänderungsrisiken zum Tragen kommen. Zwar bestehen einzelwirtschaftliche Möglichkeiten zur Absicherung (Hedging) solcher Risiken. Im Finanzsystem insgesamt müssen diese aber absorbiert werden, etwa von den (Netto-)Sicherungsgebern in Derivatekontrakten. Zudem können selbst auf Einzelinstitutsebene bestehende Absicherungsstrategien fehlschlagen, falls in Stressphasen an den Finanzmärkten Gegenpartierisiken eintreten.

Die europäischen Länder einschließlich Deutschland befinden sich in einem engen Zins- und Volatilitätsverbund mit den USA. Bei einem näher rückenden

Eine Verknüpfung von Zinsänderungs- und Kreditrisiken wäre für die Stabilität der betroffenen Bankensysteme besonders ungünstig.

geldpolitischen Ausstieg in den USA könnten sich mittel- bis langfristige europäische Zinssätze voraussichtlich nicht von einem (weiteren) kräftigen Anstieg der

Kapitalmarktzinsen in den USA abkoppeln (siehe Schaubild 3.7).¹⁰⁾ Somit könnte es zu einer Zinswende am langen Ende der Zinsstrukturkurve kommen, die nicht unbedingt im Einklang mit den wirtschaft-

lichen Rahmenbedingungen in allen europäischen Ländern stünde. Ein Zinsanstieg könnte zu Problemen von Nichtbanken bei der Refinanzierung und zu einer Zunahme der in einigen Ländern ohnehin schon hohen Schuldendienstquoten führen. Dies würde die Wirtschaft in den jeweiligen Ländern belasten und die Kreditausfallrisiken bei den Finanzinstituten erhöhen. Eine derartige Verknüpfung von Zinsänderungs- und Kreditrisiken wäre für die Stabilität der betroffenen Bankensysteme besonders ungünstig.

Deutsche Banken und Versicherer unterschiedlich aufgestellt

Banken und Versicherungsunternehmen weisen wesentliche Unterschiede in der Bilanzstruktur und im Anlageverhalten auf, sodass sich Zinsänderungen unterschiedlich auswirken. So könnte ein abrupter Zinsanstieg den Banken zumindest kurzfristig Probleme bereiten. Die Versicherer hingegen wären stärker von einem länger anhaltenden Niedrigzinsumfeld betroffen.

Banken: bisher kaum Hinweise auf Renditesuche

Trotz der bestehenden Anreize gibt es bislang kaum Hinweise auf eine ausgeprägte Renditesuche bei deutschen Kreditinstituten. Eine Ursache dafür liegt

¹⁰⁾ Seit dem Jahrestiefststand der Renditen von US-Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit bei 1,63% am 2. Mai 2013 sind diese nach Aussagen der US-Notenbank, die auf einen baldigen Ausstieg aus den außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen hindeuteten, bis zum 5. September 2013 um 136 Basispunkte gestiegen. Die Renditen deutscher Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit vollzogen die Bewegung teilweise nach und stiegen im gleichen Zeitraum um 87 Basispunkte an. Analog sanken die Renditen am aktuellen Rand durch das unerwartete Aufschieben des Zurückfahrens der Anleihekäufe der Federal Reserve um 35 Basispunkte für US-Staatsanleihen und 30 Basispunkte für Bundesanleihen.

in dem fortbestehenden Druck auf die Banken, ihre Verschuldung zu reduzieren und höhere Eigenkapitalpuffer aufzubauen.

Im Anlagesegment der Unternehmensanleihen, in dem die Renditesuche schon recht deutlich erkennbar ist, halten Banken in Deutschland Ende des dritten Quartals 2013 gemessen an ihrem Eigenkapital (insgesamt 437 Mrd €) und ihrer Bilanzsumme (7,8 Billionen €) verhältnismäßig geringe Bestände. Daten zu den Anlagen deutscher Banken in Unternehmensanleihen sind zum einen für in Deutschland gehaltene und zum anderen für von Auslandsniederlassungen gehaltene Bestände verfügbar. Der in Deutschland gehaltene Bestand hat sich in den vergangenen Jahren wenig verändert. Ende des dritten Quartals 2013 betrug er 45 Mrd €. Dabei halten die deutschen Banken ihre Unternehmensanleihen zunehmend indirekt über inländische Spezialfonds (siehe Schaubild 3.8).

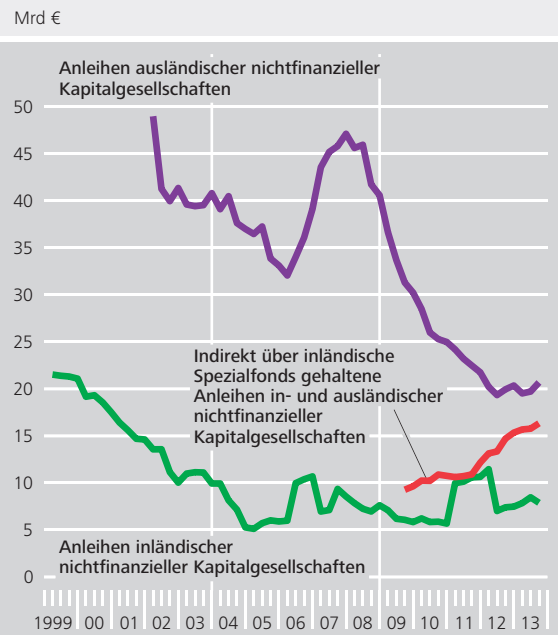
Daten für über Auslandsniederlassungen deutscher Banken gehaltene Wertpapiere deuten darauf hin, dass die Bestände an Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen zurückgegangen sind (siehe Schaubild 3.9). Der Bestand an direkt gehaltenen Anleihen eines breit gefassten ausländischen Unternehmenssektors¹¹⁾ ist auf zuletzt 68 Mrd € gesunken. Über ausländische Spezialfonds gehaltene Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen sind eine Teilmenge des Aggregats „ausländische Aktien und sonstige Wertpapiere“, dessen Wert sich in den vergangenen Jahren in einer annähernd gleichbleibenden Bandbreite bewegt hat und zuletzt bei 67 Mrd € lag.

¹¹ Neben Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen sind auch Anleihen von Versicherungsunternehmen und sonstigen Finanzinstituten enthalten.

¹² Davon entfallen rd. 28 Mrd US-\$ auf China, 26 Mrd US-\$ auf die Russische Föderation, 25 Mrd US-\$ auf Indien, 21 Mrd US-\$ auf die Türkei und 18 Mrd US-\$ auf Brasilien.

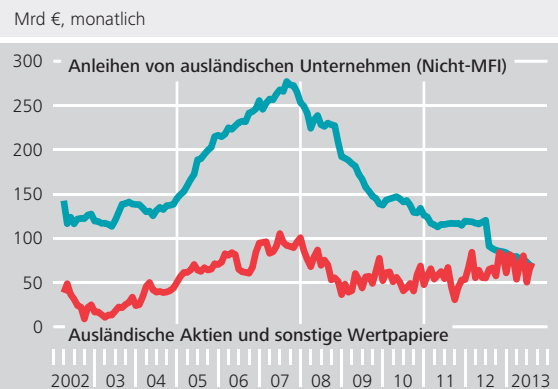
¹³ Die Zahlen beziehen sich auf die Gruppe folgender Schwellenländer: Argentinien, Brasilien, Chile, China, Hongkong, Indien, Indonesien, Republik Korea, Malaysia, Mexiko, Philippinen, Polen, Russische Föderation, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Türkei und Ungarn.

Von Banken in Deutschland gehaltene Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften Schaubild 3.8



Deutsche Bundesbank

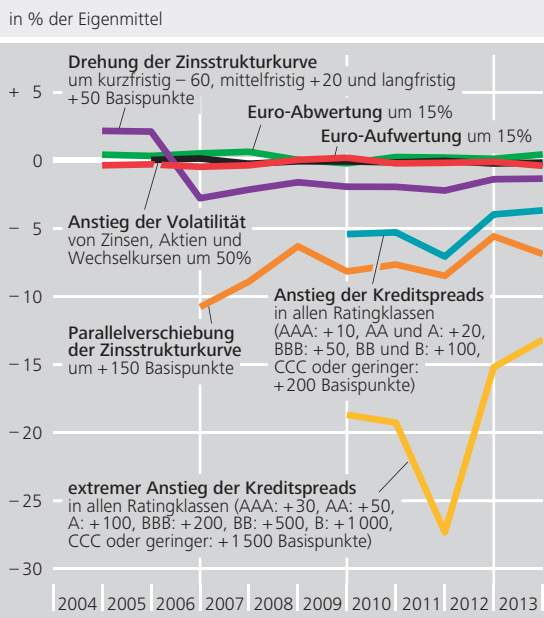
Von Auslandsniederlassungen deutscher Banken gehaltene Wertpapiere Schaubild 3.9



Deutsche Bundesbank

Die deutschen Banken, die an die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berichten, hielten gegenüber Schuldern aus den G20-Schwellenländern Mitte 2013 Kreditforderungen in Höhe von 155 Mrd US-\$.¹²⁾ Bestände an Anleihen von in Schwellenländern¹³⁾ ansässigen Unternehmen waren

Marktwertveränderungen¹⁾ bei ausgewählten Marktrisikoszenarien Schaubild 3.10



Ende des dritten Quartals 2013 mit 0,6 Mrd € gering und lagen auch nach einer Zunahme in den vergangenen Jahren noch unter dem Vorkrisenniveau.

Selbst ein signifikanter Anstieg der Zahlungsausfälle und höhere Risikoaufschläge bei den Unternehmensanleihen oder den Forderungen gegenüber Schuldner aus den Schwellenländern dürften das Eigenkapital deutscher Banken nur in begrenztem Ausmaß belasten. In einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld könnte sich jedoch die Suche nach Rendite intensivieren. Weitete sie sich auf Anlage-segmente aus, in denen Banken in größerem Umfang engagiert sind, können sich höhere Risiken ergeben.

Bei Zinswende: Bankengruppen mit unterschiedlichen Marktwertverlusten

Die jüngste Marktrisiko-Stresstest-Umfrage der Bundesbank¹⁴⁾ zeigt, dass Zinsänderungs- und Kreditspreadrisiken die wichtigsten Marktrisiken für die deutschen Kreditinstitute darstellen. Wechselkurs-, Aktienkurs- und Volatilitätsrisiken spielen derzeit dagegen eine geringere Rolle (siehe Schaubild 3.10).

Zinsänderungs- und Kreditspreadrisiken stellen die wichtigsten Marktrisiken für die deutschen Kreditinstitute dar.

Hinsichtlich ihrer Anfälligkeit gegenüber Zinsänderungsrisiken bestehen jedoch deutliche Unterschiede zwischen den Bankengruppen. Eine Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve um 150 Basispunkte nach oben führt im Durchschnitt zu Marktwertverlusten für die befragten Sparkassen und Kreditgenossenschaften in Höhe von 14% der Eigenmittel. Der Grund hierfür liegt in der längeren Zinsbindung auf der Aktivseite gegenüber der Passivseite. Während ein Anstieg der Zinsen also die kurzfristigen Verbindlichkeiten der Banken unmittelbar verteuert, erzielen die Banken nur im Neugeschäft entsprechend höhere Erträge auf der Aktivseite. Kreditbanken, Spezialbanken und Zentralinstitute sichern sich hingegen überwiegend gegen Zinsänderungsrisiken ab: Ein Anstieg der Zinsen um 150 Basispunkte führt bei ihnen nur zu Marktwertverlusten in Höhe von 2% der Eigenmittel.

Auch eine Versteilung der Zinsstrukturkurve wäre mit Risiken verbunden. So würde ein Anstieg der langfristigen Zinsen um 200 Basispunkte bei unverändert niedrigen Zinsen am kurzfristigen Ende zunächst

¹⁴ Die Bundesbank führt jährlich zum 31. März eine Umfrage bei 28 Instituten durch, in der die Marktwertverluste in Handels- und Bankbuch bei 14 Stressszenarien abgefragt werden. Die Angaben beruhen auf ungewichteten Durchschnitts über die befragten Banken.

zu ähnlich hohen Marktwertverlusten wie bei einer Parallelverschiebung um 170 Basispunkte führen. Die Belastungen für die 28 befragten Institute wären also etwas höher als bei dem in Schaubild 3.10 dargestellten Szenario einer Parallelverschiebung um 150 Basispunkte. Mittel- bis langfristig würde eine Versteilung der Zinsstrukturkurve für sich genommen zu einer Verbesserung der Ertragslage der Banken führen. Dies käme insbesondere den deutschen Sparkassen und Kreditgenossenschaften zugute, die einen hohen Anteil ihrer Erträge über Fristentransformation erwirtschaften. Dabei ist allerdings zu beachten, dass die gegenwärtige Zinsstrukturkurve bereits recht steil ist.

Neben einem Zinsanstieg birgt auch eine erneute Ausweitung der Kreditspreads Risiken für die deutschen Banken. Zu einer extremen Ausweitung der Kreditspreads könnte es beispielsweise infolge einer erneuten Verschärfung der Staatsschuldenkrise oder einer längeren konjunkturellen Schwächephase kommen. Die befragten 28 Institute müssten in einem solchen Szenario Marktwertverluste in Höhe von durchschnittlich 13% der Eigenmittel verkraften (siehe Schaubild 3.10). Kredit- und Spezialbanken sowie Zentralinstitute sind wegen einer höheren Bedeutung des Eigenhandels mit einem Verlust in Höhe von durchschnittlich 15% der Eigenmittel stärker betroffen als Sparkassen und Genossenschaftsbanken.¹⁵⁾ Allerdings entstehen bei den Kredit- und Spezialbanken sowie bei den Zentralinstituten nur 12% der gesamten Marktwertverluste im Handelsbuch und werden damit direkt erfolgswirksam.

Deutsche Versicherer investieren verstärkt in Unternehmensanleihen

Insgesamt kann die Anlagepolitik der Versicherer als relativ konservativ bezeichnet werden. Die Schwerpunkte liegen auf Schuldverschreibungen einschließlich Pfandbriefen, Anteilen an Investmentfonds und Anlagen bei Kreditinstituten. Der Anteil eines eng definierten Katalogs von regulatorisch explizit als

risikoreich eingestuften Anlagen liegt trotz eines leichten Anstiegs im vergangenen Jahr deutlich unter dem zulässigen Höchstwert. Allerdings haben die Versicherer in den vergangenen Jahren ihre Anlagepolitik in anderen als den ausdrücklich als risikoreich klassifizierten Bereichen nach und nach auf höher rentierliche Anlageformen ausgerichtet. Vor allem Lebensversicherer sind aufgrund ihrer Verpflichtungen aus lang laufenden Garantien einem anhaltenden Druck ausgesetzt, höhere Risiken zu übernehmen.

Insgesamt kann die Anlagepolitik der Versicherer als relativ konservativ bezeichnet werden.

Um ihre Anlageergebnisse aufzubessern, haben die Versicherer, anders als Banken, das Gewicht der am Markt schon recht hoch bewerteten Unternehmensanleihen in ihren Portfolios deutlich angehoben. Sie erhöhten ihre Bestände an Unternehmensanleihen von Ende 2009 bis Mitte 2013 von 41 Mrd € auf 83 Mrd €. ¹⁶⁾ Der Anteil an den gesamten Kapitalanlagen stieg von 3,4% auf 6,0% (siehe Tabelle 3.2). Dabei entfiel der Großteil des Zuwachses auf indirekt über Spezialfonds gehaltene Unternehmensanleihen, die inzwischen einen größeren Anlagebetrag ausmachen als die direkt gehaltenen Papiere. Anleihen von Unternehmen aus Schwellenländern spielen nur eine untergeordnete Rolle.

Aus dieser Anlagepolitik können sich Belastungen für die Versicherer ergeben, falls sich die derzeitigen Bewertungen im Niedrigzinsumfeld als nicht haltbar herausstellen,¹⁷⁾ sich die recht niedrigen Risikoaufschläge ausweiten und Zahlungsausfälle bei Unter-

¹⁵ Siehe hierzu auch den Abschnitt „Marktrisiken uneinheitlich“ auf S. 61 ff.

¹⁶ Unter approximativer Berücksichtigung der von Rückversicherern direkt gehaltenen Unternehmensanleihen.

¹⁷ Zu den Auswirkungen längerfristig niedriger Zinsen auf die Solvabilität von Lebensversicherern siehe auch die Szenarioanalyse im Kapitel „Versicherer zwischen niedrigen Zinsen und erhöhten Eigenkapitalanforderungen“ auf S. 75 ff.

Von Versicherern gehaltene Unternehmensanleihen im Verhältnis zu den Kapitalanlagen Tabelle 3.2

Zeit	Von Versicherern gehaltene Unternehmensanleihen in Mrd €				Kapitalanlagen in Mrd €, alle VU ⁴⁾			Unternehmensanleihequote an Kapitalanlagen in %, alle VU ⁵⁾	
	Direkt, Erst-VU ¹⁾		Indirekt über inländische Spezialfonds, alle VU ³⁾		darunter: Erst-VU	darunter: Lebens-VU		darunter: Lebens-VU	
		darunter: Lebens-VU ²⁾		darunter: Lebens-VU					
2007	10,7	8,1	.	.	1 187,5	981,4	696,5	.	.
2008	14,1	10,2	.	.	1 195,7	980,1	689,1	.	.
2009	15,5	10,3	20,8	5,7	1 215,0	1 011,0	707,4	3,4	2,3
2010	17,3	12,0	28,5	7,7	1 258,3	1 050,8	734,4	4,0	2,7
2011	17,8	11,8	32,3	9,0	1 287,5	1 072,3	742,7	4,3	2,8
2012	26,2	18,2	42,9	11,8	1 356,7	1 120,0	768,9	5,6	3,9
2013 1. Vj.	29,7	20,8	44,8	12,0	1 381,6	1 145,0	780,8	5,9	4,2
2013 2. Vj.	31,3	21,7	44,7	12,2	1 389,5	1 152,9	787,1	6,0	4,3

Quellen: BaFin, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. und eigene Berechnungen. **1** Erstversicherungsunternehmen (Erst-VU) ohne Pensionsfonds und -kassen. **2** Lebensversicherungsunternehmen (Lebens-VU). **3** Alle Versicherungsunternehmen (alle VU). Bei Spezialfonds ohne Altersvorsorgeeinrichtungen, aber einschl. Rückversicherern. **4** Alle VU ohne Pensionsfonds und -kassen. Die Summe der Kapitalanlagen der Rückversicherer von Ende 2012 in Höhe von 236,6 Mrd € wurde für das 1. und 2. Vj. 2013 übernommen. **5** Unter approximativer Berücksichtigung der von Rückversicherern direkt gehaltenen Unternehmensanleihen.

Deutsche Bundesbank

nehmensanleihen zunehmen sollten. Hinzu kämen dann voraussichtlich noch Verluste aus Anlagen in Darlehen und Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten an Unternehmen.

Versicherer würden von steigendem Kapitalmarktzins profitieren

Grundsätzlich würden die Versicherungsunternehmen von einem Zinsanstieg profitieren. Dies gilt in besonderem Maße für Lebensversicherer mit ihren sehr langfristigen Verbindlichkeiten. Denn im Falle einer Zinswende werden Marktwertverluste bei Unternehmensanleihen und anderen zinstragenden Aktiva von einem stärkeren Rückgang des Wertes der Verbindlichkeiten überkompensiert.¹⁸⁾ Zukünftige Belastungen für Versicherer könnten sich daher, anders als bei Banken, eher aus den Folgen einer Suche nach Rendite ergeben.

■ Quellenverzeichnis

Committee on the Global Financial System (2011), Global Liquidity – Concept, Measurement and Policy Implications, CGFS Papers No 45, November 2011.

Chen, S., P. Liu, A. Maechler, C. Marsh, S. Saksonovs und H. S. Shin (2012), Exploring the Dynamics of

¹⁸ In ökonomischer Betrachtung ergibt sich also ein Wertzuwachs der Versicherer, der sich allerdings vor allem aufgrund einer fehlenden Marktbewertung der Verbindlichkeiten nicht positiv auf das bilanzielle Eigenkapital und die derzeit noch geltenden Eigenkapitalanforderungen gemäß Solvency I auswirkt (siehe hierzu den Kasten „Künftige Regulierung nach Solvency II bildet Risiken aus niedrigen Zinsen frühzeitig ab“ auf S. 81). Im Falle eines Zinsanstiegs würde sich darüber hinaus auch das Anlageergebnis verbessern. Lediglich im Falle eines sehr starken Zinsanstiegs könnten sich für Versicherer Belastungen aus höheren Stornoquoten ergeben. Dies gilt vor allem für Länder, in denen die typische Ausgestaltung von Versicherungsverträgen eine vorzeitige Kündigung relativ einfach macht.

Global Liquidity, IMF Working Paper No 12/246, Oktober 2012.

High Frequency Proxies for Capital Flows Data, Februar 2011.

International Monetary Fund (2011), Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework, Annex I.

Miao, J. und M. Pant (2012), Coincident Indicators of Capital Flows, IMF Working Paper No 12/55, Februar 2012.

Deutsche Banken unter verstärktem Ertragsdruck

Das deutsche Bankensystem ist seit längerem von einer strukturellen Ertragsschwäche geprägt, die sich insbesondere in der Erosion der Zinsspanne zeigt. Diese hat sich seit Mitte der neunziger Jahre praktisch halbiert und liegt inzwischen bei knapp 1%. Ursächlich hierfür ist ein intensiver Wettbewerb, auch aufgrund von Überkapazitäten im deutschen Bankgewerbe. Die schwache Grundertragskraft erschwert den Aufbau von Kapitalpolstern aus einbehaltenen Gewinnen.

Gleichwohl ist die Kernkapitalquote der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken weiter auf zuletzt 15,3% gestiegen. In den Jahren 2010 bis 2012 haben ungewöhnlich niedrige Wertberichtigungen im Kreditportfolio die Ertragslage im deutschen Bankensystem gestützt. In einem Stressszenario, das eine scharfe Rezession wie im Jahr 2009 unterstellt, gehen die operativen Erträge (nach Bewertung) der 12 großen, international tätigen deutschen Banken gegenüber einem Basisszenario im Jahr 2014 um rund 15 Mrd € zurück. Dieser Rückgang übersteigt das operative Ergebnis dieser Banken im Jahr 2012 in Höhe von 11 Mrd €.

Zudem haben sich auf einzelnen sektoralen Kreditmärkten beachtliche Risiken aufgebaut. Besonders betroffen von Ausfallrisiken sind Schiffskredite, Kredite für ausländische Gewerbeimmobilien und Altlasten in Form von Verbriefungen. Wichtig für das deutsche Bankensystem ist darüber hinaus, dass sich im Niedrigzinsumfeld keine übermäßigen Risiken aus der Kreditvergabe für Wohnimmobilien in Deutschland aufbauen.

Niedrigzinsumfeld trifft auf strukturelle Ertragsschwäche

Im anhaltenden Niedrigzinsumfeld geraten die Margen der deutschen Banken zusätzlich unter Druck, was die strukturell schwache Grundertragskraft weiter vermindert. Dies behindert die Bildung von Eigenkapital aus einbehaltenen Gewinnen, kann je nach Institutslage die Risikotragfähigkeit schwächen und letztlich die Finanzstabilität gefährden.

Operative Ertragslage im ersten Halbjahr 2013 stabil

Der operative Ertrag der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken¹⁾ betrug in der ersten Hälfte dieses Jahres 35,4 Mrd €. Mit einem Anstieg von 0,7 Mrd € lag er somit leicht über dem Vorjahresniveau (siehe Schaubild 4.1). Maßgebend hierfür war eine deutliche Verbesserung des volatilen Handelsergebnisses, das im Vergleich zum ersten Halbjahr 2012 um 2,3 Mrd € gestiegen ist. Der Provisionsüberschuss hat ebenfalls leicht zugenommen. Damit konnte der Rückgang des Zinsüberschusses mehr als ausgeglichen werden. Etwas höher als im Vorjahr, aber im historischen Vergleich immer noch niedrig, war die Risikovorsorge, die um 0,5 Mrd € auf nunmehr 3,1 Mrd € gestiegen ist. Bei einigen Banken dieser Gruppe hat sie sich insbesondere durch zyklische Überkapazitäten in der Schifffahrt deutlich erhöht (siehe den Abschnitt „Kumulation sektoraler Kreditrisiken“ auf S. 63).

Die Ertragslage deutscher Banken wird von der niedrigen Risikovorsorge gestützt.

Bei den Sparkassen und Kreditgenossenschaften konnte die Kombination aus günstiger Refinanzierung und Altgeschäften mit hohen Zinserträgen den Rückgang des Zinsüberschusses bisher abmildern.

Zudem wurde die Ertragslage von der niedrigen Risikovorsorge gestützt.

Ein Belastungsfaktor für die Ertragslage der deutschen Banken ist das Niedrigzinsumfeld, da das Zins-einkommen die mit Abstand wichtigste Ertragsquelle der meisten Institute ist und die Zinsspanne in Phasen mit niedrigen Zinsen tendenziell sinkt (siehe Schaubild 4.2).²⁾ Auch können die Banken in einem extremen Niedrigzinsumfeld ihre Einlagenzinsen nicht im selben Maß wie im normalen Zinsumfeld vermindern, weil sie ihre Einlagen nicht negativ verzinsen können (Nullzinsschranke). Die Folgen der rückläufigen Zinsspanne zeigen sich bereits jetzt im abnehmenden Zinsüberschuss. Falls das Zinsniveau niedrig bleibt, ist mit einem weiteren Rückgang zu rechnen, weil viele Kreditverträge mit einer höheren Verzinsung auslaufen und durch Neuverträge mit einem geringeren Nominalzins ersetzt werden müssen.

Ertragsschwäche ist strukturell bedingt

Schaubild 4.2 macht allerdings auch deutlich, dass der Rückgang der Zinsspanne nicht im derzeit niedrigen Zinsumfeld begonnen hat, sondern in der Tendenz bereits seit vielen Jahren besteht. Während die Zinsspanne bis Mitte der neunziger Jahre noch bei etwa 2% lag, ist sie mittlerweile auf knapp 1% gesunken.³⁾ Die Gründe für den Rückgang sind vielfältig. Zum einen hat der Wettbewerb aufgrund

¹ Die Analyse bezieht sich häufig auf die Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken, um damit den systemrelevanten Ausschnitt des deutschen Bankensystems zu erfassen. Diese Gruppe macht Mitte 2013 etwa 60% der Bilanzsumme aller deutschen Banken aus. Im Finanzstabilitätsbericht 2010 gehörten zu dieser Gruppe noch 15 Kreditinstitute. Für den Bericht 2011 wurden zwei Institute nicht länger berücksichtigt, die Auslagerungen von risikobehafteten Positionen an Abwicklungsanstalten vorgenommen hatten. Im Jahr 2012 wurde eine Bank von einem anderen Gruppenmitglied übernommen.

² Die Zinsspanne ist das Verhältnis von Nettozinsenerträgen und Bilanzsumme. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2012), S. 13 ff. und O. Entrop, C. Memmel, B. Ruprecht und M. Wilkens (2012).

³ Hierbei handelt es sich um den mit der Bilanzsumme gewichteten Mittelwert für 2012.

von Deregulierung und Liberalisierung deutlich zugenommen. Zum anderen haben technologische Entwicklungen, wie zum Beispiel das Internet, den Marktzugang für Banken ohne Filialnetz erleichtert und die Vergleichbarkeit der Konditionen erhöht.⁴⁾ Zusammen mit einer höheren Preissensitivität der Kunden und einer geringeren Kundenloyalität hat dies seit Mitte der neunziger Jahre zu einer spürbaren Zunahme des Wettbewerbs geführt. Von dieser Entwicklung sind nicht nur die deutschen Banken, sondern auch Banken in anderen europäischen Ländern betroffen.⁵⁾

Angesichts der hohen Abhängigkeit vom Zinseinkommen sind die deutschen Banken von einem Rückgang der Zinsspanne besonders betroffen. Während das Nicht-Zinseinkommen im Durchschnitt nur gut 20% des gesamten operativen Ertrags der deutschen Banken ausmacht, liegt der Anteil in anderen Ländern teilweise deutlich höher.⁶⁾

Es bestehen zudem Risiken aus der Fristentransformation, da die Refinanzierung der in der aktuellen Niedrigzinsphase vergebenen Kredite nach einem Anstieg des Zinsniveaus teurer wird. Dieses Problem tritt auch bei den Bausparkassen auf, da ihr Geschäftsmodell zum Teil auf der Übernahme von Zinsänderungsrisiken basiert (siehe dazu den Kasten „Bausparkassen im Niedrigzinsumfeld“ auf S. 54).

Überkapazitäten drücken auf die Margen

Zudem sehen sich die Banken einem zunehmenden Wettbewerb von Nichtbanken gegenüber. Diese bieten nicht nur Finanzierungen an, sondern

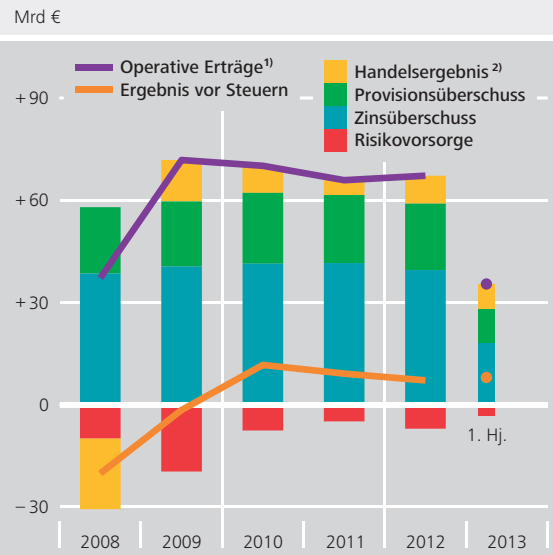
⁴ Hinzu kommen statistische Effekte, wie z.B. Änderungen in den Bilanzierungsvorschriften, welche die Bilanzsumme vergrößern und damit die Zinsspanne senken, ohne dass sich der ökonomische Sachverhalt geändert hätte.

⁵ Zur Entwicklung der Zinsspanne in Europa vgl.: European Central Bank (2000).

⁶ Angaben aus der Bank-Profitability-Datenbank der OECD von 2013.

Komponenten der Ertragslage ausgewählter Banken¹⁾

Schaubild 4.1



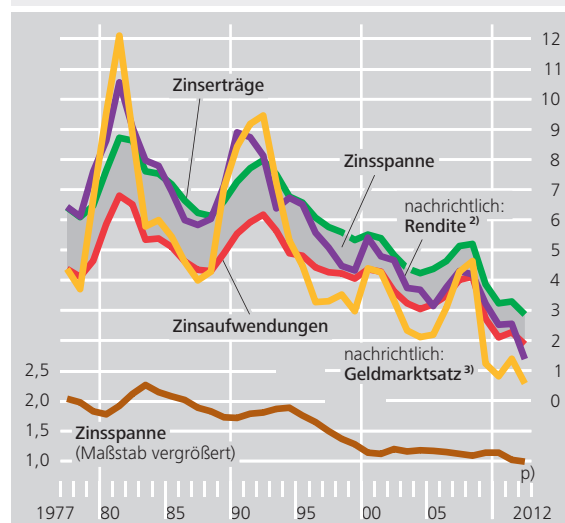
Quelle: Unternehmensangaben und eigene Berechnungen. * Umfasst IFRS-Angaben von 12 großen, international tätigen deutschen Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. **1** Summe aus Zinsüberschuss, Provisionsüberschuss und Handelsresultat. **2**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

Deutsche Bundesbank

Zinserträge und Zinsaufwendungen der Banken in Deutschland

Schaubild 4.2

in % der durchschnittlichen Bilanzsumme¹⁾



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

Deutsche Bundesbank

Bausparkassen im Niedrigzinsumfeld

In Deutschland gibt es derzeit 22 Bausparkassen, von denen einige in regionalen Teilmärkten und andere bundesweit tätig sind. Zwar machen die Bausparkassen gemessen an der Bilanzsumme nur rund 2% des deutschen Bankensektors aus. Sie spielen aber eine bedeutende Rolle für die Immobilienfinanzierung in Deutschland.

Die Idee des Bausparens besteht darin, Spareinlagen einzusammeln und in einem gemeinsamen Topf zu bündeln, aus dem der spätere Bauherr ein Darlehen erhält. Ein Vorteil des Bausparens ist, dass sich der Bausparer bei Abschluss eines Bausparvertrages einen festen Darlehenszins sichern kann, obwohl das Darlehen erst Jahre später in Anspruch genommen wird. Der Sparanreiz ist häufig nicht ein hoher Guthabenzins, sondern Planungssicherheit und die Aussicht auf einen niedrigen Darlehenszins.

Damit gehen die Bausparkassen ein Risiko ein, weil die Bausparer zwar die Option haben, ihr Darlehen in Anspruch zu nehmen, aber nicht dazu verpflichtet sind. Besonders im Niedrigzinsumfeld ist diese Option für Bausparer attraktiv. So könnten sich Bausparer in einer Niedrigzinsphase dafür entscheiden, ihr Darlehen nicht auszahlen zu lassen, wenn der ihnen zugesicherte Guthabenzins über dem Marktzins liegt. Dies schmälert die Zinsmarge der Bausparkassen und drückt auf ihre Erträge.

Ein starker Anstieg des Zinsniveaus kann für die Bausparkassen ebenfalls problematisch sein. Entscheiden sich Bausparer in dieser Phase, ihr Darlehen in Anspruch zu nehmen, weil der im Voraus fixierte Darlehenszins unterhalb des aktuellen Zinsniveaus liegt, müssen die Bausparkassen diese Darlehen mit höheren Guthabenzinsen auf Neuverträge refinanzieren. Auch dies drückt auf die Zins-

marge. Somit stellen sowohl ein anhaltend niedriges Zinsniveau als auch ein starker Anstieg des Zinsniveaus ein Risiko für die Bausparkassen dar. Allerdings können die Bausparkassen dieses Risiko zum Teil über Zinsswapgeschäfte an den Markt abgeben.

Angesichts dieser Risiken haben die Bundesbank und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht Ende 2012 untersucht, wie sich die Erträge der Bausparkassen entwickeln werden, wenn das Zinsniveau anhaltend niedrig bleibt. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Erträge der Bausparkassen deutlich zurückgehen werden. Dennoch scheint auch langfristig die Überlebensfähigkeit der Bausparkassen insgesamt nicht gefährdet zu sein, wenngleich bei einzelnen Instituten umfangreiche Gegensteuerungsmaßnahmen erforderlich sein könnten. Hierzu zählt unter anderem das Kündigen von Verträgen mit Bausparern, die ihr Bausparguthaben bereits vollständig eingezahlt, aber ihr Bauspardarlehen nicht abgerufen haben. Während die Erträge bei einer anhaltenden Niedrigzinsphase stetig sinken, wird es unter der Annahme eines moderaten Anstiegs des Zinsniveaus zwar kurzfristig zu einer Verschlechterung der Ertragslage kommen. Mittelfristig werden die Erträge aber deutlich steigen. Die Bausparkassen können die freien Mittel zu höheren Zinsen anlegen und es werden mehr Bauspardarlehen abgerufen, was zu steigenden Zinserträgen führt. Dies kann langfristig die Liquidität der Bausparkassen gefährden, da der Anlagegrad, also das Verhältnis von Bauspardarlehen zu Bauspareinlagen, in Phasen höherer Zinsen tendenziell steigt. Dies bedeutet, dass die Ertragsrisiken bei einem Anstieg des Zinsniveaus zwar ab-, die Liquiditätsrisiken jedoch zunehmen.

werben auch erfolgreich um Anlagegelder. Darüber hinaus ist in Deutschland die Versorgung mit Bankdienstleistungen im europäischen Vergleich überdurchschnittlich hoch.⁷⁾ Auch dies erhöht den

Banken müssen aus dem Markt ausscheiden und Überkapazitäten müssen geordnet abgebaut werden können.

Wettbewerb. Bestehen Überkapazitäten über einen längeren Zeitraum, wird die Stabilität des Finanzsystems beeinträchtigt, weil sinkende Margen den Aufbau von Eigenkapital durch Gewinnthesaurierung erschweren. Die Anfälligkeit der Banken gegenüber Schocks steigt, wenn nicht von außen zusätzliches Kapital zugeführt wird. Darüber hinaus könnten Banken verstärkt Risiken eingehen, um den Rückgang der Margen auszugleichen. Aus diesen Gründen müssen Banken aus dem Markt ausscheiden und Überkapazitäten geordnet abgebaut werden können.

Banken müssen ihre Geschäftsmodelle überprüfen

Das veränderte regulatorische Umfeld und der harte Wettbewerb zwingen Institute, ihre Geschäftsmodelle zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen. Dies gilt nicht nur für die Großbanken und die Landesbanken, sondern auch für die Verbundinstitute. Diese waren zwar deutlich weniger von der Finanzkrise betroffen und erzielen im Vergleich höhere Zinsspannen. Angesichts des Niedrigzinsumfelds und des steigenden Wettbewerbs im traditionellen Bankgeschäft müssen aber auch sie ihr Geschäftsmodell selbstkritisch prüfen, wenn ihre Profitabilität und Stabilität in Zukunft gesichert sein soll.⁸⁾

Risikotragfähigkeit deutlich erhöht

Die schwache Ertragskraft der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken hat auch Folgen für ihre Eigenkapitalbildung.⁹⁾ So spielen Gewinnthesaurierungen nur eine untergeordnete Rolle. Der Zuwachs des Kernkapitals von Mitte 2012 bis Mitte 2013 ist etwa zu gleichen Teilen auf Werterholungen und die Außenfinanzierung zurückzuführen. Einige der betrachteten Banken haben durch die Ausgabe junger Aktien an private Investoren ihr Kapital erhöht. Dieses zusätzliche Kapital von privater Seite wurde von einem Institut zur Rückzahlung staatlicher Einlagen genutzt. Daher gingen die Kapitalmaßnahmen des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung im Jahresverlauf um 1,7 Mrd € auf 17,1 Mrd € Ende September zurück.

In anderen Ländern haben die Banken ihre Kapitalausstattung auch durch die Begebung von Pflichtwandelanleihen (Contingent Convertibles: CoCos) gestärkt. Dabei handelt es sich um Anleihen, die unter bestimmten, vorher festgelegten Bedingungen in Eigenkapital umgewandelt werden (siehe dazu den Kasten „Pflichtwandelanleihen (CoCos) stärken das Bankenkapital in Krisen“ auf S. 56 f.).

Bilanzsumme und risikogewichtete Aktiva verringert

Die 12 großen, international tätigen deutschen Banken haben den Abbau der risikogewichteten Aktiva fortgesetzt. Der Rückgang seit Juni 2012 beträgt knapp 12%. Die Bilanzsumme sank in die-

⁷ Im Jahr 2012 kamen in Deutschland 124 Einwohner auf einen Bankbeschäftigten, in der EU waren es 166. Quelle: EZB.

⁸ Vgl.: A. Dombret (2012).

⁹ Einbehaltene Gewinne waren laut einer Studie für 82 große, globale Banken die wichtigste Quelle für den Anstieg der Kapitalquoten im Zeitraum von 2009 bis 2012; vgl. hierzu: B. H. Cohen (2013).

Pflichtwandelanleihen (CoCos) stärken das Bankenkapital in Krisen

Pflichtwandelanleihen – auch bekannt als CoCos, vom englischen Begriff Contingent Convertibles abgeleitet – haben als Refinanzierungsinstrument für Banken in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Dieses Wachstum geht insbesondere auf die regulatorischen Vorgaben zu den Kapitalanforderungen in der Schweiz und im Vereinigten Königreich zurück. So machen CoCo-Emissionen von Banken aus diesen beiden Ländern über die Hälfte des Gesamtmarkts aus. Banken aus Ländern wie Spanien oder Irland haben das Instrument jedoch inzwischen ebenfalls als Mittel zur präventiven Kapitalstärkung entdeckt und das weiterhin renditeorientierte und damit aus Emittentensicht günstige Marktumfeld für Emissionen genutzt.¹⁾ Insgesamt ist die Verbreitung dieser hybriden Kapitalinstrumente mit einem aktuell ausstehenden Volumen westeuropäischer Emittenten von 59 Mrd US-\$ noch vergleichsweise gering.²⁾

Abhängig von der konkreten Ausgestaltung können sich CoCos als zusätzliches Tier-1- oder Tier-2-Kapital gemäß Basel III qualifizieren.³⁾ Ein vorab definiertes Kriterium bestimmt, unter welchen Bedingungen die CoCo-Anleihe von Fremd- in Eigenkapital umgewandelt wird. Alternativ können CoCos so ausgestaltet sein, dass anstatt der Kapitalumwandlung eine (prozentuale) Kürzung der Gläubigerforderung vorgenommen wird. Auf diese Weise können Privatinvestoren im Falle einer sich verschlechternden Kapitalausstattung der betroffenen Banken zur Verlustabsorption herangezogen werden. Aus Finanzstabilitätssicht sind CoCos vor allem deshalb vorteilhaft, weil sich die Stärkung der Kapitalbasis über die privaten Märkte in Stressphasen äußerst schwierig gestalten kann. Durch die mehr oder weniger automatische Verlustabsorption werden staatliche Rettungsmaßnahmen

tendenziell weniger wahrscheinlich, wodurch letztendlich der Steuerzahler entlastet wird.

Das Risiko einer Anlage in CoCos wird von Investoren bewusst eingegangen: In einem Stressszenario müssen nicht mehr aufholbare Forderungsabschreibungen oder eine Umwandlung in Aktien hingenommen werden. Im Gegenzug kann der Investor einen Risikoaufschlag fordern. Somit wird dem Prinzip der Zusammengehörigkeit von Chance und Risiko Rechnung getragen. Zudem können CoCos einen Beitrag zur Disziplinierung der Emittenten leisten, wenn sich die Risikoprämien von CoCos mit einer vermehrten Übernahme von Risiken erhöhen.

In Bezug auf die Ausgestaltungsmöglichkeiten der CoCos haben die Auslöskriterien (sog. Trigger) eine zentrale Bedeutung. Hierbei können mechanistische Trigger, die sich entweder an Markt- oder an Buchwerten orientieren, und diskretionäre Trigger unterschieden werden. Diskretionäre Trigger können nach Ermessen der Aufsichtsbehörden aktiviert werden. Dies kann seitens der Investoren zu Unsicherheiten führen und die Bepreisung dieser CoCos erschweren. Auch im Ratingprozess spiegelt sich

¹ Die Emissionen westeuropäischer Emittenten seit Juni 2009 verteilen sich wie folgt: Schweiz 21,5 Mrd US-\$, Vereinigtes Königreich 18,8 Mrd US-\$, Spanien 8,0 Mrd US-\$, Irland 4,1 Mrd US-\$, Niederlande 5,7 Mrd US-\$, Frankreich 2,3 Mrd US-\$, Italien 2,0 Mrd US-\$, übrige Länder 4,6 Mrd US-\$. Quelle: Bloomberg. Länderzuordnung nach Risiko (Country of Risk).

² Seit Juni 2009 wurden von westeuropäischen Emittenten 67 Mrd US-\$ an CoCos emittiert. Im gleichen Zeitraum wurden nachrangige Anleihen (Subordinated Debt) in Höhe von rd. 550 Mrd US-\$ sowie vorrangige unbesicherte Anleihen (Senior Unsecured Debt) in Höhe von rd. 4 100 Mrd US-\$ begeben. Quelle: Bloomberg. Länderzuordnung nach Risiko (Country of Risk).

³ Zu detaillierten Informationen zum neuen Basel III-Rahmenwerk vgl.: Basel Committee on Banking Supervision: Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems, Juni 2011.

diese Problematik in Form von zusätzlichen Abschlägen wider. Zudem dürfte die Entscheidung bezüglich der Auslösung eines diskretionären Triggers für die Aufsichtsbehörden nicht unproblematisch sein, weil der Wandlungsfall von den Märkten als Krisensignal verstanden werden und eine negative Preisdynamik verschärfen könnte. Trotz einer angemessenen Entscheidung könnten Aufseher somit eventuell als Auslöser oder Verstärker von Anspannungen wahrgenommen werden. Vor diesem Hintergrund erscheint es wichtig, dass die Angemessenheit der Entscheidung entsprechend kommuniziert wird. Auch die mechanistischen Trigger weisen Nachteile auf. Während marktbasierter Trigger gegebenenfalls schwierig zu bepreisen sind, besteht für auf dem Buchwert basierende Trigger die Gefahr einer nicht hinreichend zeitnahen Aktivierung.⁴⁾

Auch wenn dem noch jungen CoCo-Segment die erste ernsthafte Bewährungsprobe noch bevor-

steht, lässt sich doch bereits ein positives Zwischenfazit ziehen. CoCo-Anleihen stoßen zunehmend auf Akzeptanz bei den Investoren und können somit in Zeiten adverser Marktentwicklungen die Kapitalausstattung von Banken stärken. Die bisherigen Erfahrungen im Vereinigten Königreich und in der Schweiz legen nahe, dass der Umfang des tatsächlichen Beitrags zur Kapitalausstattung maßgeblich von regulatorischen Vorgaben abhängt. Wichtig dürfte in diesem Zusammenhang sein, dass die Investoren in CoCos – zumindest a priori – nicht selbst als systemisch relevant gelten. Denn sonst könnten CoCos wie ein Transmissionsriemen wirken und Risiken letztlich erneut an systemrelevante Intermediäre weitergereicht werden.

⁴ Zur Ausgestaltung und Bedeutung der Auslöskriterien sowie weiteren Informationen bezüglich CoCos vgl. auch: S. Avdjiev, A. Kartasheva und B. Bogdanova, Cocos: A Primer, BIS Quarterly Review, September 2013, S. 43–56.

sem Zeitraum um rund 13%, hauptsächlich durch den Verkauf von nicht zum Kerngeschäft gehörenden Geschäftsbereichen und die Verringerung des Engagements gegenüber europäischen Programmländern.

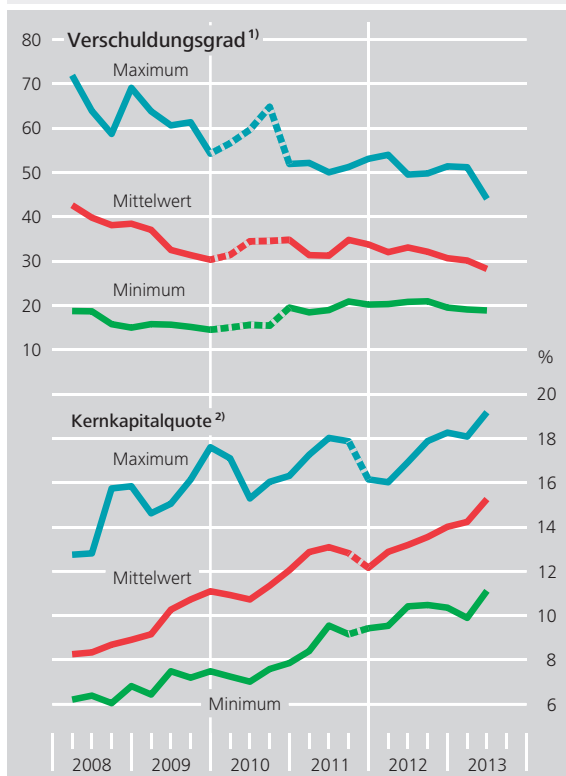
Veränderungen der risikogewichteten Aktiva hängen grundsätzlich auch von der Entwicklung der Ausfallwahrscheinlichkeiten der Forderungen ab. Zuletzt gab es gegenläufige, sich weitgehend kompensierende Effekte. Während im Unternehmensbereich die durchschnittliche Ausfallwahrscheinlichkeit aufgrund der robusten wirtschaftlichen Lage und des günstigen Ausblicks sank, stieg sie für die Forderungsklassen Staaten und Banken an.

Kernkapitalquote erhöht, Verschuldungsgrad verringert

Seit März 2008 verbessert sich die Risikotragfähigkeit der großen deutschen Banken. Dieser Trend hat sich im Laufe dieses Jahres fortgesetzt. So ist das Kernkapital der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken Mitte 2013 im Jahresvergleich von 13,2% auf 15,3% der risikogewichteten Aktiva gestiegen (siehe Schaubild 4.3). Mit den höheren Eigenkapitalquoten nehmen die Banken die regulatorischen Neuerungen nach Basel III vorweg. Dies ist in vielen Fällen auch eine Reaktion auf entsprechende Markterwartungen.

***Mit den höheren
Eigenkapitalquoten
nehmen die Banken
die regulatorischen
Neuerungen nach
Basel III vorweg.***

Verschuldungsgrad und Kernkapitalquote ausgewählter Banken^{*)} Schaubild 4.3



* Betrachtet werden 12 große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. **1** Bilanzsumme im Verhältnis zum Kernkapital; 2010 Übergangsperiode gemäß Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz. **2** Kernkapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva; ab Ende 2011 geänderte Bewertung der risikogewichteten Aktiva aufgrund der Eigenkapitalrichtlinie CRD III.

Deutsche Bundesbank

Die 12 großen, international tätigen deutschen Banken haben ihren Verschuldungsgrad – gemessen als Verhältnis der Bilanzsumme nach Handelsgesetzbuch zum Kernkapital – weiter reduziert. Er sank bis Mitte 2013 auf 28, ein Jahr zuvor lag er noch bei 33 (siehe Schaubild 4.3). Bei einigen Banken haben Auflagen der EU-Kommission dazu beigetragen, dass sich Bilanzsumme und Verschuldungsgrad verringert haben. Allerdings müssen einige Banken noch weiter deutlich Eigenkapital aufbauen und die Bilanzpositionen anpassen, um die Basel III-Vorgaben vollständig zu erfüllen.

Schaubild 4.4 führt die Anpassungen der Risikotragfähigkeit seit Anfang 2008 auf Änderungen der zugrunde liegenden Determinanten (Risikogehalt der Bilanz und Verschuldungsgrad) zurück. Eine Bewegung von oben nach unten kennzeichnet eine Reduktion des Verschuldungsgrades und eine Bewegung von rechts nach links eine Senkung des Risikogehalts. Der Verlauf der Anpassungen seit Ausbruch der Finanzkrise lässt sich in drei Phasen unterteilen. In der ersten Phase in den Jahren 2008 und 2009 haben die Banken ihr Kernkapital erhöht und ihre Bilanzsumme verringert, wobei deren Risikogehalt relativ konstant blieb. Danach sank in der zweiten Phase der Risikogehalt der Bilanz bei wenig verändertem Verschuldungsgrad. Seit der zweiten Jahreshälfte 2012 lässt sich eine dritte Phase identifizieren. Sie spiegelt einen Abbau des Verschuldungsgrades wider, der vorrangig durch die rückläufigen Bilanzsummen bei mehreren großen Banken zu erklären ist. Damit nehmen die Banken neben den höheren Kapitalquoten auch den geringeren Verschuldungsgrad gemäß Basel III zum großen Teil vorweg. Die schrittweise Einführung der neuen Eigenkapitalregeln bis zum 31. Dezember 2021 dient dazu, den Instituten ausreichend Zeit zur Deckung des restlichen Kapitalbedarfs zu geben. Dieser Prozess wird von der Aufsicht überwacht und eng begleitet.

Verschuldungsgrad und Risikogewichtung in der regulatorischen Diskussion

Regulierer und Öffentlichkeit diskutieren, ob und inwieweit sich das Eigenkapital auf alle Bilanzpositionen gleichmäßig oder auf die entsprechenden risikogewichteten Positionen beziehen soll. Im ersten Fall würde die Regulierung am Verschuldungsgrad anknüpfen, im zweiten Fall an der Kernkapitalquote (auf Basis der risikogewichteten Aktiva).

Befürworter eines risikobasierten Ansatzes verweisen auf die genauere Abbildung der Risiken in den einzelnen Bilanzpositionen. In einem risikobasierten Ansatz

wird beispielsweise ein hochbesicherter Immobilienkredit geringer gewichtet als eine riskante Verbriefungstranche. Die Banken haben auch deshalb einen Anreiz, hochriskante Anlagen zu vermeiden.

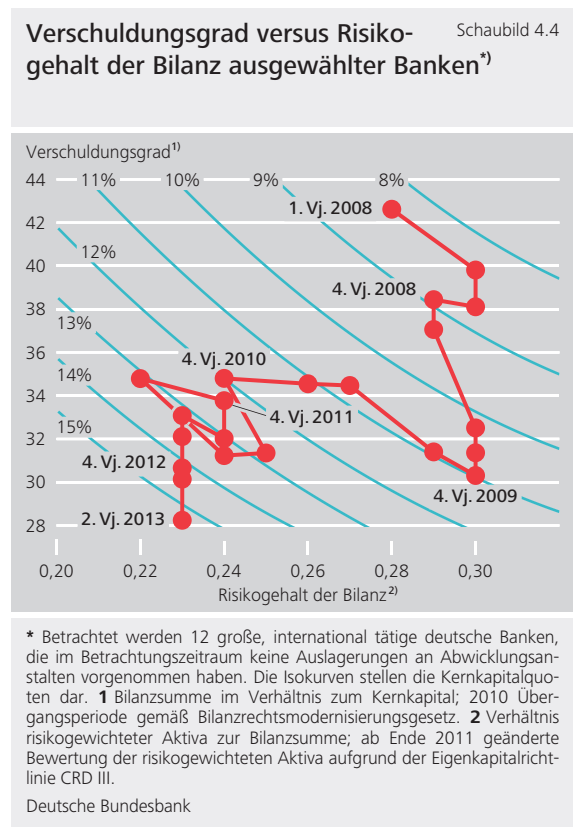
Kritiker des risikobasierten Ansatzes argumentieren, dass die verwendeten Risikogewichte in der Praxis im Bankenvergleich sehr unterschiedlich sind. Jeder durch Verluste verminderte Vermögenswert müsse letztlich durch Eigenkapital aufgefangen werden, und zwar unabhängig von seinem Risikogewicht.¹⁰⁾ Gelegentlich wird für eine einfache quantitative Regulierung plädiert, wie sie eine Höchstgrenze für den Verschuldungsgrad darstellt.¹¹⁾ Im Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision: BCBS) zeichnet sich ab, dass die Risikogewichtung stärker vereinheitlicht und somit zwischen den Instituten und Ländern besser vergleichbar wird.¹²⁾

Liquiditätslage weiterhin stabil

Die Höhe des Liquiditätspuffers – gemessen als Differenz von liquiden Aktiva und kurzfristigen Verbindlichkeiten – bewegt sich für die 12 großen, international tätigen deutschen Banken seit Mitte 2010 auf einem stabil hohen Niveau von 22% der liquiden Aktiva.¹³⁾ Damit antizipieren die Banken auch im Bereich der Liquidität neue regulatorische Vorgaben gemäß Basel III und tragen dem Wunsch der Investoren nach einem substanziellen Puffer Rechnung.

■ Stresstests decken Risiken auf

Stresstests sind ein probates Instrument, um Verwundbarkeiten im Bankensystem aufzudecken. Diesem Instrument kommt gegenwärtig eine besondere Bedeutung zu: Im Zuge der teilweisen Übertragung von Aufsichtskompetenzen auf die europäische Ebene sollen mögliche Altlasten bei den betroffenen Banken aufgedeckt und die Bankbilanzen vergleich-



barer gemacht werden. Daher wird die Europäische Zentralbank (EZB) vor dem Inkrafttreten der gemeinsamen Aufsicht eine umfassende Bewertung (Comprehensive Assessment) von 124 Bankengruppen vornehmen. Teil dieser Bewertung wird ein Stresstest der EZB sein, der in enger Kooperation mit der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) durchgeführt wird. Um glaubwürdig

Banken, Aufsichtsbehörden und Regierungen müssen für den Fall vorbereitet sein, dass bei dem Comprehensive Assessment der EZB ein Rekapitalisierungsbedarf festgestellt wird.

10 Vgl.: R. W. Fisher (2013) sowie A. Admati und M. Hellwig (2013).
 11 Vgl.: A. D. Haldane (2012).
 12 Vgl.: Basel Committee on Banking Supervision (2013a und 2013b).
 13 Unter liquiden Aktiva werden Zahlungsmittel gemäß Liquiditätsverordnung mit Restlaufzeiten bis zu einem Monat verstanden.

Makrostresstest: Unterstellte Entwicklung der Hauptmakrovariablen in Deutschland für ausgewählte Szenarien

Tabelle 4.1

in %

Position	2013	2014	2015
Basisszenario			
BIP-Wachstum (real) gegenüber Vorjahr	0,4	1,5	1,3
Kurzfristige Zinsen ¹⁾	0,2	0,3	0,3
Langfristige Zinsen ²⁾	1,5	1,8	1,7
Stressszenario			
BIP-Wachstum (real) gegenüber Vorjahr	0,1	- 5,1	- 1,0
Kurzfristige Zinsen	0,3	0,4	0,4
Langfristige Zinsen	1,5	1,9	1,8

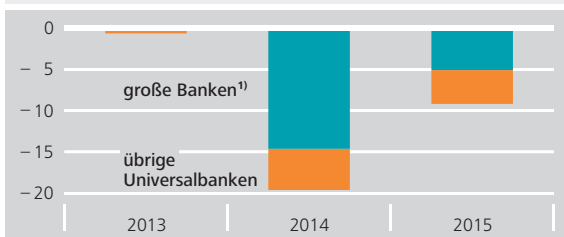
¹ Dreimonats-EURIBOR. ² Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit.

Deutsche Bundesbank

Makrostresstest: Operatives Ergebnis^{*)} deutscher Universalbanken im Stressszenario

Schaubild 4.5

Abweichungen vom Basisszenario in Mrd €



* Summe aus Zins-, Provisions-, Handels- und Bewertungsergebnis aus dem Kreditgeschäft sowie anderen Komponenten, die aber vom Stressszenario nicht berührt werden. ¹ 12 große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben.

Deutsche Bundesbank

Auch auf nationaler Ebene werden Stresstests durchgeführt. Eine schwere Rezession, wie sie in Deutschland im Zuge der Finanzkrise im Jahr 2009 auftrat, kann für die deutschen Banken eine große Herausforderung darstellen. Nachfolgend wird für den deutschen Bankensektor ein Stressszenario untersucht (siehe Tabelle 4.1), das den Zeithorizont von Juli 2013 bis Ende 2015 abdeckt. Zu Vergleichszwecken wird ein Basisszenario berechnet, das für die Jahre 2013 und 2014 die Prognosen der Bundesbank für die entsprechenden Makrovariablen zugrundelegt.¹⁴⁾ Die unterstellten Werte dieser Variablen in den beiden Szenarien können Tabelle 4.1 entnommen werden.¹⁵⁾

Untersucht wird, wie sich die operativen Erträge (nach Bewertung) der Banken im Stressszenario verändern (siehe Schaubild 4.5). Besonders relevant sind dabei die vier wichtigsten Ertragskomponenten: das Zinsergebnis, das Provisionsergebnis, das Handelsergebnis und die Wertberichtigungen im Kreditgeschäft.

Von dem simulierten konjunkturellen Einbruch sind besonders die 12 großen, international tätigen deutschen Banken betroffen. Eine Abweichung der operativen Erträge (nach Bewertung) von rund 15 Mrd € im Jahr 2014 und 5 Mrd € im Jahr 2015 gegenüber dem Basisszenario kommt einer erheblichen Schwämmerung gleich, besonders wenn man sie in Beziehung setzt zu dem operativen Ergebnis von 11 Mrd € im Jahr

Im Stressszenario ist bei den großen Banken die Entwicklung von Wertberichtigungen und Abschreibungen im Kreditgeschäft bestimmt.

zu sein, sollte das Comprehensive Assessment einschließlich des Stresstests streng ausgestaltet sein. Zugleich müssen Banken, Aufsichtsbehörden und Regierungen für den Fall vorbereitet sein, dass bei einigen Instituten ein Rekapitalisierungsbedarf festgestellt wird.

¹⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013a), S. 17 ff.

¹⁵ In der Tabelle 4.1 sind nur die Hauptvariablen der betrachteten Szenarien aufgeführt. Eine weitere Makrovariable aus dem Stresstest ist das Aktien-Emissionsvolumen, das die Provisionen beeinflusst. Für das Handelsergebnis wird im Stressszenario eine Entwicklung unterstellt, bei der 10% (im Jahr 2014) bzw. 25% (im Jahr 2015) der historischen Handelsergebnisse schlechter waren (siehe Kasten „Was sind Makrostresstests?“ auf S. 62).

2012. Unter der Annahme unveränderter Personal- und Verwaltungsaufwendungen hätten die 12 großen, international tätigen deutschen Banken im Stressszenario im Aggregat sogar ein negatives operatives Ergebnis nach Bewertung. Tabelle 4.2 zeigt, dass hier besonders die Wertberichtigungen und Abschreibungen im Kreditgeschäft sowie das Handelsergebnis (kumulierte Abweichungen über die drei Jahre von $-6\frac{1}{2}$ Mrd € beziehungsweise $-11\frac{1}{2}$ Mrd €) die Entwicklung bestimmen. Sparkassen und Kreditgenossenschaften sind in dieser Simulation von einem konjunkturellen Einbruch weniger betroffen, weil der Eigenhandel eine geringere Rolle spielt und die Wertberichtigungen unabhängiger von der Konjunktur sind.

Dass besonders das Bewertungsergebnis und das Handelsergebnis zu Verlusten führen können, zeigte sich in den Krisenjahren 2008 und 2009. Dagegen spielt die Abweichung beim Zinsergebnis für die 12 großen, international tätigen deutschen Banken kaum eine Rolle. Selbst bei Wahl eines deutlich ungünstigeren Szenarios für die Zinsentwicklung ist diese Ergebniskomponente kaum betroffen, weil diese Banken kaum Zinsänderungsrisiken eingehen (siehe Kasten „Was sind Makrostresstests?“ auf S. 62).

Marktrisiken uneinheitlich

Zur Unterlegung der Marktrisiken betragen die regulatorischen Eigenmittelanforderungen des deutschen Bankensystems Mitte 2013 10,7 Mrd € beziehungsweise 5,1% der gesamten Eigenmittelanforderungen. Die Bedeutung von Marktrisiken unterscheidet sich jedoch stark zwischen den Bankengruppen.

Bei den neun großen Banken, die interne Marktrisiko-Modelle verwenden, machten Marktrisiken Mitte 2013 immerhin 10,4% der gesamten Eigenmittelanforderungen aus. Als Lehre aus der

Makrostresstest: Ergebniskomponenten ausgewählter Banken im Stressszenario*

Tabelle 4.2

Abweichungen vom Basisszenario in Mrd €

Position	2013	2014	2015
Zinsergebnis	- 0,0	- 0,0	+ 0,0
Provisionsergebnis	- 0,0	- 1,7	- 0,5
Handelsergebnis ¹⁾	0,0	- 8,3	- 3,0
Bewertungsergebnis aus dem Kreditgeschäft	- 0,2	- 4,7	- 1,5

* Betrachtet werden 12 große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. ¹ Einschl. Ergebnis aus zum Fair Value klassifizierten finanziellen Vermögenswerten.

Deutsche Bundesbank

Finanzkrise mussten diese sogenannten „Modelle-Banken“ die Marktrisiken mit erheblich mehr Eigenkapital unterlegen. Für die kleineren Banken, die keine internen Marktrisiko-Modelle verwenden, haben Marktrisiken mit 2,0% der Eigenmittelanforderungen dagegen eine wesentlich geringere Bedeutung. Zum einen sind kleine Banken stärker im traditionellen Bankgeschäft verwurzelt, in dem das Kreditrisiko zentral ist. Zum anderen bleiben Zinsänderungsrisiken im Anlagebuch unberücksichtigt. Im Rahmen des aufsichtlichen Überprüfungsprozesses kann die Bankenaufsicht jedoch angemessene Kapitalzuschläge für die eingegangenen Zinsänderungsrisiken verlangen. Das Zinsänderungsrisiko ist für Sparkassen und Kreditgenossenschaften das wichtigste Marktrisiko, denn aus der Fristentransformation resultiert ein erheblicher Teil ihrer Erträge.

Für die großen Banken ist eine Ausweitung der Kreditspreads, also der Differenz zwischen Marktzins und risikolosem Zins, die wichtigste Gefahrenquelle unter den Marktrisiken.¹⁶⁾ In einem Stressszenario

¹⁶ Siehe auch den Abschnitt „Bei Zinswende: Bankengruppen mit unterschiedlichen Marktwertverlusten“ auf S. 46 f.

Was sind Makrostresstests?

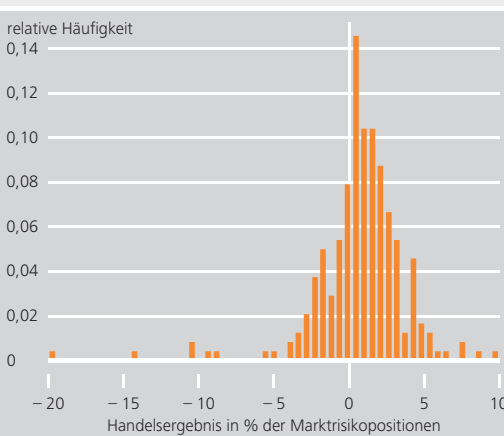
Makrostresstests der Banken dienen dazu, Verwundbarkeiten des Bankensektors gegenüber ungünstigen Entwicklungen der nationalen oder globalen Wirtschaft aufzuzeigen. In der Regel besteht ein Makrostresstest aus drei Schritten. Im ersten Schritt werden ein oder mehrere umfassende Szenarien ungünstiger, aber nicht unplausibler wirtschaftlicher Entwicklungen festgelegt. Umfassend bedeutet in diesem Zusammenhang, dass die Szenarien durch eine Reihe von makroökonomischen Größen beschrieben werden. Im hier dargestellten Makrostresstest sind die wichtigsten Größen der kurz- und der langfristige Zinssatz sowie das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (siehe Tabelle 4.1 auf S. 60). Zu Vergleichszwecken wird noch ein Basiszenario aufgestellt, das sich an der prognostizierten Wirtschaftsentwicklung orientiert.

Im zweiten Schritt wird untersucht, wie sich die Szenarien auf die Banken auswirken. Entweder führen die Banken die Simulationen selbst für ihr Haus durch – sogenannter Bottom-up-Ansatz wie zum Beispiel bei den Stresstests der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) – oder aber die Auswirkungen der Szenarien werden wie in dem vorliegenden Fall zentral für alle Banken berechnet – sogenannter Top-down-Ansatz. Dabei wird hier zwischen großen und kleinen Banken sowie jeweils vier zentralen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung unterschieden, nämlich dem Zinsergebnis, dem Provisionsergebnis, dem Handelsergebnis und den Wertberichtigungen im Kreditgeschäft.

Bei der Mehrzahl der Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung wird auf die Ergebnisse einer kombinierten Zeitreihen- und Querschnittsschätzung (Panelschätzung) zurückgegriffen, wobei die entsprechenden Ergebniskomponenten durch bankspezifische und makroökonomische Variablen erklärt werden. Eine Ausnahme bildet das Handelsergebnis. Da sich gezeigt hat, dass makroökonomische Variablen die Entwicklung des Handelsergebnisses nicht hinreichend erklären

Häufigkeitsverteilung des Handelsergebnisses ausgewählter Banken im Verhältnis zu den Marktrisikopositionen*)

Vierteljährliche Daten im Betrachtungszeitraum 2008 bis 2012¹⁾



Quelle: Unternehmensangaben und eigene Berechnungen. * Risikogewichtete Aktiva mit Marktrisiko. Marktrisikopositionen vor dem 4. Vj. 2011 wurden wegen eines Strukturbruchs (durch geänderte Bewertung aufgrund der Eigenkapitalrichtlinie CRD III) um den Faktor 2,03 korrigiert. ¹⁾ Betrachtet werden 12 große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben.

Deutsche Bundesbank

können, liefern Panelschätzungen in diesem Fall keine verlässlichen Ergebnisse. Für kleine Banken ist der Handelsüberschuss nur von untergeordneter Bedeutung, weshalb auf eine Modellierung verzichtet wird.

Für die großen Banken wird die historische Verteilung der Handelsergebnisse ermittelt. Das Stressszenario besteht dann darin, eine Realisation am unteren Ende der Verteilung anzunehmen, zum Beispiel ein Ereignis, bei dem nur 25% beziehungsweise 10% der Realisationen in der Vergangenheit schlechter waren (siehe Schaubild auf dieser Seite).

Im dritten Schritt werden die einzelnen Komponenten des operativen Ergebnisses der Banken in den einzelnen Szenarien verglichen und bewertet. Weitere Analysen können darüber hinaus die Auswirkungen auf die Kapitalausstattung der Banken einbeziehen.

Für die großen Banken ist eine Ausweitung der Kreditspreads, also der Differenz zwischen Marktzins und risikolosem Zins, die wichtigste Gefahrenquelle unter den Marktrisiken.

führt eine extreme Ausweitung der Kreditspreads¹⁷⁾ für 17 befragte Kreditbanken, Spezialbanken und Zentralinstitute zu Marktwertverlusten in Höhe von gut 15% der Eigenmittel.¹⁸⁾ Jedoch entstehen

88% der Verluste im Bankbuch und sind somit nicht erfolgswirksam, sofern die Spreadausweitung nur vorübergehend ist. Aktienkurs-, besonders aber Wechselkurs- und Volatilitätsrisiken spielen derzeit für die meisten Banken eine untergeordnete Rolle.

Kumulation sektoraler Kreditrisiken

Bei den Kreditrisiken treten einzelne Sektoren besonders hervor. Besonders hoch sind die Ausfallrisiken für deutsche Banken bei Schiffskrediten, Krediten für ausländische Gewerbeimmobilien und Verbriefungen. Verluste drohen vor allem, falls sich die Wirtschaft global und in größeren europäischen Ländern sowie den USA schwach entwickeln sollte.

Bei Schiffskrediten mit weiteren Wertberichtigungen zu rechnen

Die sieben bedeutendsten systemrelevanten deutschen Banken im Bereich der Schiffsfinanzierung haben ihre Forderungen in Höhe von 97 Mrd € Mitte 2012 auf 86 Mrd € Mitte 2013 reduziert. Von diesem Gesamtportfolio sind 23 Mrd € in einer öffentlichen Teilverlustgarantie eingeschlossen.¹⁹⁾ Der Bestand an Forderungen aus der Schiffsfinanzierung stellt in einigen Fällen dennoch einen sehr bedeutenden Teil des Gesamtportfolios der betroffenen Banken dar.²⁰⁾

Angesichts der ungelösten Probleme der Schifffahrtsbranche ist mit weiterem Abschreibungsbedarf zu rechnen. Die Branche leidet heute darunter, dass vor der Finanzkrise hohe Kapazitäten geschaffen und in Auftrag gegeben wurden, die in den letzten Jahren in vielen Teilsegmenten des Marktes nicht mehr vollständig ausgelastet werden konnten. Die Fracht- und Charraten sind auch wegen dieser Überkapazitäten gefallen und liegen nun auf einem Niveau, auf dem die laufenden Kosten in vielen Fällen nur teilweise gedeckt werden können. Mit einer Erholung der Branche wird nicht vor dem Jahr 2015 gerechnet.

Risiken aus Gewerbeimmobilienkrediten regional unterschiedlich

Die Forderungen aus ausländischen Gewerbeimmobilienkrediten der acht hier befragten großen, international tätigen deutschen Banken betragen Ende des ersten Quartals 2013 105 Mrd € und konnten seit Ende 2011 um 16 Mrd € verringert werden.²¹⁾ Von den Auslandsmärkten macht das Vereinigte Königreich mit 22% den größten Anteil am Bestand aus, gefolgt von den USA mit 21%, Frankreich mit 12%, Spanien, Italien und Portugal mit zusammen

¹⁷ Das Stressszenario sieht einen Anstieg der Kreditspreads in allen Ratingklassen vor (jeweils in Basispunkten: AAA: +30, AA: +50, A: +100, BBB: +200, BB: +500, B: +1 000, CCC oder geringer: +1 500).

¹⁸ Marktrisiko-Stresstest-Umfrage der Bundesbank zum Stichtag 31. März 2013. Die Angaben beruhen auf ungewichteten Durchschnittsnennungen über 17 befragte Banken. In der gewichteten Betrachtung ergeben sich mit 8% der Eigenmittel deutlich geringere Verluste. In der Gesamtsicht über alle 28 befragten Institute (einschl. Sparkassen und Kreditgenossenschaften) betragen die Marktwertverluste in der ungewichteten Betrachtung 13% der Eigenmittel.

¹⁹ Die öffentliche Teilverlustgarantie soll auch Verluste aus anderen Forderungsklassen abdecken. Die Ergebnisse stammen aus Auskunftersuchen der Bundesbank zu Engagements deutscher Banken in der Schiffsfinanzierung.

²⁰ Einige deutsche Banken beabsichtigen, sich aus der Schiffsfinanzierung zurückzuziehen.

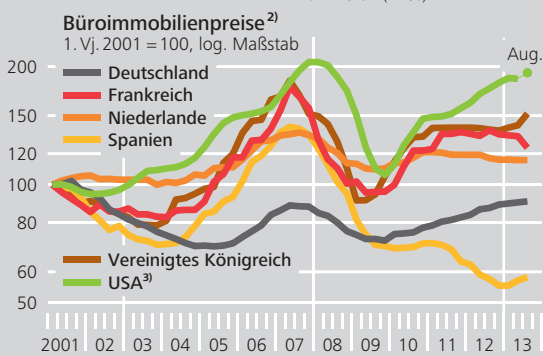
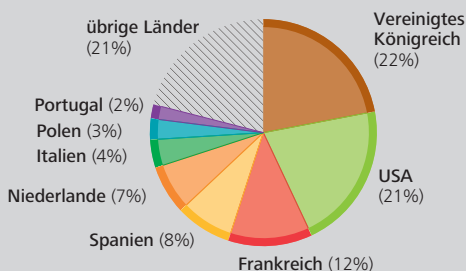
²¹ Die Ergebnisse stammen aus Auskunftersuchen der Bundesbank zu Engagements deutscher Banken in Gewerbeimmobilienkrediten.

**Indikatoren für
 Gewerbeimmobilien**

Schaubild 4.6

Regionale Aufteilung der Gewerbeimmobilienfinanzierungen ausgewählter deutscher Banken¹⁾ im Ausland

Stand: Ende März 2013, Gesamt: 105,3 Mrd €
 (nachrichtlich: Finanzierungshöhe im Inland: 149,8 Mrd €)



Quellen: Umfrage zu Gewerbeimmobilienfinanzierungen, Jones Lang LaSalle, Moody's/Real Capital Analytics und eigene Berechnungen.
1 Acht große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. **2** Die Kapitalwertindizes von Jones Lang LaSalle geben die Entwicklung im Premium-Segment, d. h. von Immobilien an Hauptstandorten in bester Lage mit bestimmten Ausstattungsmerkmalen, wieder. **3** Moody's/RCA Commercial Property Price Index (CPPI) für Büros in zentralen Geschäftslagen.

Deutsche Bundesbank

14% und den Niederlanden mit 7% (siehe Schaubild 4.6).²²⁾

Am deutschen Markt für Gewerbeimmobilien bestehen derzeit keine erhöhten Ausfallrisiken,²³⁾ und in den USA haben sich die Risiken infolge der konjunkturellen Erholung tendenziell vermindert. Dagegen dürften sich im Vereinigten Königreich, in den Niederlanden und den von der europäischen Schuldenkrise betroffenen Ländern die während der Krise gefallenen Gewerbeimmobilienpreise unter anderem aufgrund der gedämpften Wachstumsaussichten in näherer Zukunft kaum erholen. Daher könn-

ten deutschen Banken aus Krediten für europäische Gewerbeimmobilien Belastungen entstehen. So wäre es möglich, dass die Refinanzierung bei einem Teil der in den nächsten Jahren fälligen Kredite einschließlich der verbrieften Gewerbeimmobilienkredite (Commercial Mortgage Backed Securities: CMBS) aus den Boomjahren der Vorkrisenzeit scheitert, weil der Wert der Sicherheiten mit den Preisen entsprechend gesunken ist und Banken zudem ihre Kreditvergabestandards angehoben haben. Verschärft wird das Refinanzierungsproblem durch den hohen Anteil der Kredite, die in den nächsten Jahren erneuert werden müssen. Zudem sind die Verbriefungsmärkte gegenwärtig wenig aufnahmefähig.

Aus Krediten für europäische Gewerbeimmobilien könnten deutschen Banken Belastungen entstehen.

Verbriefungen weiter abgebaut

Ihre Bestände an Verbriefungen haben die 12 großen, international tätigen deutschen Banken weiter abgebaut. Für diese Gruppe von Instituten sank der Buchwert von Mitte 2012 bis Mitte 2013 um 21 Mrd € auf 94 Mrd €, vor allem aufgrund von Fälligkeiten, Rückzahlungen, Tilgungen und Amortisierungen sowie Nettoverkäufen.²⁴⁾ Wertanpassungen dagegen wirkten sich in diesem Zeitraum nur noch in relativ geringem Maße auf den Buchwert aus. Dies war in früheren Phasen der Finanzkrise anders,

²² Auf Deutschland entfallen mit 150 Mrd € 58% der betrachteten Gewerbeimmobilienfinanzierungen in Höhe von insgesamt 255 Mrd €.

²³ Die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien in Deutschland profitiert von einer vergleichsweise positiven konjunkturellen Entwicklung. In manchen Segmenten konnten Preisrückgänge wieder aufgeholt werden.

²⁴ Die Ergebnisse stammen aus einem regelmäßigen Auskunftsersuchen der Bundesbank zu den Engagements deutscher Banken in Collateralised Debt Obligations und weiteren strukturierten Verbriefungen.

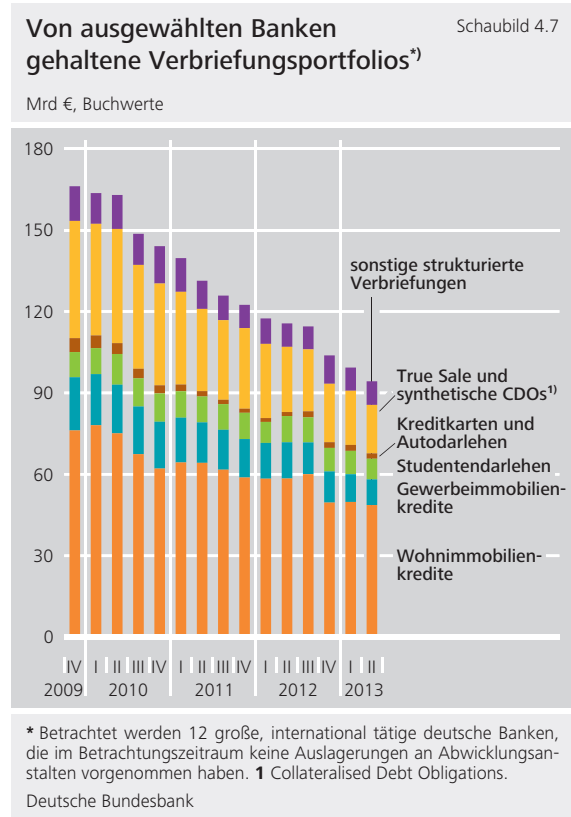
als die Abschreibungen auf die Verbriefungen sehr hoch ausfielen.

Der größte Anteil an diesen Beständen entfällt mit 52% auf verbriefte Wohnimmobilienkredite (Residential Mortgage Backed Securities: RMBS), gefolgt von forderungsbesicherten Schuldverschreibungen (Collateralised Debt Obligations: CDOs) mit 19%, CMBS mit 10% und verbrieften Studentenkrediten mit gut 8% (siehe Schaubild 4.7).

Die Anzeichen für eine allmähliche Erholung des Verbriefungsmarktes sind in den USA bislang ausgeprägter als in Europa. In den USA sind die Emissionsvolumina etwas stärker gestiegen, und die bessere konjunkturelle Entwicklung wirkt unterstützend. Belastend wirken dagegen in Europa, vor allem in den von der Schuldenkrise betroffenen Ländern, das schwache Wachstum und die geringe Bonität der Banken.

Die 12 großen, international tätigen deutschen Banken haben Problemaktiva in den Risikosektoren Schiffskredite, Kredite für ausländische Gewerbeimmobilien und Verbriefungen im letzten Jahr weiter abgebaut. Dennoch beliefen sich ihre Forderungen aus diesen Sektoren unter Berücksichtigung der öffentlichen Teilverlustgarantie im Bereich Schiffsfinanzierungen Ende des ersten Quartals 2013 immer noch auf 5,4% der Bilanzsumme. Darunter weisen einzelne Banken eine deutlich ungünstigere Relation auf.

Zu einem weiteren Risikosektor für deutsche Banken könnten sich Kredite an amerikanische Kommunen entwickeln, falls sich deren finanzielle Lage weiter verschlechtern sollte. Der Kreditbestand der 12 großen, international tätigen deutschen Banken hat mit 21 Mrd € am Ende des ersten Quartals 2013 aber einen geringeren Umfang als in den oben genannten Problembereichen.



Jedes dieser sektoralen Risiken erscheint für sich genommen aus Finanzstabilitätssicht beherrschbar. Sollten sich aber zwei oder mehrere dieser Risiken zugleich materialisieren, könnte die Finanzstabilität durchaus beeinträchtigt werden.

Einzelnen Unternehmen drohen Liquiditätsengpässe und Kosten, wenn sie nicht rechtzeitig ihre Zahlungsprozesse für den neuen einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum anpassen. Ein systemisches Risiko für die Finanzstabilität kann aus heutiger Sicht ausgeschlossen werden. (siehe Kasten „SEPA-Umstellung: operationelle, aber keine systemischen Risiken“ auf S. 66)

SEPA-Umstellung: operationelle, aber keine systemischen Risiken

Auf dem Weg zu einem einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum (Single Euro Payments Area: SEPA) dürfen Kreditinstitute ab dem 1. Februar 2014 gemäß der SEPA-Verordnung¹⁾ inländische und europaweite Überweisungen und Lastschriften in Euro nur noch im SEPA-Format annehmen und ausführen. Die Abkehr von den altbekannten nationalen Verfahren und der enge verbleibende Zeitkorridor bringen für Zahlungsdienstleister und ihre institutionellen Kunden nicht zu unterschätzende Herausforderungen mit sich. Für Unternehmen, öffentliche Kassen und Vereine ist die Anpassung ihrer Zahlungsprozesse mit einigem Aufwand verbunden. Dies gilt insbesondere für die Umstellung auf die SEPA-Lastschrift.

Ein Blick auf die aktuellen Nutzungsquoten der SEPA-Verfahren ist besorgniserregend: Im dritten Quartal 2013 lag der Anteil der SEPA-Überweisungen in Deutschland bei 13,9% und der Anteil der SEPA-Lastschriften bei 0,7%. Zahlreiche Unternehmen haben ihre SEPA-Migration für das vierte Quartal 2013 geplant. In Deutschland müssen arbeitstäglich rund 25 Millionen Überweisungen im Wert

von 227 Mrd € und gut 35 Millionen Lastschriften im Wert von 52 Mrd € umgestellt werden.

Die anstehende Umstellung muss damit unter hohem Zeitdruck erfolgen und ist daher mit erhöhten operationellen Risiken verbunden. Wenn Unternehmen nicht rechtzeitig SEPA-fähig sind, drohen ihnen oder ihren Geschäftspartnern einzelwirtschaftliche Liquiditätsengpässe und Kosten durch falsch oder verspätet abgewickelte Zahlungen.

Aufgrund des fortgeschrittenen Vorbereitungsstandes der Finanzindustrie und insbesondere auch der großen Nutzer sowie der möglichen Konvertierung von Zahlungsformaten wird es nicht zu Liquiditätsengpässen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene kommen. Ein systemisches Risiko für die Finanzstabilität kann deshalb aus heutiger Sicht ausgeschlossen werden.

¹ EU-Verordnung Nr. 260/2012 zur Festlegung der technischen Vorschriften und der Geschäftsanforderungen für Überweisungen und Lastschriften in Euro.

Wohnimmobilienmarkt weiter dynamisch

Kredite zur Wohnimmobilienfinanzierung haben eine hohe Bedeutung für die Finanzstabilität und bedürfen daher einer besonderen Aufmerksamkeit.²⁵⁾ Die kräftige Aufwärtsbewegung der Preise

Am deutschen Wohnimmobilienmarkt besteht das Risiko einer Spirale aus steigenden Preisen und einer nicht nachhaltigen Kreditvergabe.

für deutsche Wohnimmobilien hat sich im Jahr 2012 fortgesetzt. Die Preise für Eigentumswohnungen und Reihenhäuser sind in Deutschland insgesamt um 3,9% gestiegen, in 125 deutschen Städten um 5,5%. In den sieben größten Städten kam es zu einem Preisanstieg für Eigentumswohnungen um 8,6%.²⁶⁾ Auf Basis der ersten drei Quartale zeichnet sich für das Jahr 2013

ein ähnlicher Preisanstieg von rund 9% in den sieben Großstädten ab.²⁷⁾ Neben den besonders starken Preissteigerungen in den größten Städten war im Jahr 2012 zudem eine räumliche Ausbreitung des Preisanstiegs zu beobachten.²⁸⁾ Ökonometrisch gestützte Ansätze auf Basis regionaler Angaben bestätigen das Bild, dass sich die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland insgesamt nicht wesentlich von ihrem fundamental gerechtfertigten

²⁵ Das erhebliche Auswirkungspotenzial auf die Kreditinstitute ergibt sich nicht zuletzt aus dem Umfang der immobilienmarktbezogenen Verschuldung in Deutschland.

²⁶ Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben der Bulwien-Gesa AG. Bei den sieben Großstädten handelt es sich um Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart.

²⁷ Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben der Bulwien-Gesa AG. Die unterjährigen Daten zur Preisentwicklung auf Immobilienmärkten unterliegen generell stärkeren Schwankungen und sind deswegen mit hoher Unsicherheit behaftet.

²⁸ Für eine ausführliche Analyse der Preissteigerungen bei Wohnimmobilien seit 2010 vgl. auch: Deutsche Bundesbank (2013b), S. 13 ff.

Niveau entfernt haben. In einzelnen Großstädten dürfte Schätzungen zufolge inzwischen jedoch eine Überbewertung von bis zu 20% vorliegen.²⁹⁾ Aus Finanzstabilitätssicht besteht das Risiko, dass eine Spirale aus steigenden Preisen am deutschen Wohnimmobilienmarkt und einer nicht nachhaltigen Kreditvergabe der Banken in Gang kommt.

Niedrigzinsumfeld begünstigt Aufbau makrofinanzieller Risiken

Insbesondere das derzeitige Umfeld von Niedrigzinsen und Unsicherheit an den Kapitalmärkten sowie die damit verbundene Flucht in Sachwerte bergen die Gefahr des Aufbaus von Finanzstabilitätsrisiken und Fehlallokationen, die den Immobilienmarkt und die Gesamtwirtschaft in Deutschland in der Zukunft belasten könnten. Die in den vergangenen drei Jahren um rund 2 Prozentpunkte gesunkenen Zinsen für Wohnimmobilienkredite können einen Teil der Preissteigerungen erklären. Denn bei gleichen monatlichen Belastungen kann wegen der gesunkenen Finanzierungskosten ein deutlich höherer Kreditbetrag aufgenommen werden. Bei einer Finanzierung über 20 Jahre mit einem Fremdfinanzierungsanteil von 80% erlauben die geringeren Finanzierungskosten rein rechnerisch einen um 15% höheren Kaufpreis.³⁰⁾ Ein Finanzstabilitätsrisiko ergibt sich in diesem Fall vor allem aus dem Anschlussfinanzierungsrisiko, wenn während der Zinsbindung nicht vollständig getilgt wird.

Der Anstieg der Immobilienpreise wird zudem vom Arbeitsmarkt gestützt, der sich seit einiger Zeit in robuster Verfassung befindet. Auch die Einkommensperspektiven der privaten Haushalte haben sich spürbar verbessert. Allerdings besteht die Gefahr, dass Kreditnehmer die gegenwärtigen Preisanstiege als nachhaltigen Trend fortschreiben und davon ausgehen, dass die Preise nun auf längere Sicht stark steigen werden. Insbesondere könnten Marktteilnehmer ihre Nachfrage nach Immobilien

zusätzlich ausweiten, wenn sie annehmen, dass Wohneigentum in einigen Jahren für sie nicht mehr erschwinglich sein wird.³¹⁾ Derartig überschießende Erwartungen würden den Preisanstieg noch weiter antreiben. Sowohl Käufer als auch finanzierende Banken sollten die verschiedenen mittel- bis langfristig möglichen Risikoszenarien bei ihren Kauf- beziehungsweise Kreditentscheidungen berücksichtigen. Gerade angesichts möglicher Überbewertungen in einzelnen Regionen sollte auf einen ausreichenden Eigenkapitalanteil bei der Finanzierung geachtet werden. Aus Sicht der Finanzstabilität kommt der konservativen Ausgestaltung der Kreditvergabe eine große Bedeutung für die Nachhaltigkeit der Immobilienfinanzierung zu. Ein stark prozyklisches Verhalten des Bankensektors hinsichtlich Immobilienmarktpreisen kann hingegen Fehlentwicklungen befördern. Der aktuelle Aufschwung am deutschen Wohnimmobilienmarkt darf daher nicht zu einer Ausweitung der Immobilienkreditvergabe bei gleichzeitiger Lockerung der Kreditvergabestandards und unzureichender Risikoversorgung führen. Dass es zu einer solchen Entwicklung kommen kann, hat sich in anderen Ländern gezeigt. So haben Studien für das Vereinigte Königreich und die USA deutlich gemacht, dass Banken in boomenden Immobilienmärkten ihr Kreditvergabeverhalten ändern.³²⁾ Für diese Länder konnte ein Zusammenhang zwischen steigenden Immobilienpreisen und

Der konservativen Ausgestaltung der Kreditvergabe kommt große Bedeutung für die Nachhaltigkeit der Immobilienfinanzierung zu.

²⁹ Nach eigenen Schätzungen dürften insbesondere Wohnungen in Großstädten gemessen an den längerfristigen demographischen und ökonomischen Einflussfaktoren überbewertet sein. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013b), S. 24.

³⁰ Die Berechnungen wurden für ein Annuitätendarlehen mit jährlichen Ratenzahlungen unter der Annahme vollständiger Tilgung während der Laufzeit vorgenommen.

³¹ Vgl.: J. Montalvo und J. Vilchez (2012).

³² Vgl.: C. Crowe, P. Rabanal, D. Igan und G. Dell’Ariccia (2011), G. Dell’Ariccia, D. Igan und L. Laeven (2012), G. Jiménez, V. Salas und J. Saurina (2006), C. Hott (2011), W. Goetzmann, L. Peng und J. Yen (2012) sowie Financial Services Authority (2011).

Risiken aus der Verschuldung deutscher Haushalte mit Immobilienkrediten

Aus Finanzstabilitätssicht ist zu prüfen, ob die Verschuldung der privaten Haushalte und die damit verbundenen Kreditrisiken für Banken in Deutschland tragbar sind. Um diese Risiken abschätzen zu können, sind drei Fragen zu beantworten: Wie viele Schuldner sind verwundbar, werden also mit hoher Wahrscheinlichkeit zahlungsunfähig? Wie groß ist das Volumen der Kreditforderungen gegenüber verwundbaren Schuldnern? Wie hoch sind die Verluste der Banken, wenn es zu Kreditausfällen bei den verwundbaren Schuldnern kommt? Diese Fragen werden auf Basis der Haushaltsdaten untersucht, die von der Bundesbank im Zeitraum von September 2010 bis Juli 2011 erhoben wurden.¹⁾ Da es sich um eine repräsentative Erhebung handelt, lassen sich die Ergebnisse auf ganz Deutschland hochrechnen.

In der vorliegenden Auswertung liegt das Augenmerk auf den Haushalten mit Immobilienkrediten. Diese machen rund 22% aller deutschen Haushalte aus. Um die verwundbaren Schuldner zu bestimmen, werden zwei alternative Ansätze angewandt. Nach dem ersten Ansatz gilt ein Schuldner als verwundbar, wenn er für den Kapitaldienst aller Kredite mehr als 40% seines monatlichen Bruttoeinkommens aufwenden muss.²⁾ Demnach sind etwa 9% der Haushalte mit Immobilienkrediten verwundbar. Die Summe der ausstehenden Kreditschulden dieser Haushalte beträgt (hochgerechnet) ungefähr 20% der Kredite aller privaten Haushalte mit Immobilienkrediten. Nach dem zweiten Ansatz liegt eine Verwundbarkeit dann vor, wenn den Schuldnern nach Abzug der Aufwendungen für den Kapitaldienst aller Kredite vom monatlichen Nettoeinkommen weniger als die gesetzliche Pfändungsfreigrenze zur Verfügung steht.³⁾ Laut dieser Definition ist nur knapp 1% der Haushalte

mit Immobilienkrediten verwundbar. Die Summe der ausstehenden Kreditschulden dieser Haushalte beläuft sich auf (hochgerechnet) rund 6% der Kredite aller privaten Haushalte mit Immobilienkrediten.

Im Folgenden wird die Höhe der potenziellen Verluste der Kreditinstitute im Geschäft mit Privatpersonen für ein pessimistisches Szenario geschätzt, in dem alle Gläubiger verwundbarer Schuldner Ausfälle auf ihre Kredite erleiden. Dabei werden drei Annahmen getroffen: Erstens, alle verwundbaren Haushalte können den Kapitaldienst nicht mehr erbringen. Zweitens, der Wert der Immobilien und des Finanzvermögens bleibt unverändert. Drittens, die Banken haben volles Rückgriffsrecht

¹ Im Rahmen der Studie „Die wirtschaftliche Lage privater Haushalte“ wurden 3 565 private Haushalte in Deutschland befragt. Für weiterführende Informationen sowie erste Ergebnisse siehe <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Bundesbank/Forschungszentrum/Haushaltsstudie/haushaltsstudie.html>.

² Diese Definition wird häufig in den Studien zur Schuldentragfähigkeit privater Haushalte verwendet. Vgl. auch: S. Costa und L. Farinha, Households' Indebtedness: A Microeconomic Analysis Based on the Results of the Households' Financial and Consumption Survey, Banco de Portugal, Financial Stability Report, Mai 2012 sowie J. Bricker, B. Bucks, A. Kennickell, T. Mach und K. Moore, Surveying the Aftermath of the Storm, Changes in Family Finances from 2007 to 2009, Federal Reserve Board Working Paper 2011-07, März 2011 und R. Djoudad, A Framework for Assessing Household Indebtedness Using Microdata, Bank of Canada, Juli 2010.

³ In internationalen Studien wird bei diesem Ansatz die Liquiditätsmarge verwendet. Vgl. hierzu: N. Albacete und P. Fessler, Stress Testing Austrian Households, OeNB Financial Stability Report 19, Juni 2010 sowie N. Sugawara und J. Zalduendo, Stress-Testing Croatian Households with Debt – Implications for Financial Stability, World Bank Policy Research Working Paper 5906, Dezember 2011. Für Deutschland stellt die Pfändungsfreigrenze eine geeignete Vergleichsgröße für die Liquiditätsmarge dar. Im Vergleich zum ersten Ansatz steht den Haushalten ein größerer Puffer bis zur Verwundbarkeitsgrenze zur Verfügung. Der erste Ansatz ist somit in seinen Annahmen strenger und wäre folglich aus regulatorischer Sicht der vorsichtigeren der beiden Ansätze.

auf das Vermögen der Schuldner. Die erwarteten Verluste werden als Differenz zwischen dem ausstehenden Kreditvolumen und dem Gesamtvermögen der verwundbaren Kreditnehmer errechnet. Dabei beläuft sich die Höhe der geschätzten Verluste nach der ersten Definition der Verwundbarkeit hochgerechnet auf 1,09% der Forderungen gegenüber Privatpersonen (das entspricht etwa 15 Mrd €). Nach der zweiten Definition der Verwundbarkeit liegen die potenziellen Verluste bei 0,17% dieser Forderungen (gut 2 Mrd €). Somit dürften die geschätzten Verluste für sich genommen angesichts der aktuellen Kapitalausstattung deutscher Banken tragbar sein.

Insgesamt lässt die Analyse den Schluss zu, dass die Kreditrisiken im Geschäft deutscher Banken mit privaten Haushalten, die Immobilienkredite aufgenommen haben, beherrschbar sind. Zum einen weisen die meisten Schuldner eine robuste

Schuldentragfähigkeit auf. Zum anderen haben die verwundbaren Haushalte annahmegemäß ein in Relation zu den Schulden hohes Vermögen. Dies begrenzt die potenziellen Verluste bei Kreditausfällen.

Allerdings basieren die zugrunde liegenden Berechnungen auf Daten aus den Jahren 2010 und 2011. Die jüngsten Preisentwicklungen auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt sind somit nicht berücksichtigt. Es ist nicht auszuschließen, dass die steigenden Immobilienpreise zu einer höheren Verschuldung und somit zu einer sinkenden Schuldentragfähigkeit führen. Es könnte folglich inzwischen mehr verwundbare Schuldner geben. Auch könnten die potenziellen Verluste höher ausfallen, weil sich mit steigenden Immobilienpreisen die Wahrscheinlichkeit von Preiskorrekturen erhöht, die sich wiederum negativ auf den Wert der Sicherheiten auswirken würden.

einem höheren Verhältnis zwischen ausgereicherter Kreditsumme und Marktwert der Immobilie (Loan-to-Value: LTV) beziehungsweise des Verhältnisses aus Kreditsumme und Einkommen (Loan-to-Income: LTI) nachgewiesen werden. Reagiert die Immobilienkreditvergabe prozyklisch, können sich Preissteigerungen und wachsende Verschuldung gegenseitig verstärken.

Anstieg bei Wohnungsbaukrediten

Die deutschen Banken registrieren seit dem Frühjahr 2010 eine steigende Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten seitens privater Haushalte.³³ Dies spiegelt sich auch in einem stetig steigenden Kreditvolumen wider. Mit einer Jahresrate von 2,2% im dritten Quartal 2013 ist das damit verbundene Kreditwachstum jedoch weiterhin moderat, insbesondere vor dem Hintergrund der vergleichsweise

robusten wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland. Die Aussagekraft aggregierter Daten über das Kreditwachstum ist jedoch mit Blick auf einen möglichen Aufbau regionaler Risiken eingeschränkt. Vorläufige Analysen deuten darauf hin, dass das Kreditwachstum in den Regionen mit besonders hohen Preissteigerungen überdurchschnittlich ist. Für einzelne Großstädte zeigt sich in Umfragen zudem, dass Immobilienfinanzierungen mit hohem Fremdkapitaleinsatz durchaus nicht unüblich sind. Bundesweit lässt sich bei den Kreditvergabestandards laut Bank Lending Survey jedoch weiterhin keine Lockerung erkennen. Die Banken haben zudem angekündigt, diese Standards sogar eher noch zu verschärfen.

³³ Im Rahmen der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) des Eurosystems in Deutschland erhobene Daten, Stand: Oktober 2013. Die aggregierten Umfrageergebnisse für Deutschland finden sich im Einzelnen unter: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Kerngeschaeftsfelder/Geldpolitik/volkswirtschaft_bank_lending_survey.html.

Analysen der Bundesbank auf Basis von Haushaltsdaten aus den Jahren 2010 und 2011 zeigen, dass der größte Teil der deutschen Immobilienkreditnehmer über eine gute Schuldentragfähigkeit verfügt (siehe Kasten „Risiken aus der Verschuldung deutscher Haushalte mit Immobilienkrediten“ auf S. 68f.). Die gute Schuldentragfähigkeit und eine grundsätzlich konservative Kreditvergabe politik führen dazu, dass die potenziellen Verluste aus Wohnimmobilienkrediten für die deutschen Banken als beherrschbar eingeordnet werden können. Die Daten lassen jedoch keine Rückschlüsse darauf zu, wie sich die jüngsten starken Preissteigerungen im Einzelnen ausgewirkt haben. Zum einen könnte die Preisdynamik zu überhöhten Kreditaufnahmen geführt und dadurch die Schuldentragfähigkeit der Kreditnehmer in den besonders betroffenen Regionen belastet haben. Zum anderen könnte das historisch niedrige Zinsniveau auch die Immobilienkreditaufnahme von Haushalten mit geringem Einkommen und erhöhten Erwerbsrisiken verstärkt haben.

Insgesamt zeigen die verfügbaren Daten zu Wohnungsbaukrediten und Preisen für Wohnimmobilien

Insgesamt zeigt sich zurzeit weiterhin keine destabilisierende Dynamik am deutschen Wohnimmobilienmarkt.

auf bundesweiter Ebene zurzeit weiterhin keine destabilisierende Dynamik. Insbesondere die Entwicklung der Kreditvergabe in Regionen mit starken Preissteigerungen und

mögliche Effekte auf das gesamte Finanzsystem müssen jedoch weiter sorgfältig beobachtet werden.

■ Quellenverzeichnis

Admati, A. und M. Hellwig (2013), The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and

What to Do about It, Princeton University Press, Februar 2013.

Basel Committee on Banking Supervision (2013a), Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP), Analysis of Risk-Weighted Assets for Credit Risk in the Banking Book, Juli 2013.

Basel Committee on Banking Supervision (2013b), The Regulatory Framework: Balancing Risk Sensitivity, Simplicity and Comparability, Juli 2013.

Cohen, B. H. (2013), How Have Banks Adjusted to Higher Capital Requirements?, BIS Quarterly Review, S. 25–41, September 2013.

Crowe, C., P. Rabanal, D. Igan und G. Dell'Ariccia (2011), How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences, IMF Working Paper No 11/91, April 2011.

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

Deutsche Bundesbank (2012), Monatsbericht, September 2012.

Deutsche Bundesbank (2013a), Monatsbericht, Juni 2013.

Deutsche Bundesbank (2013b), Monatsbericht, Oktober 2013.

Dombret, A. (2012), Geschäftsmodelle und Bankenstruktur aus Sicht der Finanzstabilität, Vortrag anlässlich des 16. Banken-Symposiums des European Center for Financial Services „Profil und Profitabilität – Geschäftsmodelle der Banken im Umbruch“, September 2012.

Entrop, O., C. Memmel, B. Ruprecht und M. Wilkens (2012), Determinants of Bank Interest Margins, Impact of Maturity Transformation, Deutsche Bundesbank Discussion Paper No 17/2012, Juli 2012.

European Central Bank (2000), EU Banks' Income Structure, April 2000.

Financial Services Authority (2011), Mortgage Market Review: Proposed Package of Reforms, Consultation Paper CP11/31, Dezember 2011.

Fisher, R. W. (2013), Correcting 'Dodd-Frank' to Actually End 'Too Big to Fail', Statement before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Hearing on "Examining How the Dodd-Frank Act Could Result in More Taxpayer-Funded Bailouts", Juni 2013.

Goetzmann, W., L. Peng und J. Yen (2012), The Subprime Crisis and House Price Appreciation, Journal of Real Estate Finance and Economics Vol 44 Issue 1-2, S. 36-66, Januar 2012.

Haldane, A. D. (2012), The Dog and the Frisbee, Speech Given at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 36th Economic Policy Symposium "The Changing Policy Landscape", Jackson Hole, Wyoming, August 2012.

Hott, C. (2011), Lending Behavior and Real Estate Prices, Journal of Banking & Finance Vol 35 Issue 9, S. 2429-2442, September 2011.

Jiménez, G., V. Salas und J. Saurina (2006), Determinants of Collateral, Journal of Financial Economics Vol 81 Issue 2, S. 255-281, August 2006.

Montalvo, J. und J. Vilchez (2012), What is the Right Price of Spanish Residential Real Estate?, Spanish Economic and Financial Outlook Vol 1 No 3, September 2012.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2008), Das deutsche Finanzsystem: Effizienz steigern – Stabilität erhöhen, Juni 2008.

Versicherer zwischen niedrigen Zinsen und erhöhten Eigenkapitalanforderungen

Das Niedrigzinsumfeld birgt ein beachtliches Gefährdungspotenzial für die Solvabilität von Lebensversicherern. In einem Stressszenario mit einem lang anhaltenden Niedrigzinsumfeld würde bis zum Jahr 2023 mehr als ein Drittel der deutschen Lebensversicherer die regulatorischen Eigenmittelanforderungen nach den bislang gültigen Solvabilitätsvorschriften (Solvency I) nicht mehr erfüllen können. Der an den Beitragseinnahmen gemessene Anteil dieser Gruppe beläuft sich auf 43%. Dieses Ergebnis ist vor allem auf die hohen Zinsgarantien zurückzuführen. Zudem führt die gesetzlich vorgeschriebene, aber ökonomisch nicht adäquate Beteiligung der Versicherten an den Bewertungsreserven, die bei den aktuell niedrigen Zinsen in erheblichem Umfang entstehen, zu einem Anstieg der Auszahlungsbeträge. Daher sollte ein solider und nachhaltiger regulatorischer Rahmen für die Beteiligung der Versicherungsnehmer an den Bewertungsreserven angestrebt werden.

Darüber hinaus sind die Versicherungsunternehmen von Solvency II herausgefordert. Solvency II legt die Risiken aus langfristigen Verbindlichkeiten offen, indem die Vermögenspositionen und Verpflichtungen marktkonsistent, risikoadäquat und transparent zu bewerten sind. Das von der EU-Kommission vorgeschlagene Maßnahmenpaket, das Probleme aus dem Übergang zu Solvency II abmildern soll, wird derzeit noch geprüft.

Aufgrund ihrer Bedeutung im Finanzsystem stellt sich auch für Versicherer die Frage nach der systemischen Relevanz. Hierbei spielt die enge Verflechtung mit dem Bankensektor eine wichtige Rolle. Der Finanzstabilitätsrat hat im Juli 2013 eine erste Liste global systemrelevanter Versicherer veröffentlicht. Die Methodik zur Identifikation systemrelevanter Versicherer sollte für eine Weiterentwicklung offen sein.

Niedrigzinsumfeld schwächt Solvabilität der Lebensversicherer

Für die Stabilität des Versicherungssektors sind insbesondere die Risiken aus der Lebensversicherungssparte von Bedeutung. Die Relevanz der Lebensversicherer in Deutschland zeigt sich daran, dass rund 48% der Erstversicherungsprämien und rund 62% der gesamten Kapitalanlagen der Erstversicherer auf Lebensversicherungsunternehmen entfallen.¹⁾

Für Lebensversicherungsunternehmen ist insbesondere das Zinsrisiko relevant. Es besteht darin, dass die Erträge aus den Kapitalanlagen bei ungünstiger Marktentwicklung eventuell nicht ausreichen, um die den Kunden zugesagten Garantieleistungen und darüber hinausgehende Überschusszahlungen zu erbringen. Dies ist besonders bei der Neuanlage in einem dauerhaften Niedrigzinsumfeld von Bedeutung.

Für Lebensversicherungsunternehmen ist insbesondere das Zinsrisiko relevant.

Lebensversicherer zunehmend unter Druck

Schaubild 5.1 zeigt, dass die Lebensversicherer mit den Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds unmittelbar konfrontiert sind. Die Rendite öffentlicher Anleihen des Bundes ist im Jahr 2011 erstmals unter den für das Neugeschäft der Lebensversicherer maßgeblichen Höchstrechnungszins gefallen.²⁾ Im bisherigen Jahresverlauf ist die Rendite auf durchschnittlich 1,3% gesunken, wenngleich zuletzt ein leichter Anstieg zu verzeichnen ist. Gleichzeitig bleiben die Verpflichtungen zur Bedienung der Altverträge hoch, denn der Höchstrechnungszins im Bestand der Lebensversicherer beträgt im Durchschnitt 3,2%.

Zwar konnten die Lebensversicherer im Jahr 2012 die aus den Kapitalanlagen erwirtschaftete Netto-

verzinsung von 4,1% im Vorjahr auf 4,6% steigern. Dabei handelt es sich jedoch um einen temporären Effekt. Die Steigerung der Nettoverzinsung ist zum einen auf Zuschreibungen zurückzuführen, zum anderen haben die Lebensversicherer Bewertungsreserven realisiert, um die vorgeschriebene Dotierung der Zinszusatzreserve (ZZR) erfüllen zu können.³⁾ Damit dürfte die Nettoverzinsung in Zukunft unter Druck geraten, da bei der Realisierung von Bewertungsreserven hochverzinsliche Anlagen veräußert werden, die dann nicht mehr zum Kapitalanlageergebnis beitragen können.

Im Jahr 2011 mussten erstmalig Mittel in die ZZR eingestellt werden, da der Referenzzinssatz mit 3,92% den für frühere Verträge gegebenen Garantiezins von 4% unterschritten hatte. Dies führte zu einer Dotierung der ZZR in Höhe von 1,5 Mrd €. Im Jahr 2012 fiel der Referenzzins auf 3,62%, wodurch ein zusätzlicher Aufwand für die ZZR in Höhe von 5,7 Mrd € entstand. Für das Jahr 2013 wird mit einem ähnlich hohen Aufwand gerechnet.

Die derzeit niedrigen Zinsen erzeugen bei Anleihen mit hohen Kupons in den Portfolios der Lebensversicherer zum Teil erhebliche Bewertungsreserven. Diese werden, wie bereits im Jahr 2012, teilweise aufgelöst, um die ZZR erfüllen zu können. Darüber hinaus sind die Kunden seit dem Jahr 2008 bei aus-

1 Prämieinnahmen in der Lebensversicherung einschl. Pensionsfonds und -kassen. Vgl.: Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2013) und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013a).

2 Der Höchstrechnungszins wird von den Unternehmen i. d. R. als Garantiezins gesetzt. Der durchschnittliche Höchstrechnungszins im Bestand ist deshalb eine gute Approximation für den durchschnittlichen Garantiezins im Bestand. Bei der Rendite öffentlicher Anleihen handelt es sich grundsätzlich um die Umlaufrendite von Anleihen mit einer vereinbarten Laufzeit gemäß Emissionsbedingungen von über vier Jahren.

3 Bei der ZZR handelt es sich um eine für Lebensversicherer gesetzlich vorgeschriebene Rückstellung, um auch in Zukunft die zugesagten Garantien erfüllen zu können. Die ZZR ist dann zu bilden, wenn der Referenzzinssatz – der zehnjährige Durchschnitt der Renditen europäischer Staatsanleihen höchster Bonität mit zehnjähriger Restlaufzeit – unterhalb des den Kunden zugesagten Garantiezinses liegt. Siehe § 5 Deckungsrückstellungsverordnung (DeckRV).

laufenden Verträgen hälftig an den Bewertungsreserven zu beteiligen.

Eigenmittelpuffer im Jahr 2012 rückläufig

Lebensversicherer können in eine Situation geraten, in der die erwirtschafteten Erträge nicht mehr für die von den Unternehmen festgelegte Überschussbeteiligung oder sogar die garantierten Leistungen ausreichen. Dies kann dazu führen, dass Eigenmittel aufgezehrt werden müssen.

Schaubild 5.2 gibt einen Überblick über die im Aggregat vorhandenen Eigenmittel der deutschen Lebensversicherer nach Solvency I. Die schraffierte Fläche beschreibt die regulatorische Eigenmittelanforderung, die sogenannte Solvabilitätsspanne. Diese setzt sich im Wesentlichen aus 4% der

Deckungsrückstellung und 3‰ des Risikokapitals zusammen.⁴⁾

Die Bedeckungsquote wiederum ergibt sich aus dem Verhältnis der regulatorisch anerkannten Eigenmittel zur Solvabilitätsspanne.

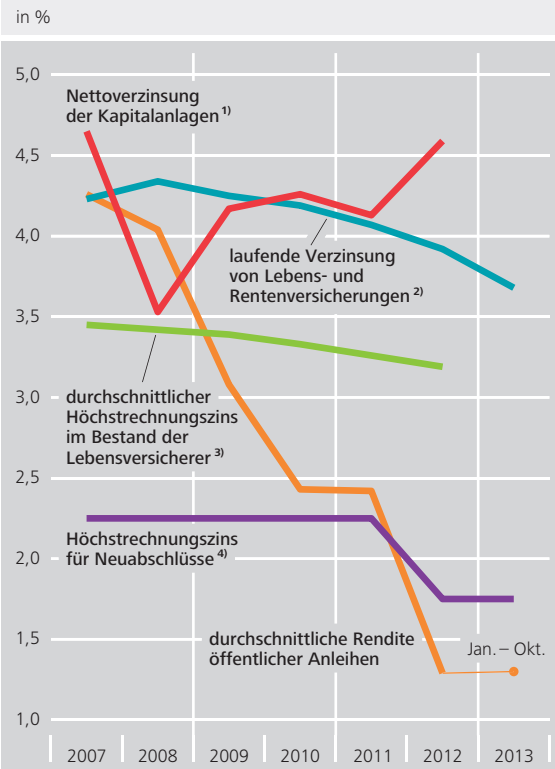
Im Vergleich zum Jahr 2009 sank die Bedeckungsquote im Aggregat von 186% auf nunmehr 169%. Damit hatten die Unternehmen Ende 2012 einen Eigenmittelpuffer in Höhe von 69%.

Stressszenarien zur Auswirkung des Niedrigzinsumfelds

Die Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB) speist sich überwiegend aus den Kapitalerträgen und wird somit direkt vom Niedrigzinsumfeld beeinträchtigt (siehe Kasten „Rückstellung für Beitragsrückerstattung wesentlicher Bestandteil der Eigenmittel“ auf S. 77). Die nachfolgende Szenarioanalyse

Schlüsselzinssätze der Lebensversicherer

Schaubild 5.1

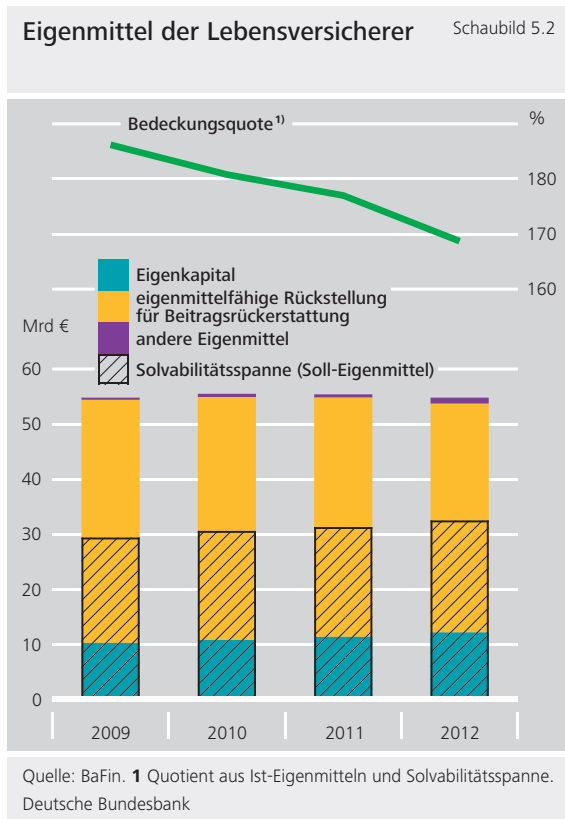


Quellen: Assekurata, BaFin, Deckungsrückstellungsverordnung (DeckRV) und eigene Berechnungen. **1** Kapitalanlageerträge abzüglich der Aufwendungen im Verhältnis zum mittleren Kapitalanlagebestand des Jahres. **2** Umfasst den Höchstrechnungszins, Direktgutschriften und laufende Überschussbeteiligungen. **3** Durchschnitt der verschiedenen Tarifgenerationen mit unterschiedlichen Höchstrechnungszinsen zum jeweiligen Abschlusszeitpunkt der Verträge. **4** Der Zinssatz, den die Lebensversicherer für die Berechnung der Deckungsrückstellungen für Neuverträge maximal zugrunde legen dürfen.
 Deutsche Bundesbank

untersucht die Veränderung der RfB bis zum Jahr 2023, um Rückschlüsse auf die Entwicklung der Eigenmittel zu ziehen. Dabei werden Daten von 85 deutschen Lebensversicherern zugrunde gelegt.⁵⁾

Grundlage für die Entwicklung der Szenarien bildet die Rendite deutscher Bundesanleihen mit einer

⁴ Das Risikokapital wird aus der Differenz von Versicherungssumme und Deckungsrückstellung berechnet. Siehe hierzu die Verordnung über die Kapitalausstattung von Versicherungsunternehmen (Kapitalausstattungs-Verordnung).
⁵ Die Analyse beruht auf einer Weiterentwicklung des Modells von Kablau und Wedow. Vgl.: A. Kablau und M. Wedow (2012).



Restlaufzeit von sechs Jahren, weil diese den höchsten Erklärungsgehalt in Bezug auf den Verlauf der Nettoverzinsung der betrachteten Lebensversicherer aufweist. Da die in Deutschland tätigen Lebensversicherer diversifiziert investieren, erwirtschafteten sie mit ihren Kapitalanlagen in der Vergangenheit regelmäßig eine Rendite, die oberhalb der Verzinsung der betrachteten Staatsanleihen lag. Bei der prognostizierten Nettoverzinsung in den Szenarien wird diese Zinsdifferenz (Überrendite) berücksichtigt.

- Im Basisszenario (Szenario 1) wird die Nettoverzinsung auf Grundlage der Bundesanleihen mit sechsjähriger Restlaufzeit prognostiziert, die sich aus Terminzinssätzen ergibt. Die Nettorendite ergibt sich schließlich als Summe der errechneten Terminzinssätze und der Überrendite.⁶ Die unternehmensindividuelle Überrendite schmilzt dabei langsam auf ihren historischen Mittelwert ab und wird anschließend mit diesem Wert fortgeschrie-

ben.⁷ Das Abschmelzen der Überrendite bringt zum Ausdruck, dass es in einem Niedrigzinsumfeld zunehmend schwierig wird, bei gegebenem Anlagerisiko eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen.

- In einem milden Stressszenario (Szenario 2) werden die Bundesanleihen mit sechsjähriger Restlaufzeit mit historischen Renditen japanischer Staatsanleihen fortgeschrieben.⁸ Hierdurch soll eine denkbare Entwicklung im Rahmen eines lang anhaltenden Niedrigzinsumfelds – wie in Japan seit Ende der neunziger Jahre vorherrschend – abgebildet werden. Die Anpassung der Nettoverzinsung an das japanische Zinsniveau erfolgt über einen Zeitraum von sechs Jahren, da die Versicherungsunternehmen ihre Portfolios schrittweise umschichten. Zur Prognose der Nettoverzinsung wird die Überrendite – analog zum Basisszenario – addiert.
- In einem verschärften Stressszenario (Szenario 3) schmilzt die erzielte Überrendite schneller ab als in den beiden anderen Szenarien, wenngleich nicht abrupt. Zudem können die Unternehmen zukünftig nicht den Mittelwert der Überrendite, sondern lediglich das Minimum der historischen

⁶ Es wird angenommen, dass die ermittelten Terminzinssätze den zukünftigen Kassasätzen entsprechen. Vgl. dazu auch: L. E. O. Svensson (1994).

⁷ Im Modell erzielen die Unternehmen im Jahr 2013 als Überrendite das 90%-Quantil der beobachteten Werte. Diese Überrendite schmilzt über mehrere Jahre auf den individuellen historischen Mittelwert ab. Sollte der Mittelwert negativ sein, wird dieser für die Prognose auf null gesetzt.

⁸ Die Renditen von Bundesanleihen mit sechsjähriger Restlaufzeit wurden ab Mitte 2013 mit Renditen japanischer Staatsanleihen aus dem Jahr 2003 fortgeschrieben. Die Rendite dieser Bundesanleihen lag Mitte 2013 bei 0,70%. Als Anschlusspunkt wurde die Rendite japanischer Staatsanleihen von Ende Januar 2003 in Höhe von 0,75% verwendet. Durch die Fortschreibung mit den historischen japanischen Renditen bleibt das Zinsniveau im milden und im verschärften Szenario extrem niedrig. Durch die Fortschreibung mit den aus der Zinsstruktur ermittelten Terminzinssätzen für Bundesanleihen im Basisszenario steigen die Zinsen hingegen allmählich an.

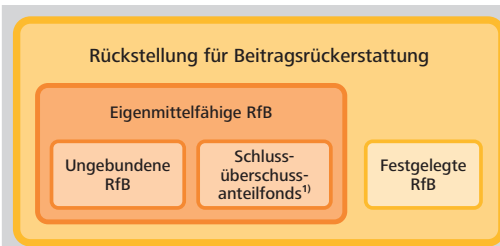
Rückstellung für Beitragsrückerstattung wesentlicher Bestandteil der Eigenmittel

Die Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB) ist ein bilanzielles Instrument zur Glättung der Überschussbeteiligung der Versicherten. Die vom Lebensversicherer erwirtschafteten Überschüsse werden in der Regel nicht unmittelbar den Versicherten gutgeschrieben, sondern zunächst der RfB zugeführt. Die den Versicherten zustehenden Überschussanteile werden später der RfB entnommen und zugeteilt.¹⁾ Die RfB übernimmt damit eine Pufferfunktion. Ihre Mechanik ermöglicht es, auch bei schwankenden Ergebnissen den Kunden eine relativ stabile Überschussbeteiligung zu gewähren. Die RfB atmet im Zeitablauf. In einem Niedrigzinsumfeld wird sie abgeschmolzen, wenn die Zuführungen geringer als die entnommenen Überschussanteile der Versicherten sind. In einem Hochzinsumfeld wiederum wird sie aufgebaut.

Die RfB besteht aus der eigenmittelfähigen sowie der festgelegten RfB. Auf die eigenmittelfähige RfB haben die Versicherungsnehmer noch keine tatsächlichen Ansprüche erworben, sodass das Unternehmen im Falle eines drohenden Notstandes nach Zustimmung der Aufsicht über sie verfügen kann. Zum eigenmittelfähigen Teil der RfB gehört auch der Schlussüberschussanteilfonds, da der Anspruch auf Schlussüberschussanteile erst bei Beendigung des Vertrages entsteht. Hingegen ist die festgelegte RfB den Versicherungsnehmern unwiderruflich zugeteilt und zählt deshalb nicht zu den Eigenmitteln.

Die Szenarioanalyse ermittelt, wann die Lebensversicherer bei niedrigen Zinsen und gleichzeitig hohen Garantiezahlungen die Eigenmittelanforderungen nach den bislang gültigen Solvabili-

Zusammensetzung der Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB) in den Bilanzen deutscher Lebensversicherer



¹ In Ausnahmefällen ist ein Teil des Schlussüberschussanteilfonds als festgelegte RfB zu qualifizieren und zählt dann nicht zu der eigenmittelfähigen RfB.

Deutsche Bundesbank

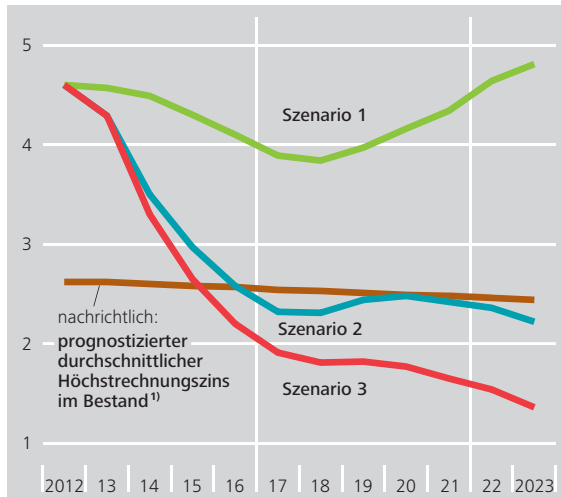
tätsvorschriften (Solvency I) nicht mehr erfüllen können. Da die eigenmittelfähige RfB den größten Teil der Eigenmittel ausmacht und ihre Höhe überwiegend vom Kapitalanlageergebnis und somit vom Zinsniveau abhängt, können unter bestimmten Annahmen zur Entwicklung der RfB Aussagen zu den Eigenmitteln der Unternehmen getroffen werden.

¹ Die Überschussbeteiligung der Versicherten setzt sich aus der laufenden Überschussbeteiligung, der Schlussüberschussbeteiligung und der Beteiligung an den Bewertungsreserven zusammen. Die ersten beiden Bestandteile werden von den Unternehmen jährlich neu festgelegt. Die laufenden Überschussanteile werden Jahr für Jahr der RfB entnommen und dem einzelnen Versicherungsvertrag unwiderruflich zugeteilt. Die Schlussüberschussanteile werden einmalig endfällig zugeteilt; maßgebend ist dabei die im Fälligkeitszeitpunkt gültige Deklaration der Unternehmen. Die Beteiligung an den Bewertungsreserven erfolgt ebenfalls endfällig und ist vorher nicht garantiert.

Prognostizierte Nettoverzinsung der Kapitalanlagen⁹⁾

Schaubild 5.3

in %



Quelle: BaFin und eigene Berechnungen. * In drei Szenarien wurden die Auswirkungen eines Niedrigzinsumfelds auf 85 deutsche Lebensversicherer untersucht. Szenario 1 stellt das Basisszenario dar; Szenario 2 steht für ein mildes Stressszenario; Szenario 3 unterstellt verschärfte Stress. ¹ Der Höchstrechnungszins wird aus Gründen der Vergleichbarkeit auf 100% der Kapitalanlagen umgerechnet und mit der historischen Wachstumsrate fortgeschrieben.

Deutsche Bundesbank

Überrendite erzielen.⁹⁾ Hiermit wird eine Verschärfung des Niedrigzinsumfelds im gesamten Kapitalmarkt simuliert, weshalb die Erzielung höherer Überrenditen zunehmend schwieriger wird.

Schaubild 5.3 stellt den Verlauf der Nettoverzinsung in den drei beschriebenen Szenarien dar. Zum Vergleich ist auch der durchschnittliche Garantiezins in den Portfolios der deutschen Lebensversicherer abgetragen.¹⁰⁾

Die in den Szenarien von den Unternehmen erzielte Nettoverzinsung bildet im Modell den Hauptbestandteil der Zuführung zur RfB. Zusätzlich werden das Risikoergebnis sowie das übrige Ergebnis der RfB zugeführt.¹¹⁾ Die Zuführungen zur RfB werden durch die Erfüllung der ZZR reduziert. Neben den Kapitalerträgen können zur Finanzierung der ZZR Bewertungsreserven herangezogen werden, sofern welche vorhanden sind. Zur Berechnung der Ent-

nahme aus den RfB wird die Gesamtverzinsung prognostiziert.¹²⁾ Es wird angenommen, dass die Unternehmen die Gesamtverzinsung reduzieren und in einem Niedrigzinsumfeld schnell an die Garantieverzinsung anpassen. Das Modell betrachtet die RfB als Ganzes. Zuführungen und Entnahmen werden anteilig auf die eigenmittelfähige RfB angerechnet.¹³⁾ Die übrigen Eigenmittel werden im Modell konstant gehalten.

Eigenmittelanforderungen nach Solvency I in Stressszenarien vielfach nicht erfüllt

Im Basisszenario (Szenario 1) erfüllt im Beobachtungszeitraum nur ein Lebensversicherer die Eigenmittelanforderungen nach Solvency I nicht mehr (siehe Schaubild 5.4). Im milden Stressszenario (Szenario 2) wären 12 der 85 betrachteten Lebensversicherer bis zum Jahr 2023 dazu

Im verschärfte Stressszenario würde bis zum Jahr 2023 mehr als ein Drittel der betrachteten Lebensversicherer die Eigenmittelanforderungen nicht mehr erfüllen können.

⁹ Sollte das Minimum negativ sein, wird dieses für die Prognose auf null gesetzt.

¹⁰ Die Unternehmen verdienen die Nettoverzinsung auf den gesamten Kapitalanlagenbestand. Die Garantieverzinsung ist hingegen nur auf den Sparbeitrag zu zahlen, der rd. 80% der Beiträge ausmacht. Aus Gründen der Vergleichbarkeit wird die Garantieverzinsung deshalb auf den gesamten Kapitalanlagenbestand umgerechnet.

¹¹ Das Risikoergebnis ergibt sich aus der Differenz zwischen den kalkulierten Risikokosten und den tatsächlich angefallenen Risikoaufwendungen. Das übrige Ergebnis besteht überwiegend aus dem Kostenergebnis. Die Kapitalerträge, das Risikoergebnis sowie das übrige Ergebnis werden für die hier durchgeführte Analyse jeweils vollständig der RfB zugeführt.

¹² Die Guthaben der Versicherten werden mit der Gesamtverzinsung verzinst, die sich aus zwei Komponenten zusammensetzt: dem Garantiezins und dem (laufenden) Zinsüberschussanteil, den der Lebensversicherer jährlich neu festlegt. Die Garantieverzinsung stellt einen Aufwand im Geschäftsjahr dar. Der Zinsüberschussanteil wird dagegen der RfB entnommen, soweit er nicht ganz oder teilweise als Direktgutschrift verbucht wird (sog. Zinsdirektgutschrift).

¹³ Ende 2012 betrug der Anteil der eigenmittelfähigen RfB an den gesamten RfB im Aggregat 81%.

nicht mehr in der Lage. Der an den Beitragseinnahmen gemessene Marktanteil dieser Gruppe beläuft sich auf rund 14%. Im verschärften Stressszenario (Szenario 3) würden bis zum Jahr 2023 bei 32 Unternehmen, also bei mehr als einem Drittel der betrachteten Lebensversicherer, die Eigenmittelanforderungen nicht mehr erfüllt. Insgesamt repräsentieren diese Unternehmen einen Marktanteil von rund 43%.

Lebensversicherer werden auf Niedrigzinsumfeld stärker reagieren müssen

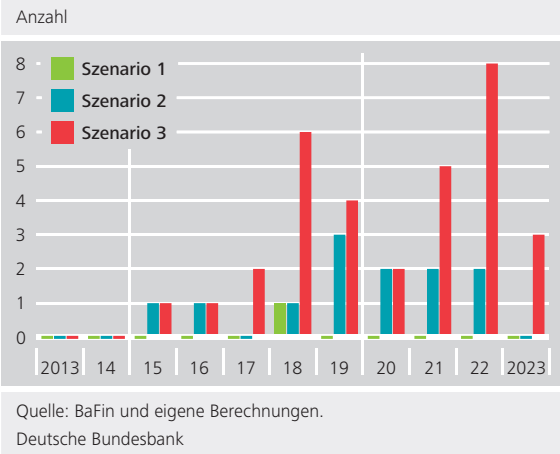
Ein lang anhaltendes Niedrigzinsumfeld birgt somit ein beachtliches Gefährdungspotenzial für die Stabilität von Lebensversicherern. Die Szenarioanalyse wurde auf Grundlage der aktuell gültigen Solvabilitätsvorschriften Solvency I durchgeführt. Mit Solvency II wird eine Marktbewertung der Forderungen und Verbindlichkeiten eingeführt. Damit werden die tatsächlich vorhandenen Risiken besser abgebildet. Probleme bei der Erfüllung der Eigenmittelanforderungen aufgrund niedriger Zinsen zeigen sich deutlich früher.¹⁴⁾ Unter Solvency II wären somit tendenziell schlechtere Ergebnisse zu erwarten.

Ein lang anhaltendes Niedrigzinsumfeld birgt ein beachtliches Gefährdungspotenzial für die Stabilität von Lebensversicherern.

Den Unternehmen bieten sich mehrere Handlungsoptionen, um auf ein lang anhaltendes Niedrigzinsumfeld zu reagieren. Zum einen ließen sich die regulatorischen Eigenmittel stärken, indem die Unternehmen Eigenkapital aufnehmen. Oder sie können versuchen, unter Inkaufnahme höherer Risiken die Nettoverzinsung zu erhöhen, um die teilweise als Eigenmittel geltenden Zuführungen zur RfB auszuweiten. Aus Finanzstabilitätssicht wäre eine höhere Risikoübernahme kritisch zu bewerten.¹⁵⁾ In jedem Fall wäre das Risikomanagement schrittweise

Lebensversicherer mit einer Bedeckungsquote unter 100%

Schaubild 5.4



anzupassen. Zum anderen könnten die Versicherer die Abflüsse aus den Eigenmitteln reduzieren, indem sie die Gesamtverzinsung frühzeitig deutlich senken und zum Beispiel nur noch die Garantieverzinsung ausschütten. Zudem könnten sie ihr Angebot an Produkten mit einer flexiblen oder ganz ohne Garantieverzinsung weiter ausbauen.

Regeln zur Beteiligung an Bewertungsreserven auf dem Prüfstand

Wie stark sich das Niedrigzinsumfeld auf die Lebensversicherer auswirkt, hängt auch von den gesetzlichen Vorschriften ab. So müssen seit der Reform des Versicherungsvertragsgesetzes (VVG) im Jahr 2008 deutsche Lebensversicherer die Versicherungsnehmer bei Vertragsende hälftig an den vorhande-

¹⁴ Siehe dazu auch den Kasten „Künftige Regulierung nach Solvency II bildet Risiken aus niedrigen Zinsen frühzeitig ab“ auf S. 81.

¹⁵ Siehe hierzu das Kapitel „Globale Liquidität: Anfälligkeiten aus erhöhter Risikoübernahme“ auf S. 35 ff.

nen Bewertungsreserven beteiligen.¹⁶⁾ Dies gilt für sämtliche Anlageklassen.

Lebensversicherer derzeit mit hohen Bewertungsreserven

Der Zinsrückgang an den Kapitalmärkten hat dazu geführt, dass die Bewertungsreserven auf festverzinsliche Wertpapiere deutlich gestiegen sind.¹⁷⁾ Während sie Ende des ersten Quartals 2011 lediglich 2,7 Mrd € betragen, beliefen sie sich Ende 2012 bereits auf 87,8 Mrd €.¹⁸⁾ Die derzeit geltenden Vorschriften bewirken somit, dass Lebensversicherer in Zeiten sinkender Zinsen steigende Ausschüttungen bei ablaufenden beziehungsweise gekündigten Verträgen leisten müssen. Die Ausschüttung von Bewertungsreserven unterliegt derzeit Vorschriften, die ökonomisch nicht adäquat sind. Denn einerseits wird auf der Aktivseite der Bilanz ein Marktzins verwendet, der im Niedrigzinsumfeld bei zinstragenden Titeln zur Entstehung von Bewertungsreserven führt. Auf der Passivseite unterbleibt allerdings die Berücksichtigung von stillen Lasten, da dort die Rückstellungen nicht mit dem Marktzins, sondern mit einem konstanten Zins – dem ursprünglichen Höchstrechnungszins – ermittelt werden. Lediglich ein Teil der stillen Lasten wird seit dem Jahr 2011 über die ZZR berücksichtigt.

Derzeit geltende Vorschriften bewirken, dass Lebensversicherer in Zeiten sinkender Zinsen steigende Ausschüttungen bei ablaufenden beziehungsweise gekündigten Verträgen leisten müssen.

Mit der Beteiligung an den Bewertungsreserven fließen Mittel aus den Unternehmen ab und stehen dem Versichertenkollektiv nicht mehr zur Verfügung. Hochverzinsliche Papiere müssen gegebenenfalls vorzeitig veräußert werden. Neuanlagen für später fällig werdende Leistungsversprechen können dagegen nur noch weniger rentierlich angelegt werden. Dies

behindert den Aufbau notwendiger Sicherheitspuffer, da die zukünftigen Erträge und somit die Eigenmittel in Form von RfB geringer ausfallen dürften.

Vor diesem Hintergrund sollte ein solider und nachhaltiger regulatorischer Rahmen für die Beteiligung der Versicherungsnehmer an den Bewertungsreserven angestrebt werden. Dabei geht es vor allem darum, die negativen Auswirkungen des anhaltend niedrigen Zinsniveaus auf die deutschen Lebensversicherer zu reduzieren. Eine Option wäre, Bewertungsreserven künftig nur noch in dem Umfang auszuschütten, der die stillen Lasten auf der Passivseite übersteigt. Die stillen Lasten sind dabei umso höher, je niedriger ein gewählter marktnaher Bezugszins relativ zum Garantiezins ausfällt.

Ziel einer möglichen Neuregelung sollte sein, die negativen Auswirkungen des anhaltend niedrigen Zinsniveaus auf die deutschen Lebensversicherer zu reduzieren.

Langfristige Risiken werden mit Solvency II aufgedeckt

Die zukünftige Regulierung für den europäischen Versicherungssektor (Solvency II) soll langfristige Risiken besser abbilden.¹⁹⁾ Aktiva und Passiva der Versicherer sollten dabei möglichst marktkonsistent, risikoadäquat und transparent bewertet werden (siehe Kasten „Künftige Regulierung nach Solvency II bildet Risiken aus niedrigen Zinsen frühzeitig ab“ auf S. 81).

¹⁶ Die Beteiligung an den Bewertungsreserven geht auch auf ein Urteil des Bundesverfassungsgerichts zurück. Siehe hierzu: BVerfG, 1BvR 782/94 vom 26. Juli 2005.

¹⁷ Bewertungsreserven auf festverzinsliche Papiere entstehen vor allem dann, wenn die Kapitalmarktzinsen sinken. Bei Tilgung des Festzinstitels lösen sie sich automatisch wieder auf.

¹⁸ Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013b).

¹⁹ Solvency II wird nach aktuellem Stand Anfang 2016 eingeführt. Für einzelne Aspekte des neuen Regelwerks sind Übergangsregeln mit unterschiedlichen Fristen vorgesehen.

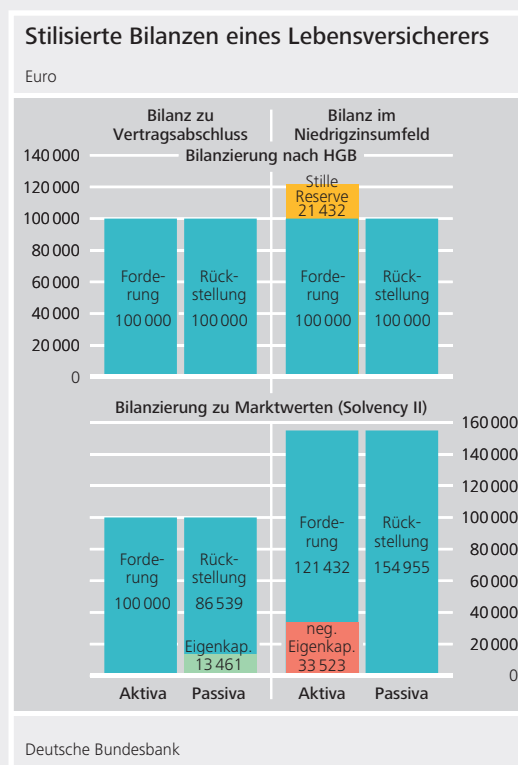
Künftige Regulierung nach Solvency II bildet Risiken aus niedrigen Zinsen frühzeitig ab

Die deutschen Lebensversicherer zeigen in ihren Jahresabschlüssen nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) derzeit eine gute Ertragslage. Auch die daraus abgeleiteten aufsichtlichen Kennzahlen nach Solvency I spiegeln künftige Belastungen aus dem Niedrigzinsumfeld bislang kaum wider. Mit Solvency II soll eine Bilanzierung zu Marktwerten eingeführt werden, die Risiken aus einem sinkenden Zinsniveau frühzeitig abbildet. Das soll im Folgenden anhand eines Beispiels gezeigt werden.¹⁾

Ein Lebensversicherer verkaufe eine Lebensversicherung mit einer Laufzeit von 30 Jahren. Der Neukunde leiste einen Einmalbeitrag von 100 000 €. Bei einer angenommenen Garantieverzinsung von 3,5% jährlich erhält er somit einen Anspruch auf eine Garantiezahlung von 280 679 € zum Laufzeitende. Den erhaltenen Einmalbeitrag investiere der Versicherer zum Marktzinssatz von 4% in eine risikolose Nullkuponanleihe, die zum Ende ihrer zehnjährigen Laufzeit 148 024 € auszahlt.²⁾

In der HGB-Bilanz weist der Lebensversicherer die Anleihe auf der Aktivseite zum (fortgeführten) Anschaffungswert von 100 000 € aus. Auf der Passivseite wird der derzeitige Anspruch des Versicherten von 100 000 € als Deckungsrückstellung ausgewiesen. Da sich beide Werte entsprechen, verfügt der Versicherer nach HGB über kein Eigenkapital. Das Vermögen des Versicherers deckt somit gerade die aktuellen Ansprüche des Versicherten.

Eine Marktwertbilanzierung betrachtet dagegen, ob das Vermögen des Versicherers auch ausreicht, um die zukünftigen Ansprüche des Versicherten zu befriedigen. Auf der Aktivseite wird die Anleihe zum Marktwert von 100 000 € bilanziert. Auf der Passivseite beträgt die Deckungsrückstellung lediglich 86 539 €. ³⁾ Diesen Betrag müsste das Unter-



nehmen 30 Jahre lang zum aktuellen Marktzins von 4% anlegen, um die garantierte Zahlung leisten zu können. Das Eigenkapital beträgt damit 13 461 €. Der positive Wert zeigt, dass der Versicherer zu aktuellen Marktzinsen nur einen Teil der Einmalzahlung anlegen muss, um der späteren Verpflichtung nachkommen zu können.

¹ Dabei werden die Bilanzierungsvorschriften auf das Wesentliche reduziert, d. h. stark vereinfacht dargestellt.

² Im Folgenden wird stets eine flache Zinsstrukturkurve unterstellt, der jährliche Zinssatz ist somit für alle Laufzeiten konstant. Die Garantiezahlung des Versicherers beträgt $100\,000\text{ €} \cdot 1,035^{30} = 280\,679\text{ €}$, die Auszahlung der Nullkuponanleihe $100\,000\text{ €} \cdot 1,04^{10} = 148\,024\text{ €}$. Die negative Fristentransformation im Beispiel ist typisch für Lebensversicherer: Die mittlere Laufzeit der Kapitalanlagen liegt meist deutlich unter der mittleren Laufzeit der Zahlungsverpflichtungen. Dies setzt die Unternehmen Zinsänderungsrisiken aus.

³ Berechnung: $280\,679\text{ €} / 1,04^{30} = 86\,539\text{ €}$.

Eine Absenkung des Marktzinses auf 2% wirkt sich nach beiden Regelwerken höchst unterschiedlich aus. Nach HGB (siehe Schaubild) bilanziert der Lebensversicherer die Anleihe auf der Aktivseite unverändert zum Anschaffungswert von 100 000 €, obwohl der Marktwert auf 121 432 € gestiegen ist.⁴⁾ In Höhe der Differenz entsteht eine stille Reserve. Auf der Passivseite bleiben die Rückstellungen unverändert, da das Zinsniveau den Rückkaufswert nicht beeinflusst.

Bei einer Marktwertbilanzierung hingegen (siehe Schaubild) steht auf der Aktivseite der neue Marktwert der Anleihe von 121 432 € einer Deckungsrückstellung auf der Passivseite von 154 955 € gegenüber.⁵⁾ Diesen Betrag müsste der Versicherer zu aktuellen Zinsen nunmehr am Kapitalmarkt investieren, um später seiner Zahlungsverpflichtung nachkommen zu können. Das negative Eigenkapital zeigt, dass ihm dazu heute 33 523 € fehlen.

Das Beispiel verdeutlicht, dass sich Risiken aus einem Niedrigzinsumfeld bei einer Marktwertbilanzierung unmittelbar niederschlagen, in einer HGB-Bilanz dagegen zunächst nicht. Diese Darstellung ist allerdings etwas überzeichnet, denn in der Realität enthalten auch HGB-Bilanzen zukunftsbezogene Elemente. So werden Lebensversicherer seit dem Jahr 2011 durch die Zinszusatzreserve gezwungen, ihre Deckungsrückstellung in Zeiten niedriger Zinsen zu erhöhen. Die Zinszusatzreserve wird jedoch nur zeitverzögert auf- und abgebaut, sodass auf der Passivseite der Versicherungsbilanz zunächst stille Lasten verbleiben.

⁴ Anleger müssen zum neuen Marktzins $148\,024\text{ €} / 1,02^{10} = 121\,432\text{ €}$ investieren, um nach zehn Jahren die Auszahlung der Anleihe zu erhalten. Sie sind daher bereit, exakt diesen Betrag zu zahlen.

⁵ Berechnung: $280\,679\text{ €} / 1,02^{30} = 154\,955\text{ €}$.

Der Wert der meisten Aktiva kann direkt anhand von Marktpreisen ermittelt werden.²⁰⁾ Die Bewertung der Passiva ist wesentlich komplexer, denn für viele Verpflichtungen von Versicherern gibt es keine Marktpreise. Ihr Wert wird geschätzt, indem die erwarteten zukünftigen Auszahlungen der Versicherer mit dem risikofreien Zinssatz diskontiert werden. Je niedriger der gewählte Diskontierungszinssatz, desto höhere Rückstellungen müssen die Versicherer bilden. Die Eigenmittel reduzieren sich entsprechend.

Die zukünftige Regulierung für den europäischen Versicherungssektor (Solvency II) soll langfristige Risiken besser abbilden.

Diskontierungszinssatz, desto höhere Rückstellungen müssen die Versicherer bilden. Die Eigenmittel reduzieren sich entsprechend.

Die resultierenden Marktwertbilanzen dürften ein deutlich volatileres Bild der Solvenzsituation von Versicherern zeichnen als bislang. Bei Unterschreiten der Solvenzanforderungen müssen die Unterneh-

men einen Plan zur Wiederherstellung der Bedeckung vorlegen. Der Versicherungsaufsicht werden bei der Interpretation dieser Pläne beziehungsweise bei den gegebenenfalls erforderlichen aufsichtlichen Maßnahmen gewisse Ermessensspielräume zugestanden.

Maßnahmenpaket zu Solvency II soll Prozyklizität mildern

Die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions

²⁰ Allerdings ist strittig, ob diese Marktpreise stets den korrekten Wert der Vermögensgegenstände für Versicherer wiedergeben. Zum einen können Preise von ihrem fundamental gerechtfertigten Niveau abweichen. Zum anderen sind Preisabschläge auf illiquide Aktiva nicht gerechtfertigt, wenn diese bis zur Endfälligkeit gehalten werden.

Authority: EIOPA) hat im Frühjahr 2013 im Rahmen des Long-Term Guarantees Assessments (LTGA) verschiedene mögliche Regelungen getestet, um Probleme bei der Bewertung langfristiger Verpflichtungen unter Solvency II zu lösen. Das der Untersuchung zugrunde liegende Maßnahmenpaket (Long-Term Guarantees Package: LTGP) wird vorwiegend mit der höheren Volatilität von Marktwertbilanzen begründet.²¹⁾ Auch spielt eine Rolle, dass sich die Volatilität in Stressphasen erhöhen kann. Zusammen genommen könnte dies ein zyklisches Verhalten von Versicherern begünstigen.²²⁾

Ohne das LTGP würden die europäischen Lebensversicherer die Kapitalanforderungen nach Solvency II derzeit um insgesamt 145 Mrd € unterschreiten. Mit den Maßnahmen des LTGP wären die teilnehmenden deutschen Lebensversicherer im Aggregat zwar in der Lage, die neuen Kapitalanforderungen zu erfüllen; so beträgt die Solvenzkapitalquote im Basisszenario des LTGA 113%.²³⁾ Dennoch würden 41% der teilnehmenden deutschen Unternehmen im Basisszenario die neuen Kapitalanforderungen unterschreiten. Das LTGP wird gegenwärtig weiter diskutiert und überarbeitet.²⁴⁾ Aus den genannten Zahlen kann daher nicht auf den konkreten Kapitalbedarf der Branche zum Startpunkt von Solvency II geschlossen werden.

Ohne weitere Maßnahmen würden die europäischen Lebensversicherer die Kapitalanforderungen nach Solvency II unterschreiten.

Risiken aus der betrieblichen Altersversorgung zu beachten

Neben den Lebensversicherern sind auch Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (bAV) wie Pensionskassen und Pensionsfonds vom Niedrigzinsumfeld betroffen.

Betriebliche Altersversorgung wichtige Säule der Alterssicherung

Die betriebliche Altersversorgung ist neben der gesetzlichen Rentenversicherung und der privaten Altersvorsorge die zweite von drei Säulen der Alterssicherung in Deutschland. Ende 2012 beliefen sich die Ansprüche aus der betrieblichen Altersversorgung ohne Direktversicherungen²⁵⁾ auf 444 Mrd €. Das entspricht etwa 9% des Geldvermögens deutscher Privathaushalte.

Bei der betrieblichen Altersversorgung verzichten Arbeitnehmer während ihrer Arbeitsphase auf einen Teil der Löhne und Gehälter. Im Gegenzug erhalten sie einen Anspruch auf spätere Leistungen.²⁶⁾ Die Arbeitgeber können sich verpflichten, diese Leistungen selbst zu erbringen. Solche Direktzusagen sind

²¹ Vgl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2013). Zum LTGP gehört erstens die Anpassung der risikofreien Zinsstrukturkurve (antizyklische Prämie) in Krisenzeiten, die maßgeblich für die Diskontierung der versicherungstechnischen Rückstellungen ist. Zweitens geht es um die Extrapolation der Zinsstrukturkurve zur Bewertung langfristiger Verbindlichkeiten. Drittens sollen Bewertungsdiskrepanzen zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten über einen Laufzeitabgleich (Matching Adjustment) eliminiert werden. Viertens soll bei einer Nichterfüllung der Solvenzkapitalanforderungen die Erholungsphase (Recovery Period) ausgeweitet werden. Zudem sollen die Anpassungskosten für die Versicherer über die schrittweise Einführung der neu definierten Diskontkurve gesenkt werden.

²² Prozyklische Effekte einer Marktwertbilanzierung in der Rechnungslegung sind allerdings umstritten; vgl. exemplarisch: C. Laux und C. Leuz (2010). Viele der dort angestellten Überlegungen lassen sich auf die Marktwertbilanzierung nach Solvency II übertragen.

²³ Im Basisszenario des LTGA wurden die Instrumente des LTGP in einer Standardversion angewendet (bspw. eine antizyklische Prämie von 100 Basispunkten), allerdings nicht der für deutsche Versicherer bedeutsame schrittweise Übergang.

²⁴ So spricht sich die EIOPA dafür aus, die antizyklische Prämie durch eine einfachere zu berechnende Kennzahl zu ersetzen. Dieser noch zu entwickelnde Volatilitätsausgleich (Volatility Balancer) solle symmetrisch ausgestaltet und regelgebunden aktiviert werden. Zudem solle der Laufzeitabgleich (Matching Adjustment) nur eingeschränkt eingeführt und auch die Extrapolation der Zinsstrukturkurve und die Erholungsphase (Recovery Period) noch verändert werden.

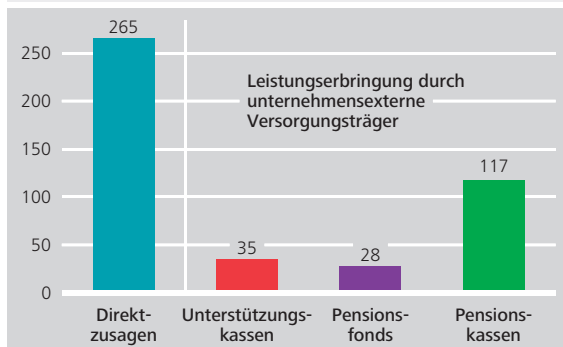
²⁵ Direktversicherungen sind Lebensversicherungen, die vom Arbeitgeber für Arbeitnehmer abgeschlossen werden.

²⁶ Neben Leistungszusagen sind seit dem Jahr 2002 auch Beitragszusagen mit Mindestleistung und beitragsorientierte Leistungszusagen gesetzlich gestattet.

Ansprüche aus der betrieblichen Altersversorgung

Schaubild 5.5

Mrd €, Barwerte, Stand: Ende 2012, ohne Direktversicherungen



Quellen: BaFin und Pensions-Sicherungs-Verein (PSVaG).
Deutsche Bundesbank

mit 265 Mrd € (60%) der bedeutendste Durchführungsweg der betrieblichen Altersversorgung (siehe Schaubild 5.5). Viele Unternehmen haben ein insolvenzgeschütztes, vom Geschäftsbetrieb getrenntes Deckungsvermögen angelegt, um den späteren Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können. Eine solche Ausfinanzierung von Pensionszusagen, beispielsweise in Form von Contractual Trust Arrangements (CTAs),²⁷⁾ ist in Deutschland indes nicht verpflichtend vorgeschrieben. Die Arbeitgeber dürfen die einbehaltenen Beträge auch im eigenen Unternehmen nutzen. Insoweit ist die betriebliche Altersversorgung eine bedeutende Quelle für die Unternehmensfinanzierung in Deutschland.

Neben der Direktzusage existieren vier mittelbare Durchführungswege, bei denen externe Versorgungsträger die Leistungen der betrieblichen Altersversorgung erbringen. Am bedeutendsten sind Pensionskassen mit Rückstellungen von 117 Mrd € (26%). Es folgen Unterstützungskassen mit 35 Mrd € (8%) und Pensionsfonds mit 28 Mrd € (6%). Direktversicherungen werden statistisch als Lebensversicherungen erfasst und nicht gesondert ausgewiesen.

Die Ansprüche der Arbeitnehmer aus der betrieblichen Altersversorgung sind durch ein mehrstufiges

Sicherungssystem geschützt (siehe Schaubild 5.6). In der ersten Stufe haften Arbeitgeber stets für alle von ihnen zugesagten Leistungen, auch wenn diese mittelbar von externen Versorgungsträgern erbracht werden. Im Falle der Insolvenz eines Arbeitgebers übernimmt in der zweiten Stufe der Pensions-Sicherungs-Verein (PSVaG) seine Versorgungsverpflichtungen, die unter das Betriebsrentengesetz fallen. Die dabei entstehenden Kosten werden auf alle Unternehmen umgelegt, die die Durchführungswege Direktzusage, Unterstützungskasse und Pensionsfonds gewählt haben.²⁸⁾

Versorgungsleistungen im Niedrigzinsumfeld schwerer zu erwirtschaften

Die betriebliche Altersversorgung wird mittel- bis langfristig vor allem durch den demographischen Wandel herausgefordert. Dieser wird zukünftig steigende Versorgungsleistungen zur Folge haben, während zugleich die arbeitsfähige Bevölkerung zurückgeht. Das führt vor allem bei Unternehmen mit hohen ungedeckten Direktzusagen zu einem Finanzierungsrisiko. Das anhaltende Niedrigzinsumfeld fordert zugleich auch diejenigen Unternehmen heraus, die ihre Versorgungszusagen als Antwort auf den demographischen Wandel ausfinanziert haben. Das niedrige Zinsniveau erschwert es ihnen beziehungsweise ihren Pensionskassen, Pensionsfonds und Unterstützungskassen, mit dem angelegten Deckungsvermögen die zugesagten Versorgungsleistungen zu erwirtschaften.²⁹⁾ Kaum

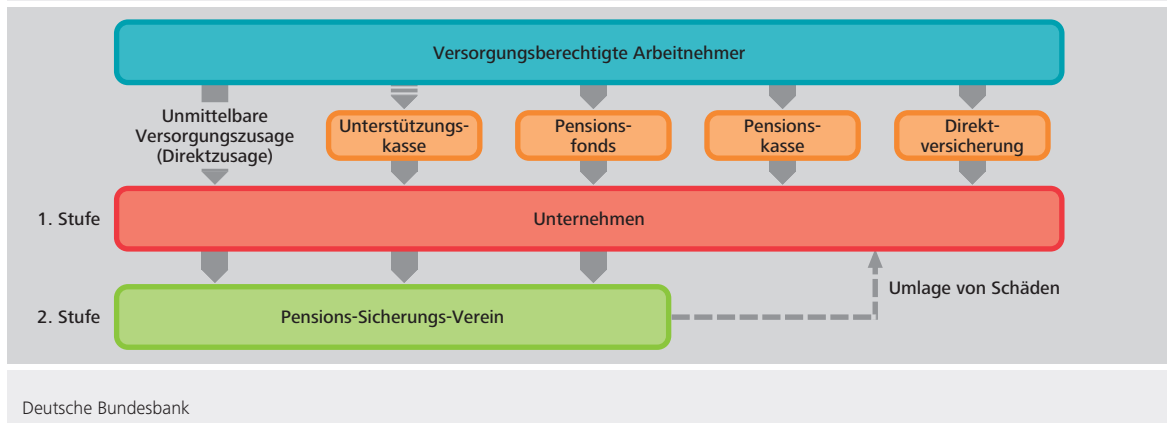
²⁷ Solche Treuhandmodelle sind in angelsächsischen Ländern üblich. Sie ähneln Pensionsfonds, jedoch bleibt der Arbeitgeber unmittelbar zur Leistung verpflichtet, anstatt lediglich mittelbar für diese zu haften.

²⁸ Ausgenommen vom Schutz durch den PSVaG sind Pensionszusagen über Direktversicherungen von Lebensversicherern und über Pensionskassen. Lebensversicherer und einige Pensionskassen sind allerdings über die Protaktor Lebensversicherungs-AG als Sicherungseinrichtung der Lebensversicherer abgesichert.

²⁹ Das niedrige Zinsniveau führt zudem über sinkende Diskontierungsfaktoren zu höheren bilanziellen Pensionsrückstellungen. Diese Abbildung zukünftiger Finanzierungsrisiken ist indes nicht mit den Risiken selbst zu verwechseln.

Zahlungsansprüche und Haftung aus der betrieblichen Altersversorgung nach Durchführungswegen

Schaubild 5.6



betroffen sind jüngere Pensionspläne mit beitragsorientierten Leistungszusagen und Beitragszusagen mit Mindestleistung. Bei diesen Zusagenformen, die seit dem Jahr 2002 stetig an Bedeutung gewinnen, tragen die Arbeitnehmer den Großteil des Anlagerisikos. Die Unternehmen sind aufgefordert, Risiken für sich und ihre externen Versorgungsträger aus dem demographischen Wandel und dem Niedrigzinsumfeld zu identifizieren und frühzeitig Vorsorge zu treffen.

Die Unternehmen sind aufgefordert, Risiken für sich und ihre externen Versorgungsträger aus dem demographischen Wandel und dem Niedrigzinsumfeld zu identifizieren und frühzeitig Vorsorge zu treffen.

Hintergrund stellt sich bei Versicherern ähnlich wie bei Banken die Frage nach der systemischen Relevanz. Ein erster Anhaltspunkt für die Vermutung systemischer Relevanz ergibt sich aus der Verflechtung der Versicherer mit anderen Finanzinstituten, insbesondere Banken.

Verflechtung mit dem Bankensektor wichtiger Transmissionskanal

Mitte 2013 hatten die größten deutschen Versicherungsunternehmen 515 Mrd € beziehungsweise 36% ihrer Kapitalanlagen bei Banken investiert. Fast ein Drittel dieser Engagements entfiel auf unbesicherte Bankanlagen.³⁰⁾ Pfandbriefe und andere gedeckte Bankschuldverschreibungen machten den größten Teil der übrigen Anlagen bei Banken aus.

Überlegungen zur systemischen Relevanz des Versicherungssektors

Der Versicherungssektor ist ein bedeutender Teil des deutschen Finanzsystems: Gut 30% des Geldvermögens privater Haushalte bestand Mitte 2013 aus Ansprüchen gegenüber Versicherern. Vor diesem

Auslöser systemischer Effekte könnte ein plötzlicher Anstieg der Stornoquote bei Lebensversicherungsverträgen sein. Der dadurch bei den Lebensversicherern hervorgerufene Zwang zur Liquidierung von Kapitalanlagen könnte zu einem Preisverfall der

³⁰ Unbesicherte Schuldverschreibungen, nachrangige Anleihen, Genussscheine, Aktien und Einlagen.

betroffenen Vermögenswerte führen. Aus Finanzstabilitätssicht ist dann entscheidend, inwieweit damit andere Investoren zu Portfolioumschichtungen gezwungen werden.³¹⁾ Dadurch könnten destabilisierende Preisspiralen entstehen, die zu Friktionen auf den Finanzmärkten führen.

Da Versicherer wichtige Investoren bei Bankanleihen sind, können umfangreiche Verkäufe von Bankanleihen zu Finanzierungsschwierigkeiten im Bankensystem führen. Sofern dadurch die Kreditvergabe beeinträchtigt wird, könnte auch die Realwirtschaft in Mitleidenschaft gezogen werden. Allerdings ist

Empirische Studien zeigen, dass die Versicherer von Schocks, die vom Bankensektor ausgehen, erheblich getroffen werden.

anzunehmen, dass zumindest ein Teil der Gelder, die den Versicherungsnehmern aus der Stornierung ihrer Policen zufließen, wieder bei Banken angelegt wird. Dies würde den Effekt auf die Kreditgewährung abmildern. Neuere empirische Studien zu den Auswirkungen der Verflechtung im Finanzsystem bestätigen, dass Schocks aus dem Versicherungssektor die Banken in nur geringem Ausmaß treffen. Allerdings zeigen sie auch, dass die Versicherer im umgekehrten Fall von Schocks, die vom Bankensektor ausgehen, erheblich stärker getroffen werden (siehe Kasten „Empirische Evidenz zu systemischen Risiken im Versicherungssektor“ auf S. 87).

Ansteckung auch über Vertrauenskanal möglich

Ferner könnte die Insolvenz einzelner oder mehrerer Versicherer über den Vertrauenskanal eine sich selbst verstärkende Run-Situation im Versicherungssektor auslösen. Im Vergleich zum Bankensektor dürfte aufgrund der im Durchschnitt längeren Fristigkeit der Verbindlichkeiten bei Lebensversicherungsunternehmen die Wahrscheinlichkeit eines Runs jedoch eher gering sein. So ist die Kündigung einer Versi-

cherungspolice aufgrund niedriger Rückkaufswerte, aber auch wegen fehlender Alternativen zur Absicherung individueller Risiken, in der Regel mit hohen Kosten verbunden.³²⁾ Außerdem ist die ungeordnete Insolvenz eines Versicherungsunternehmens wenig wahrscheinlich. Sollte ein Lebensversicherer in eine existenzgefährdende Schieflage geraten, ist die Weiterführung der Verträge ein wichtiges Merkmal bei der Abwicklung des Unternehmens.³³⁾

Vorstellbar ist ferner, dass eine Vertrauenskrise im Versicherungssektor die Risikoallokation im Finanzsystem beeinträchtigt. Ein spezieller Ansteckungskanal zwischen dem Versicherungs- und dem Bankensektor ist in Tauschgeschäften wie zum Beispiel Liquidity Swaps zu sehen. Solche Geschäfte basieren auf einem Liquiditätsgefälle zwischen den Aktiva von Versicherungsunternehmen und denen von Banken.³⁴⁾ Zuletzt spielten Liquidity Swaps für deutsche Versicherungsunternehmen im Hinblick auf die Finanzstabilität jedoch keine große Rolle. So zeigt eine Abfrage der Versicherungsaufsicht bei den größten deutschen Versicherungskonzernen im April 2013, dass klassische Wertpapierleih- und Repo-Geschäfte zwar regelmäßig durchgeführt werden. Erhaltene Sicherheiten werden dabei nach Angaben der Versicherungsunternehmen jedoch nicht weiterverwendet. Collateral Transformation im Sinne eines Tausches von liquiden, bonitätsstarken Papieren gegen illiquide Papiere schlechterer Bonität findet somit nicht statt. Auch wenn im deutschen Versicherungssektor mögliche Ansteckungseffekte

³¹ Für eine umfassendere Darstellung der Transmissionskanäle vgl.: Financial Stability Oversight Council (2013).

³² Allerdings zeigen Untersuchungen, dass sich Versicherungsnehmer nicht immer von diesen Kosten abschrecken lassen. So neigen Versicherungsnehmer nach einer im Branchenvergleich überdurchschnittlichen Reduzierung der Überschussbeteiligung dazu, ihre Verträge in stärkerem Ausmaß zu kündigen. Vgl.: M. Eling und D. Kiesenbauer (2012), S. 159 ff.

³³ In Deutschland fungiert die Protektor Lebensversicherungs-AG als spezielle Sicherungseinrichtung für Lebensversicherungsunternehmen.

³⁴ Zu Liquidity Swaps als potenziellem Ansteckungskanal zwischen Banken- und Versicherungssektor vgl.: Deutsche Bundesbank (2012), S. 49 f.

Empirische Evidenz zu systemischen Risiken im Versicherungssektor

Neuere Studien gehen der Frage nach, ob von Versicherungsunternehmen systemische Risiken ausgehen. So zeigt eine Studie mithilfe eines multivariaten GARCH-Modells, dass sich die Preise von Kreditausfallswaps großer Versicherungsunternehmen – darunter auch großer deutscher Versicherer – und großer Banken gegenseitig beeinflussen.¹⁾ In dem Modell wird die Risikoübertragung innerhalb des globalen Finanzsystems für den Zeitraum von 2004 bis 2011 analysiert. Die entsprechenden Koeffizienten sind statistisch hochsignifikant. Große Versicherer sind mit Banken so stark verflochten, dass sie Risiken in andere Teile des Finanzsystems übertragen. In der Größenordnung ergeben sich freilich deutlich höhere Werte für den Einfluss der Banken auf Versicherer als umgekehrt; der relevante Koeffizient für Banken ist mehr als drei Mal so groß wie der für Versicherer. Eine andere Studie zeigt ebenfalls, dass vom Bankensektor ausgehende Schocks den Versicherungssektor erheblich beeinflussen, wohingegen ein von Versicherern ausgehender Schock den Bankensektor weitaus weniger trifft.²⁾

Mithilfe eines alternativen Ansatzes kann gezeigt werden, dass 80% der systemischen Risiken des Finanzsystems auf Banken und 20% auf Versicherer entfallen.³⁾ Abgeleitet wird das Ergebnis über ein Verfahren, das den (marginalen) erwarteten Portfolioverlust (Marginal Expected Shortfall) der jeweiligen Finanzinstitute bei Eintritt eines systemischen Ereignisses berechnet. Damit kann der Beitrag einzelner Institute oder Institutsgruppen zum Systemrisiko gemessen werden. Das systemische Risiko liegt darin begründet, dass diese Institute Solvenzlücken genau dann begegnen müssen, wenn das Sys-

tem insgesamt unterkapitalisiert ist. Die Ergebnisse bestätigen, dass Versicherer aufgrund des abweichenden Charakters ihrer Verbindlichkeiten und des niedrigeren Verflechtungsgrades mit anderen Finanzinstituten eine im Vergleich zu Banken geringere Systemrelevanz aufweisen.

Analysen zu den treibenden Faktoren einer möglichen Systemrelevanz von Versicherern weisen auf einen hohen Beitrag der Aktivitäten im nichttraditionellen und Nicht-Versicherungsgeschäft hin. Eine Studie für den amerikanischen Versicherungssektor kommt gleichwohl zu dem Ergebnis, dass auch einige Aktivitäten im Kerngeschäft von Lebensversicherern mit systemischen Risiken verbunden sein können.⁴⁾ Die Autoren begründen dieses Ergebnis mit der Beobachtung, dass Lebensversicherungsprodukte in vielerlei Hinsicht Produkten im Bankensektor ähnlich sind und dass Versicherer mit Banken in einigen Geschäftsbereichen im Wettbewerb stehen.

1 Vgl.: N. Podlich und M. Wedow, Are Insurers SIFIs? A MGARCH Model to Measure Interconnectedness, Applied Economics Letters Vol 20, S. 677–681, Mai 2013.

2 Vgl.: H. Chen, J. D. Cummins, K. S. Viswanathan und M. A. Weiss, Systemic Risk and the Inter-Connectedness between Banks and Insurers: An Econometric Analysis, Onlinepublikation, März 2013. Vorgesehen zur Veröffentlichung im Journal of Risk and Insurance.

3 Vgl.: R. Engle, E. Jondeau und M. Rockinger, Systemic Risk in Europe, Swiss Finance Institute Research Paper No 12–45, Dezember 2012. Zu weiteren Hinweisen zur Methodik und zu Anwendungsbeispielen vgl. auch: V. Acharya, R. Engle und M. Richardson, Capital Shortfall: A New Approach to Ranking and Regulating Systemic Risks, American Economic Review Vol 102(3), S. 59–64, Mai 2012 sowie Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, März 2011, S. 39 ff.

4 Vgl.: J. D. Cummins und M. A. Weiss, Systemic Risk and Regulation of the U.S. Insurance Industry, Networks Financial Institute Policy Brief Vol 2013-PB-02, Indiana State University, März 2013.

bislang begrenzt sind, sollte die Entwicklung in diesem Bereich weiter beobachtet werden.

Systemische Risiken können sich aus dem laufenden Geschäft der Versicherer ergeben. Dies hat im September 2008 die Schieflage der American International Group (AIG) gezeigt. Der international tätige und mit breitem Produktspektrum aufgestellte amerikanische Versicherungskonzern wurde aufgrund

Die Schieflage der AIG hat gezeigt, dass sich systemische Risiken aus dem laufenden Geschäft der Versicherer ergeben können.

seiner systemischen Bedeutung mit Steuergeldern gerettet. Stabilitätsrisiken ergaben sich der allgemeinen Einschätzung nach aus den Aktivitäten der AIG in den Bereichen Kreditausfallversicherungen auf Hypothekenkredite und Wertpapierleihe. Diese Geschäfte werden zum sogenannten nichttraditionellen und Nicht-Versicherungsgeschäft gezählt.³⁵⁾ Die Schieflage der AIG zeigt, wie schwierig mögliche systemische Effekte aus der Verflechtung des Versicherungssektors mit dem Finanzsektor a priori abzuschätzen sind.

Regulierungsansätze für systemisch relevante Versicherer

Die Erfahrungen mit der AIG haben dazu beigetragen, dass nicht mehr nur Banken, sondern auch Versicherungsunternehmen als Akteure mit systemischer

Beim indikatorbasierten Ansatz zur Identifikation global systemrelevanter Versicherer wird das stärkste Gewicht auf das nichttraditionelle und das Nicht-Versicherungsgeschäft gelegt.

Bedeutung angesehen werden. Der indikatorbasierte Ansatz des Finanzstabilitätsrats (Financial Stability Board: FSB) zur Identifikation global systemrelevanter Versicherer (Global Systemically Important

Insurers: G-SIIs) hat seinen Ausgangspunkt in der Identifizierungsmethodik für global systemrelevante Banken. Aufgrund der Erfahrungen mit der AIG wird dabei das stärkste Gewicht auf das nichttraditionelle und das Nicht-Versicherungsgeschäft (45%) gelegt.³⁶⁾ Die Verflechtung mit dem Finanzsystem stellt das zweite wesentliche Kriterium dar (40%). Größe, globale Aktivität sowie Ersetzbarkeit werden dagegen nur mit einem geringen Gewicht von jeweils 5% berücksichtigt.

Auf Basis dieses indikatorbasierten Ansatzes veröffentlichte der FSB in Zusammenarbeit mit der Internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (International Association of Insurance Supervisors: IAIS) im Juli 2013 eine erste Liste global systemrelevanter Versicherer.³⁷⁾ Die regulatorischen Maßnahmen für G-SIIs sollen in den kommenden Jahren weiter konkretisiert werden. Demnach müssen die Unternehmen beispielsweise Sanierungs- und Abwicklungspläne einschließlich Managementplänen zu Liquiditätsrisiken erstellen. Darüber hinaus müssen Versicherungskonzerne im Rahmen einer erweiterten Gruppenaufsicht Managementpläne zum systemischen Risiko ausarbeiten. Um die Risikotragfähigkeit der G-SIIs zu stärken, sollen zudem Kapitalzuschläge erhoben werden. Rückversicherer sind von der G-SII-Einstufung zunächst ausgenommen. Sie sollen in einer zweiten Stufe bis Juli 2014 einer genaueren Analyse unterzogen werden. In Deutschland wird derzeit darüber hinaus eine Liste national systemrelevanter Versicherungsunternehmen erarbeitet.

³⁵ Cummins und Weiss kommen in einer Untersuchung für den amerikanischen Versicherungssektor gleichwohl zu dem Ergebnis, dass auch einige Aktivitäten im Kerngeschäft von Lebensversicherern mit systemischen Risiken verbunden sein können; vgl.: J. D. Cummins und M. A. Weiss (2013).

³⁶ Zur Definition des nichttraditionellen und des Nicht-Versicherungsgeschäfts sowie zur indikatorbasierten Methodik vgl.: International Association of Insurance Supervisors (2013a und 2013b).

³⁷ Vgl.: Financial Stability Board (2013). Die Allianz SE wurde neben acht weiteren Versicherungskonzernen als bislang einziger deutscher Versicherer als G-SII identifiziert.

Systemische Risiken bei Versicherern anders gelagert als bei Banken

Die Einstufung als systemrelevantes Finanzinstitut durch den FSB basiert bei Versicherungsunternehmen zwar auf ähnlichen Indikatoren wie bei global systemrelevanten Banken. Die sektorspezifischen Gewichte dieser Indikatoren unterscheiden sich aber deutlich. So hat der Risikofaktor Größe bei Versicherern ein deutlich kleineres Gewicht, weil für Versicherungsunternehmen Risikodiversifikation vor allem durch einen Risikoausgleich innerhalb des Kollektivs der Versicherten erfolgt.³⁸⁾

Ein wichtiger Unterschied zum Bankensystem besteht auch in der geringeren intrasektoralen Verflechtung des Versicherungssektors. Beispielsweise gibt es dort keinen zu dem Interbankenmarkt vergleichbaren Markt, der krisenverstärkend wirken kann. Die Modellierung von Solvenz- und Vertrauenskrisen im Bereich der Lebensversicherung wird indes dadurch erschwert, dass nur in geringem Maße auf Erfahrungen in der Vergangenheit zurückgegriffen werden kann. Es ist daher zu begrüßen, dass im Rahmen der zukünftigen regulatorischen Maßnahmen für G-SIIs die Abbildung von Liquiditätsrisiken in Stresssituationen einen hohen Stellenwert einnimmt.

Bei den Überlegungen zur systemischen Relevanz von Versicherungsunternehmen sollte vermieden werden, allein aufgrund langjähriger stabiler Verhältnisse in eher traditionellen Geschäftsbereichen

Allein aufgrund langjähriger stabiler Verhältnisse in eher traditionellen Geschäftsbereichen sollte nicht zwangsläufig auf die Abwesenheit systemischer Risikopotenziale geschlossen werden.

zwangsläufig auf die Abwesenheit systemischer Risikopotenziale für die Zukunft zu schließen. Die auf den Erfahrungen mit der AIG aufbauende und daher eher rückwärtsgerichtete Perspektive bei der Ausgestaltung

und Gewichtung der Kriterien für die G-SIIs kann lediglich einen Startpunkt markieren. So ist etwa die Definition von nichttraditionellem und Nicht-Versicherungsgeschäft nicht eindeutig, allein schon weil Auslegungsspielräume für die jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörden vorgesehen sind. Die Methodik zur Identifikation der G-SIIs sollte daher offen sein für eine Weiterentwicklung.

■ Quellenverzeichnis

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013a), Einzelangaben zu den Kapitalanlagen der Erstversicherungsunternehmen, Bestand in den einzelnen Versicherungssparten 2. Quartal 2013, September 2013.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013b), Jahresbericht 2012, Juni 2013.

Cummins, J. D. und M. A. Weiss (2013), Systemic Risk and Regulation of the U.S. Insurance Industry, Networks Financial Institute Policy Brief Vol 2013-PB-02, März 2013.

Deutsche Bundesbank (2012), Finanzstabilitätsbericht 2012, November 2012.

Eling, M. und D. Kiesenbauer (2012), Does Surplus Participation Reflect Market Discipline? An Analysis of the German Life Insurance Market, Journal of Financial Services Research Vol 42(3), Dezember 2012.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (2013), Technical Findings on the Long-Term Guarantees Assessment, Juni 2013.

³⁸ Aufgrund des Gesetzes der großen Zahlen erfordert dies eine gewisse Größe des Versichertenkollektivs.

Financial Stability Board (2013), Global Systemically Important Insurers (G-SIIs) and the Policy Measures That Will Apply to Them, Juli 2013.

Financial Stability Oversight Council (2013), Basis for the Financial Stability Oversight Council's Final Determination Regarding Prudential Financial, Inc., September 2013.

Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (2013), Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2013, August 2013.

International Association of Insurance Supervisors (2013a), Global Systemically Important Insurers: Policy Measures, Juli 2013.

International Association of Insurance Supervisors (2013b), Global Systemically Important Insurers: Initial Assessment Methodology, Juli 2013.

Kablau, A. und M. Wedow (2012), Gauging The Impact of a Low-Interest Rate Environment on German Life Insurers, Applied Economics Quarterly Vol 58(4), S. 279–298, Dezember 2012.

Laux, C. und C. Leuz (2010), Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis?, Journal of Economic Perspectives Vol 24(1), S. 93–118, Februar 2010.

Svensson, L. E. O. (1994), Estimating and Interpreting Forward Rates: Sweden 1992-1994, IMF Working Paper No 114, September 1994.

Außerbörsliche Derivatemarkte: systemische Risiken begrenzen

Die enge und intransparente Verflechtung von Marktteilnehmern über die globalen außerbörslichen Derivatemarkte stellt eine potenzielle Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems dar. Die Regulierungsreformen in diesem Bereich zielen daher darauf ab, die Transparenz zu erhöhen und systemische Risiken zu verringern. Die Verlagerung der Ausfallrisiken aus Derivategeschäften auf Zentrale Gegenparteien ist dabei das Kernstück der Reform. Zwar machen die internationale Standardsetzung, deren nationale Implementierung sowie die Anwendung dieser Regeln durchaus Fortschritte. Das Ziel, die neuen Vorgaben bis Ende 2012 vollständig anzuwenden, wurde jedoch verfehlt.

Aufgrund der globalen Natur des Derivatemarkts können regulatorische Unterschiede in der nationalen Umsetzung der Reformmaßnahmen leicht Arbitrage zwischen verschiedenen Rechtsräumen auslösen. Auch können grenzüberschreitende Wirkungen unterschiedlicher nationaler Derivatemarktregulierungen zu Konsistenzproblemen führen. Immerhin konnten sich die USA und die EU im Juli 2013 über das Vorgehen zur gegenseitigen Anerkennung ihrer Derivatemarktregulierung vorläufig einigen. Allerdings fallen in den USA und in der EU die Vorschriften für Zentrale Gegenparteien zur Berechnung der Einschussforderungen weiterhin recht unterschiedlich aus. Auch bei den Meldepflichten an Transaktionsregister gibt es materielle Unterschiede im Kreis der Berichtspflichtigen und im Umfang der zu berichtenden Daten. Außerdem fehlt es noch an einem Mechanismus, um die in den einzelnen Rechtsräumen erhobenen Daten für Analysezwecke zusammenzuführen.

Nun kommt es darauf an, die angestoßenen Reformen konsequent und in international konsistenter Weise zu implementieren. Da den Zentralen Gegenparteien eine systemrelevante Rolle eingeräumt wird, muss auf globaler Ebene auf strenge Vorgaben für deren Risikomanagement geachtet werden. Gleichzeitig sollte laufend analysiert werden, wie sich die Struktur der Derivatemarkte verändert.

Reform der Märkte für außerbörslich gehandelte Derivate hinter Zeitplan

Die globale Finanz- und Bankenkrise hat Schwächen in der Struktur der außerbörslichen Derivatemarkte offengelegt. Große Marktteilnehmer sind aufgrund ihrer Derivategeschäfte eng miteinander verflochten. Diese Verflechtung und ihre mangelnde Transparenz haben entscheidend dazu beigetragen, dass die Insolvenz der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers eine Vertrauenskrise im Finanzsystem auslöste.

Die umfassende Reform der außerbörslichen Derivatemarkte ist daher zu Recht eines der Kernanliegen bei der Neuordnung des internationalen Finanz-

Die umfassende Reform der außerbörslichen Derivatemarkte unterstützt die Regulierung des Schattenbankensystems und trägt zur Lösung des Too-big-to-fail-Problems bei.

systems. Ziele dieser Reform sind eine Erhöhung der Transparenz, eine Verringerung der systemischen Risiken und ein besserer Schutz vor Marktmissbrauch. Hierfür sollten nach einem Beschluss der G20 bis Ende 2012

alle Geschäfte mit außerbörslich (Over-the-Counter: OTC) gehandelten Derivaten an Transaktionsregister gemeldet werden. Ferner sollten alle standardisierten OTC-Derivate – sofern angemessen – an Börsen oder elektronischen Handelsplattformen gehandelt werden und das Clearing über Zentrale Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs) erfolgen. Für Derivategeschäfte, bei denen kein zentrales Clearing erfolgt, sollten höhere Eigenkapital- und zusätzliche Besicherungsanforderungen gelten.

Durch die konkrete Ausgestaltung dieser Reformagenda wird auch die Regulierung des Schattenbankensystems unterstützt, da alle Marktteilnehmer grundsätzlich denselben strikten Anforderungen an

Handel, Clearing und Risikominderungstechniken unterworfen werden. Der Anreiz für eine Verlagerung der Derivategeschäfte auf weniger stark regulierte Marktteilnehmer dürfte dadurch verringert werden. Zudem trägt die Reform der OTC-Derivatemarkte zur Lösung des sogenannten Too-big-to-fail-Problems bei. Durch die Besicherung der Derivatetransaktionen sollen auch große Teilnehmer aus dem OTC-Derivatemarkt ausscheiden können, ohne aufgrund ihrer Positionen in OTC-Derivaten Verwerfungen oder Ansteckungseffekte zu verursachen.¹⁾ Hierfür sind robuste CCPs zwingende Voraussetzung.

Deutliche Unterschiede bei der nationalen Umsetzung

Wünschenswert wäre es gewesen, wenn die internationalen Vereinbarungen zur Reform der OTC-Derivatemarkte möglichst gleichzeitig und in allen Ländern umgesetzt worden wären. Bei der nationalen Umsetzung gibt es jedoch deutliche Unterschiede in Bezug auf den Umfang der Reformen und die Zeitpläne. So weist der Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board: FSB) in seinem jüngsten Fortschrittsbericht darauf hin, dass der rechtliche Rahmen für ein zentrales Clearing bislang in 13 von 19 FSB-Rechtsräumen geschaffen wurde (siehe Schaubild 6.1).²⁾ Konkrete Clearing-Pflichten waren Ende September 2013 allerdings nur in Japan und den USA in Kraft. Zudem umfassen diese Regelungen lediglich einige Marktteilnehmer und ausgewählte Produkte, vor allem die sehr liquiden OTC-Zins- und Kreditderivate. Andere Länder wie Brasilien und Südafrika verzichten zunächst auf einen gesetzlichen Clearing-Zwang und setzen auf finanzielle Anreize wie unterschied-

¹ In diesem Zusammenhang wird auch diskutiert, das Kündigungsrecht in international gebräuchlichen Musterverträgen für OTC-Derivategeschäfte einzuschränken. Auf diese Weise soll verhindert werden, dass durch vorzeitige Kündigungen solcher Geschäfte die Schieflage eines Marktteilnehmers verstärkt und dessen geordnete Abwicklung erschwert wird.

² Vgl.: Financial Stability Board (2013), S. 5.

liche Eigenkapitalanforderungen, um das zentrale Clearing auszuweiten. Der FSB warnt allerdings zu Recht davor, dass dies möglicherweise nicht ausreicht, um die G20-Ziele zu erreichen.

Für zahlreiche OTC-Produkte wird bislang noch kein Clearing durch eine CCP angeboten. Dafür sind die – notwendigerweise – hohen Anforderungen einer aufsichtlichen Zulassung neuer Clearing-Produkte sowie Bewertungsprobleme aufseiten der CCPs bei mangelnder Standardisierung der Produkte verantwortlich. Allerdings dürften die Einführung einer Besicherungspflicht³⁾ sowie einer höheren Eigenkapitalunterlegung für OTC-Derivate, die nicht einem CCP-Clearing zugeführt werden, mittelfristig wichtige Anreize für eine stärkere Nutzung standardisierter Produkte setzen.

Hinsichtlich der Meldepflichten wird erwartet, dass bis Anfang 2014 drei Viertel der FSB-Mitgliedstaaten Regeln erlassen haben, die Meldungen von OTC-Derivategeschäfte an Transaktionsregister vorschreiben. In Bezug auf die Verlagerung des Derivatehandels auf organisierte Handelsplattformen fordert der FSB in seinem jüngsten Fortschrittsbericht dazu auf, dieses bisher eher vernachlässigte G20-Reformziel nicht aus den Augen zu verlieren.⁴⁾

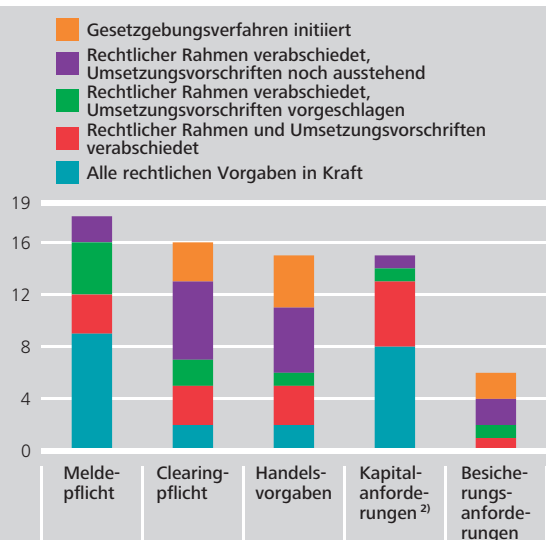
EU bereitet Clearing-Pflicht vor

Obwohl bereits im August 2012 eine entsprechende EU-Verordnung⁵⁾ in Kraft trat, konnte der angestrebte Termin Ende 2012 für die vollständige Umsetzung der Reform des OTC-Derivatemarkts in Europa nicht eingehalten werden. Die Verordnung führt ein Verfahren zur Festsetzung einer Clearing-Pflicht für standardisierte OTC-Derivate ein und schreibt eine Meldung aller Derivategeschäfte an Transaktionsregister vor. Diese Vorschriften haben jedoch ihre Wirkung noch nicht vollständig entfalten können, weil ergänzende technische Regulierungsstandards in einigen Bereichen fehlen. So wird die

Fortschritte bei der Umsetzung der Reformen zum außerbörslichen Derivatemarkt

Schaubild 6.1

Anzahl der 19 FSB-Rechtsräume¹⁾, Stand: Juli 2013



Quelle: Finanzstabilitätsrat (FSB). ¹ Aufgrund der EU-Verordnung EMIR werden die EU-Mitgliedstaaten als ein Rechtsraum berücksichtigt. ² Annahme der Basel III-Vorgaben.
 Deutsche Bundesbank

Clearing-Pflicht für außerbörslich gehandelte Zins- und Kreditderivate in der EU voraussichtlich erst im dritten Quartal 2014 wirksam werden. Darüber hinaus soll mit der Überarbeitung der EU-Finanzmarkt-richtlinie⁶⁾ der Handel standardisierter und liquider OTC-Derivate auf regulierte Handelsplätze verlagert werden. Die entsprechenden Verhandlungen stehen kurz vor dem Abschluss.

³ Vgl.: Basel Committee on Banking Supervision and Board of the International Organization of Securities Commissions (2013).
⁴ Vgl.: Financial Stability Board (2013), S. 6.
⁵ EU-Verordnung Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (European Market Infrastructure Regulation: EMIR).
⁶ Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive: MiFID).

Grenzüberschreitende Wirkungen zu beachten

Mit fortschreitender Konkretisierung der neuen Regeln in den verschiedenen Rechtsräumen richtet sich das Augenmerk der Regulierer nun vermehrt auf mögliche Wechselwirkungen der nationalen

Es besteht die Gefahr, dass verschiedene Rechtsräume unterschiedliche Regulierungsanforderungen an die Marktteilnehmer richten.

und regionalen Vorschriften. Es besteht die Gefahr, dass verschiedene Rechtsräume unterschiedliche Regulierungsanforderungen an die Marktteilnehmer richten.

Problematisch ist, wenn sich Regeln widersprechen, sodass eine gleichzeitige Erfüllung zweier Regelwerke unmöglich ist. Die Unsicherheit über in Konflikt stehende Regeln könnte letztlich zu Marktverzerrungen oder zu einer starken Fragmentierung des OTC-Derivatemarkts mit einem entsprechenden Rückgang der Marktliquidität führen.

Vor diesem Hintergrund ist die vorläufige Einigung zwischen den USA und der EU vom Juli 2013 über das weitere Vorgehen im Hinblick auf den Prozess zur gegenseitigen Anerkennung ihrer Derivatemarktregulierung zu begrüßen. Die Marktteilnehmer und Infrastrukturanbieter können nun wählen, welches Regelwerk sie ihren jeweiligen Derivategeschäften zugrunde legen. Die im Vorfeld befürchteten Marktstörungen durch die extraterritoriale Wirkung der US-Vorschriften sind angesichts dieser Einigung ausgeblieben.

Trotz dieser bedeutenden Annäherung bleiben einige Probleme ungelöst. So fallen beispielsweise die Vorschriften für CCPs zur Berechnung der Einschussforderungen (Margins) unterschiedlich aus. In den USA beträgt die gesetzlich vorgeschriebene Mindestliquidationsfrist für börsengehandelte Futures einen Geschäftstag und für außerbörslich gehandelte Zinsswaps fünf Geschäftstage. In Europa muss

hingegen für beide Finanzinstrumente das Risiko der Liquidation über zwei Geschäftstage abgedeckt werden. Überdies sehen die europäischen Vorschriften für OTC-Derivate eine Margin-Berechnung auf Basis eines Konfidenzintervalls von 99,5% vor, die USA verlangen nur den internationalen Minimumstandard von 99%. Da die Margins mögliche Marktrisiken während des Liquidationszeitraums abdecken müssen, ist der Sicherheitsbedarf für die Inanspruchnahme einer CCP stark von ihrem Sitz abhängig. Dies kann für bestimmte Produkte tendenziell zur Abwanderung zu den aus Sicht der Clearing-Teilnehmer jeweils günstigeren CCPs führen. Dies verdeutlicht die Notwendigkeit, dass internationale Vorgaben möglichst viele Details klar und eindeutig festlegen.

Unterschiedliche Meldesysteme erschweren Finanzstabilitätsanalyse

Bei den Meldepflichten an Transaktionsregister bestehen ebenfalls materielle Unterschiede. Sie betreffen den Kreis der berichtspflichtigen Marktteilnehmer und Transaktionen sowie die Abgrenzung der zu berichtenden Daten. Im Geltungsbereich der EU-Verordnung müssen alle börslich und außerbörslich gehandelten

Derivatetransaktionen von beiden Vertragsparteien an ein zugelassenes Transaktionsregister gemeldet werden; in den USA hingegen müssen nur große Händler und bedeutende Marktteil-

Die unterschiedlichen Meldepflichten sind ein Grund dafür, dass die angestrebte Transparenz des globalen OTC-Derivatemarkts zunächst nicht vollständig erreicht wird.

nehmer ihre OTC-Derivatetransaktionen melden. In der EU müssen zudem regelmäßig Angaben zu den Marktwerten und zum Grad der Besicherung erfolgen, um die Verwertbarkeit der Meldungen zu erhöhen. Die unterschiedlichen Meldepflichten sind ein Grund dafür, dass die angestrebte Transparenz des

globalen OTC-Derivatemarkts zunächst nicht vollständig erreicht wird. Der FSB hat eine Arbeitsgruppe eingesetzt, die eine Machbarkeitsstudie erstellen soll, in der untersucht wird, ob und wie eine durch die Meldung an nationale Transaktionsregister befürchtete Fragmentierung der Daten überwunden werden kann. Dies ist wichtig, um globale Analysen mit Blick auf die Finanzstabilität quantitativ besser fundieren zu können.⁷⁾

Multilaterale Verhandlungen kommen in Gang

Über die europäisch-amerikanische Annäherung hinaus ist wichtig, dass entsprechende Vereinbarungen mit den Aufsichtsbehörden weiterer Staaten mit bedeutenden OTC-Derivatemarkten getroffen werden. Das grenzüberschreitende Derivategeschäft muss überall auf eine vergleichbare Rechtsgrundlage gestellt werden, um Regulierungsarbitrage zu unterbinden. Dabei zeigen sich erste Ergebnisse bei den multilateralen Verhandlungen einer Gruppe von Wertpapiermarktaufsehern.⁸⁾ Diese Gruppe entwickelte im Laufe des Jahres 2013 Lösungsansätze und Prinzipien für die Harmonisierung unterschiedlicher Regulierungsansätze.⁹⁾ Diese Prinzipien dienen dazu, widersprüchliche Regeln für Marktteilnehmer und Transaktionen zu vermeiden und somit die Unsicherheit für die Betroffenen zu verringern. Als besonders wichtig sieht die Gruppe eine koordinierte Vorgehensweise der Aufsichtsbehörden an, zum Beispiel vor einer Prüfung der Äquivalenz von Regeln eines anderen Rechtsraums oder der Inkraftsetzung einer Clearing-Pflicht. Bei regulatorischen Differenzen soll die strengere Regel für beide Parteien gelten.

Ferner sollen die Aufsichtsbehörden eventuelle Barrieren bei der Meldepflicht, insbesondere Datenschutzprobleme bei Meldungen an Transaktionsregister, abbauen und den grenzüberschreitenden aufsichtlichen Zugriff auf Daten in Transaktionsregistern ermöglichen. Die Gruppe behandelt auch Fragen des direkten aufsichtlichen Zugangs

zu Marktteilnehmern in anderen Ländern und zur Behandlung von Filialen und Niederlassungen ausländischer Marktteilnehmer.

Vor dem Hintergrund der eingetretenen Verzögerungen und noch ungelöster Detailfragen, vor allem in Bezug auf das grenzüberschreitende Zusammenspiel der Derivateregeln, beklagen viele Marktteilnehmer die regulatorische Unsicherheit und zögern mit der notwendigen Anpassung ihrer internen Systeme und Verfahren.

Globale Handelsaktivitäten gestiegen

Gemäß einer aktuellen Untersuchung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist der außerbörsliche Handel mit Zins- und Devisenderivaten – entgegen verschiedentlich geäußerten Erwartungen – auch in den vergangenen drei Jahren kräftig gewachsen.¹⁰⁾ Demnach wurden im April 2013 weltweit geschäftstätig OTC-Zinsderivate mit einem Nominalwert von durchschnittlich 2,3 Billionen US-\$ (nach 2,1 Billionen US-\$ im April 2010 und 1,7 Billionen US-\$ im April 2007) sowie OTC-Devisenderivate mit einem Nominalwert von 3,3 Billionen US-\$ (nach 2,5 Billionen US-\$ im April 2010 und 2,3 Billionen US-\$ im April 2007) gehandelt. Die hohen Wachstumsraten beim Handel von OTC-Devisenderivaten sind nach Angaben der BIZ vor allem auf verstärkte Aktivitäten des Finanzsektors

Außerbörslicher Handel mit Zins- und Devisenderivaten – entgegen verschiedentlich geäußerten Erwartungen – auch in den vergangenen drei Jahren kräftig gewachsen.

⁷ Zu Inhalt und Umfang möglicher Analysen von Daten zu OTC-Derivaten vgl.: T. Droll und M. Ockler (2013).

⁸ OTC Derivatives Regulators Group. Sie besteht aus den Wertpapiermarktaufsehern der EU, der USA, der Schweiz, Kanadas, Australiens, Singapurs, Hongkongs und Japans.

⁹ Vgl.: OTC Derivatives Regulators Group (2013a und 2013b).

¹⁰ Vgl.: Bank for International Settlements (2013).

– hauptsächlich von mittelgroßen Banken – zurückzuführen, während realwirtschaftliche Gegenparteien lediglich an 8% der Transaktionen beteiligt waren. Das Wachstum bei den OTC-Zinsderivaten sei auch auf ein gestiegenes Bedürfnis vieler Marktteilnehmer nach Absicherung von Zinsrisiken im derzeit herrschenden Niedrigzinsumfeld zurückzuführen.

Zentrale Gegenparteien gewinnen an Bedeutung

Das wichtigste Element der Reform der außerbörslichen Derivatemarkte ist die Verringerung der systemischen Risiken durch das CCP-Clearing. Indem sie als Vertragspartei zwischen Derivatekäufer und -verkäufer treten, sollen CCPs die Ausfallrisiken des überwiegenden Teils der Derivatemarkte bündeln. CCPs können somit Risiken im Finanzsystem begrenzen und durch den Ausfall eines großen Marktteilnehmers ausgelöste Schockwellen – quasi als Wellenbrecher – mildern.

Fortschritte beim zentralen Clearing zeigen sich anhand der neu abgeschlossenen Geschäfte, bei denen eine CCP eingeschaltet wurde. Im zweiten Quartal 2013 wurden Angaben der Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC)¹¹ zufolge 57% der neu abgeschlossenen Index-Kreditausfallswaps in das CCP-Clearing überführt. Im vierten Quartal 2012 war dies nur bei 28% der entsprechenden Neugeschäfte der Fall (siehe Tabelle 6.1). Nachdem sich das CCP-Clearing zuvor nur auf Transaktionen zwischen den global agierenden Derivatehändlern erstreckte, wurden im zweiten Quartal 2013 CCPs bei rund einem Viertel der Transaktionen in bestimmten Kreditderivaten zwischen den Derivatehändlern und den sonstigen Marktteilnehmern als Kunden eingeschaltet.

Trotz der größeren Bedeutung von CCPs bei Neugeschäften erhöht sich der Bestand der von einem CCP-Clearing erfassten OTC-Derivate nur langsam. Dies liegt an den recht langen durchschnittlichen Laufzeiten von Derivaten. Gemessen an den Nominalwerten waren Mitte 2013 weltweit 42% der ausstehenden OTC-Zinsderivate von einem CCP-Clearing erfasst, verglichen mit 40% ein Jahr zuvor. Bei allen global ausstehenden Kreditausfallswaps betrug dieser Wert 14%, verglichen mit 12% Mitte 2012.

Maßgeblich für diese Ausweitung des zentralen Clearings war insbesondere das Inkrafttreten von CCP-Clearing-Pflichten im November 2012 in Japan und im März 2013 in den USA. Solche Clearing-Pflichten sollten zügig auf weitere Marktteilnehmer und Produkte ausgedehnt werden. Für die außerbörslichen Aktien-, Rohstoff- und Devisenderivate ist die Datenlage zum zentralen Clearing bislang unbefriedigend und lässt keine belastbaren Aussagen über entsprechende Fortschritte zu. Um die systemischen Risiken auf den OTC-Derivatemarkten umfassend einzudämmen, sollte dieser Bereich nicht aus den Augen verloren werden.

Clearing-Pflichten sollten zügig auf weitere Marktteilnehmer und Produkte ausgedehnt werden.

Zentrale Gegenparteien als elementare Knotenpunkte im Finanzsystem

CCPs werden künftig eine größere Rolle im globalen Finanzsystem spielen. Wegen dieser zentralen Stellung werden CCPs in der EU durch ein neu geschaffenes Aufsichtsregime und zusätzliche Anforderungen an ihr Risikomanagement gestärkt. In Deutschland werden CCPs durch die Bundes-

¹¹ Die DTCC ist ein in den USA angesiedelter Betreiber von CCPs, Transaktionsregistern und Zentralverwahrern.

anstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht in Zusammenarbeit mit der Bundesbank überwacht und beaufsichtigt. Aufgrund der zunehmenden systemischen Bedeutung von CCPs wird derzeit über die Einführung von Sanierungs- und Abwicklungsregelwerken diskutiert, die auf ihre spezielle Rolle im Finanzsystem zugeschnitten sind (siehe Kasten „Sanierung und Abwicklung von Zentralen Gegenparteien in der Diskussion“ auf S. 98).

Grundsätzlich dürfte eine CCP nicht selbst Ausgangspunkt von Ansteckungseffekten sein, da sie nicht handelsaktiv ist und daher selbst keine offenen Handelspositionen hat. Erst durch den Ausfall eines Clearing-Teilnehmers kommt es dazu, dass sich auf Ebene der CCP nicht mehr deckungsgleiche Positionen gegenüberstehen. Der ansonsten bestehende Neutralisierungseffekt gegenläufiger Positionen bleibt in diesem Fall aus.

CCPs bewerten die offenen Positionen der Handelsteilnehmer laufend und verlangen eine entsprechende Besicherung. Ihre finanziellen Ressourcen bestehen unter anderem aus den von den Clearing-Teilnehmern gestellten Sicherheiten, einem Clearing-Fonds, Nachschusspflichten zu diesem Clearing-Fonds sowie den finanziellen Rücklagen und dem Eigenkapital der CCP.

Umfassendes Risikomanagement essenziell

Um den Aufgaben als Risikobegrenzer und Wellenbrecher im Finanzsystem nachkommen zu können, muss eine CCP über eine robuste Steuerung der Kontrahenten- und Liquiditätsrisiken verfügen. Da CCPs zunehmend im Wettbewerb miteinander stehen, muss verhindert werden, dass es zu einem gegenseitigen Unterbieten im Hinblick auf die Anforderungen an den Umfang und die Qualität der zu stellenden Sicherheiten kommt. Laxere Sicherheitenanforderungen könnten sich zum einen sowohl im Absenken der Anforderungen an die zu stellen-

Clearing von Kreditausfallswaps^{*)} über Zentrale Gegenparteien Tabelle 6.1

Anteil an den gesamten globalen Neuabschlüssen in %

Vertragspartner	Produktgruppe	2012 4. Vj.	2013 1. Vj.	2013 2. Vj.
Händler – Händler ¹⁾	Index-CDS ²⁾	28	41	57
	Single-Name-CDS ³⁾	22	24	21
Händler – Kunde	Index-CDS	1	4	25
	Single-Name-CDS	–	–	–

Quelle: Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC). * Credit Default Swaps (CDS). 1 Geschäfte zwischen den 16 globalen außerbörslichen Derivatehändlern. 2 CDS auf ein Portfolio von Referenzschuldnern. 3 CDS auf einen einzelnen Basiswert.

Deutsche Bundesbank

den Sicherheiten als auch in Form von geringeren Wertabschlägen (Haircuts) auf die empfangenen Sicherheiten äußern. Zum anderen besteht die Möglichkeit, dass die angewandten Modelle zur Berechnung der Höhe der geforderten Sicherheiten das in den Portfolios der Clearing-Teilnehmer enthaltene Risiko systematisch unterschätzen (Modellrisiko).

Eine vollständige Risikobetrachtung sollte nicht nur die CCPs selber, sondern auch die Struktur aus direkten und indirekten Teilnehmern am CCP-Clearing sowie ihre wechselseitigen Abhängigkeiten einbeziehen. Dabei ist zu beachten, dass die global agierenden Derivatehändler bei fast allen CCPs, die Clearing von OTC-Derivaten anbieten, als direkte Clearing-Teilnehmer angebunden sind und häufig kleinen und mittleren Marktteilnehmern den Zugang zu CCPs vermitteln. Neben ihrer bedeutenden Rolle im OTC-Derivatehandel aufgrund ihrer Vermittlerrolle und ihrer Eigenhandlungspositionen spielen sie damit auch beim Clearing eine Schlüsselrolle. Indirekte Clearing-Teilnehmer sind

Eine vollständige Risikobetrachtung sollte auch die Struktur aus direkten und indirekten Teilnehmern am CCP-Clearing einbeziehen.

Sanierung und Abwicklung von Zentralen Gegenparteien in der Diskussion

Zentrale Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs) übernehmen das Kontrahentenausfallrisiko aus Handelsgeschäften zwischen Marktteilnehmern. Aufgrund der Pflicht zum Clearing durch CCPs im Rahmen der globalen Reform von außerbörslichen (Over-the-Counter: OTC) Derivatmärkten nimmt die systemische Relevanz von CCPs zu.

Aus Sicht der Finanzstabilität besteht die Gefahr, dass der Ausfall eines oder mehrerer Clearing-Teilnehmer die Schieflage einer CCP bewirkt. Eine CCP kann beim Ausfall eines Clearing-Teilnehmers eine Reihe von Maßnahmen ergreifen, um ihre offenen Positionen zu schließen. Sie kann bei börsengehandelten Derivaten entsprechende gegenläufige Geschäfte an der Börse abschließen. Bei außerbörslichen Derivaten kann sie Auktionen unter Beteiligung der Clearing-Teilnehmer durchführen. Letztlich kommen auch Übertragungen von offenen Positionen auf die verbliebenen Clearing-Teilnehmer in Betracht. Gleichwohl ist es möglich, dass die CCP bei diesen Maßnahmen ungedeckte Verluste hinnehmen muss.

Deshalb wird derzeit intensiv darüber diskutiert, wie künftige spezielle Sanierungs- und Abwicklungsregelwerke für diese Finanzmarktinfrastrukturen ausgestaltet werden könnten. Ziel eines solchen Regimes ist die Wahrung der Finanzstabilität. Dazu sollten die systemkritischen Funktionen der CCP weitergeführt und Ansteckungseffekte auf die Clearing-Teilnehmer begrenzt werden.

Wegen des grenzüberschreitenden Charakters vieler von CCPs bedienter Finanzmärkte sollten Sanierungs- und Abwicklungsregelwerke international abgestimmten Prinzipien unterliegen. Daher veröffentlichten der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems: CPSS) und die Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions: IOSCO) im August 2013 ein gemeinsames Konsultationspapier, in dem Instrumente und Maßnahmen zur Diskussion gestellt wurden, die Eingang in Sanierungspläne von CCPs und anderen Finanzmarktinfrastrukturen finden sollten.¹⁾ Vorschläge zur Abwicklung von Finanzmarktinfrastrukturen – einschließlich CCPs – wurden in einem parallel laufenden Prozess vom Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board: FSB) unter Einbindung der beiden erstgenannten Gremien erarbeitet.²⁾ Die für Deutschland relevante Umsetzung der Sanierungs- und Abwicklungsregeln wird in Form eines EU-Rechtsaktes erfolgen. Die Europäische Kommission wird voraussichtlich Anfang 2014 einen entsprechenden Entwurf vorlegen.

Gemäß den Vorschlägen von CPSS und IOSCO und denen des FSB könnten die aufeinander abgestimmten Sanierungs- und Abwicklungsmaßnahmen folgende Gestalt annehmen:

¹ Vgl.: Committee on Payment and Settlement Systems und International Organization of Securities Commissions, Recovery of Financial Market Infrastructures, August 2013.

² Vgl.: Financial Stability Board, Application of the Key Attributes of Effective Resolution Regimes to Non-Bank Financial Institutions, August 2013.

Während der Sanierung könnte die Unternehmensleitung der CCP versuchen, ungedeckte Verluste durch das (teilweise) Einbehalten der von der CCP durchzuleitenden Barausgleiche (Variation Margins)³⁾, die Erhebung von Barnachschüssen von Clearing-Teilnehmern oder die Rekapitalisierung durch die CCP-Eigentümer aufzufangen. Um die Planungssicherheit für die Clearing-Teilnehmer zu erhöhen, sollte eine CCP vorab einen Sanierungsplan aufstellen, der die einzelnen Handlungsmöglichkeiten auflistet.

Gelingt es mit diesen Maßnahmen nicht, die Schiefelage der CCP zu beseitigen, könnte unter bestimmten Voraussetzungen die Abwicklung eingeleitet werden. Die zuständige Abwicklungsbehörde könnte dann künftig die Befugnis haben, Verbindlichkeiten der CCP zu kürzen oder in Eigenkapital zu wandeln (Bail-in). Nach den Vorstellungen des FSB sollte auch in der

Abwicklungsphase die Möglichkeit bestehen, die Variation Margins (teilweise) einzubehalten und unter Umständen – soweit gesetzlich zulässig – sogar die von allen Clearing-Teilnehmern gestellten Sicherheiten zur Liquiditätssicherung oder Verlustverteilung heranzuziehen. Zudem sollte die Abwicklungsbehörde Umstrukturierungsmaßnahmen durchsetzen können. Gilt die CCP in mehreren Rechtsräumen als systemrelevant, erscheint eine Kooperation der zuständigen nationalen Behörden sinnvoll.

³ Die Variation Margin bezeichnet den Barausgleich, der zur Abdeckung der während des Tages durch Kursschwankungen entstandenen Gewinne oder Verluste durch die Kontraktpartner geleistet werden muss.

in dieser Konstellation dem Risiko des Ausfalls des direkten Clearing-Teilnehmers ausgesetzt. Daher ist die in der EU vorgesehene Trennung von Handelspositionen und gestellten Sicherheiten der Kunden von denjenigen eines direkten Clearing-Teilnehmers ein wichtiger Schritt, um die Ansteckungsrisiken im Finanzsystem zu begrenzen.

Vor globaler Sicherheitenknappheit?

Im Hinblick auf die Auswirkungen der OTC-Derivatemarktreformen werden mitunter Befürchtungen geäußert, dass die Besicherungsanforderungen für OTC-Derivatetransaktionen zu einem Engpass an geeigneten Sicherheiten führen könnten. Konkrete Schätzungen zum globalen Sicherheitenbedarf sind allerdings mit zahlreichen Unsicherheiten behaftet. Wie oben dargelegt, ist die finale Ausgestaltung der entsprechenden Regeln und damit der Kreis der

Ausnahmetatbestände noch nicht in allen Bereichen abgeschlossen.

In einer aktuellen Studie konnte eine globale Knappheit an hochwertigen Sicherheiten nicht festgestellt werden.¹²⁾ Allerdings sind regional oder sektoral auftretende Probleme in der Sicherheitenversorgung gleichwohl

Bei einem steigenden Bedarf an hochwertigen Sicherheiten dürften Dienstleistungen zur Sicherheiten-transformation an Bedeutung gewinnen.

¹² Vgl.: Committee on the Global Financial System (2013). In dieser Studie wurden nicht nur die Anforderungen aus der OTC-Derivatemarktregulierung, sondern auch aus anderen aktuellen Änderungen in der Finanzmarkt- und Bankenregulierung berücksichtigt. Die Studie geht von einem Anstieg der Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Sicherheiten von rd. 4 Billionen US-\$ aus. Da das Angebot an diesen Sicherheiten seit Ende 2007 um knapp 11 Billionen US-\$ gestiegen sei, sollte eine globale Knappheit ausbleiben.

möglich. Sollte ein globaler Engpass die Preise für hochwertige Sicherheiten erhöhen, sind Verhaltensänderungen der Marktteilnehmer zu erwarten. So dürften bei einem steigenden Bedarf an hochwertigen Sicherheiten Dienstleistungen zur Sicherheitstransformation an Bedeutung gewinnen. Bei derartigen Transaktionen werden Sicherheiten mit unterschiedlicher Bonität und Liquidität ausgetauscht. Aus diesen Geschäften können neue Risiken für die Finanzstabilität resultieren, indem eine neue Form der Vernetzung entsteht, zum Beispiel zwischen Banken einerseits und Versicherungsunternehmen¹³ oder Investmentfonds als traditionelle Halter hochwertiger Wertpapiere andererseits. Der künftige Umfang entsprechender Transaktionen lässt sich bislang jedoch kaum absehen.

Die weitere Begleitung der Reformanstrengungen sowie die Beobachtung und Beurteilung der mittel- und langfristigen Auswirkungen der ergriffenen Maßnahmen wird noch für längere Zeit auf der Tagesordnung der für Fragen der Finanzstabilität zuständigen nationalen und internationalen Gremien stehen.

■ Quellenverzeichnis

Bank for International Settlements (2013), Triennial Central Bank Survey – Preliminary Global Results, September 2013.

Basel Committee on Banking Supervision and Board of the International Organization of Securities Commissions (2013), Margin Requirements for Non-Centrally Cleared OTC-Derivatives, September 2013.

Committee on the Global Financial System (2013), Asset Encumbrance, Financial Reform and the Demand for Collateral Assets, CGFS Publications No 49, Mai 2013.

Droll, T. und M. Ockler (2013), Die Transparenz globaler Derivatemarkte – Licht, Halbdunkel und Schatten, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 66, Heft 4, Februar 2013.

Financial Stability Board (2013), Report from the FSB Chairman for the G20 Leaders Summit, OTC Derivatives Reforms Progress, September 2013.

OTC Derivatives Regulators Group (2013a), Report to the G20-Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors of 18–19 April 2013.

OTC Derivatives Regulators Group (2013b), Report on Agreed Understandings to Resolving Cross-Border Conflicts, Inconsistencies, Gaps and Duplicative Requirements, August 2013.

¹³ Siehe Kapitel „Versicherer zwischen niedrigen Zinsen und erhöhten Eigenkapitalanforderungen“ auf S. 73.

Makroprudenzielle Politik in Deutschland nimmt Gestalt an

Das institutionelle Gefüge der makroprudenziellen Politik ist im Jahr 2013 entscheidend weiterentwickelt worden. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken, der seit dem Jahr 2011 für die makroprudenzielle Überwachung und Koordination in der EU zuständig ist, wird nun ergänzt durch nationale makroprudenzielle Behörden. In Deutschland wurde mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Überwachung der Finanzstabilität Anfang 2013 der Ausschuss für Finanzstabilität als nationale makroprudenzielle Instanz geschaffen.

Mit der Anwendbarkeit der europäischen Eigenkapitalrichtlinie und -verordnung ab Januar 2014 erhalten die zuständigen Behörden eine Reihe von Eingriffsinstrumenten für den Bankensektor. Zudem erhält die Europäische Zentralbank im Rahmen der einheitlichen Bankenaufsicht Aufgaben hinsichtlich der makroprudenziellen Überwachung von Kreditinstituten, wobei sie die national ergriffenen Maßnahmen lediglich verschärfen kann. Die Bundesbank – ebenso wie andere Notenbanken und Aufsichtsbehörden in Europa – arbeitet an den Grundlagen für den praktischen Einsatz dieser Instrumente. Im Gegensatz zum Bankensektor steht die Entwicklung des makroprudenziellen Instrumentariums in anderen Segmenten des Finanzmarktes, zum Beispiel für Versicherer, noch am Anfang.

Die weitere Ausgestaltung der makroprudenziellen Politik erfordert die Entwicklung einer nationalen Strategie der makroprudenziellen Überwachung. Hierzu hat der Europäische Ausschuss für Systemrisiken eine Empfehlung zu Zwischenzielen und makroprudenziellen Instrumenten an die EU-Mitgliedstaaten und deren makroprudenzielle Behörden herausgegeben. Bei der Umsetzung der Empfehlung spielt in Deutschland der Ausschuss für Finanzstabilität eine zentrale Rolle.

Ausschuss für Finanzstabilität nimmt Arbeit auf

In seiner Empfehlung zum makroprudenziellen Mandat der nationalen Behörden¹⁾ fordert der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) die EU-Mitgliedstaaten auf, in den nationalen Rechtsvorschriften eine Instanz zu bestimmen, die mit der Durchführung der makroprudenziellen Politik im Inland betraut ist. Damit wird für die Mitgliedstaaten ein Rahmen geschaffen, innerhalb dessen sie auf nationaler Ebene entweder auf eigene Initiative oder auf Grundlage von Warnungen oder Empfehlungen des ESRB zur Wahrung der Finanzstabilität beitragen können. Gleichzeitig wird sichergestellt, dass die makroprudenzielle Politik den Besonderheiten der Finanz- und Wirtschaftssysteme in den Mitgliedstaaten angemessen Rechnung tragen kann.

Deutschland hat diese ESRB-Empfehlung mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Überwachung der Finanzstabilität (Finanzstabilitätsgesetz: FinStabG)²⁾ Anfang 2013 umgesetzt. Kern des Finanzstabilitätsgesetzes

Kern des Finanzstabilitätsgesetzes ist die Einrichtung des Ausschusses für Finanzstabilität.

ist die Einrichtung des Ausschusses für Finanzstabilität (AFS) als nationale makroprudenzielle Instanz. Der AFS institutionalisiert die Zusammenar-

beit der beteiligten deutschen Behörden³⁾ im Bereich der Finanzstabilität und leistet einen substantziellen Beitrag zur Wahrung eines stabilen Finanzsystems in Deutschland.⁴⁾

Bundesbank übernimmt wichtige Aufgaben

Innerhalb des AFS übernimmt die Bundesbank wichtige Aufgaben. Dazu zählen insbesondere die makroprudenzielle Überwachung und Risikoanalyse des

deutschen Finanzsystems.⁵⁾ Darüber hinaus kann die Bundesbank dem Ausschuss vorschlagen, Warnungen und Empfehlungen abzugeben. Sie ist zudem dafür zuständig, deren Umsetzung zu bewerten. Dabei können im AFS gegen die Stimmen der Bundesbankvertreter keine Entscheidungen über Warnungen oder Empfehlungen getroffen werden.⁶⁾ Auch die Vorbereitung des jährlichen Lage- und Rechenschaftsberichts des AFS an den Deutschen Bundestag obliegt der Bundesbank.

Eine der Hauptaufgaben des AFS besteht darin, für die Finanzstabilität maßgebliche Sachverhalte sowie relevante Gefahren für das deutsche Finanzsystem zu erörtern. Sollte der Ausschuss zu der Einschätzung gelangen, dass bestimmte Entwicklungen erhebliche Finanzstabilitätsrisiken auf nationaler Ebene bergen, so verfügt er über verschiedene Handlungsoptionen. Zum Beispiel kann er bereits in einem frühen Stadium des Risikoaufbaus öffentlich hierauf hinweisen. Weiterhin besteht die Möglichkeit, eine formale Warnung an die Bundesregierung, die BaFin oder eine andere inländische öffentliche Stelle zu richten oder konkrete Maßnahmen zur Minderung beziehungsweise Abwehr dieser Risiken zu empfehlen. Solche Empfehlungen können beispielsweise den Einsatz von sogenannten „harten“ makroprudenziellen Instrumenten durch die BaFin vorsehen. Der AFS selbst verfügt über keine direkten Eingriffsmöglichkeiten in die Geschäftstätigkeit der Finanzmarktakteure.

1 Vgl.: European Systemic Risk Board (2011).

2 Siehe Finanzstabilitätsgesetz vom 28. November 2012 (BGBl. I S. 2369), das durch Art. 21 des Gesetzes vom 4. Juli 2013 (BGBl. I S. 1981) geändert worden ist.

3 Dem AFS gehören jeweils drei Vertreter des Bundesministeriums der Finanzen (BMF), der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Bundesbank sowie ein nicht stimmberechtigter Vertreter der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA) an.

4 Vgl.: A. Dombret (2012).

5 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013a), S. 41 ff.

6 Alle Aufgaben, welche die Bundesbank im Rahmen ihrer Mitgliedschaft im AFS übernimmt, übt sie unter Wahrung ihrer Unabhängigkeit aus; vgl.: Deutsche Bundesbank (2013a), S. 49.

Harte makroprudenzielle Instrumente sind Maßnahmen, die auf Mitteln der Finanzsektorregulierung beruhen. Sie werden präventiv mit dem Ziel eingesetzt, die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems als Ganzes zu erhöhen und gegebenenfalls Zyklen in der Entwicklung systemischer Risiken zu dämpfen.⁷⁾ Ihre Anwendung erfolgt demnach mit Blick auf die Gefährdungssituation innerhalb einzelner oder mehrerer Sektoren des Finanzsystems und richtet sich daher regelmäßig an Gruppen von Finanzintermediären. Die Verfügbarkeit solcher makroprudenzieller Instrumente ist in den verschiedenen Finanzmarktsegmenten noch sehr unterschiedlich. Während im Bankensektor diesbezüglich bereits große Fortschritte erzielt wurden, befindet sich insbesondere die Entwicklung makroprudenzieller Instrumente für den Versicherungssektor noch in einem vergleichsweise frühen Stadium.

Neues Instrumentarium für den Bankensektor steht bereit

Mit der Anwendbarkeit der europäischen Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive IV: CRD IV) und -verordnung (Capital Requirements Regulation: CRR) für Kreditinstitute ab Januar 2014 steht den makroprudenziellen Behörden ein umfangreiches Instrumentenpaket für den Bankensektor zur Verfügung.⁸⁾ Die neuen Regularien zielen darauf ab,

Ab Januar 2014 steht den makroprudenziellen Behörden ein umfangreiches Instrumentenpaket für den Bankensektor zur Verfügung.

die Widerstandskraft der Finanzinstitute durch eine Verbesserung ihrer Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung zu stärken und krisenhafte Entwicklungen, wie sie insbesondere die euro-

päischen Bankensysteme in den vergangenen sechs Jahren erlebt haben, künftig zu vermeiden. Die neuen makroprudenziellen Instrumente sollen es ermög-

lichen, Gefährdungen der Finanzstabilität auf nationaler Ebene zu begegnen. Bisher bestehen jedoch kaum Erfahrungen mit deren Anwendung. Die

Bundesbank arbeitet deshalb – ebenso wie andere Notenbanken und Aufsichtsbehörden in Europa – an den Grundlagen für den praktischen Einsatz dieser Instrumente.

CRD IV und CRR umfassen sowohl antizyklische als auch strukturelle makroprudenzielle Instrumente.⁹⁾ Sie alle sind letztlich darauf ausgerichtet, die Widerstandskraft und die Verlustabsorptionsfähigkeit der Kreditinstitute zu erhöhen. Darüber hinaus bieten einige der Instrumente die Möglichkeit, durch eine antizyklische Ausgestaltung die Amplituden des Kreditzyklus zu dämpfen.

Die Bundesbank arbeitet an den Grundlagen für den praktischen Einsatz der makroprudenziellen Instrumente.

Antizyklischer Kapitalpuffer mit zyklischen und strukturellen Eigenschaften

Der antizyklische Kapitalpuffer (Countercyclical Capital Buffer: CCCB) ist denjenigen makroprudenziellen Instrumenten zuzurechnen, die sowohl die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors stärken als auch zu einer Mäßigung des Risikozyklus beitragen können.

Der antizyklische Kapitalpuffer stärkt die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors und trägt zur Mäßigung des Risikozyklus bei.

⁷ Auf die Stabilität des Finanzsystems können sich auch Maßnahmen aus anderen Bereichen der Wirtschaftspolitik (z. B. steuerliche Regelungen) auswirken. Ebenso trägt die mikroprudenziell ausgerichtete Aufsicht zur Stabilität des Finanzsystems bei.

⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013b), S. 57 ff.

⁹ Zur Ausgestaltung der Instrumente sowie den rechtlichen Grundlagen vgl.: Deutsche Bundesbank (2013a), S. 41 ff. und Deutsche Bundesbank (2013b), S. 57 ff.

In der EU ist die Einführung des CCCB schrittweise ab dem Jahr 2016 vorgesehen. Die Kreditinstitute müssen dann für maßgebliche Risikopositionen einen zusätzlichen Kapitalpuffer nach Maßgabe der CCCB-Quote¹⁰⁾ vorhalten. Da die Höhe des Puffers auf nationaler Ebene festgelegt wird, kann sich die Quote von Land zu Land unterscheiden. Der antizyklische Kapitalpuffer ist während der Aufschwungphase eines Kreditzyklus aufzubauen, sobald eine starke Kreditvergabe zu einem Zuwachs an systemischen Risiken führt. Das von den Kreditinstituten auf diese Weise angesammelte harte Kernkapital kann in einem Abschwung zur Verlustabsorption genutzt werden und beugt somit möglichen Instabilitäten vor.

Der Einsatz des CCCB obliegt in Deutschland der BaFin. Gleichwohl hat der AFS die Möglichkeit, die Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer durch entsprechende Empfehlungen zu begleiten. Mitte 2014 ist eine Empfehlung des ESRB zur konkreten Ausgestaltung des antizyklischen Kapitalpuffers zu erwarten. In Deutschland ist es Aufgabe des AFS, auf Grundlage der Analysen der Bundesbank Indikatoren zu spezifizieren, die zur Kalibrierung des antizyklischen Kapitalpuffers herangezogen werden können.¹¹⁾

Höhere Puffer für systemrelevante Institute

Auch bei den Kapitalzuschlägen für systemrelevante Finanzinstitute (Systemically Important Financial Institutions: SIFIs), den sogenannten SIFI-Puffern, wurden bereits wichtige Arbeiten geleistet. So hat der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht eine Methodik zur Identifizierung globaler SIFIs entwickelt und darauf ein System von Kapitalzuschlägen aufgebaut, die ab 2016 schrittweise eingeführt werden. Während der antizyklische Kapitalpuffer grundsätzlich alle Kreditinstitute betrifft, haben die zuständigen Behörden¹²⁾ über die SIFI-Puffer die Möglichkeit, weitere Kapitalzuschläge von solchen

Kreditinstituten zu verlangen, die als systemisch wichtig eingestuft werden. Dadurch sollen einerseits nichtzyklische systemische Risiken begrenzt und andererseits die implizite Staatsgarantie und die damit verbundenen Refinanzierungsvorteile dieser Institute reduziert werden.

Im Zusammenhang mit systemisch wichtigen Kreditinstituten unterscheidet die CRD IV zwischen sogenannten global systemrelevanten Instituten (G-SRI)¹³⁾ und anderen systemrelevanten Instituten (A-SRI). Da systemrelevante Institute auf globaler Ebene durch den Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board: FSB) identifiziert werden, sind die Einflussmöglichkeiten der nationalen Instanzen hierbei stark begrenzt. Hingegen bestehen bei der Bestimmung der A-SRIs auf nationaler Ebene durchaus Gestaltungsspielräume.¹⁴⁾

Anfang 2015 wird die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) Leitlinien zur Identifizierung von A-SRIs veröffentlichen. Der AFS wird deren Anwendung in Deutschland, insbesondere die Nutzung nationaler Spielräume, sowie gegebenenfalls die Pufferquote diskutieren.

Der Systemrisikopuffer¹⁵⁾ wird ab Januar 2014 zur Verfügung stehen und bietet den nationalen Behörden vielfältige Möglichkeiten zur Anwendung und Ausgestaltung. Er kann gegen nichtzyklische Risiken

¹⁰ Die Pufferquote ergibt sich als Quotient aus hartem Kernkapital (Tier-1-Kernkapital) und den risikogewichteten Aktiva.

¹¹ Zu den Einzelheiten der Kalibrierung vgl.: Basel Committee on Banking Supervision (2010).

¹² Die national zuständige Behörde in Deutschland ist die BaFin.

¹³ Siehe Art. 131 CRD IV und §§ 10f, g KWG. Die zusätzlichen Kapitalanforderungen können je nach Systemrelevanz eines Kreditinstituts zwischen 1% und 3,5% liegen.

¹⁴ Die Liste der G-SRI wird auf Basis eines einheitlichen Regelwerks erstellt. Die Bestimmung von A-SRI erfolgt durch die BaFin im Einvernehmen mit der Bundesbank. Hierbei sind (i) die Größe der Bank, (ii) ihre wirtschaftliche Bedeutung für den Europäischen Wirtschaftsraum oder das jeweilige Mitgliedsland, (iii) ihre grenzüberschreitenden Aktivitäten sowie (iv) ihre Vernetzung mit dem Finanzsystem zu berücksichtigen. Siehe § 10g Abs. 2 KWG (Art. 131 CRD IV).

¹⁵ Die Rechtsgrundlage für den Systemrisikopuffer ist Art. 133 CRD IV, der in Deutschland durch § 10e KWG umgesetzt wurde.

Der Systemrisikopuffer bietet den nationalen Behörden vielfältige Möglichkeiten zur Anwendung und Ausgestaltung.

gegenüber in- und ausländischen Schuldern eingesetzt werden, nachdem andere, vorrangig einzusetzende Instrumente ausgeschöpft wurden. Dabei

kann er sich sowohl auf die Gesamtheit aller Kreditinstitute als auch auf bestimmte Gruppen von Instituten beziehen.

Anforderungen an die Liquiditätsvorsorge

Künftig bildet das CRD IV-Paket auch die rechtliche Grundlage für makroprudenziell motivierte Eingriffe, die an der Liquiditätsausstattung der Kreditinstitute ansetzen.¹⁶⁾

Spätestens ab Januar 2015 können die zuständigen nationalen Behörden Vorgaben zur Liquiditätsdeckungsquote (Liquidity Coverage Ratio: LCR)¹⁷⁾ erlassen. Diese sollen sicherstellen, dass die Kreditinstitute stets in ausreichendem Umfang Vermögenstitel halten, die auch in einem schweren Stressszenario ausreichend liquide sind und es damit den Instituten ermöglichen, fällige Forderungen über einen Zeitraum von 30 Tagen eigenständig zu bedienen.

Dagegen soll die strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio: NSFR)¹⁸⁾ grundsätzlich sicherstellen, dass Kreditinstitute nicht übermäßig von kurzfristigen und damit vergleichsweise volatilen Refinanzierungsquellen abhängig sind.¹⁹⁾ Damit besteht ein Anreiz, langfristige Refinanzierungsinstrumente stärker zu nutzen. Im Unterschied zur LCR liegt die praktische Anwendung der NSFR noch in weiter Ferne. Zunächst ist vorgesehen, das Konzept bis zum Jahr 2018 einer eingehenden Evaluierung zu unterziehen.

Neben LCR und NSFR bietet das CRD IV-Paket die Möglichkeit, auf nationaler Ebene weitere verbindliche Liquiditätskennziffern zu definieren und einzuführen.²⁰⁾

Sektoralen Ungleichgewichten begegnen

Schließlich eröffnet die CRR die Möglichkeit, sektoralen Ungleichgewichten, insbesondere systemischen Risiken aus einem übermäßigen und kreditgetriebenen Immobilienpreiswachstum, zu begegnen. So hat die Subprime-Krise in den USA gezeigt, dass aus der Finanzierung von Immobilien erhebliche Belastungen für die Finanzstabilität erwachsen können. Solche Risiken resultieren insbesondere aus einer sich wechselseitig verstärkenden Entwicklung der Immobilienpreise einerseits und der Kreditvergabe und ihrer Standards andererseits.

Um dem Aufbau derartiger sektoraler systemischer Risiken entgegenzuwirken, sieht die CRR unter anderem die Möglichkeit vor, ab Januar 2014 die Risikogewichte für mit Wohn- oder Gewerbeimmobilien besicherte Risikopositionen im Kreditrisikostandardansatz auf bis zu 175% anzuheben.²¹⁾ Die damit verbundene erhöhte Kapitalausstattung der Kreditinstitute stärkt deren Verlustabsorptionsfähigkeit. Zugleich sind höhere Risikogewichte potenziell dazu geeignet, das Angebot an Immobilienfinanzierungen zu reduzieren, den Kreditzyklus zu dämpfen

¹⁶ Siehe Art. 105 CRD IV und § 11 Abs. 3 KWG.

¹⁷ Die LCR setzt den Bestand an hochliquiden Aktiva ins Verhältnis zum Netto-Zahlungsabgang unter Stress. Mittels einer Untergrenze für die LCR kann ein Mindestbestand bestimmter hochliquider Aktiva als kurzfristige Liquiditätsreserve vorgeschrieben werden. Die LCR wird schrittweise in den Jahren 2015 bis 2018 eingeführt. Siehe Art. 460 CRR.

¹⁸ Die NSFR errechnet sich als Quotient aus der verfügbaren und der von den Aufsichtsbehörden geforderten „stabilen“ Refinanzierung. Siehe Art. 510 CRR.

¹⁹ Das Gesetzespaket sieht die Möglichkeit der Erhebung einer aufsichtlichen Abgabe vor, wenn die Liquiditätsausstattung von Finanzinstituten die national oder europäisch definierten Liquiditätsanforderungen unterschreiten. Siehe Art. 105 CRD IV.

²⁰ Siehe Art. 105 CRD IV.

²¹ Siehe Art. 124 CRR i. V. m. Art. 458 CRR.

und damit eine übermäßige Kreditexpansion zu vermeiden.

Weitere makroprudenzielle Instrumente denkbar

Die beschriebenen Instrumente bilden keineswegs einen bereits vollständigen makroprudenziellen Instrumentenkasten ab. Weitere Instrumente sind in allen Maßnahmenkategorien (kapitalbasierte, liquiditätsbezogene und sektoral ausgerichtete Instrumente) denkbar. Tatsächlich fordert die ESRB-Empfehlung zu den Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen die EU-Mitgliedstaaten und deren makroprudenzielle Behörden auf, regelmäßig die Eignung des ihnen zur Verfügung stehenden Instrumentariums zu überprüfen und es gegebenenfalls anzupassen.²²⁾

Insbesondere im Bereich immobilienbezogener makroprudenzieller Instrumente sind Erweiterungen vor-

Zahlreiche Länder haben bereits erfolgreich Beleihungs- und Verschuldungsobergrenzen zur Dämpfung der Immobilienkreditvergabe eingesetzt.

stellbar. Zum Beispiel haben bereits zahlreiche Länder erfolgreich Beleihungs- und Verschuldungsobergrenzen eingesetzt, um nachfrageseitig einem unangemessenen Kreditwachstum

entgegenzuwirken. Weder auf EU-Ebene noch in Deutschland besteht jedoch derzeit eine Rechtsgrundlage für den Einsatz solcher Instrumente.

Leverage Ratio im Blickpunkt

Gegenwärtig wird auch die Einführung einer Verschuldungsobergrenze für Banken diskutiert. Die Leverage Ratio, die das Kernkapital eines Kreditinstituts ins Verhältnis zu dessen ungewichteter Bilanzsumme setzt,²³⁾ kann mittels einer verbindli-

chen Mindestanforderung die Gesamtverschuldung über die risikogewichteten Kapitalanforderungen hinaus begrenzen. Eine zeitvariable Ausgestaltung der Verschuldungsobergrenze ist daher potenziell geeignet, in expansiven Phasen prozyklische Entwicklungen zu bremsen und die Fremdkapitalquote der Finanzinstitute unabhängig vom Risikogehalt der Aktivseite der Bankbilanzen zu begrenzen. Derzeit ist ein Kernkapitalanteil an der ungewichteten Bilanzsumme der Kreditinstitute von mindestens 3% im Gespräch. Verbindliche Mindestanforderungen an die Kreditinstitute hinsichtlich der Leverage Ratio können jedoch frühestens ab dem Jahr 2018 die risikogewichteten Eigenkapitalanforderungen nach Säule I ergänzen. Zuvor wird die Leverage Ratio einer eingehenden Überprüfung unterzogen.

Nationale und europäische Ebene eng verzahnt

Angesichts der hohen internationalen Verflechtungen im Finanzsystem kann der Einsatz makroprudenzieller Instrumente auf nationaler Ebene auch die Finanzstabilität und wirtschaftliche Entwicklung in anderen Ländern beeinflussen. Daher sind mögliche grenzüberschreitende Wirkungen dieser Maßnahmen bereits im Vorfeld abzuschätzen und bei der Kalibrierung des Instrumenteneinsatzes zu berücksichtigen. Aus diesem Grund bestehen zum Teil umfassende Koordinierungs- und Informationspflichten gegenüber den europäischen Institutionen.

Mögliche grenzüberschreitende Wirkungen makroprudenzieller Instrumente sind im Vorfeld abzuschätzen und bei deren Kalibrierung zu berücksichtigen.

²² Vgl.: European Systemic Risk Board (2013), Empfehlung B.
²³ Siehe Art. 429 Abs. 2 CRR.

EZB kann makroprudenzielle Maßnahmen verschärfen

Die Europäische Zentralbank (EZB) erhält im Rahmen des einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism: SSM) nicht nur das Mandat für die gemeinsame europäische Bankenaufsicht. Ihr werden auch Aufgaben hinsichtlich der makroprudenziellen Überwachung von Kreditinstituten übertragen.²⁴⁾ Zwar behalten die nationalen makroprudenziellen Behörden die Möglichkeit zur Initiierung entsprechender Maßnahmen. Jedoch ist die EZB künftig im Vorfeld eines auf nationaler Ebene geplanten makroprudenziellen Instrumenteneinsatzes zu informieren, sofern es sich um Maßnahmen handelt, die auch von der EZB angewandt werden könnten.²⁵⁾ Schließlich erhält die EZB im Rahmen des SSM die Möglichkeit, die von nationalen makroprudenziellen Behörden eingesetzten Maßnahmen zu verschärfen. Dadurch wird sichergestellt, dass notwendige Schritte zur Wahrung der Finanzstabilität nicht anderen inländischen Interessen untergeordnet werden. Die Einrichtung dieser zusätzlichen makroprudenziellen Überwachung lässt die Aufgaben und Befugnisse der nationalen makroprudenziellen Behörden und des ESRB unberührt, während gleichzeitig der zunehmenden Regulierungsharmonisierung und dem fortschreitenden europäischen Integrationsprozess Rechnung getragen wird.

Nationale Behörden sind an makroprudenzieller Politik der EZB beteiligt

Das institutionelle Rahmenwerk der makroprudenziellen Überwachung durch die EZB bindet die inländischen Instanzen der teilnehmenden Mitgliedstaaten mit ein. Die nationalen Behörden wirken an der Durchführung von Analysen zur Finanzstabilität sowie der Erstellung von entsprechenden Entscheidungsvorlagen für den EZB-Rat mit. Die enge Zusammenarbeit der nationalen Instanzen und der EZB im Bereich der makroprudenziellen Aufgaben soll sicherstellen,

dass Synergien bestmöglich ausgeschöpft und die politischen Entscheidungsprozesse bezüglich makroprudenzieller Überwachung und mikroprudenzieller Aufsicht effizient gestaltet werden.

ESRB empfiehlt System von Zwischenzielen und zugeordneten Instrumenten

Im Jahr 2014 sind weitere wegweisende Entscheidungen für die künftige Ausgestaltung des makroprudenziellen Rahmenwerks in Deutschland zu treffen. Zwar gibt es für den Bankensektor ein vergleichsweise breites Instrumentarium, die Überlegungen für makroprudenzielle Maßnahmen bei Versicherern, Kapitalanlagegesellschaften und Finanzinfrastrukturen stehen aber noch am Anfang. Aufgrund der sehr unterschiedlichen Geschäftsmodelle dieser Finanzintermediäre gegenüber denen der Kreditinstitute lassen sich die für den Bankensektor diskutierten makroprudenziellen Instrumente nicht ohne Weiteres auf andere Akteure übertragen.²⁶⁾

Zudem steht der AFS vor der Aufgabe, die in der ESRB-Empfehlung zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen²⁷⁾ geforderte Strategie zu formulieren. Die rechtzeitige Publikation einer solchen Strategie ist wichtig für ein öffentliches Verständnis der Tätigkeit des AFS und dient auch der Erfüllung der Rechenschaftspflicht. Zudem schlägt die ESRB-Empfehlung den makroprudenziellen

Der AFS steht vor der Aufgabe, eine Strategie zu formulieren, die ein öffentliches Verständnis seiner Tätigkeit sicherstellt.

²⁴ Für weitere Informationen zur europäischen Bankenaufsicht vgl.: Deutsche Bundesbank (2013c), S. 15 ff.

²⁵ Siehe Art. 4(1) SSM-Verordnung. Sollten grenzüberschreitende Auswirkungen der ergriffenen Maßnahme zu erwarten sein, so ist der Instrumenteneinsatz vorab mit dem ESRB abzustimmen.

²⁶ Siehe Abschnitt „Systemische Risiken bei Versicherern anders gelagert als bei Banken“ auf S. 89.

²⁷ Vgl.: European Systemic Risk Board (2013).

Behörden fünf Zwischenziele vor,²⁸⁾ die als operative Spezifikation des Stabilitätsziels der makroprudenziellen Politik aufgefasst werden können. Diese Zwischenziele sind gegebenenfalls anzupassen und um weitere zu ergänzen, wenn auf nationaler Ebene besondere strukturelle Merkmale vorliegen, aus denen ein systemisches Risiko entstehen könnte. Hierfür müssen Indikatoren identifiziert werden, mittels derer die Entstehung neuer Gefährdungen der Finanzstabilität überwacht und die Zwischenziele operationalisiert werden können. Zudem sieht die ESRB-Empfehlung zu den Zwischenzielen und Instrumenten makroprudenzieller Maßnahmen vor, dass der AFS eine periodische Überprüfung der Zwischenziele und der Angemessenheit des Instrumentariums durchführen soll.

Deutsche Bundesbank (2013c), Monatsbericht, Juli 2013.

Dombret, A. (2012), Finanzstabilität wahren: Rahmen, Werkzeuge und Herausforderungen, Monatsbericht des Bundesministeriums der Finanzen, S. 6–15, Dezember 2012.

European Systemic Risk Board (2011), Recommendations of the ESRB on the Macro-Prudential Mandate of National Authorities, ESRB/2011/3, Dezember 2011.

European Systemic Risk Board (2013), Recommendations of the ESRB on Intermediate Objectives and Instruments of Macro-Prudential Policy, ESRB/2013/1, April 2013.

■ Quellenverzeichnis

Basel Committee on Banking Supervision (2010), Guidance for National Authorities Operating the Countercyclical Capital Buffer, Dezember 2010.

Deutsche Bundesbank (2013a), Monatsbericht, April 2013.

Deutsche Bundesbank (2013b), Monatsbericht, Juni 2013.

28 Dabei handelt es sich um die (i) Eindämmung und Vermeidung von übermäßigem Kreditwachstum und übermäßiger Verschuldung, (ii) Eindämmung und Vermeidung von übermäßigem Fälligkeitsinkongruenzen und Liquiditätsengpässen an den Märkten, (iii) Begrenzung direkter und indirekter Risikokonzentration, (iv) Begrenzung systemischer Auswirkungen von Fehlanreizen zwecks Verringerung von Moral Hazard sowie (v) Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Finanzinfrastrukturen. Vgl.: European Systemic Risk Board (2013), Empfehlung A.

Veröffentlichungen der Bundesbank zum Thema Finanzstabilität

Diese Übersicht informiert über ausgewählte Veröffentlichungen der Bundesbank zum Thema Finanzstabilität aus neuerer Zeit. Die Finanzstabilitäts- und Monatsberichte stehen in deutscher und in englischer Sprache zur Verfügung, die Diskussionspapiere werden in der Regel nur in englischer Sprache veröffentlicht. Die Veröffentlichungen werden an Interessenten kostenlos abgegeben und sind über die Abteilung Externe Kommunikation zu beziehen. Sie stehen zudem im Internet zur Verfügung. Außerdem kann gegen Kostenerstattung eine monatlich aktualisierte Datei mit rund 40 000 veröffentlichten Zeitreihen der Bundesbank auf CD-ROM oder zum Herunterladen im Bundesbank-Extra-Net über die Abteilung Statistisches Informationsmanagement, mathematische Methoden bezogen werden. Bestellungen werden schriftlich unter den im Impressum angegebenen Anschriften erbeten. Eine Auswahl von Zeitreihen steht auch im Internet zum Herunterladen bereit.

Finanzstabilitätsberichte

Finanzstabilitätsbericht November 2012
Finanzstabilitätsbericht November 2011
Finanzstabilitätsbericht November 2010
Finanzstabilitätsbericht November 2009
Finanzstabilitätsbericht November 2007
Finanzstabilitätsbericht November 2006
Finanzstabilitätsbericht November 2005

Aufsätze aus Monatsberichten

Oktober 2013	Die Preissteigerungen bei Wohnimmobilien seit dem Jahr 2010: Einflussfaktoren und regionale Abhängigkeiten Internationale Kooperation auf dem Gebiet der Finanzsektorpolitik – der Finanzstabilitätsrat (FSB)
September 2013	Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2012 Die Entwicklung staatlicher Zinsausgaben in Deutschland
Juli 2013	Gemeinsame europäische Bankenaufsicht – Erster Schritt auf dem Weg zur Bankenunion Zinsstrukturkurvenschätzungen im Zeichen der Finanzkrise

Juni 2013	Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Bundesbankstudie Die Umsetzung von Basel III in europäisches und nationales Recht
April 2013	Makroprudenzielle Überwachung in Deutschland: Grundlagen, Instrumente
März 2013	Bankinterne Methoden zur Ermittlung und Sicherstellung der Risikotragfähigkeit und ihre bankaufsichtliche Bedeutung
Januar 2013	Aktuelle Entwicklungen am Markt für Investmentfonds: Nachfrage, Strukturveränderungen und Anlageverhalten
Dezember 2012	Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2011

■ Diskussionspapiere

40/2013	How Stressed are Banks in the Interbank Market?
39/2013	Uncertainty and Bank Wholesale Funding
35/2013	Modelling and Measuring Business Risk and the Resiliency of Retail Banks
34/2013	A Model of Mortgage Losses and its Applications for Macroprudential Instruments
33/2013	Balance Sheet Strength and Bank Lending During the Global Financial Crisis
32/2013	Equity Returns in the Banking Sector in the Wake of the Great Recession and the European Sovereign Debt Crisis
31/2013	A Single Composite Financial Stress Indicator and its Real Impact in the Euro Area
30/2013	Bank Risk Taking and Competition: Evidence from Regional Banking Markets
29/2013	Banks and Sovereign Risk: A Granular View
28/2013	The Evolution of Economic Convergence in the European Union
22/2013	Evaluation of Minimum Capital Requirements for Bank Loans to SMEs
21/2013	Catharsis – The Real Effects of Bank Insolvency and Resolution
20/2013	The Price Impact of CDS Trading
19/2013	Banking across Borders
18/2013	Is Local Bias a Cross-Border Phenomenon? Evidence from Individual Investors' International Asset Allocation
17/2013	Does Non-Interest Income Make Banks More Risky? Retail- versus Investment-Oriented Banks
16/2013	Repo Funding and Internal Capital Markets in the Financial Crisis
14/2013	Restructuring Counterparty Credit Risk
13/2013	Time Variation in Macro-Financial Linkages
09/2013	Optimal Sovereign Default
08/2013	Sovereign Default Swap Market Efficiency and Country Risk in the Eurozone
05/2013	Is the Willingness to Take Financial Risk a Sex-Linked Trait? Evidence from National Surveys of Household Finance
04/2013	Robustness and Informativeness of Systemic Risk Measures
03/2013	Understanding Global Liquidity
01/2013	CDS Spreads and Systemic Risk – A Spatial Econometric Approach

- 36/2012 The Common Drivers of Default Risk
- 34/2012 Estimating Endogenous Liquidity Using Transaction and Order Book Information
- 33/2012 Which Banks are More Risky? The Impact of Loan Growth and Business Model on Bank Risk-Taking
- 32/2012 Persuasion by Stress Testing – Optimal Disclosure of Supervisory Information in the Banking Sector
- 30/2012 Measuring Option Implied Degree of Distress in the US Financial Sector Using the Entropy Principle

**„Weltweite Organisationen und Gremien im Bereich von Währung und Wirtschaft“
ist in Neuauflage erschienen**

Die Bundesbank-Sonderveröffentlichung enthält Informationen zu Aufbau und Tätigkeiten von IWF, G7/G20, BIZ, FSB, OECD, Weltbankgruppe und ausgewählten regionalen Entwicklungsbanken und beschreibt die Zusammenarbeit mit der Bundesbank.

Die Publikation kann unter folgender Adresse elektronisch heruntergeladen oder die gebundene Ausgabe kostenlos bestellt werden: <http://www.bundesbank.de/26320>



