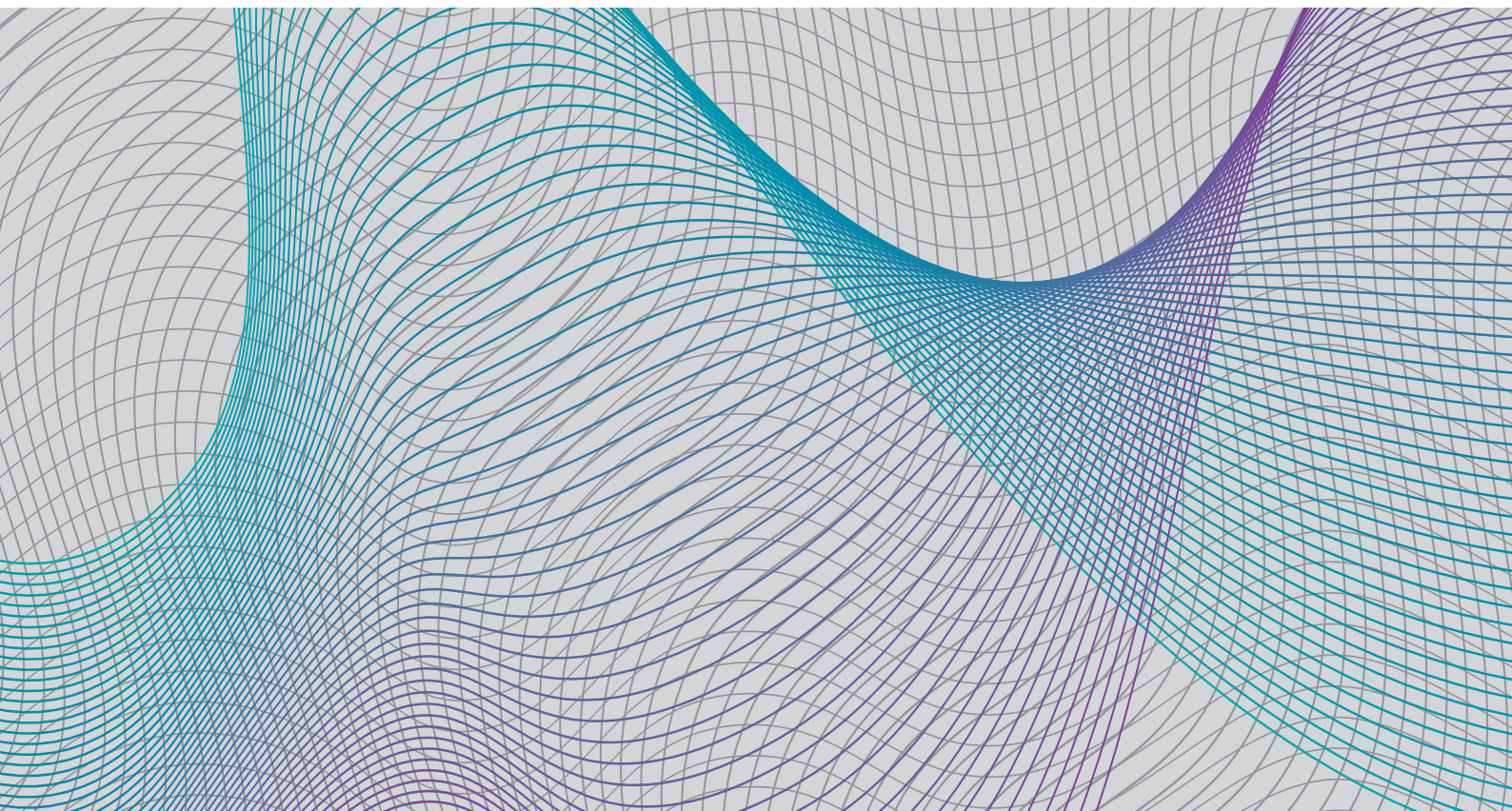




Finanzstabilitätsbericht 2020



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

Postfach 10 06 02
60006 Frankfurt am Main

Tel.: 069 9566-3512
E-Mail: www.bundesbank.de/kontakt

Internet: www.bundesbank.de

Publizistische Verwertung nur mit Quellenangabe
gestattet.

ISSN 1861-8960 (Druckversion)
ISSN 1861-8979 (Internetversion)

Abgeschlossen am 30. September 2020.

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



■ Finanzstabilitätsbericht 2020

Prolog	5
■ Überblick	7
■ Makroökonomisches Umfeld und bisherige Auswirkungen der Corona-Pandemie	15
Der Corona-Schock	16
Stabilisierung durch geldpolitische, fiskalpolitische und aufsichtliche Maßnahmen	25
■ Gefahr stark steigender Insolvenzen	37
Potenziell starker Anstieg der Insolvenzen im Unternehmenssektor	38
Risiken am Immobilienmarkt	48
Potenzielle Spannungen am Kreditmarkt	51
■ Auswirkung der Corona-Pandemie auf das Bankensystem	55
Erste Auswirkungen des Corona-Schocks auf das Bankensystem	56
Kreditrisiken im Bankensystem	58
Aufsichtliche Maßnahmen und Spielraum für Kreditvergabe	66
■ Quellenverzeichnis	71
■ Glossar	75
■ Veröffentlichungen der Bundesbank zum Thema Finanzstabilität ...	77
Finanzstabilitätsberichte	77
Aufsätze aus Monatsberichten	77
Diskussionspapiere	78

Kästen

Die Auswirkung der Unsicherheit auf die realwirtschaftliche Aktivität	21
Finanzierungsbedingungen der Unternehmen in der Corona-Pandemie: Ergebnisse einer Befragung der Wirtschaftsverbände	24
Auswirkungen des Corona-Schocks auf die Wertpapierportfolios der deutschen Finanzintermediäre	28
Gefahr steigender Insolvenzen durch die Corona-Pandemie	43
Der antizyklische Kapitalpuffer in Deutschland: erste Erhöhung und Herabsetzung	69

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

Der Ausbruch der Corona-Pandemie hat vor Augen geführt, dass unerwartete Ereignisse die Stabilität des Finanzsystems gefährden können. Die Deutsche Bundesbank hat nach dem Finanzstabilitätsgesetz das Mandat, die Stabilität des deutschen Finanzsystems zu überwachen. Es ist ihr Auftrag, Gefahren für die Finanzstabilität zu identifizieren und zu bewerten. Unter Finanzstabilität versteht die Bundesbank einen Zustand, in dem das Finanzsystem jederzeit in der Lage ist, seine Funktionen zu erfüllen. In ihrem jährlichen Finanzstabilitätsbericht dokumentiert die Bundesbank relevante Entwicklungen, stellt Verwundbarkeiten im deutschen Finanzsystem dar und zeigt Gefahren für dessen Stabilität auf.

Der vorliegende Bericht ist auf die Gefahren fokussiert, die sich aus der Corona-Pandemie und dem damit verbundenen realwirtschaftlichen Schock ergeben. Insbesondere wird analysiert, wie dieser Schock das Finanzsystem beeinflusst hat und sich zukünftig auf dessen Stabilität auswirken könnte. In die Bewertung der Risiken fließt ein, dass umfangreiche geldpolitische, fiskalpolitische und aufsichtliche Maßnahmen ergriffen wurden, aber sich in den vergangenen Jahren auch Verwundbarkeiten im deutschen Finanzsystem aufgebaut haben.

Die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems ist von zentraler Bedeutung für die realwirtschaftliche Entwicklung. Über das Finanzsystem werden Ersparnisse und Investitionen koordiniert, es erlaubt die Absicherung gegenüber Risiken, und es ermöglicht den Zahlungsverkehr. Unvorhersehbare Ereignisse, wie der Ausbruch der Corona-Pandemie, können die Stabilität des Finanzsystems gefährden. Das Finanzsystem soll-

te einen gesamtwirtschaftlichen Abschwung weder verursachen noch übermäßig verstärken. Deshalb ist eine angemessene Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems notwendig – also die Fähigkeit, Verluste abfedern und letztlich Ansteckungs- oder Rückkopplungseffekte verringern zu können.

Der Fokus der Analysen liegt auf systemischen Risiken, die die Stabilität des Finanzsystems gefährden können. Beispielsweise kann die Schieflage eines oder mehrerer Marktteilnehmer die Funktionsfähigkeit des Systems gefährden. Dies kann der Fall sein, wenn ein Marktteilnehmer sehr groß oder eng mit anderen Marktteilnehmern vernetzt ist. Über Vernetzung können sich negative Entwicklungen auf das gesamte Finanzsystem übertragen und dessen Stabilität beeinträchtigen. Viele Marktteilnehmer sind über direkte vertragliche Beziehungen oder indirekt miteinander verbunden. Darüber hinaus können systemische Risiken entstehen, wenn viele Marktteilnehmer ähnlichen oder stark miteinander korrelierten Risiken ausgesetzt sind.

Die Bundesbank bringt ihre Analysen auch in das zentrale makroprudenzielle Gremium Deutschlands ein, den Ausschuss für Finanzstabilität (AFS). Sie erläutert dem AFS ihre Einschätzung der allgemeinen Risikolage. Hat die Bundesbank systemische Risiken identifiziert, kann sie dem AFS Warnungen und Empfehlungen zur Adressierung dieser Risiken vorschlagen. Anschließend bewertet sie, inwieweit die Empfehlungen umgesetzt wurden.

In diesem Bericht konnten Entwicklungen bis zum 30. September 2020 berücksichtigt werden.

Überblick

Die Corona-Pandemie und die Maßnahmen zu ihrer Eindämmung haben im ersten Halbjahr 2020 zum schwersten Wirtschaftseinbruch seit Jahrzehnten geführt. Dabei wurden nahezu alle Bereiche der Realwirtschaft getroffen. Auch wenn der Schock, anders als in der globalen Finanzkrise der Jahre 2007/2008, nicht vom Finanzsystem ausging, ist dieses dennoch mittelbar stark betroffen. In adversen Szenarien bestehen Risiken für die Finanzstabilität, die eine angemessene Vorbereitung erfordern.

Pandemie führte zu Stress an Finanzmärkten und Liquiditätsbedarf bei Unternehmen

Mit Ausbruch der Pandemie stiegen der Stress und die Unsicherheit an den Finanzmärkten weltweit abrupt an. Hierzu trug maßgeblich bei, dass kaum absehbar war, wie lange die Pandemie dauern und wie stark sie sich auf die Wirtschaft auswirken würde. Die Preise von Aktien und Unternehmensanleihen

Viele Marktteilnehmer fragten verstärkt liquide Mittel nach.

brachen Ende Februar 2020 rapide ein. Viele Marktteilnehmer fragten verstärkt liquide Mittel nach und flüchteten in sicherere Anlagen. Unter anderem benötigten sie hochliquide Sicherheiten, um Nachschusspflichten (Margin Calls) bei besicherten Transaktionen bedienen zu können. Auch die deutschen Banken und Investmentfonds verkauften einen Teil ihrer riskanteren Wertpapiere (siehe Kapitel „Makroökonomisches Umfeld und bisherige Auswirkungen der Corona-Pandemie“ auf S. 15 ff.).

Im Unternehmenssektor nahm der Liquiditätsbedarf im Frühjahr sprunghaft zu. Die Umsätze brachen

teils drastisch ein; die finanziellen Verpflichtungen der Unternehmen sanken jedoch nicht gleichermaßen. Der Umsatzeinbruch ging zum einen darauf zurück, dass viele Regierungen gesundheitspolitische Maßnahmen ergriffen, um die Pandemie einzudämmen. Zum anderen passten Verbraucher und Unternehmen ihr Verhalten freiwillig an, um das Infektionsrisiko zu verringern. Die Liquiditätsreserven der Unternehmen und die bestehenden Kreditlinien reichten oftmals nicht aus, um die Umsatzeinbrüche aufzufangen. Einer dadurch steigenden Liquiditätsnachfrage stand gegenüber, dass die Liquidität an den Finanzmärkten und bei Intermediären zurückging. Gleichzeitig verschlechterten sich die Geschäftsaussichten der Unternehmen in vielen Branchen rapide und wurden äußerst unsicher. Dies dämpfte die Bereitschaft der Banken und Finanzmärkte, Finanzierungsmittel zur Verfügung zu stellen.

Die Liquiditätsreserven der Unternehmen reichten oftmals nicht aus, um die Umsatzeinbrüche aufzufangen.

Vor diesem Hintergrund drohte im Frühjahr eine Liquiditätsklemme im Unternehmenssektor (Schaubild 1.1). Diese hätte zu einer Insolvenzwelle führen können; mit massiven wirtschaftlichen Schäden, hoher Arbeitslosigkeit und Kreditausfällen. Betroffen wären auch solche Unternehmen gewesen, die bis zum Ausbruch der Corona-Pandemie ein tragfähiges Geschäftsmodell hatten und innerhalb ihrer Branche erfolgreich waren. Im Finanzsystem hätten Kreditausfälle unmittelbar zu erheblichen Verlusten geführt; eine prozyklische Reaktion des Finanzsystems hätte den wirtschaftlichen Einbruch womöglich verstärkt. Insgesamt war die Gefahr für die Finanzstabilität im Frühjahr 2020 außergewöhnlich hoch.

Liquiditätsklemme im Unternehmenssektor durch geldpolitische, fiskalpolitische und aufsichtliche Maßnahmen abgewendet

Weltweit ergriffen Zentralbanken und Regierungen rasch umfangreiche Maßnahmen, um die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Realwirtschaft und das Finanzsystem einzudämmen. So hat das Eurosystem in bislang nie da gewesenem Umfang Wertpapiere gekauft und den Banken zusätzliche Li-

Regierungen stützten die Realwirtschaft unter anderem mit Kreditgarantien.

quidität bereitgestellt, um die Finanzmärkte sowie die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte zu stabilisieren. Regierungen stützten die Realwirtschaft unter anderem mit Kreditgarantien, Steuerstundungen und Transfers wie dem Kurzarbeitergeld.

Neben der Geld- und Fiskalpolitik reagierten auch die mikro- und die makroprudenzielle Aufsicht, um Spielräume zur Vergabe von Krediten zu schaffen. So wurde etwa die Flexibilität des regulatorischen Rahmenwerks genutzt, um Banken temporär Erleichterungen zu gewähren; in vielen Ländern wurde der antizyklische Kapitalpuffer herabgesetzt.

In der ersten Phase der Pandemie, die mit sehr hoher Unsicherheit einherging, drohte eine Liquiditätskrise. Staatliche Maßnahmen waren erforderlich,

Umfangreiche staatliche Maßnahmen waren erforderlich, um eine Solvenzkrise abzuwenden.

um diese Liquiditäts- und eine damit verbundene Solvenzkrise abzuwenden sowie die Finanzmärkte zu beruhigen. Dabei stand im Vordergrund, dass die Maßnahmen umfangreich waren und schnell ergriffen wurden. Insgesamt haben die geldpolitischen, fiskalpolitischen und aufsichtlichen Maßnahmen die Unsicherheit reduziert und die Wirtschaft sowie die Finanzmärkte stabilisiert. Auch

wenn eine Liquiditätsklemme im Unternehmenssektor zunächst verhindert wurde, sind die Gefahren für die Finanzstabilität noch nicht gebannt.

Gefahr steigender Unternehmensinsolvenzen

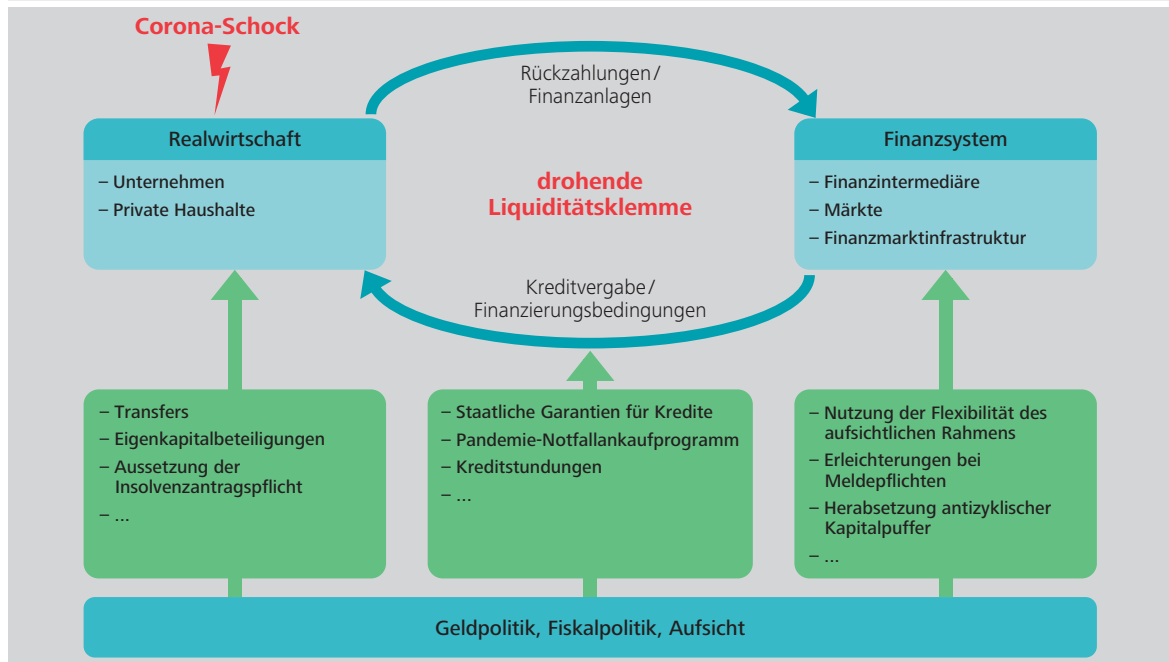
Aufgrund der schnellen politischen Reaktionen sind die Auswirkungen der realwirtschaftlichen Krise bisher noch nicht vollständig im deutschen Finanzsystem angekommen. Je länger die Krise andauert, desto sichtbarer dürften Solvenzprobleme bei Unternehmen auch im Finanzsystem werden. In der Regel führt eine Rezession erst nach einiger Zeit zu steigenden Insolvenzen im Unternehmenssektor. Die Schwere des Wirtschaftseinbruchs im zweiten Quartal 2020 lässt daher befürchten, dass die Zahl der Unternehmensinsolvenzen und die Arbeitslosigkeit in den kommenden Quartalen deutlich steigen werden (siehe Kapitel „Gefahr stark steigender Insolvenzen“ auf S. 37 ff.). In der Folge könnten Ausfälle bei Unternehmens- und Immobilienkrediten zunehmen. Dies würde zu Verlusten und höheren Wertberichtigungen bei Banken führen.

Wie sich eine solche Entwicklung auf die Kreditvergabe des Bankensektors auswirkt, hängt stark davon ab, wie gut Banken die entstehenden Verluste absorbieren können. Entwickeln sich die Insolvenzen gemäß den Mustern vergangener Rezessionen, dürften die resultierenden Verluste und Wertberichtigungen für das deutsche Bankensystem gut verkraftbar sein. Dies ist nicht zuletzt das Ergebnis der umfassenden Reformen, die nach der globalen Finanzkrise umgesetzt

Die Banken verfügen über zusätzliche Kapitalpuffer.

wurden, um Banken besser mit Kapital auszustatten und damit widerstandsfähiger gegenüber unerwarteten Entwicklungen zu machen. Die Banken haben heute zusätzliche Kapitalpuffer. Damit sie diese Puffer leichter nutzen können, um die Kreditvergabe aufrechtzuerhalten, wurden nach Ausbruch der Pan-

Drohende Liquiditätsklemme durch den Corona-Schock Schaubild 1.1



Deutsche Bundesbank

demie – im Rahmen der bestehenden Flexibilität der Regulierung – aufsichtliche Maßnahmen ergriffen. Hier setzt auch die makroprudenzielle Politik an: Sie wirkt präventiv, etwa über den Aufbau von zusätzlichen Kapitalpuffern, die in Krisenzeiten herabgesetzt werden können. Insgesamt sollte damit im Basisszenario die Kapazität der Banken erhalten bleiben, Kredite zu vergeben (siehe Kapitel „Auswirkung der Corona-Pandemie auf das Bankensystem“ auf S. 55 ff.).

Allerdings ist fraglich, ob sich die Unternehmensinsolvenzen gemäß den typischen Zusammenhängen der Vergangenheit entwickeln werden, wie dies im Basisszenario angenommen wird. So war der mit dem Corona-Schock verbundene Wirtschaftseinbruch außergewöhnlich schwer und anderer Art als Rezessionen der Vergangenheit. Auch die umfangreichen Stützungsmaßnahmen sind außergewöhnlich, und die weitere Entwicklung der Pandemie bleibt höchst unsicher.

Ein Szenario, in dem die realwirtschaftlichen Auswirkungen deutlich ungünstiger ausfallen als derzeit erwartet, könnte den Finanzsektor vor weitere Herausforderungen stellen. Bereits jetzt sind negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft sichtbar, deren langfristige Effekte und Risiken für das Finanzsystem kaum abschätzbar sind. Hinzu kommen die Unsicherheit hinsichtlich möglicher Zweitrundeneffekte sowie Rückkopplungen zwischen Realwirtschaft und Finanzsystem.

In einem noch ungünstigeren Szenario könnten mehrere Entwicklungen zusammenkommen. So könnten weitaus mehr Unternehmen insolvent werden als derzeit erwartet und die Preise von Vermögenswerten einbrechen. Neben der Bewertung von Immobilien könnten die Vermögenspreise an den Finanzmärkten stark reagieren, denn sie liegen teils deutlich über den Werten, die fundamental gerechtfertigt scheinen. In einem solchen Szenario

würde der Bankensektor hohe Verluste erleiden; einige Banken könnten in Schieflage geraten. Damit würde sich die Gefahr erhöhen, dass Banken

In einem ungünstigen Szenario könnte eine eingeschränkte Kreditvergabe die wirtschaftliche Erholung bremsen.

gleichzeitig ihre Bilanzen verkürzen, um die vom Markt oder von der Aufsicht geforderten Eigenkapitalquoten einzuhalten. Wie stark eine Einschränkung der Kreditvergabe in einem solchen Szenario die wirtschaftliche Entwicklung bremsen würde, hängt davon ab, wie gut das Finanzsystem vorbereitet ist und inwieweit Banken bestehende Kapitalpuffer nutzen.

Angesichts dieser Risiken sollten sich Marktteilnehmer, Politik und Aufsicht frühzeitig auf sehr ungünstige Entwicklungen vorbereiten und relevante Engpässe identifizieren, damit das Finanzsystem selbst in solchen Fällen seine Funktionen erfüllen kann.

Ausreichende Kapazitäten und Erfahrung im Umgang mit Insolvenzen – sowohl bei den Banken als auch in der öffentlichen Verwaltung – dürften relevant für die weitere wirtschaftliche Entwicklung sein. Insolvenzverfahren haben letztlich das Ziel, unterschiedliche Interessen der Gläubiger und Schuldner von Unternehmen in Schieflage zu koordinieren. Gerade weil in Deutschland im vergangenen Jahrzehnt die Insolvenzen auf historisch niedrigem Niveau lagen, könnten die Kapazitäten im privaten und öffentlichen Sektor nicht ausreichen, um mit stark steigenden Insolvenzzahlen umgehen zu können. Entsprechend sind Vorbereitungen für einen solchen Fall nötig.

Banken sollten ihre Kapitalpuffer nutzen, um weiterhin angemessen Kredite zu vergeben. Ein temporärer Verzicht auf die Ausschüttung von Gewinnen, wie ihn die Aufsicht emp-

Banken sollten ihre Kapitalpuffer nutzen, um weiterhin angemessen Kredite zu vergeben.

fehlt, hat genau dieses Ziel – die Funktionsfähigkeit des Bankensektors zu erhalten.

Die Politik steht vor der Herausforderung, eine gute Balance zu finden: Einerseits ist ihr Ziel, die Wirtschaft mit fiskalpolitischen Maßnahmen zu stützen und die durch die Pandemie ausgelösten Schäden zu begrenzen; andererseits sollte ein erforderlicher Strukturwandel nicht unnötig verzögert werden. Darüber hinaus sind mögliche Klippeneffekte zu berücksichtigen. Diese drohen beispielsweise dann, wenn nicht ausreichend antizipiert wird, dass zeitlich befristete Maßnahmen auslaufen, und es hierdurch zu starken Anpassungen in der Realwirtschaft oder dem Finanzsystem kommt.

Mit der Zeit nimmt die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Pandemie ab; die zukünftigen wirtschaftlichen Strukturen werden nach und nach sichtbar. In dieser Phase wird es darum gehen, wirtschaftlichen Strukturwandel zu ermöglichen und dabei den Übergang möglichst effizient zu gestalten, um die Wohlfahrtsverluste gering zu halten. Dies erfordert eine enge Koordination aller Politikfelder, nicht zuletzt, um angemessen auf neue Entwicklungen reagieren zu können. Fiskalpolitische Instrumente zur Stützung von Unternehmen sollten gezielt eingesetzt und ihre Wirkungen evaluiert werden. Dies kann etwa beinhalten, dass sich die Maßnahmen stärker von den bislang recht umfangreichen Liquiditätshilfen im Unternehmenssektor hin zu bisher weitaus zurückhaltender genutzten Eigenkapitalhilfen verlagern.

Fiskalpolitische Instrumente sollten gezielt eingesetzt und ihre Wirkungen evaluiert werden.

Verwundbarkeiten im Finanzsystem dürften mittelfristig steigen

In den Jahren vor der Corona-Pandemie hatten sich zyklische Systemrisiken in Form von Verwundbarkeiten gegenüber negativen makroökonomischen Entwicklungen aufgebaut.¹⁾ Diese zeigten sich darin, dass die Kredite an Unternehmen und private Haushalte im Umfeld niedriger Zinsen dynamisch stiegen. Zudem gab es Hinweise, dass Kreditrisiken tendenziell unterschätzt wurden. Gleichzeitig erhöhten sich die Preise von Wohnimmobilien stark. Damit stieg auch die Gefahr, dass die Werthaltigkeit von Kreditsicherheiten tendenziell überschätzt wurde. Darüber hinaus war die Verwundbarkeit im Finanzsystem gegenüber Zinsänderungen vergleichsweise hoch. Mit der Pandemie hat ein schwerer makroökonomischer Schock die Realwirtschaft getroffen, der ohne die umfangreichen staatlichen Maßnahmen wahrscheinlich stark auf das Finanzsystem durchgeschlagen hätte. Gleichwohl dürfte der Schock die bestehenden Verwundbarkeiten im Finanzsystem stärker zutage treten lassen.

Auch international werden die Verwundbarkeiten im Finanzsystem mittelfristig eher zunehmen. Die private und öffentliche Verschuldung steigt im Zuge der Corona-Pandemie und der Stützungsmaßnahmen weltweit stark an. Der Internationale Währungsfonds (IWF) geht von einem deutlichen Anstieg der öffentlichen Verschuldung im Jahr 2020 aus – vor allem in den Industrieländern.²⁾ In einigen Ländern und Sektoren könnten kritische Schwellen überschritten werden.

Die private und öffentliche Verschuldung steigt im Zuge der Pandemie.

Ein starker Anstieg der öffentlichen Verschuldung könnte zu Zweifeln an der Schuldentragfähigkeit von Staaten führen. Dies wiederum könnte die Bonität des Bankensystems im jeweiligen Land infrage stellen, da nach wie vor ein erheblicher Anteil der

Staatsanleihen von den dort ansässigen Banken gehalten wird. Durch einen solchen Staaten-Banken-Nexus können sich Rückkopplungen ergeben und Risiken vom Staat auf Banken übertragen.³⁾ Diese Risiken können sich auch über Ländergrenzen hinweg ausbreiten.

Auch der Privatsektor dürfte aus der Pandemie mit einer deutlich höheren Verschuldung hervorgehen. Damit setzt sich eine Entwicklung fort, die die Risikolage im globalen Finanzsystem bereits in den vergangenen Jahren in Teilen geprägt hat. So stieg die Verschuldung des nichtfinanziellen Sektors in einzelnen Ländern stark – insbesondere in den Schwellenländern. Zudem wurden besonders in den USA umfangreich Kredite an Unternehmen mit einer geringen Kreditwürdigkeit vergeben.⁴⁾ In der aktuellen Situation haben sich viele Unternehmen tendenziell verschuldet, um bestehende Kapazitäten aufrechtzuerhalten und weniger, um Investitionen und Innovationen zu finanzieren.

Viele Unternehmen haben sich verschuldet, um ihre Kapazitäten aufrechtzuerhalten.

Eine hohe öffentliche und private Verschuldung kann die Zentralbanken unter Druck setzen, durch eine expansive Geldpolitik und niedrige Zinsen Belastungen aus einer hohen Verschuldung zu mildern. Eine solche fiskalische oder finanzielle Dominanz würde letztlich die Unabhängigkeit und die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken gefährden.⁵⁾ Deshalb ist es wichtig, dass die teils sehr hohen Schuldenstände nach der Krise konsequent reduziert werden. Einer fiskalischen oder finanziellen Dominanz kann zudem eine wirkungsvolle und präventiv handelnde

1 Für eine ausführliche Darstellung dieser Verwundbarkeiten vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a).

2 Vgl.: International Monetary Fund (2020b).

3 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017).

4 Vgl.: International Monetary Fund (2019).

5 Zur finanziellen Dominanz vgl.: Brunnermeier und Sannikov (2014).

makroprudenzielle Politik entgegenwirken. Diese trägt dazu bei, dass die einheitliche Geldpolitik im Euroraum gemäß ihrem Mandat die Preisstabilität sichern kann.⁶⁾ Die makroprudenzielle Politik könnte jedoch ihrerseits unter Druck geraten, ihre präventiven Maßnahmen zu verzögern.

Ausreichende Resilienz im Finanzsystem auch nach Pandemie bedeutend

Wie sich die Corona-Pandemie langfristig auf das Finanzsystem und die makroökonomischen Rahmenbedingungen auswirkt, ist derzeit offen. Die Zinserwartungen an den Finanzmärkten deuten jedoch an, dass die niedrigen Zinsen noch länger fortbestehen dürften. Damit kommt strukturellen

Künftig kommt strukturellen Risiken eine noch größere Bedeutung zu.

Risiken, die sich aus lang anhaltend niedrigen Zinsen ergeben können, künftig eine noch größere Bedeutung zu. Lang anhaltend niedrige Zinsen setzen die Profitabilität vieler Finanzintermediäre unter Druck und könnten eine Suche nach Rendite beschleunigen. Berücksichtigen Marktteilnehmer nicht angemessen, dass Zinsen abrupt steigen können, werden ihre Portfolios strukturell anfällig gegenüber Zinsänderungen. Dies würde die Verwundbarkeit des Finanzsystems erhöhen.

Hinzu kommt, dass die Corona-Pandemie dämpfende Effekte auf das Potenzialwachstum haben könnte.⁷⁾ Einige Geschäftsmodelle könnten nicht mehr tragfähig sein, wenn sich Konsumverhalten und Produktionsstrukturen dauerhaft und tiefgreifend verändern. Ein verringertes Potenzialwachstum könnte die Schuldentragfähigkeit reduzieren und damit die Resilienz der Unternehmen und privaten Haushalte schwächen. Mittelfristig würde dies Finanzstabilitätsrisiken erhöhen.

Ein funktionierendes Finanzsystem ist zentral dafür, dass der realwirtschaftliche Strukturwandel gelingt:

Anders als in der globalen Finanzkrise geht es nicht darum, das Finanzsystem selbst zu reparieren, sondern mithilfe des Finanzsystems Schäden in der

Ein funktionierendes Finanzsystem ist zentral für realwirtschaftlichen Strukturwandel.

Realwirtschaft zu beheben. Das erfordert stabile Banken und funktionierende Anleihemärkte, aber auch die Finanzierung von Innovationen und Investitionen durch Eigenkapital.

Der Strukturwandel macht dabei auch vor dem Finanzsystem nicht halt. Trends wie die Digitalisierung, die bereits vor der Corona-Pandemie bestanden, verstärken sich. Struktureller Wandel im Bankensektor – wie auch im Unternehmenssektor – sollte dabei nicht unnötig verzögert werden. Dazu gehört, dass Banken aus dem Markt ausscheiden können, wenn ihr Geschäftsmodell nicht mehr tragfähig ist – ohne dabei die Finanzstabilität zu gefährden. Ein funktionierendes Regime für die Abwicklung und Restrukturierung von Banken hat genau diese Funktion.⁸⁾ Eine aktuelle Evaluierung des Finanzstabilitätsrates (Financial Stability Board: FSB) zeigt, dass seit der globalen Finanzkrise wesentliche Verbesserungen erreicht wurden und den Behörden bessere Instrumente zur Verfügung stehen, um auch mit systemrelevanten Banken in Schieflage umzugehen.⁹⁾

Die Corona-Pandemie führt nachdrücklich vor Augen, wie wichtig eine ausreichende Resilienz im Finanzsystem ist, um sich selbst verstärkende Entwicklungen zu verhindern. Insbesondere durch Eigenkapital

Die Pandemie zeigt, wie wichtig eine ausreichende Resilienz im Finanzsystem ist.

6 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015).
7 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020d).
8 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a).
9 Vgl.: Financial Stability Board (2020).

talpuffer können Verluste abgedeckt und die Kreditvergabe aufrechterhalten werden. Die Reformen des vergangenen Jahrzehnts, vor allem höhere Anforderungen an das Eigenkapital, haben die Fähigkeit der Banken erhöht, Verluste zu absorbieren.

In der nächsten Zeit geht es insbesondere darum, die vorhandenen Puffer zu nutzen. Denn die Verluste im Finanzsystem werden absehbar steigen, wenn mehr Kredite ausfallen. Dadurch würden die Puffer

potenziell reduziert. Wenn die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie überwunden sind, müssen die Puffer jedoch mittelfristig wieder aufgebaut werden. Dadurch wird erneut Spielraum geschaffen, sodass das Finanzsystem seine Funktionen auch in künftigen Stressphasen erfüllen kann. Die im Frühjahr 2020 gewährten Erleichterungen innerhalb des regulatorischen Rahmenwerks dürfen nicht permanent aufrechterhalten bleiben.

Makroökonomisches Umfeld und bisherige Auswirkungen der Corona-Pandemie

Die Corona-Pandemie und die gesundheitspolitischen Maßnahmen zu ihrer Eindämmung haben im ersten Halbjahr 2020 zum schwersten Einbruch der Weltwirtschaft seit Jahrzehnten geführt. Anders als in der globalen Finanzkrise von 2007/2008 ging der Schock nicht vom Finanzsystem aus.

Der Corona-Schock löste im Frühjahr 2020 massiven Stress an den Finanzmärkten aus. Weltweit brachen Aktienindizes ein, Risikoprämien stiegen und Investoren flüchteten in sichere Anlagen. Zwischenzeitlich war die Funktionsfähigkeit einzelner Marktsegmente gefährdet. Der Stress an den Finanzmärkten ging mit einem außerordentlichen Anstieg der Unsicherheit einher – vor allem mit Blick auf die makroökonomischen Auswirkungen der Pandemie und der Maßnahmen zu deren Eindämmung.

Im Frühjahr 2020 gerieten viele Unternehmen binnen kürzester Zeit in Liquiditätsprobleme, da ihre Umsätze massiv einbrachen, die Kosten jedoch nicht gleichermaßen zurückgingen. Angesichts der unklaren Geschäftsaussichten kamen Zweifel an der Solvenz zahlreicher Unternehmen auf und erschwerten ausreichende Finanzierungen. Es drohte eine Liquiditätsklemme. Diese hätte in eine Insolvenzwelle mit massiven wirtschaftlichen Schäden und hoher Arbeitslosigkeit münden können. Der Bankensektor hätte durch die abrupt steigenden Insolvenzen unter Druck geraten, prozyklisch reagieren und damit den Wirtschaftseinbruch verstärken können.

Um diese Spirale zu durchbrechen und eine Liquiditätsklemme zu verhindern, ergriffen Zentralbanken, Regierungen und Aufsichtsbehörden in vielen Ländern umfangreiche Maßnahmen. Dank dieser konnten die Realwirtschaft und das Finanzsystem zunächst stabilisiert werden.

Der Corona-Schock

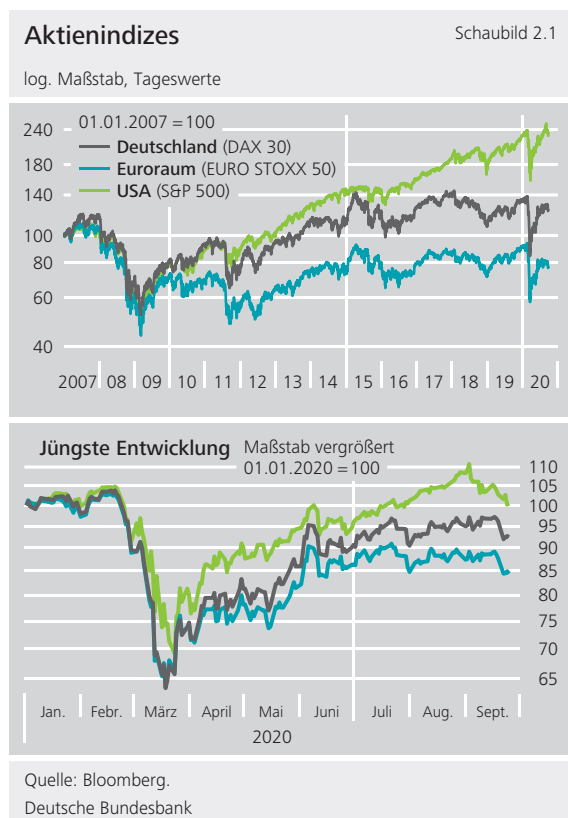
Die Corona-Pandemie führte zu einem massiven wirtschaftlichen Schock. Auch wenn der Schock anders als in der globalen Finanzkrise von 2007/2008 nicht vom Finanzsystem ausging, ist dieses dennoch mittelbar stark betroffen.

Weltweit massive Kursverluste und Einbruch der Weltwirtschaft

An den Finanzmärkten wirkte sich die Corona-Pandemie bereits Ende Februar 2020 aus. Weltweit brachen Aktienindizes fast gleichzeitig ein, und an den Anleihemärkten stiegen die Risikoprämien deutlich. Auffällig war, wie schnell die Finanzmärkte auf den Ausbruch der Corona-Pandemie reagierten (Schaubild 2.1). Der deutsche Aktienindex DAX verlor in nur knapp einem Monat 38% an Wert.¹⁾ Wäh-

rend der globalen Finanzkrise hatte es von Ende Dezember 2007 bis Oktober 2008 gedauert, bis der DAX einen solchen Wertverlust auswies, und ein Jahr, bis er mit einem Rückgang von 48% seinen Tiefpunkt erreichte. Ähnliche Entwicklungen wie für den DAX konnten auch für den europäischen Aktienindex EURO STOXX 50 und den US-amerikanischen Aktienindex S&P 500 beobachtet werden. Zudem erhöhten sich die Risikoprämien an den Anleihemärkten außergewöhnlich schnell.²⁾ Die schon vor der Pandemie bestehenden Verwundbarkeiten haben zu den deutlichen Reaktionen an den Finanzmärkten beigetragen. In den vergangenen Jahren hatten sich hohe Bewertungen an den Anleihe- und teilweise auch an den Aktienmärkten aufgebaut, nicht zuletzt aufgrund der anhaltend niedrigen Zinsen.³⁾

Die Risikoprämien an den Anleihemärkten stiegen außergewöhnlich schnell.



Mit zunehmender Ausbreitung der Corona-Pandemie ergriffen weltweit zahlreiche Regierungen Maßnahmen, die das öffentliche Leben stark einschränkten. Zahlreiche Betriebe des Dienstleistungssektors wurden vorübergehend geschlossen, Reisen beschränkt, Veranstaltungen abgesagt sowie Schulen, Universitäten und Kindertagesstätten zeitweise geschlossen. Diese gesundheitspolitischen Maßnahmen zielten darauf ab, die Zahl der Infektionen zu begrenzen, die Pandemie einzudämmen und eine Überlastung der Gesundheitssysteme zu vermeiden.

Überdies haben viele Verbraucher und Unternehmen ihr Verhalten angepasst, um das Infektionsrisiko zu verringern. Private Haushalte in Deutschland reduzierten ihre Reisetätigkeit, Restaurantbesuche und Teilnahmen an Großveranstaltungen, bereits bevor

1 Die Angabe bezieht sich auf die Veränderung des Jahreshöchststandes gegenüber dem Jahrestiefstand.
 2 Die Risikoprämien wurden mit Prämien für Kreditausfallswaps (Credit Default Swaps: CDS) approximiert.
 3 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017, 2018, 2019a).

die staatlichen Beschränkungen in Kraft traten. Die gesundheitspolitischen Maßnahmen und die Verhaltensanpassungen wirkten sich direkt auf den binnenwirtschaftlich orientierten Dienstleistungssektor aus, der entscheidend zum wirtschaftlichen Aufschwung der vergangenen Jahre beigetragen hatte. Die exportorientierten Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes wurden dagegen vor allem durch die weltweiten Grenzschießungen, die geringere Produktion und den Einbruch der Nachfrage getroffen.

Die Auswirkungen auf die Realwirtschaft sind massiv. Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) zufolge ist für das Jahr 2020 in vielen Ländern zu erwarten, dass die Wirtschaftsleistung stärker zurückgeht als im Nachgang der globalen Finanzkrise (Schaubild 2.2).⁴⁾

Auch die deutsche Wirtschaft brach im ersten Halbjahr 2020 sehr stark ein. Das Bruttoinlandsprodukt

In Deutschland brach das BIP im zweiten Quartal 2020 um 9,7% ein.

(BIP) ging im ersten Quartal um 2% gegenüber dem vorherigen Quartal zurück. Im zweiten Quartal sank es um 9,7% und

lag damit 11,3% unter dem Wert des Vorjahres. Dies war der stärkste Rückgang seit Gründung der Bundesrepublik.

Massiver Anstieg der Unsicherheit

Die Corona-Pandemie hatte unmittelbar Auswirkungen auf Angebot und Nachfrage von Waren und Dienstleistungen. Verstärkt wurden diese Effekte durch eine außerordentlich hohe Unsicherheit. Diese bestand vor allem zu Beginn darüber, wie schwer die Pandemie ausfallen und welche Maßnahmen erforderlich sein würden, um sie einzudämmen. Außerdem war unklar, wie wirksam die geldpolitischen, fiskalpolitischen und aufsichtlichen Maßnahmen sein würden, die zur Stützung der Realwirtschaft er-



griffen wurden. Indikatoren für die makroökonomische Unsicherheit stiegen in der Folge sprunghaft an (Schaubild 2.3).⁵⁾

An den Finanzmärkten spiegelte sich die Unsicherheit unmittelbar wider. Der abrupte und starke Anstieg der impliziten

Aktienmarkt-Volatilität in vielen Ländern verdeutlicht, dass die Marktteilnehmer Ende

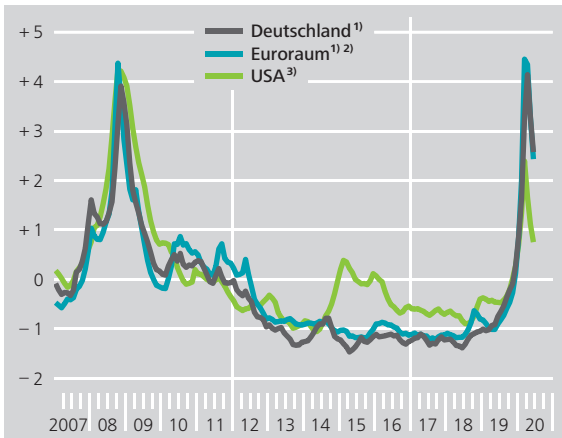
Die Unsicherheit spiegelte sich unmittelbar an den Finanzmärkten wider.

Februar 2020 höchst unterschiedliche Einschätzungen bezüglich der zu erwartenden Kursentwicklungen hatten. Mitte März 2020 erreichten Volatilitätskennziffern ähnlich hohe Werte wie in der globalen Finanzkrise (Schaubild 2.4).

⁴⁾ Vgl.: International Monetary Fund (2020b).
⁵⁾ Vgl.: Jurado, Ludvigson und Ng (2015).

Indikatoren für makroökonomische Unsicherheit* Schaubild 2.3

standardisierte Monatswerte, letzter Datenpunkt: Juni 2020

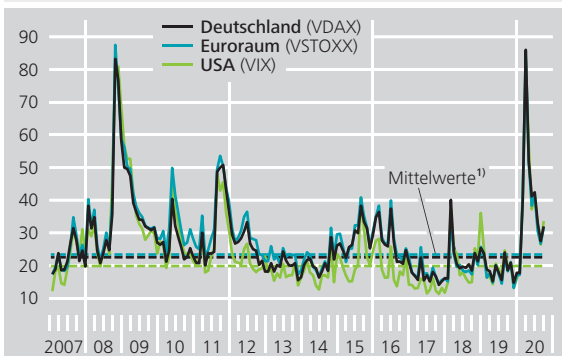


Quellen: <https://www.sydneyludvigson.com>, OECD und eigene Berechnungen. * Die Indizes basieren auf den Prognosefehlern einer Vielzahl von makroökonomischen und finanziellen Indikatoren; Prognosehorizont: drei Monate. **1** Vgl. hierzu: P. Meinen und O. Röhe (2017), On Measuring Uncertainty and its Impact on Investment: Cross-country Evidence from the Euro Area, European Economic Review, Vol 92, S. 161–179. **2** Nach dem BIP 2019 gewichtetes Mittel der Indizes für Deutschland, Spanien, Italien und Frankreich. **3** Vgl. hierzu: K. Jurado, S. Ludvigson und S. Ng (2015), Measuring Uncertainty, The American Economic Review, Vol 105 No 3.

Deutsche Bundesbank

Implizite Aktienmarkt-Volatilitäten* Schaubild 2.4

Monatshöchstwerte in %-Punkten



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. * Abgeleitet aus Optionspreisen. **1** Berechnet aus den Tageswerten.

Deutsche Bundesbank

Fallende Aktienkurse reflektierten die hohe Unsicherheit.⁶ Die Kursschwankungen großer Aktienindizes korrelieren normalerweise stark mit gängigen Maßen für Markt- und Kreditrisiken. In Stressphasen steigt jedoch der Teil der Schwankungen, der mit diesen Maßen nicht erklärt werden kann. Dieser Teil kann

als nicht diversifizierbares Risiko oder als Unsicherheit – im Sinne von nicht versicherbaren Ereignissen – interpretiert werden (Schaubild 2.5).⁷

Ökonometrischen Untersuchungen zufolge dürfte die Unsicherheit, die durch die Corona-Pandemie ausgelöst wurde, rund ein Drittel zum Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität beigetragen haben (siehe Kasten „Die Auswirkung der Unsicherheit auf die realwirtschaftliche Aktivität“ auf S. 21 f.). Private Haushalte und Unternehmen tendieren bei hoher Unsicherheit dazu, abzuwarten und wirtschaftliche Entscheidungen aufzuschieben, bis sie die weitere Entwicklung besser einschätzen können. In ähnlicher Weise kann hohe Unsicherheit zur Folge haben, dass Kreditgeber abwarten und Kredite zeitweise nicht mehr bewilligen. Das Finanzsystem würde in so einer Situation den Unternehmen und Haushalten nicht mehr ausreichend Liquidität zur Verfügung stellen.

Im Unternehmenssektor drohte Liquiditätsklemme

Aufgrund der Pandemie ist die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen stark zurückgegangen, und viele Unternehmen schränkten ihre Produktion ein. Dies führte dazu, dass die Umsätze in vielen Branchen massiv einbrachen. Gleichzeitig benötigten Unternehmen dringend Liquidität, da ihre finanziellen Verpflichtungen weniger stark sanken als ihre Umsätze. So gerieten viele Unternehmen binnen

⁶ Hierzu werden die Renditeänderungen von Aktienindizes mit weiteren Faktoren wie der Veränderung von Aktienvolatilitäts- und CDS-Indizes, als Maße für am Markt versicherbare Markt- und Kreditrisiken, dem risikolosen Zins und der Steigung der Zinsstrukturkurve sowie generellen Veränderungen im zeitlichen Ablauf erklärt. Andere Autoren interpretieren einen hohen Stand des VIX zum Teil auch bereits unmittelbar als Maß für die Unsicherheit. Zur Rolle von Unsicherheit vgl. auch: Bloom (2009); Fernández-Villaverde, Guerrón-Quintana, Kuester und Rubio-Ramírez (2015); Knight (1921).

⁷ Vgl.: Knight (1921). Demnach lassen sich Ereignisse in versicherbare Ereignisse (Risiko) und nicht versicherbare Ereignisse (Unsicherheit) unterscheiden; je nachdem, ob man mittels stochastischer Methoden eine Eintrittswahrscheinlichkeit bestimmen kann oder nicht; vgl.: Deutsche Bundesbank (2017).

kürzester Zeit in Liquiditätsprobleme. Davon waren auch Unternehmen betroffen, die bis zum Ausbruch der Corona-Pandemie tragfähige Geschäftsmodelle hatten. In manchen Fällen war der Bedarf an Liquidität auch deshalb sehr hoch, da sie nur über vergleichsweise geringe Liquiditätsreserven verfügten.

Die Umsatzrückgänge und die Ausstattung mit Liquidität unterschieden sich deutlich zwischen den Branchen und fielen in manchen von ihnen ungünstig zusammen. Im Gastgewerbe etwa waren die Unter-

Die Branchen sind unterschiedlich stark von den Folgen der Pandemie betroffen.

nehmen besonders stark von Umsatzrückgängen betroffen. So gingen die Umsätze im März 2020 um über 40% im Vergleich zum

Vorjahr zurück. Gleichzeitig verfügen die Unternehmen des Gastgewerbes über vergleichsweise wenig liquide Mittel (Schaubild 2.6). Eine Umfrage unter Wirtschaftsverbänden bestätigt das Bild, dass die Folgen der Pandemie in den Branchen unterschiedlich stark ausgeprägt sind (siehe Kasten „Finanzierungsbedingungen der Unternehmen in der Corona-Pandemie: Ergebnisse einer Befragung der Wirtschaftsverbände“ auf S. 24 f.). Insbesondere im Gastgewerbe werden verstärkt Solvenzprobleme befürchtet.

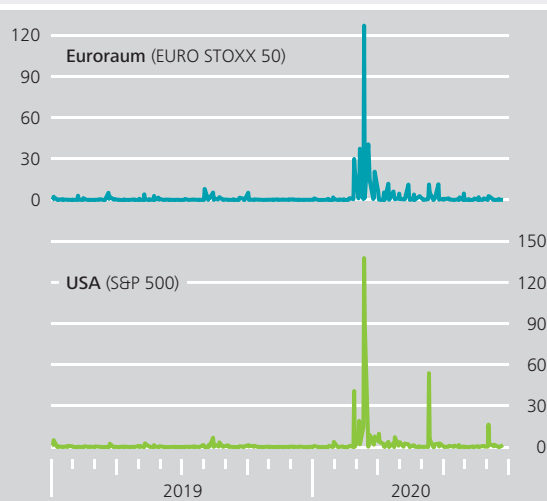
Vor diesem Hintergrund war die Unsicherheit über die Tragfähigkeit der Geschäftsmodelle und der Solvenz vieler Unternehmen groß. Insbesondere wurde bezweifelt, ob Unternehmen in den besonders betroffenen Branchen

Die Kreditwürdigkeit ganzer Branchen war nur noch schwer zu beurteilen.

die Umsätze aufholen können, die ihnen seit Ausbruch der Corona-Pandemie entgangen waren. Die Unsicherheit war so hoch, dass die Kreditwürdigkeit ganzer Branchen nur noch schwer zu beurteilen war. In dieser Phase der Pandemie bestand die Gefahr einer Liquiditätsklemme, sodass Unternehmen

Indikator für Unsicherheit am Aktienmarkt¹⁾

Schaubild 2.5



Quellen: Bloomberg, Markit und eigene Berechnungen. * Gezeigt wird die quadrierte Abweichung des Aktienindex von einem Schätzwert (Conditional Variance). Die Schätzung basiert dabei auf der Variation von Kredit- und Volatilitätsindizes, Staatsanleiherenditen und zeitlichen Effekten. Die Abweichung stellt die nicht in der Schätzung erklärbare Kursentwicklung dar. Sie kann als nicht diversifizierbares Risiko und als Indikator für Unsicherheit interpretiert werden.
 Deutsche Bundesbank

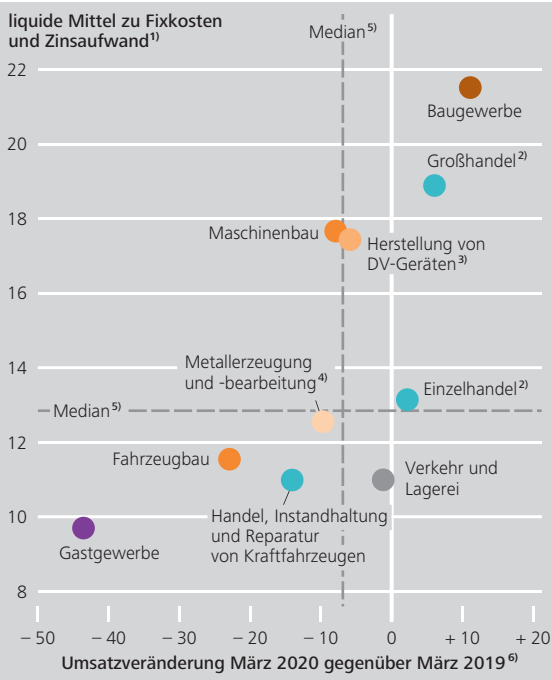
ihren Liquiditätsbedarf nicht mehr hätten decken können. Nach wie vor ist unklar, welche strukturellen Änderungen die Corona-Pandemie mit sich bringen wird. Auch deshalb bleibt die Unsicherheit darüber hoch, wie tragfähig die Geschäftsmodelle mancher Branchen sind.

Finanzmärkte spiegelten frühzeitig realwirtschaftliche Gefahren wider

An den Finanzmärkten schlugen sich Anzeichen für eine drohende Liquiditätsklemme im Unternehmenssektor schnell in höheren Risikoprämien nieder. Dabei spielte eine wichtige Rolle, wie stark die Unternehmen von den Auswirkungen der Corona-Pandemie betroffen waren. So erhöhten sich die Finanzierungskosten vor allem für Unternehmen, die stärker vom Corona-Schock getroffen wurden oder bereits zuvor als relativ riskant galten. Der ein-

Umsatz und Liquiditätsausstattung deutscher Unternehmen ausgewählter Branchen¹⁾ Schaubild 2.6

in %

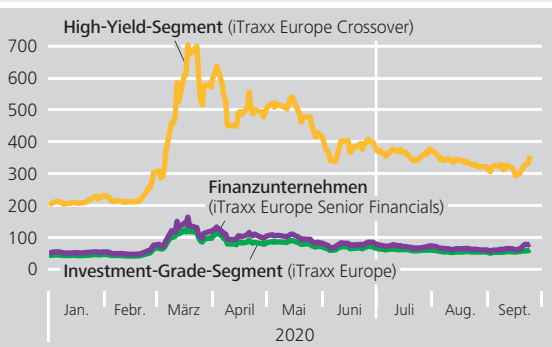


Quellen: Hochgerechnete Angaben aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen, Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. * Die Farbgebung der einzelnen Branchen richtet sich nach Schaubild 3.4. **1** Bilanzposition „Kasse und Bankguthaben“ im Verhältnis zur Summe aus „Personalaufwand“, „Übrige Aufwendungen“ und „Zinsaufwendungen“ im Bilanzjahr 2017. **2** Ohne Handel mit Kraftfahrzeugen. **3** Datenverarbeitungsgeräte einschl. elektronischer und optischer Erzeugnisse. **4** Einschl. Herstellung von Metallerzeugnissen. **5** Berechnet aus den Aggregaten aller dargestellten Branchen. **6** Für Baugewerbe sowie Verkehr und Lagerei 1. Vj. 2020 gegenüber 1. Vj. 2019.

Deutsche Bundesbank

Kreditausfallswap-Prämien für europäische Unternehmen Schaubild 2.7

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Markt.

Deutsche Bundesbank

geschränkte Finanzierungszugang Mitte März 2020 verschärfte damit die bestehenden Liquiditätsprobleme dieser Unternehmen. Die Funktionsfähigkeit einzelner Marktsegmente war in Gefahr.

Im Frühjahr 2020 verzeichneten Wertpapiere weltweit über alle Branchen hinweg hohe Kursverluste, und Risikoprämien stiegen. Dabei traf der Corona-Schock insbesondere Wertpapiere aus der Automobil-, Tourismus- und Energiebranche: Kursverluste in diesen Branchen waren deutlich höher als im Marktdurchschnitt.⁸⁾ Unternehmen der Energiebranche gerieten zudem durch den gleichzeitig stark sinkenden Ölpreis unter Druck. Wertpapiere von Unternehmen aus der Gesundheits- und Telekommunikationsbranche verloren im Vergleich zum gesamten Markt nur unterdurchschnittlich an Wert. Die Nachfrage nach ihren Produkten und Dienstleistungen hat durch die Pandemie teilweise zugenommen. Zudem stiegen die Kreditrisikoprämien deutlich an, insbesondere für Unternehmen im High-Yield-Segment (Schaubild 2.7). Diese Unternehmen gelten als besonders risikoreich, sind in der Regel höher verschuldet und verfügen über weniger liquide Mittel als Unternehmen im Investment-Grade-Segment (siehe Kapitel „Gefahr stark steigender Insolvenzen“ auf S. 37 ff.).

Der Corona-Schock traf insbesondere Wertpapiere aus der Automobil-, Tourismus- und Energiebranche.

An den Primärmärkten, also bei der Emission von Wertpapieren, kam es in der akuten Stressphase kurzfristig zu starken Störungen. So wurden Ende Februar und Anfang März 2020 deutlich weniger Unternehmensanleihen im Euroraum emittiert als zuvor (Schaubild 2.8). Unternehmen konnten sich nur eingeschränkt oder zu deutlich erhöhten Kosten über den Kapitalmarkt finanzieren. Die angespannte

⁸ Vgl.: Alfaro, Chari, Greenland und Schott (2020); Baker, Bloom, Davis, Kost, Sammon und Viratyosin (2020).

Die Auswirkung der Unsicherheit auf die realwirtschaftliche Aktivität

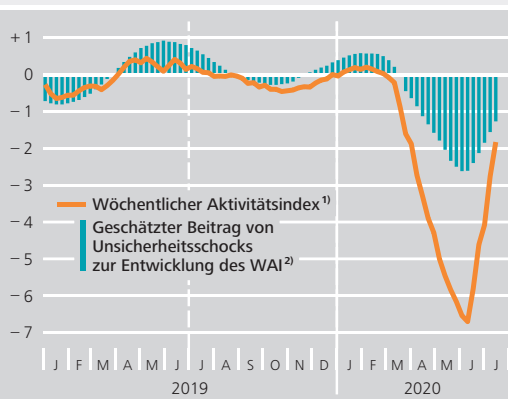
Ein starker Anstieg der Unsicherheit kann sich negativ auf die realwirtschaftliche Aktivität auswirken. Unternehmen neigen in dieser Situation dazu, sich bei Investitionen und der Einstellung neuer Arbeitskräfte zurückzuhalten; private Haushalte tendieren dazu, größere Anschaffungen zu verschieben und vorsorglich zu sparen.

Um die Effekte eines Anstiegs der Unsicherheit zu quantifizieren, wurde ein strukturelles vektorautoregressives Modell (VAR-Modell) auf Basis wöchentlicher Daten für Deutschland geschätzt, das den Zeitraum vom 2. Juli 2004 bis zum 17. Juli 2020 berücksichtigt. Das Modell umfasst folgende Indikatoren: die implizite Volatilität des DAX (VDAX), die realisierte Volatilität von Bundesanleihen sowie deren Rendite, die Liquiditätsprämie gemessen am Spread zwischen fünfjährigen Anleihen der Kreditanstalt für Wiederaufbau und des Bundes, einen Index aus Kreditausfallswap-Prämien von bis zu 25 deutschen nichtfinanziellen Unternehmen mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einen in der Bundesbank kürzlich entwickelten wöchentlichen Aktivitätsindex (WAI). Dabei handelt es sich um einen experimentellen Index, der auf Basis von frühzeitig verfügbaren hoch frequenten Indikatoren die realwirtschaftliche Aktivität in Deutschland möglichst zeitnah misst.¹⁾

Anschließend wurde ermittelt, wie stark ein unerwarteter Anstieg der Unsicherheit (Unsicherheitsschock) zum historischen Verlauf des wöchentlichen Aktivitätsindex beigetragen hat. Diese Schocks werden mithilfe rekursiver Restriktionen aus den Störtermen der Modellgleichungen abgeleitet (Cholesky-Zerlegung).²⁾ Es wurde angenommen, dass Unsicherheitsschocks einen kontemporären Effekt auf Finanzmärkte und den wöchentlichen Aktivitätsindex haben.³⁾ Dabei zeigt sich, dass die coronabedingte Unsicherheit signifikant zum Rückgang des Index beigetragen hat (Schaubild). Die verzögerten Beiträge des Unsicherheitsschocks sind auch konstruktionsbedingt, da der wöchentliche Aktivitätsindex die trendbereinigte Wachstumsrate der wirtschaftlichen Aktivität des 13-Wochen-Durchschnitts gegenüber dem vorhergehenden 13-Wochen-Durchschnitt misst. Etwa ein Drittel des Rückgangs kann durch die hohe Unsicherheit erklärt werden.⁴⁾ Der unerklärte Teil zeigt, dass weitere Schocks den Index beeinflusst haben, beispielsweise negative Angebots-

Beitrag von Unsicherheitsschocks zum Wöchentlichen Aktivitätsindex für Deutschland

Veränderung des 13-Wochen-Durchschnitts gegenüber den vorhergehenden 13 Wochen in %



Quellen: Bloomberg, Markit und eigene Berechnungen. **1** Der Wöchentliche Aktivitätsindex (WAI) soll die realwirtschaftliche Aktivität in Deutschland möglichst zeitnah messen; vgl.: S. Eraslan und T. Götz, Wöchentlicher Aktivitätsindex für die deutsche Wirtschaft, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/wai>. **2** Mithilfe eines vektorautoregressiven Modells geschätzt. Neben dem WAI fließen Aktienmarkt- und Bundesanleihevolatilitäten, Bundesanleihenrenditen, Liquiditätsprämien und Kreditausfallswap-Prämien für nichtfinanzielle Unternehmen ein.
 Deutsche Bundesbank

1 Der WAI ist allerdings nicht mit dem vierteljährlichen Bruttoinlandsprodukt (BIP) gleichzusetzen. Zur Konstruktion und Methodik des Index vgl.: Eraslan und Götz (2020).

2 Vgl.: Bloom (2009).

3 Die Unsicherheitsschocks werden als orthogonale Veränderungen des VDAX gemessen.

4 Schätzungen einer alternativen Modellspezifikation, in der der WAI durch die monatliche Industrieproduktion und die Finanzvariablen durch ihre Monatsdurchschnitte ersetzt werden, liefern vergleichbare Ergebnisse.

und Nachfrageschocks. Stützend dürften hingegen die geldpolitischen und fiskalpolitischen Maßnahmen gewirkt haben.

Eine von der Bundesbank unter privaten Haushalten im April 2020 durchgeführte repräsentative Befragung bestätigt, dass sich die coronabedingte Unsicherheit auch negativ auf die Konjunkturerwartungen und den geplanten Konsum von Haushalten auswirken kann.⁵⁾

Der Umfrage zufolge erwarteten Haushalte, dass das BIP innerhalb eines Jahres um durchschnittlich 3,5% zurückgehen würde. Wurden Haushalte zusätzlich mit Informationen konfrontiert, die explizit auf die hohe Unsicherheit bezüglich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung hinwiesen, revidierten sie ihre Wachstumserwartung um 1,7 Prozentpunkte nach unten und erwarteten einen Rückgang von 5,2%. Außerdem führten die Informationen

zur Unsicherheit dazu, dass Haushalte weniger bereit waren, innerhalb der folgenden 12 Monate langlebige Konsumgüter zu kaufen. Beispielsweise gaben diese Haushalte eine um 5,6 Prozentpunkte geringere Wahrscheinlichkeit an, innerhalb der folgenden 12 Monate ein Auto zu kaufen. Bei anderen größeren Anschaffungen, wie beispielsweise Kühlschränken, Möbeln oder Elektrogeräten, sank die angegebene Wahrscheinlichkeit sogar um 7,6 Prozentpunkte.⁶⁾ Insgesamt gibt es damit deutliche Hinweise, dass hohe Unsicherheit dämpfend auf die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen in Deutschland wirkte.⁷⁾

5 Hierbei handelt es sich um eine Befragung zu den Erwartungen privater Haushalte in Deutschland mit rd. 2 000 Teilnehmern. Für weitere Informationen zur Befragung siehe: <https://www.bundesbank.de/de/bundesbank/forschung/erwartungsstudie>.

6 Die am 1. Juli 2020 in Kraft getretene Absenkung der Umsatzsteuer dürfte hierbei noch nicht berücksichtigt worden sein.

7 Vgl.: Beutel, Metiu und Stockerl (2020).

Liquiditätssituation im Unternehmenssektor sowie die hohe Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Pandemie wirkten sich somit auf die Finanzmärkte aus. Die Anspannungen an den Märkten verschlechterten die Finanzierungsbedingungen für kapitalmarktaktive Unternehmen deutlich. Deshalb waren diese Unternehmen stärker auf andere Finanzierungsquellen angewiesen, beispielsweise Kreditlinien von Banken.

Auch an den Sekundärmärkten, also beim Handel mit Wertpapieren, gab es Zeichen für Anspannungen und steigende Transaktionskosten. So erhöhten sich Anfang März 2020 beispielsweise die Geld-Brief-Spannen für Anleihen europäischer nichtfinanzieller Unternehmen, insbesondere im High-Yield-Segment (Schaubild 2.8). Der Handel mit Wertpapieren war somit nur zu deutlichen Abschlägen möglich.⁹⁾ Dies betraf – anders als in früheren Stressphasen – kurzfristig sogar die Märkte für Bundesanleihen und

US-Staatsanleihen. Diese Wertpapiere gelten in der Regel als besonders sicher. An manchen Märkten kam der Handel sogar fast zum Erliegen. Dies geschah beispielsweise am Markt für Commercial Paper in den USA, nachdem amerikanische Geldmarktfonds hohe Mittelabflüsse verzeichneten und sich daraufhin von diesem Markt zurückzogen.¹⁰⁾ Dennoch war das Handelsvolumen

An manchen Wertpapiermärkten kam der Handel fast zum Erliegen.

9 Geld-Brief-Spannen stellen die Differenz von An- und Verkaufspreisen von Händlern dar und sind ein Maß dafür, wie einfach Wertpapiere am Markt gehandelt werden können. Eine niedrige Geld-Brief-Spanne signalisiert eine höhere Marktliquidität, da Wertpapiere ohne größere Auf- und Abschläge gehandelt werden können. Neben den Geld-Brief-Spannen waren auch die Amihud-Ratios deutlich erhöht. Die Amihud-Ratio ist ein Maß für den volumengewichteten Preiseffekt einer Transaktion; vgl.: Amihud (2002).

10 Vgl.: Avdjiev, Eren und McGuire (2020); Eren, Schrimpf und Sushko (2020).

an den meisten Aktien- und Anleihemärkten trotz der gestiegenen Transaktionskosten sogar relativ hoch.

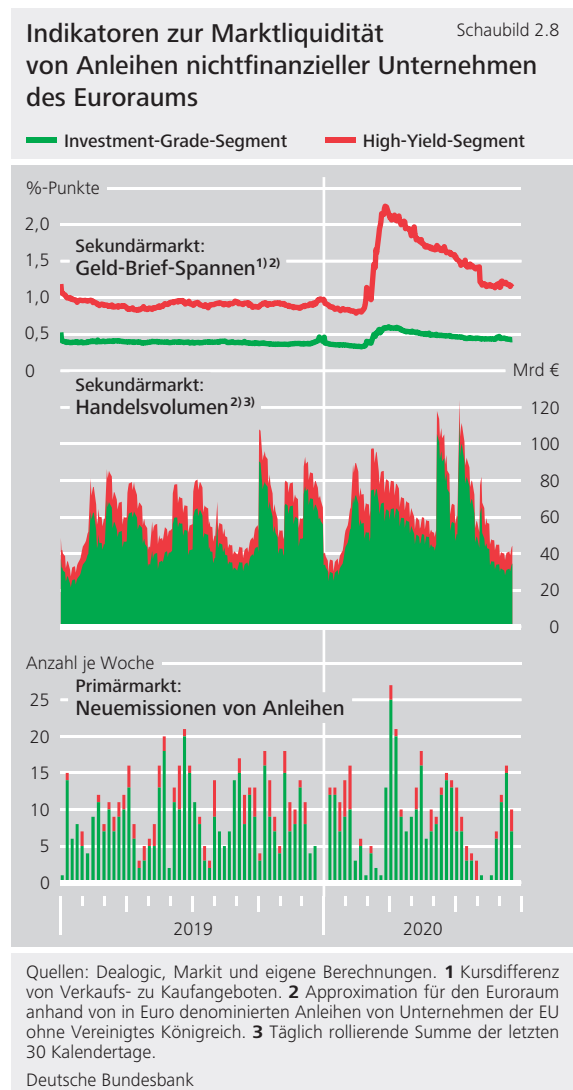
Der gleichzeitige Anstieg der Handelsvolumina und der Geld-Brief-Spannen für Unternehmensanleihen

Marktteilnehmer benötigten hochliquide Sicherheiten.

des Euroraums Anfang März 2020 deutet darauf hin, dass Marktteilnehmer unter hohem Verkaufsdruck

standen (Schaubild 2.8). Dies dürfte vor allem auf einen erhöhten Bedarf an Liquidität und Sicherheiten im Finanzsystem zurückzuführen sein. So verzeichneten Investmentfonds in den USA und im Euroraum hohe Anteilscheinrückgaben. Zudem benötigten Marktteilnehmer hochliquide Sicherheiten, um Nachschusspflichten (Margin Calls) bei besicherten Transaktionen erfüllen zu können. Dazu zählen unter anderem Repo-Geschäfte oder Transaktionen über zentrale Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs). An den Finanzmärkten drohten Liquiditätsspiralen, bei denen sich Nachschusspflichten und Illiquidität von Wertpapieren gegenseitig verstärken: Müssen Marktteilnehmer aufgrund von Nachschusspflichten Wertpapiere verkaufen, kann dies dazu führen, dass die Liquidität der betroffenen Wertpapiere fällt. Dies kann weitere Nachschusspflichten auslösen und damit Finanzmarktteilnehmer weiter unter Druck setzen. Davon waren im Frühjahr 2020 beispielsweise amerikanische Hedgefonds bedroht, die Nachschusspflichten bei Repo-Geschäften bedienen mussten, als die Liquidität am Markt für US-Staatsanleihen kurzzeitig zurückging.¹¹⁾

Der Stress an den Finanzmärkten im Frühjahr 2020 wirkte sich auch auf die Wertpapierportfolios deutscher Banken, Investmentfonds und Versicherer aus (siehe Kasten „Auswirkungen des Corona-Schocks auf die Wertpapierportfolios der deutschen Finanzintermediäre“ auf S. 28 f.). Bei den Intermediären kam es im Frühjahr 2020 zu hohen Wertverlusten in den Portfolios, vor allem bei Aktien und High-Yield-Anleihen. Die von den Intermediären getätigten



Wertpapiertransaktionen dürften auch auf den jeweiligen Bedarf an liquiden Mitteln zurückzuführen sein. Deutsche Banken sahen sich einer höheren Nachfrage von Unternehmen nach Kreditlinien gegenüber; gleichzeitig benötigten sie vermehrt Sicherheiten für Repo-Geschäfte und Transaktionen mit CCPs.

Banken trennten sich vor allem von sehr riskanten Wertpapieren und kauften als sicher und liquide geltende Wertpapiere. Im deutschen Fondssektor kam

¹¹ Vgl.: Schimpf, Shin und Sushko (2020). Ähnliche Verstärkungsmechanismen sind bereits aus vergangenen Krisen bekannt; vgl.: Brunnermeier und Pedersen (2009).

Finanzierungsbedingungen der Unternehmen in der Corona-Pandemie: Ergebnisse einer Befragung der Wirtschaftsverbände

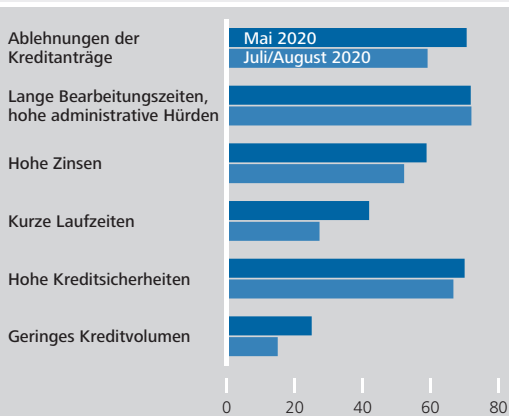
Der Zugang zu finanziellen Mitteln spielt für Unternehmen eine entscheidende Rolle, um Geschäfte tätigen und Liquiditätseingänge überbrücken zu können. Um die Finanzierungsbedingungen im Unternehmenssektor besser beurteilen zu können, befragte die Bundesbank Wirtschaftsverbände. Diese Befragungen wurden erstmals im Mai 2020 durchgeführt und zwischen Mitte Juli und Anfang August 2020 wiederholt. Insgesamt nahmen 61 Unternehmensverbände an der Umfrage teil.¹⁾ Diese vertreten rund 3,5 Millionen Betriebe und Unternehmen aus allen Wirtschaftssektoren, vor allem aus dem Mittelstand. Neben den Finanzierungsbedingungen wurde auch erhoben, wie die Verbände das Angebot an Finanzierungen und die staatlichen Stützungsmaßnahmen für ihre Mitgliedsunternehmen bewerten.

Die Corona-Pandemie hat sich über die Sektoren hinweg unterschiedlich ausgewirkt. In den folgenden Branchen brachen die Umsätze besonders stark ein: Facheinzelhandel (ohne Lebensmittelhandel), Gastgewerbe, Tourismus, Veranstaltungsbranche sowie Automobilindustrie und deren Zulieferer. Laut den Verbänden versuchten viele Unternehmen die Einbußen und mögliche Liquiditätseingänge zu überbrücken, indem sie verstärkt auf Eigenmittel sowie Kontokorrent- oder Überziehungskredite zurückgriffen. Dennoch sei der zusätzliche Finanzierungsbedarf zunächst sehr stark gestiegen. Damit im Einklang stehen die Ergebnisse der Umfrage des Eurosystems zum Kreditgeschäft der Banken (Bank Lending Survey: BLS): Der Nettoanteil derjenigen Banken, die einen Anstieg der Kreditnachfrage der Unternehmen meldeten, war der höchste seit Beginn der Umfrage im Jahr 2003. In besonders betroffenen Branchen wie dem Gastgewerbe befürchteten die Verbände, dass Insolvenzen infolge der eingetrübten Geschäftslage wahrscheinlicher werden.

Hinsichtlich des Zugangs zu Finanzierung berichteten die Verbände im Mai, dass die Kreditanträge von Unternehmen aus besonders betroffenen Branchen häufig abgelehnt wurden. Auch Klein- und Kleinstbetriebe sowie Start-up-Unternehmen seien mit Schwierigkeiten bei der Kreditaufnahme konfrontiert. Obwohl die Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie zwischenzeitlich gelockert wurden, nannten die Verbände im Juli/August 2020 weiterhin als relevantes Problem, dass Kreditanträge teilweise abgelehnt wurden. Allerdings sei dieses

Schwierigkeiten bei der Kreditaufnahme von Unternehmen während der Corona-Pandemie¹⁾

Anteil der Verbände, die über Schwierigkeiten berichten, in %



Quelle: Bundesbank-Befragung von Unternehmensverbänden zur Finanzierungssituation von Unternehmen in Deutschland. * An der Umfrage haben Verbände teilgenommen, die überwiegend kleine und mittelständische Unternehmen vertreten. In der Befragung im Mai (Juli/August) waren dies 61 (35) Verbände. Befragt wurde zum Zeitraum ab Anfang März 2020 (nach Ende April 2020). Kredite der Kreditanstalt für Wiederaufbau und sonstige staatlich garantierte Kredite sind hier nicht berücksichtigt.

Deutsche Bundesbank

¹ An der zweiten Befragung im Juli/August 2020 nahmen 35 Unternehmensverbände teil. Die Erkenntnisse sind deshalb eher als Ad-hoc-Umfrage zu betrachten und nur eingeschränkt mit den Ergebnissen der ersten Befragung vergleichbar.

Problem weniger schwerwiegend gewesen als zu Beginn der Corona-Pandemie (Schaubild). Zudem gaben die Verbände an, dass sich die Kreditkonditionen bei Ausbruch der Pandemie verschlechtert hätten. Dies steht ebenfalls im Einklang mit den Ergebnissen des BLS. Die dort befragten Banken berichteten, dass sie die Bedingungen bei der Kreditvergabe im zweiten Quartal 2020 verschärft hatten. Dies führten sie in erster Linie darauf zurück, dass das Kreditrisiko als höher eingeschätzt wurde und sich die Refinanzierungslage verschlechtert hatte. Als größte Hemmnisse für die Aufnahme von Krediten meldeten die Wirtschaftsverbände hohe Zinsen, Anforderungen an Kreditsicherheiten sowie lange Bearbeitungszeiten.

Ein Großteil der Verbände zeigte sich mit dem Umfang und der Ausrichtung der staatlichen Stützungsmaßnahmen zufrieden. So hätten die Maßnahmen zahlreiche Betriebe vor existenziellen

Schwierigkeiten bewahrt. Die Regelungen zur Kurzarbeit hätten wesentlich dazu beigetragen, den unmittelbaren Folgen der Pandemie entgegenzuwirken. Steuerliche Erleichterungen wie die Senkung der Mehrwertsteuer wurden überwiegend positiv bewertet. Allerdings könnten manche Bereiche wie die Veranstaltungsbranche aufgrund bestehender Einschränkungen und fehlender Nachfrage hiervon kaum profitieren. Staatlich garantierte Kredite wurden von rund 10% der vertretenen Unternehmen beantragt. Die Verbände berichteten jedoch von Problemen, wenn Unternehmen solche Kredite beantragten. Hierbei wurde insbesondere auf lange Bearbeitungszeiten der Kreditanträge hingewiesen. Insgesamt sahen die Verbände weiterhin die finanzielle Situation ihrer Mitgliedsunternehmen gefährdet. Sofern sich die Pandemie wieder verschärfen sollte, würde dies auch für Unternehmen gelten, die nicht in den stark betroffenen Branchen tätig sind.

es insbesondere bei Publikumsfonds zu Mittelabflüssen. Diese trugen dazu bei, dass der Fondssektor Wertpapiere aller Ratingklassen verkaufte. Die deutschen Versicherer hingegen waren relativ wenig von zusätzlichen Liquiditätsabflüssen betroffen, etwa durch Kündigungen von Versicherungsverträgen. Sie konnten deshalb sogar Wertpapiere zukaufen und trugen mit ihren antizyklischen Investitionen dazu bei, die Finanzmärkte zu stabilisieren.

Stabilisierung durch geldpolitische, fiskalpolitische und aufsichtliche Maßnahmen

Um die Auswirkungen der Corona-Pandemie zu mildern, ergriffen Regierungen, Zentralbanken und Aufsichtsbehörden auf der ganzen Welt rasch umfangreiche Maßnahmen (Schaubild 2.9). Fiskal- und

geldpolitische Maßnahmen wurden durch mikro- und makroprudenzielle Maßnahmen ergänzt (siehe Kapitel „Auswirkung der Corona-Pandemie auf das Bankensystem“ auf S. 55 ff.). Dabei wirken die Instrumente über unterschiedliche Kanäle Liquiditäts- und Solvenzproblemen entgegen. Während geldpolitische Instrumente eher darauf abzielen, die Liquidität zu stützen, können

fiskalpolitische Maßnahmen zusätzlich die Solvenz von Unternehmen und privaten Haushalten unmittelbar verbessern. In der

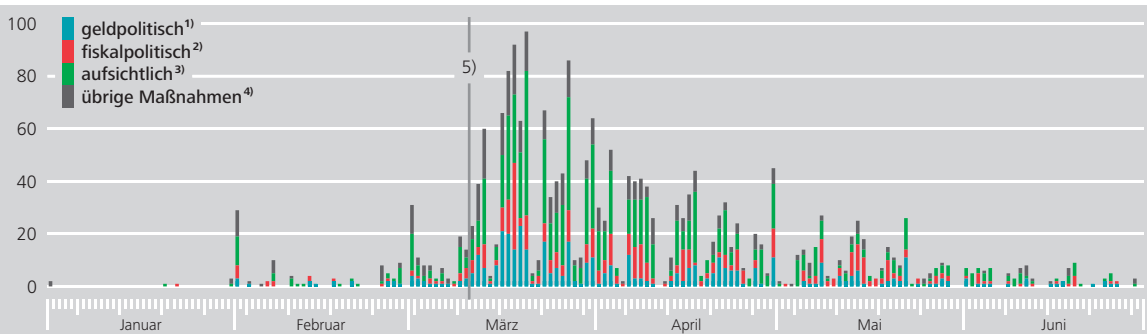
Folge erhöht sich tendenziell die Kreditwürdigkeit des jeweiligen Sektors. Dadurch wiederum können Anreize für Marktteilnehmer wie Banken oder Anleiheinvestoren entstehen, zusätzlich private Finanzierungsmittel bereitzustellen.

Die Stützungsmaßnahmen wirkten Liquiditäts- und Solvenzproblemen entgegen.

Weltweit ergriffene Maßnahmen zu Beginn der Corona-Pandemie

Schaubild 2.9

Anzahl der am jeweiligen Datum beschlossenen Maßnahmen



Quelle: Financial Stability Board. **1** Leitzinssenkung, Pandemie-Notfallankaufprogramm u. a. **2** Staatliche Kreditgarantien, Transferleistungen u. a. **3** Nutzung der Flexibilität des aufsichtlichen Rahmens, Herabsetzung des antizyklischen Kapitalpuffers u. a. **4** Finanzierung durch den Internationalen Währungsfonds oder die Weltbank u. a. **5** Weltgesundheitsorganisation (WHO) stuft Verbreitung des Coronavirus als Pandemie ein.

Deutsche Bundesbank

Im Unterschied zu geldpolitischen und fiskalpolitischen Programmen dienen die mikro- und makroprudenziellen Maßnahmen vor allem dazu, mögliche bilanzielle Einschränkungen im Bankensystem zu lockern und so Spielräume für die Kreditvergabe zu schaffen. Dabei geht es um temporäre Erleichterungen innerhalb des regulatorischen Rahmens, nicht um eine dauerhafte und strukturelle Absenkung aufsichtlicher Anforderungen. Gerade makroprudenzielle Instrumente werden primär präventiv eingesetzt und sind nicht für das akute Krisenmanagement gedacht. Dennoch können sie dazu beitragen, die Wirkungen von Schocks im Finanzsystem zu mildern: Beispielsweise können Banken makroprudenzielle Puffer nutzen, um die Kreditvergabe aufrechtzuerhalten. Dies kann einer möglichen Verstärkung eines Schocks durch das Finanzsystem entgegenwirken.

Die geldpolitischen, fiskalpolitischen und aufsichtlichen Maßnahmen können unerwünschte Effekte haben. Daher ist es wichtig, im Rahmen einer Evaluierung strukturiert zu prüfen, ob die beabsichtigten Effekte eintreten und welche Neben- oder Wechselwirkungen es gibt. Beispielsweise wäre zu prüfen, wie gut die Maßnahmen geeignet sind, Insolvenzen abzuwenden und dadurch Produktions-

kapazitäten und Humankapital zu erhalten. Dem müssten unerwünschte Nebenwirkungen gegenübergestellt werden. So müsste etwa geprüft werden, in welchem Ausmaß Unternehmen langfristig am Leben erhalten werden, die kein tragfähiges Geschäftsmodell haben. Ferner können Wechselwirkungen zwischen den Maßnahmen in verschiedenen Ländern entstehen. So können Maßnahmen in anderen Ländern des Euroraums, die die dortige Wirtschaft stabilisieren, potenziell die Nachfrage nach deutschen Exportgütern stützen. Wie wichtig dieser internationale Aspekt ist, zeigt die Arbeit einer Arbeitsgruppe des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) zu sektor- und grenzübergreifenden Effekten von Fiskalmaßnahmen.¹²⁾ Die Evaluierung ist wichtig, um Schwachstellen der Maßnahmen beheben

Die Maßnahmen können unerwünschte Effekte haben.

¹² Konkret arbeitet die ESRB-Arbeitsgruppe „Working group on financial stability implications of fiscal measures to protect the real economy from the COVID-19 pandemic“ an einem regelmäßigen Monitoring der in allen 30 ESRB-Mitgliedsländern ergriffenen fiskalpolitischen Maßnahmen, mit einem Fokus auf sektor- und grenzübergreifende Auswirkungen auf die Finanzstabilität. Zum Mandat der Arbeitsgruppe vgl.: European Systemic Risk Board (2020).

zu können und wertvolle Erkenntnisse für künftige Politikmaßnahmen zu gewinnen. Wie aussagekräftig die Ergebnisse der Evaluierung sein werden, hängt jedoch nicht zuletzt davon ab, inwiefern Informationen zu allen relevanten Stützungsmaßnahmen in die Evaluierung eingehen. Diesbezüglich scheinen mit Blick auf die teils umfangreichen Maßnahmen der Bundesländer noch Möglichkeiten zu bestehen, die Datenbasis zu verbessern.

Geldpolitische Maßnahmen stützen Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte

Auch Zentralbanken haben weitreichende Maßnahmen ergriffen. Diese geldpolitischen Maßnahmen stärkten die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und unterstützten die Banken dabei, die Unternehmen und privaten Haushalte weiterhin angemessen mit Krediten zu versorgen (siehe Kapitel „Auswirkung der Corona-Pandemie auf das Bankensystem“ auf S. 55 ff.).¹³⁾ So haben liquiditätsbereitstellende Kreditgeschäfte und Wertpapier-Ankaufprogramme dazu beigetragen, etwaige Beeinträchtigungen der Liquidität der Finanzinstitute und an den Finanzmärkten zu beheben.

Auf Grundlage von Swap-Agreements zwischen den großen Zentralbanken konnten global betrachtet Zentralbanken den Geschäftsbanken Liquidität in Fremdwährungen bereitstellen, insbesondere in US-Dollar.¹⁴⁾ Eine höhere Nachfrage nach US-Dollar-Liquidität war dabei insbesondere in Schwellenländern ein wichtiger Aspekt.¹⁵⁾ Das Eurosystem ergänzte im Juni die bilateralen Swap-Agreements durch eine neue Repo-Fazilität des Eurosystems für Zentralbanken (EUREP), die dazu dient, dem pandemiebedingten Bedarf an Euro-Liquidität außerhalb des Euroraums Rechnung zu tragen.

Das Eurosystem weitete zudem seine Liquiditätsbereitstellung in Euro aus. Zum einen nahm es Änderungen an der dritten Serie gezielter längerfristiger

Refinanzierungsgeschäfte (Targeted Longer-Term Refinancing Operations: TLTRO-III) vor, um die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte zu stützen. Aufgrund der äußerst attraktiven Konditionen fragten die Banken im vierten TLTRO-III im Juni 2020

Das Eurosystem weitete die Liquiditätsbereitstellung aus.

ein Rekordvolumen von 1 308 Mrd € nach.¹⁶⁾ Dies war deutlich mehr als die 739 Mrd €, die mit der TLTRO-II-Serie aus den Jahren 2016 und 2017 insgesamt zugeteilt wurden. Zum anderen legte das Eurosystem ab März 2020 weitere unkonditionierte Refinanzierungsgeschäfte auf, um den zwischenzeitlichen Liquiditätsbedarf der Institute bis zum vierten TLTRO-III im Juni 2020 zu decken. Ab Mai 2020 wurde mit den neuen längerfristigen Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäften (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations: PELTROs) eine weitere Reihe von Refinanzierungsgeschäften angeboten. Hiermit sollten während der Pandemie ausreichend Liquidität und ausgewogene Bedingungen am Geldmarkt sichergestellt werden. Das Eurosystem lockerte zudem ab April vorübergehend die Kriterien für notenbankfähige Sicherheiten.

Neben den Refinanzierungsgeschäften erweiterte das Eurosystem Anfang März zunächst das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme: APP) temporär um 120 Mrd €. Damit wurde ein wesentlicher Beitrag geleistet, um in Zeiten erhöhter Unsicherheit günstige Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft zu schaffen. Zudem wurde ein Pandemie-Notfallankaufpro-

¹³ Vgl. u. a.: Bank of England (2020); European Central Bank (2020c); Haddad, Moreira und Muir (2020); International Monetary Fund (2020a).

¹⁴ Vgl.: International Monetary Fund (2020a). In diesem Kontext erweiterte das Eurosystem sein Angebot an US-Dollar-Tendern mit einwöchiger Laufzeit um solche mit einer Laufzeit von 12 Wochen und senkte den Zins für diese Geschäfte um 25 Basispunkte.

¹⁵ Vgl.: Eren, Schimpf und Sushko (2020).

¹⁶ So wurde der Höchstbetrag erhöht, der von den Geschäftspartnern aufgenommen werden kann. Zudem wurde der Zinssatz für den Zeitraum von Juni 2020 bis Juni 2021 in zwei Schritten um insgesamt 50 Basispunkte gesenkt.

Auswirkungen des Corona-Schocks auf die Wertpapierportfolios der deutschen Finanzintermediäre

In den Wertpapierportfolios der Banken, Investmentfonds und Versicherer in Deutschland schlug sich die Stressphase an den Finanzmärkten im Frühjahr 2020 in Kursverlusten nieder, vor allem bei Aktien und bei High-Yield-Anleihen (Preiseffekte im Schaubild). Wertpapierverkäufe und -käufe unterschieden sich deutlich zwischen den Gruppen von Intermediären (Mengeneffekte im Schaubild) und waren wohl vor allem von ihrem jeweiligen Liquiditätsbedarf getrieben.

Die deutschen Banken sahen sich zu Beginn der Corona-Pandemie einem erhöhten Liquiditätsbedarf ausgesetzt. So sind die Nachschusspflichten von deutschen Banken gegenüber wichtigen europäischen zentralen Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs) deutlich gestiegen. Auch sahen sich die Banken einer erhöhten Liquiditätsnachfrage ihrer Kunden ausgesetzt. Unternehmen griffen verstärkt auf bestehende Kreditlinien zurück oder verhandelten diese neu. Dieser Liquiditätsbedarf spiegelt sich darin wider, wie die Banken ihre Portfolios umschichteten. Sie kauften im ersten Quartal 2020 insbesondere sichere und liquide Anlagen wie Staatsanleihen und Wertpapiere mit sehr gutem Rating. Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen, Aktien und Fondsanteile wurden hingegen von den Banken verkauft. Diese Umschichtungen dürften auch dazu beigetragen haben, Verluste im Handelsgeschäft zu vermeiden und Eigenkapitalquoten zu stützen, da Staatsanleihen und Wertpapiere höherer Bonität mit weniger Eigenkapital unterlegt werden müssen.

Deutsche Publikumsfonds verzeichneten im März 2020 substantielle Netto-Mittelabflüsse, die dazu beitrugen, dass der Fondssektor Wert-

papiere aller Anlage- und Ratingklassen verkaufte. So trennten sich deutsche Aktien-, Dach- und gemischte Wertpapier-Publikumsfonds im März 2020 von einem deutlich größeren Anteil der von ihnen gehaltenen Wertpapiere als üblich. Durch die erhöhten Verkaufsaktivitäten des Fondssektors könnten Preisrückgänge bei Wertpapieren verstärkt worden sein, vor allem wenn Fondsmanager Wertpapiere trotz bereits gefallener Preise verkaufen mussten, um Anteilscheinrückgaben bedienen zu können.¹⁾ Fonds, die vorrangig in Unternehmensanleihen oder Schwellenländer investieren, waren besonders von Mittelabflüssen betroffen. Dagegen verzeichneten Staatsanleihe-Fonds und Index-Fonds Mittelzuflüsse, so etwa börsengehandelte Investmentfonds (Exchange Traded Funds: ETFs).

Diese Entwicklungen deuten darauf hin, dass Fondsinvestoren versucht haben, ihre Anlagen in möglichst liquide und sichere Investitionen umzuschichten. Die im Frühjahr 2020 beobachteten Mittelabflüsse betrafen nahezu ausschließlich Fondsanteilklassen mit sehr hohen Mindestanlagebeträgen.²⁾ Deren Anteile werden mehrheitlich nicht von privaten Haushalten gehalten, sondern von institutionellen Großanlegern wie Fonds, Banken und nichtfinanziellen Unternehmen.³⁾ Dies deutet darauf hin, dass hauptsächlich

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a).

² Kapitalverwaltungsgesellschaften können für die von ihnen aufgelegten Fonds Anteile mit unterschiedlichen Merkmalen ausgeben. Anteile mit identischen Merkmalen sind in Fondsanteilklassen zusammengefasst. Unterschiede zwischen Anteilklassen können sich z. B. in Bezug auf den erforderlichen Mindestanlagebetrag ergeben, den Investoren für den Erwerb von Anteilen der jeweiligen Anteilsklasse des Fonds ausgeben müssen.

³ Gemäß Angaben von Morningstar Direct.

Wertpapierportfolios deutscher Finanzintermediäre

1. Vj. 2020, Veränderungen gegenüber Vorquartal in %



Quellen: BaFin, Statistik über Investmentvermögen, Statistik über Wertpapierinvestments, Centralised Securities Database und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

diese Großanlegergruppen ihr Anlagerisiko im deutschen Publikumsfonds-Segment reduzierten. Deutsche Spezialfonds hingegen, die sich an institutionelle Anleger richten, verzeichneten erst im April 2020 aggregierte Mittelabflüsse, als bei deutschen Publikumsfonds im Aggregat bereits wieder Mittel zufließen.

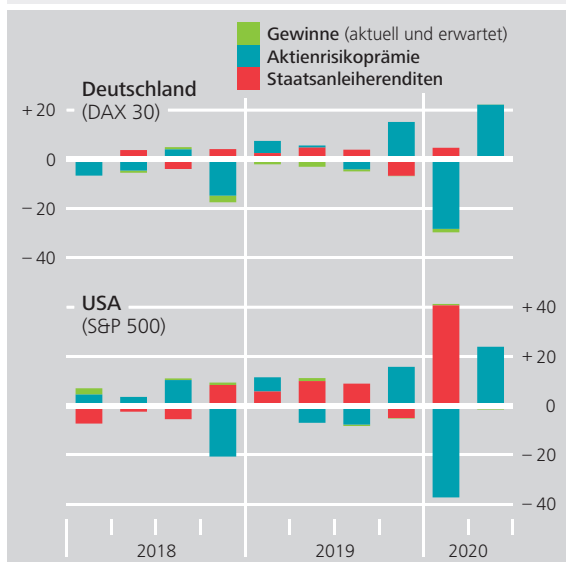
Die Versicherer erhöhten im ersten Quartal 2020 insgesamt ihren Bestand an riskanteren Anleihen überproportional (Schaubild). Ein solches antizyklisches Verhalten ist vor allem deshalb bemerkenswert, weil die aufsichtlichen Solvenzquoten der Versicherer durch das im ersten Quartal 2020 nochmals gesunkene Zinsniveau zusätzlich unter Druck gerieten. Allerdings profitierte der Sektor aufgrund seiner regelmäßigen Prämieinnahmen von einer stabilen Liquiditätssituation. Zudem wirkten die in der Regulierung enthaltenen makroprudenziellen Stabilisatoren entlastend.⁴⁾

So hat die Volatilitätsanpassung (Volatility Adjustment) etwa den negativen Einfluss der erhöhten Marktvolatilität auf die Solvenzquoten der Versicherer zumindest teilweise kompensiert. Nicht zuletzt aufgrund der niedrigen Zinsen dürften Unternehmen mit ausreichenden Eigenkapitalpolstern in relativ riskante Wertpapiere investiert haben, deren Risikoprämien deutlich gestiegen waren. Der Versicherungssektor investierte somit im ersten Quartal 2020 tendenziell antizyklisch.

Deutsche Banken und Investmentfonds, die sich einem erhöhten Liquiditätsbedarf gegenübersehen, verkauften also riskante und weniger liquide Wertpapiere. Die Versicherer hingegen erhöhten ihren Bestand an riskanten Anleihen. Sie dürften durch ihr antizyklisches Verhalten dazu beigetragen haben, die Finanzmärkte zu stabilisieren.

⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2018).

Erklärungsbeiträge*) zur Kursentwicklung an Aktienmärkten
 in %



Quellen: Bloomberg, Consensus Economics und eigene Berechnungen. * Basierend auf Residualgewinnformel. Ein positiver Beitrag (z. B. sinkende Staatsanleiherenditen oder Aktienrisikoprämien sowie steigende Unternehmensgewinne) führt zu steigenden Aktienkursen.
 Deutsche Bundesbank

gramm (Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP) mit einem Volumen von 750 Mrd € beschlossen, das im Juni auf 1350 Mrd € erweitert wurde. Mit dem PEPP zielte das Eurosystem darauf ab, den Risiken entgegenzuwirken, die sich aus dem Ausbruch der Corona-Pandemie für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus und die Aussichten des Euroraums ergaben. Das PEPP umfasst wie das APP neben Käufen von Staats- und Unternehmensanleihen auch den Erwerb von Pfandbriefen und forderungsbesicherten Wertpapieren. Die ankaufbaren Unternehmensanleihen wurden im März 2020 um Commercial Paper mit kurzer Restlaufzeit erweitert.

Andere große Zentralbanken wie die Federal Reserve oder die Bank of England setzten ebenso wie das Eurosystem spezielle Ankaufprogramme und Fazilitäten auf. Zusammen dürften die Maßnahmen dazu beigetragen haben, den Liquiditätsbedarf innerhalb des globalen Finanzsystems zu stabilisieren. So tra-

ten keine dauerhaften Liquiditätsspiralen auf und nur an vereinzelt Märkten kam es vorübergehend zu Funktionsstörungen. Die Maßnahmen dürften daher dazu beigetragen haben, zu verhindern, dass der realwirtschaftliche Einbruch unmittelbar durch das Finanzsystem verstärkt wurde.

Auch andere große Zentralbanken setzten spezielle Ankaufprogramme und Fazilitäten auf.

Die geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken haben sich auch stützend auf die Finanzierungsbedingungen ausgewirkt. Insbesondere im Euroraum trugen sie dazu bei, das allgemeine Zinsniveau zu stabilisieren. Sie wirkten dem Aufwärtsdruck bei den risikofreien Zinsen und den Staatsanleiherenditen entgegen.¹⁷⁾ Der risikolose Zins stützte die Aktienkurse im ersten Quartal 2020. Dies illustriert eine Zerlegung der Aktienkursentwicklung des deutschen DAX und des US-amerikanischen S&P 500, die den Einfluss wirtschaftlicher Faktoren aufzeigt. Die steigenden Aktienrisikoprämien und die sich eintrübenden Fundamentaldaten der Unternehmen drückten hingegen den Kurs. Insbesondere für die USA ist der Einfluss der höheren Risikoprämien sehr ausgeprägt. Im zweiten Quartal 2020 wiederum wurden die Kurse dadurch gestützt, dass die Aktienrisikoprämien deutlich sanken (Schaubild 2.10). Letztlich waren die Kurse an den Aktien- und Anleihemärkten Ende des zweiten Quartals 2020 fast wieder so hoch wie vor Ausbruch der Corona-Pandemie. Die Bewertungen erschienen zuletzt im Aggregat sogar wieder sehr hoch, wenn man sie auf die schlechteren Gewinnerwartungen und die steigende Verschuldung bezieht (siehe Ab-

Die Bewertungen an den Finanzmärkten erschienen zuletzt wieder sehr hoch.

17 Für detaillierte Ausführungen zur Quantifizierung der Effekte der Ankaufprogramme auf die Zinsstrukturkurve im Euroraum vgl.: Deutsche Bundesbank (2020b); Eser, Lemke, Nyholm, Radde und Vladu (2019).

schnitt „Finanzmärkte spiegeln wirtschaftliche Lage nur eingeschränkt wider“ auf S. 44 ff.).

Auch Banken haben von den geldpolitischen Maßnahmen profitiert. Seit Ausbruch der Corona-Pandemie haben sie verstärkt auf Refinanzierung durch die Zentralbank zurückgegriffen. Banken dürften vorsorglich mehr Liquidität nachgefragt haben, um für einen etwaigen Abzug von Einlagen oder die Inanspruchnahme von Kreditlinien gerüstet zu sein. Der Zugang zu diesen Mitteln wurde in der Stressphase an den Finanzmärkten nicht zuletzt durch die Pandemie-Programme großer Zentralbanken erleichtert.

Mikro- und makroprudenzielle Maßnahmen erhöhen Spielräume

Insbesondere im Falle eines massiven realwirtschaftlichen Schocks wie bei Ausbruch der Corona-Pandemie ist es wichtig, dass

Aufsichtliche Anforderungen sollten nicht dauerhaft gesenkt werden.

das Finanzsystem seine Funktionen weiter erfüllen kann und den Schock nicht verstärkt.

Eine wichtige Voraussetzung hierfür ist, dass das Finanzsystem über ausreichende Puffer verfügt und diese nutzt, etwa um Verluste zu absorbieren. Die Rolle der mikro- und der makroprudenziellen Aufsicht ist es, durch aufsichtliche Maßnahmen die Nutzung der vorhandenen Puffer zu erleichtern und weitere Spielräume zu schaffen. Damit ergänzen sie die geldpolitischen und fiskalpolitischen Maßnahmen.¹⁸⁾ Es geht nicht darum, aufsichtliche Anforderungen strukturell und dauerhaft zu senken.

Mit Beginn der Corona-Pandemie hat die mikro- und die makroprudenzielle Politik reagiert, indem sie bilanzielle Spielräume für Banken erhöhten, um die Kreditvergabe von Banken zu stützen. Darüber hinaus bekräftigte die Aufsicht gegenüber den Ban-

ken die bestehende Flexibilität des regulatorischen Rahmenwerks mit Blick auf die Erfüllung der Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen (siehe Kapitel „Auswirkung der Corona-Pandemie auf das Bankensystem“ auf S. 55 ff.). Dadurch hat die mikro- und die makroprudenzielle Aufsicht das Bankensystem darin unterstützt, die Realwirtschaft weiterhin mit Liquidität zu versorgen.¹⁹⁾ Dies wird besonders in den kommenden Quartalen relevant, falls verstärkt Insolvenzen auftreten sollten und das Bankensystem Verluste absorbieren müsste (siehe Kapitel „Gefahr stark steigender Insolvenzen“ auf S. 37 ff.). In der ersten Jahreshälfte 2020 stiegen die Wertberichtigungen trotz des wirtschaftlichen Einbruchs nicht wesentlich an.

Fiskalpolitische Maßnahmen stützten Unternehmenssektor

Im ersten Halbjahr 2020 wurden in Deutschland umfangreiche fiskalpolitische Maßnahmen beschlossen. Das größte Volumen haben dabei Maßnahmen, die darauf abzielen, den Unternehmenssektor zu stützen.²⁰⁾ Sie mindern Liquiditäts- und Solvenzprobleme und wirken über verschiedene Kanäle auf die Ein- und Auszahlungen beziehungsweise die Erträge und Aufwendungen der Unternehmen. Beispielsweise ersetzen Transfers teilweise die Erträge im Unternehmenssektor, die nach Ausbruch der Pandemie wegbrachen. Gleichzeitig senkt etwa das Kurzarbeitergeld die Aufwendungen der Unternehmen und stabilisiert das Einkommen und den Konsum der privaten Haushalte.

Transfers ersetzen teilweise die Erträge im Unternehmenssektor.

18 Vgl. u. a.: Nier und Olafsson (2020).

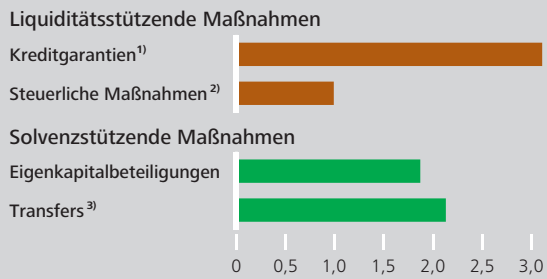
19 Vgl.: Altavilla, Barbiero, Boucinha und Burlon (2020).

20 Für eine umfassendere Diskussion des staatlichen Stabilisierungsbeitrags in Deutschland vgl.: Deutsche Bundesbank (2020e).

Wesentliche Maßnahmen zur Stützung des deutschen Unternehmenssektors während der Corona-Pandemie¹⁾

Schaubild 2.11

in % des BIP



* Eigene Schätzung vom Juni 2020 für die Inanspruchnahme im gesamten Jahr 2020; vgl. dazu auch: Deutsche Bundesbank (2020), Monatsbericht, August 2020, S. 97 ff. Zwischenzeitliche Informationen deuten auf deutlich geringere Volumina hin. Nicht dargestellt sind die in den angeführten Bereichen bestehenden automatischen Stabilisatoren (Kurzarbeitergeld, gewinnabhängige Steuern, Sozialversicherungsbeiträge). **1** Gezeigt wird der staatlich garantierte Anteil der gewährten Kredite. Dabei handelt es sich vorwiegend um Kredite, die durch den Bund garantiert und über die Kreditanstalt für Wiederaufbau – über die jeweiligen Hausbanken – gewährt werden. **2** Vor allem vereinfachtes Herabsetzen von Steuervorauszahlungen, Steuerstundungen und Rückerstattungen von Umsatzsteuer-Sondervorauszahlungen. **3** Beinhaltet Direkthilfen und Investitionszuschüsse von Bund und Ländern an Unternehmen des Privatsektors sowie die Übernahme der Sozialversicherungsbeiträge auf Kurzarbeitergeld durch die Bundesagentur für Arbeit.

Deutsche Bundesbank

Zu den Maßnahmen, welche die Liquiditätsprobleme der Unternehmen adressieren, gehören weitreichende Kreditgarantien. Mit dem ersten Nachtragshaushalt des Bundes wurde zusätzlich ein Gewährleistungsrahmen von über 500 Mrd € eröffnet. Das Volumen der zusätzlich bereitgestellten Garantien an die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) beträgt 150 Mrd €. Die Garantien des Bundes werden durch die KfW an die Hausbanken der Unternehmen weitergereicht. Dabei werden bis zu 100% der Kreditsumme garantiert. Zudem wurde der Wirtschaftsstabilisierungsfonds gegründet; er verfügt unter anderem über einen Garantierahmen von 400 Mrd €. Dabei ist der Fonds auf die Unterstützung großer Unternehmen ausgerichtet. Die Maßnahmen des Bundes werden durch Programme auf Ebene der Bundesländer ergänzt.

Die Garantie- und Bürgschaftsprogramme senken die Kreditrisiken bei den kreditgebenden Banken

erheblich und erhöhen somit deren Anreize, neue Kredite zu vergeben. Dadurch wird die Liquiditätssituation der Unternehmen verbessert und die Gefahr einer Insolvenz aufgrund von Illiquidität vermindert. Garantie- und Bürgschaftsprogramme haben jedoch den Nachteil, dass Ertragsausfälle nicht ausgeglichen werden, die Kreditwürdigkeit durch zunehmende Schulden sinkt und es bei den betreffenden Unternehmen im ungünstigsten Fall zu einer Überschuldung kommen könnte.

Garantie- und Bürgschaftsprogramme erhöhen die Anreize für Banken, neue Kredite zu vergeben.

Steuerliche Maßnahmen verbessern tendenziell ebenfalls die Liquiditätssituation der Unternehmen. Dazu gehören etwa Steuerstundungen oder die vereinfachten Absenkungen von Steuer-Vorauszahlungen. Der ausgeweitete Verlustrücktrag kann darüber hinaus auf der Ebene des Unternehmens in einzelnen Jahren nicht nur die Liquidität, sondern auch die Solvenz stärken. Diese Maßnahme dürfte dabei vergleichsweise treffsicher sein, da sie insbesondere jene Unternehmen stützt, die vor der Corona-Pandemie ein tragfähiges Geschäftsmodell hatten.

Transfers und Eigenkapitalbeteiligungen haben demgegenüber für die Unternehmen den Vorteil, dass sie deren Solvenz über eine Reihe von Jahren stärken und nicht – wie etwa das Vorziehen von steuerlichen Verlustverrechnungen – mit Belastungen für den künftigen Unternehmenserfolg verbunden sind. Im Gegensatz zu Kredithilfen adressieren sie das Problem der Überschuldung direkt und erhöhen dadurch die Kreditwürdigkeit der Unternehmen. Hierzu zählen beispielsweise die Direkthilfen an kleine und mittelständische Unternehmen, Selbstständige und Freiberufler. Im Wirtschaftsstabilisierungsfonds

Transfers und Eigenkapitalbeteiligungen erhöhen die Kreditwürdigkeit von Unternehmen.

sind ferner Eigenkapitalmaßnahmen in Höhe von 100 Mrd € vorgesehen, die auf staatliche Beteiligung bei großen Unternehmen abzielen.

Die fiskalpolitischen Maßnahmen leisten einen umfangreichen Beitrag zur Stützung des Unternehmenssektors (Schaubild 2.11). Darüber hinaus wird der Unternehmenssektor nicht nur durch diskretionäre fiskalpolitische Maßnahmen unterstützt, sondern auch durch die automatischen Stabilisatoren. Dazu gehört beispielsweise das reguläre Kurzarbeitergeld (ohne Erstattung von Sozialbeiträgen), das Unternehmen unter bestimmten Bedingungen beantragen können. Zudem ist insbesondere im Falle der Kreditgarantien und Eigenkapitalbeteiligungen der Ermächtigungsrahmen längst nicht ausgeschöpft. Dieser liegt bei rund 40% des BIP.²¹⁾

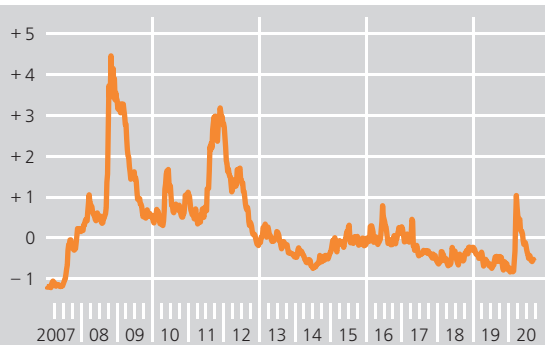
Schwerwiegende Funktionsstörung im deutschen Finanzsystem bislang ausgeblieben

Die umfangreichen geldpolitischen, fiskalpolitischen und aufsichtlichen Maßnahmen haben wesentlich dazu beigetragen, die realwirtschaftlichen und finanziellen Risiken zu reduzieren. Ohne geldpolitische und fiskalpolitische Maßnahmen hätte der Corona-Schock wahrscheinlich stark auf das Finanzsystem durchgeschlagen. Wäre der Liquiditätsbedarf der Unternehmen aufgrund der hohen Unsicherheit nicht kurzfristig gedeckt worden, hätte dies binnen kürzester Zeit eine sich selbst verstärkende Abwärts Spirale mit zahlreichen Insolvenzen und deutlich höherer Arbeitslosigkeit auslösen können. Betroffen gewesen wären auch Unternehmen, die bis zum Ausbruch der Corona-Pandemie wirtschaftlich erfolgreich waren. Auch bei ihnen hätte mangelnde Zahlungsfähigkeit eine Insolvenz ausgelöst. Über die steigende Arbeitslosigkeit hätte das Problem auf private Haushalte übergreifen können. Dies hätte die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen gedämpft.

Finanzstressindikator*

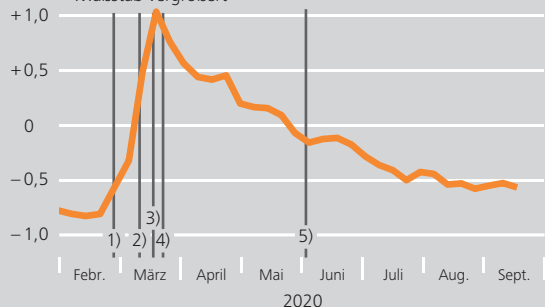
Schaubild 2.12

standardisierte Wochenwerte



Jüngste Entwicklung

Maßstab vergrößert



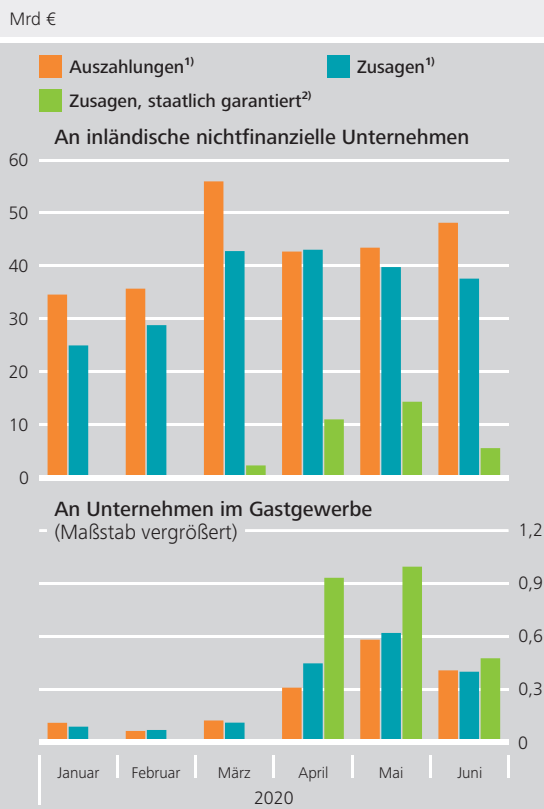
Quellen: Bloomberg, Markit, Refinitiv und eigene Berechnungen. * Der Indikator ist die erste Hauptkomponente von insgesamt 11 Variablen im Rahmen einer Hauptkomponentenanalyse. Die Variablen umfassen verschiedene Zinsaufschläge sowie Maße zur Liquidität und Volatilität am Finanzmarkt. **1** Erster Krisenstab der Bundesregierung zum Coronavirus. **2** Weltgesundheitsorganisation (WHO) stuft Verbreitung des Coronavirus als Pandemie ein. **3** Ankündigung des Pandemie-Notfallankaufprogramms der Europäischen Zentralbank. **4** Start erster fiskalischer Programme zur Stützung des Unternehmenssektors in Deutschland. **5** Beschluss des Fiskalpakets in Deutschland.

Deutsche Bundesbank

Gleichzeitig hätte der Stress auf das Finanzsystem übergreifen und dessen Stabilität gefährden können. Denn die Umsatzeinbrüche und die Insolvenzen im Unternehmenssektor hätten zu Wertberichtigungen und Kreditausfällen geführt. Aufgrund höherer Arbeitslosigkeit wären zudem Verluste durch notleidende Immobilien- und Konsumentenkredite entstanden. All diese Entwicklungen wären aufgrund des höheren Liquiditätsbedarfs der Unternehmen sehr schnell abgelaufen. In Summe hätte das Finanzsystem die Verluste möglicherweise nicht mehr tra-

21 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020e).

Ausgezahlte und neu zugesagte Kredite deutscher Banken Schaubild 2.13



Quellen: AnaCredit und Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW). **1** Meldepflicht eines Kreditinstituts für AnaCredit besteht, sofern die Summe der Kredite eines Kreditnehmers mindestens 25 000 € beträgt und der Kreditnehmer keine natürliche Person ist. Im Rahmen dieser Meldepflicht sind auch staatlich garantierte Kredite enthalten. **2** Sondermaßnahme „Corona-Hilfe für Unternehmen“ der KfW. Diese Zusagen können aufgrund der Meldeeinschränkungen jene aus AnaCredit übersteigen.
 Deutsche Bundesbank

gen können. In diesem Umfeld hätten Banken ihre Kreditvergabe ohne stützende Maßnahmen womöglich drastisch eingeschränkt und die Kreditkonditionen verschärft. Auch Sektoren und Branchen,

Eine präventive geld- und fiskalpolitische Intervention war dringend erforderlich.

die bis dahin noch Zugang zu Fremdfinanzierung hatten, hätten kaum mehr Anschlussfinanzierungen erhalten. Dadurch hätte die Abwärtsspirale weitere Unternehmen erfasst. Insgesamt war eine präventive geldpolitische und fiskalpolitische Intervention somit dringend erforderlich.

An den Finanzmärkten hat sich nach Ankündigung der geldpolitischen und fiskalpolitischen Maßnahmenpakete die Lage spürbar stabilisiert. Die allgemeine Unsicherheit hat im Laufe des zweiten Quartals 2020 wieder abgenommen. Dies spiegelt sich auch im Finanzstressindikator für Deutschland, der seit März wieder zurückgegangen ist (Schaubild 2.12 auf S. 33). Hierzu hat insbesondere beigetragen, dass die Volatilität an den Finanzmärkten wieder abnahm (Schaubild 2.4 auf S. 18). Sie liegt im historischen Vergleich aber noch immer oberhalb des Durchschnitts. Ferner sind die Prämien für Kreditausfallswaps auf Unternehmensanleihen wieder deutlich gesunken (Schaubild 2.7 auf S. 20). Eine Befragung unter Unternehmensverbänden legt zudem nahe, dass die Maßnahmen zahlreiche Betriebe vor existenziellen Schwierigkeiten bewahrt haben (siehe Kasten „Finanzierungsbedingungen der Unternehmen in der Corona-Pandemie: Ergebnisse einer Befragung der Wirtschaftsverbände“ auf S. 24 f.).

Die Maßnahmen haben somit dazu beigetragen, dass sich Unternehmen wieder Mittel am Finanzmarkt beschaffen konnten. So konnten ab Ende März 2020 zunächst Unternehmen aus dem Investment-Grade-Segment wieder Anleihen am Markt emittieren – trotz schlechterer Fundamentaldaten und damit einhergehender Rating-Herabstufungen. Gleichwohl war der Zugang zu Mitteln über den Finanzmarkt für einige Unternehmen auch nach März 2020 noch

Einige Unternehmen konnten sich im März wieder Mittel am Finanzmarkt beschaffen.

eingeschränkt – insbesondere im High-Yield-Segment sowie für kleine und mittelständische Unternehmen (KMU). Diese Unternehmen griffen dafür umso stärker auf Kreditlinien von Banken zurück.²²⁾

²² Vgl.: Acharya und Steffen (2020). Daten von Dealogic zeigen zudem, dass die Vergabe von syndizierten Krediten im Euro-Raum sowohl an Unternehmen im Investment-Grade- als auch im High-Yield-Segment im Vergleich zu den Anleiheemissionen nicht zurückgegangen ist.

Auch die Kreditvergabe des Bankensystems wurde durch die Maßnahmen potenziell gestützt. So haben Banken in der Corona-Pandemie weiterhin Kredite vergeben und Kreditlinien eingeräumt (Schaubild 2.13 und Schaubild 4.1 auf S. 57). Im März und April 2020 haben Banken beispielsweise deutlich mehr Kredite ausgezahlt und neu zugesagt als im Januar und Februar.²³⁾ Das Bankensystem hat somit wesentlich dazu beigetragen, den Liquiditätsbedarf der Unternehmen in der Corona-Pandemie zu decken. Im Durchschnitt über alle Branchen überstiegen die von privaten Banken bereitgestellten Finanzierungsmittel deutlich die staatlich garantierten Kredite. Bei besonders betroffenen Branchen lässt sich jedoch beobachten, dass die staatlichen Garantien deutlich stärker in Anspruch genommen wurden. So finanzierte sich beispielsweise das Gastgewerbe im April 2020 vergleichsweise stark über staatliche garantierte Kredite der KfW.

Im Ergebnis gelang es im ersten Halbjahr 2020, eine Insolvenzwelle zu verhindern. Trotz der massiven Umsatzeinbrüche scheinen die Unternehmensinsolvenzen in diesem Zeitraum nicht gestiegen zu sein (Schaubild 3.3 auf S. 40).²⁴⁾ Hierbei dürfte allerdings auch eine Rolle gespielt haben, dass nach Ausbruch der Corona-Pandemie die Insolvenzantragspflicht für zahlungsunfähige und überschuldete Unternehmen bis Ende September 2020 unter bestimmten Bedingungen ausgesetzt worden war.²⁵⁾

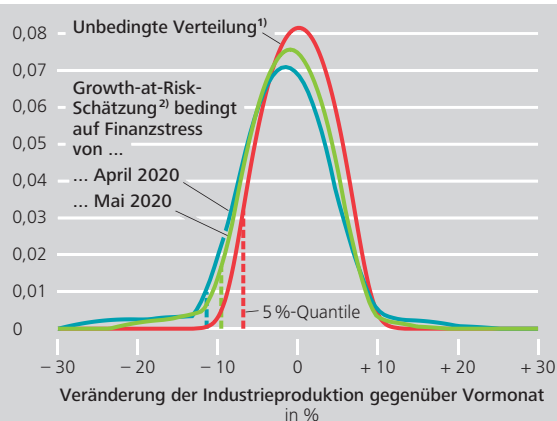
Im ersten Halbjahr 2020 konnte eine Insolvenzwelle verhindert werden.

Mit dem Rückgang des Finanzmarktstresses verbesserten sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen. Gleichzeitig gingen die Abwärtsrisiken für die realwirtschaftliche Entwicklung zurück. Dieser Zusammenhang ist jedoch nicht kausal zu interpretieren, da der Finanzstress von zahlreichen Faktoren beeinflusst wird, die sich gleichzeitig auch auf die Abwärtsrisiken auswirken. Wie stark die

Finanzstressbedingte Abwärtsrisiken für die Industrieproduktion in Deutschland

Schaubild 2.14

Wahrscheinlichkeitsdichte



Quellen: FRED Federal Reserve Bank of St. Louis, Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. **1** Basiert auf den monatlichen Veränderungen der Industrieproduktion im Betrachtungszeitraum Januar 1990 bis Februar 2020. **2** Basiert auf einer Quantilsregression, bei der die Quantile der Verteilung der Veränderung der Industrieproduktion auf im Vormonat beobachtete Ausprägungen zweier Variablen regressiert werden: Ein Maß für Stress an den Finanzmärkten (Aktienvolatilitätsindex VIX) sowie ein Maß für Finanzierungsbedingungen (National Financial Conditions Index der Federal Reserve Bank of Chicago).

Deutsche Bundesbank

konjunkturellen Abwärtsrisiken mit Veränderungen des Finanzstresses korreliert sind, lässt sich mithilfe des Growth-at-Risk-Ansatzes abschätzen: Dieser betrachtet, wie das geschätzte 5%-Quantil der Wachstumsrate der Industrieproduktion mit zu- und abnehmendem Finanzstress schwankt.²⁶⁾ Als Maße für Finanzstress werden ein Indikator für die Finan-

²³ Die Datenhistorie von AnaCredit reicht bis September 2019 zurück. Deshalb lässt sich kein Saisonmuster abschätzen. Ein Vergleich mit Daten der MFI-Zinsstatistik (ZISTA) legt jedoch nahe, dass der Anstieg der Kreditvergabe deutlich über einen saisonalen Effekt hinausgeht.

²⁴ Vgl.: Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (2020); Statistisches Bundesamt (2020).

²⁵ Von der Sonderregelung zur Aussetzung der Insolvenzantragspflicht konnten nur Unternehmen Gebrauch machen, die infolge der Corona-Pandemie zahlungsunfähig oder überschuldet waren. Unternehmen gelten laut Sonderregelung als durch die Corona-Pandemie in die Insolvenz geraten, wenn sie Ende Dezember 2019 noch zahlungsfähig waren. Zudem musste absehbar sein, dass sie künftig in der Lage sein würden, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Ab Anfang Oktober 2020 müssen zahlungsunfähige Unternehmen wieder Insolvenz beantragen, überschuldete Unternehmen sind hingegen bis Ende 2020 weiterhin von der Antragspflicht freigestellt.

zierungsbedingungen und einer für Finanzmarktunsicherheit verwendet. Diese Indikatoren fassen eine Vielzahl an relevanten Informationen zusammen. Sie werden unter anderem auch von der Geldpolitik und der Fiskalpolitik beeinflusst.

Die auf den Finanzstress bedingte Wachstumsrate der Industrieproduktion verschob sich nach Ausbruch der Corona-Pandemie im April 2020 zunächst deutlich in den negativen Bereich (Schaubild 2.14 auf S. 35). Dies deutet darauf hin, dass die Abwärtsrisiken stark zunahm. Als sich die Lage an den Finanzmärkten im folgenden Monat wieder beruhigte, gingen die Abwärtsrisiken wieder spürbar zurück. Die Industrieproduktion stieg im Mai 2020 gegenüber dem Vormonat tatsächlich kräftig an. Dabei haben jedoch eine Reihe von Faktoren eine wichtige Rolle gespielt, die mit der außergewöhnlichen Situation in der Corona-Pandemie zusammenhängen

und die nicht in diesem Modell zur Schätzung der Abwärtsrisiken erfasst werden. Nicht direkt berücksichtigt wird insbesondere, dass die gesundheitspolitischen Eindämmungsmaßnahmen im Mai 2020 gelockert wurden. Effekte dieser Maßnahmen können vom Modell nur indirekt erfasst werden, wenn sie dazu beitragen, den Finanzstress zu senken.

Insgesamt drohte im März 2020 eine schwerwiegende Funktionsstörung des deutschen Finanzsystems; diese blieb jedoch aus. Insbesondere die umfangreichen Stützungsmaßnahmen haben dazu beigetragen, dass sich das deutsche Finanzsystem im ersten Halbjahr als widerstandsfähig erwies. Das Bankensystem und die Finanzmärkte konnten der Wirtschaft weiterhin Finanzierungsmittel bereitstellen.

26 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019).

Gefahr stark steigender Insolvenzen

Der Ausbruch der Corona-Pandemie hat die Gefahren unerwarteter Ereignisse für die Finanzstabilität verdeutlicht. Die Auswirkungen der realwirtschaftlichen Krise sind bisher noch nicht vollständig im Finanzsystem angekommen, und die inzwischen einsetzende konjunkturelle Erholung bleibt fragil. In adversen Szenarien bestehen Risiken für die Finanzstabilität, die eine angemessene Vorbereitung erfordern.

Der schwere Wirtschaftseinbruch lässt befürchten, dass die Zahl der Unternehmensinsolvenzen in den kommenden Quartalen deutlich zunehmen wird. Die Bewertungen an den Finanz- und Immobilienmärkten sind derzeit relativ hoch, gemessen an den Fundamentaldaten. Der Immobilienmarkt blieb bislang stabil, es ist momentan aber nicht absehbar, welche Spuren die Corona-Pandemie dort hinterlassen wird. Falls die Arbeitslosigkeit und die Zahl der Insolvenzen privater Haushalte spürbar steigen, könnten die Ausfälle bei Wohnimmobilienkrediten zunehmen. Auf den Gewerbeimmobilienmarkt könnten sich steigende Unternehmensinsolvenzen und eine geringere Nachfrage nach Büroflächen negativ auswirken.

Steigende Kredit- und Marktrisiken könnten das Bankensystem unter Druck setzen. Entwickeln sich die Insolvenzen gemäß dem Muster vergangener Rezessionen, dürften die Verluste für das Bankensystem insgesamt gut verkraftbar sein. Jedoch ist die weitere Entwicklung sehr unsicher, denn der Wirtschaftseinbruch kann sich künftig stärker auf das Finanzsystem auswirken als bislang erwartet. In einem sehr ungünstigen Fall könnte es zu einem starken Anstieg der Insolvenzen im Unternehmenssektor und zu Stress an Immobilien- und Finanzmärkten kommen. Dann ergäben sich womöglich hohe Verluste, und Banken könnten ihre Kreditvergabe einschränken. Dadurch würde die wirtschaftliche Erholung potenziell gebremst oder ein Wirtschaftseinbruch verstärkt. Angesichts dieser Gefahren sollten sich Marktteilnehmer, Politik und Aufsicht auf sehr ungünstige Entwicklungen vorbereiten, damit das Finanzsystem auch dann seine Funktionen weiterhin erfüllen kann.

Potenziell starker Anstieg der Insolvenzen im Unternehmenssektor

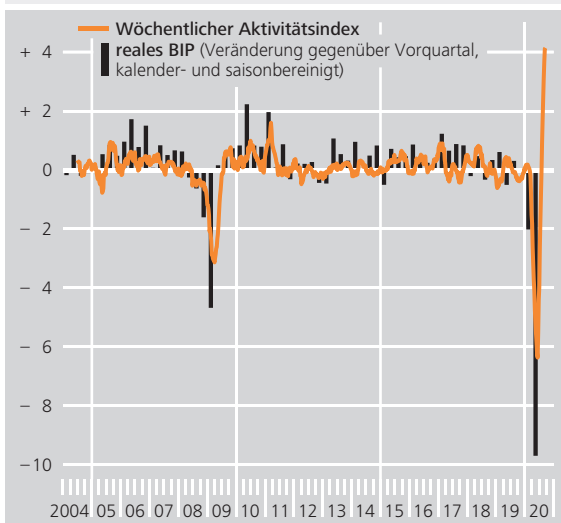
Nach einem historisch schweren Wirtschaftseinbruch infolge der Pandemie setzte etwa seit Mitte des Jahres 2020 eine realwirtschaftliche Erholung in Deutschland ein. Allerdings ist der Pfad der Erholung mit großer Unsicherheit behaftet.

Langsame Erholung des Bruttoinlandsprodukts erwartet

Deutliche Hinweise auf eine Erholung zeigen sowohl Stimmungsindikatoren als auch ein von der Bundesbank neu entwickelter Indikator, der wöchentlich eine Einschätzung der wirtschaftlichen Aktivität ermöglicht (Schaubild 3.1).¹⁾ Die makroökonomischen

Wöchentlicher Aktivitätsindex*¹⁾ und Bruttoinlandsprodukt für Deutschland

in %



* Der Wöchentliche Aktivitätsindex soll die realwirtschaftliche Aktivität in Deutschland möglichst zeitnah messen. Er vergleicht die Aktivität eines Zeitraums von 13 Wochen mit den vorangegangenen 13 Wochen. Vgl. hierzu: S. Eraslan und T. Götz, Wöchentlicher Aktivitätsindex für die deutsche Wirtschaft, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/wai>.

Deutsche Bundesbank

Prognosen lassen nach einem schweren Wirtschaftseinbruch im Jahr 2020 jedoch kaum erwarten, dass das Bruttoinlandsprodukt (BIP) vor dem Jahr 2022 auf das Niveau vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie zurückkehrt (Schaubild 3.2).

Die konjunkturellen Risiken bleiben hoch. Dies wird etwa daran deutlich, dass die BIP-Prognosen für Deutschland ungewöhnlich stark auseinanderliegen (Schaubild 3.2). Institutionelle Wirtschaftsexperten haben unterschiedliche Erwartungen darüber, inwieweit der Einbruch des BIP bis

Die konjunkturellen Risiken bleiben hoch.

2021 wieder aufgeholt sein wird. Zudem erhöhte sich bei Umfragen unter Marktteilnehmern die Streuung der BIP-Prognosen sprunghaft, als die Pandemie ausbrach. So war im April 2020 die Standardabweichung der Prognosen für das laufende und kommende Jahr sieben- bis achtmal so hoch wie im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre.

Die künftige Entwicklung hängt insbesondere davon ab, inwieweit die Pandemie in Deutschland unter Kontrolle gehalten werden kann, welche Maßnahmen dafür erforderlich sind, wie Verbraucher und Unternehmen ihr Verhalten diesbezüglich anpassen und welche medizinischen Fortschritte zur Bekämpfung des Coronavirus erzielt werden. Darüber hinaus wird der fiskalpolitische Kurs eine bedeutende Rolle spielen.

Für Deutschland als offene und exportorientierte Volkswirtschaft ist zudem die globale Entwicklung sehr bedeutend. Wenn sich die Weltwirtschaft nicht erholt, ist auch eine rasche und nachhaltige wirtschaftliche Erholung in

Die deutsche Wirtschaft wäre von einer schleppenden globalen Erholung stark betroffen.

¹ Für weitere Informationen zum wöchentlichen Aktivitätsindex vgl.: Deutsche Bundesbank (2020c); Eraslan und Götz (2020).

Deutschland unwahrscheinlich. Verläuft die globale Erholung schleppend oder kommt es zu weiteren Wellen mit vielen neuen Infektionen, wäre die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland stark betroffen. Zusätzlich können sich andere Entwicklungen im internationalen Umfeld negativ auf die deutsche Wirtschaft und das Finanzsystem auswirken. So könnte sich beispielsweise der Handelskonflikt zwischen China und den USA weiter verschärfen.²⁾

Zudem besteht Unsicherheit darüber, wie sich die Corona-Pandemie auf die Struktur der Wirtschaft auswirken wird. Die privaten Haushalte könnten aufgrund eingetrübter Einkommensaussichten oder aus Angst vor dem Coronavirus ihr Konsumverhalten nicht nur vorübergehend, sondern auch langfristig anpassen. Sie könnten einzelne Güter und Dienstleistungen weniger stark nachfragen oder mehr sparen. Zudem könnten Unternehmen ihre Produktionsstrukturen nachhaltig anpassen, um etwa weniger von globalen Zulieferern abhängig zu sein oder um auf das geänderte Verhalten der Konsumenten zu reagieren. Darüber hinaus könnte die Pandemie in manchen Branchen einen Strukturwandel beschleunigen, beispielsweise in der Automobilindustrie.

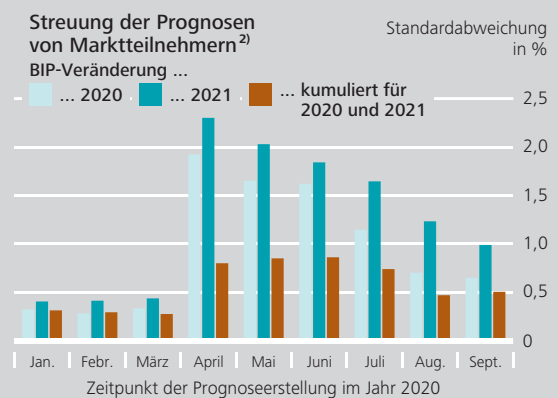
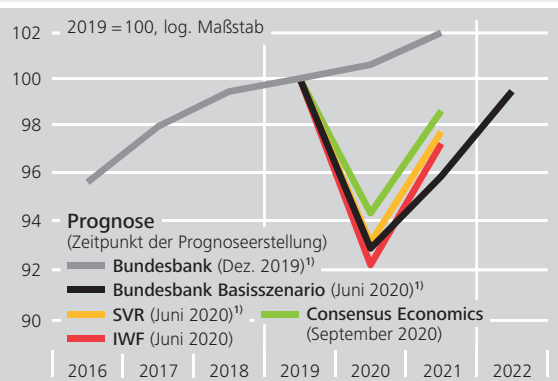
Für die weitere wirtschaftliche Entwicklung spielt eine wichtige Rolle, dass das Finanzsystem seine Funktionen auch zukünftig erfüllen kann. Im Falle hoher Verluste könnten viele Banken damit reagieren, dass sie gleichzeitig ihre Bilanzen verkürzen und

Für die wirtschaftliche Erholung ist ein funktionsfähiges Finanzsystem wichtig.

die Kreditvergabe einschränken, um so die vom Markt geforderten oder aufsichtlich einzuhaltenden Eigenkapitalquoten weiter-

hin zu erfüllen. In diesem Fall würde die Realwirtschaft möglicherweise nicht mehr angemessen mit Krediten versorgt (siehe Abschnitt „Gefahr eines Deleveragings im Bankensystem“ auf S. 53 f.). Die wirtschaftliche Erholung könnte dadurch gebremst oder ein Wirtschaftseinbruch verschärft werden.

Prognosen zum realen Bruttoinlandsprodukt für Deutschland Schaubild 3.2



Quellen: Consensus Economics, Internationaler Währungsfonds (IWF), Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) und eigene Berechnungen. ¹ Kalenderbereinigt. ² Standardabweichungen der monatlichen Prognosen der Umfrageteilnehmer bei Consensus Economics.
 Deutsche Bundesbank

Solvenz zahlreicher Unternehmen verschlechtert sich

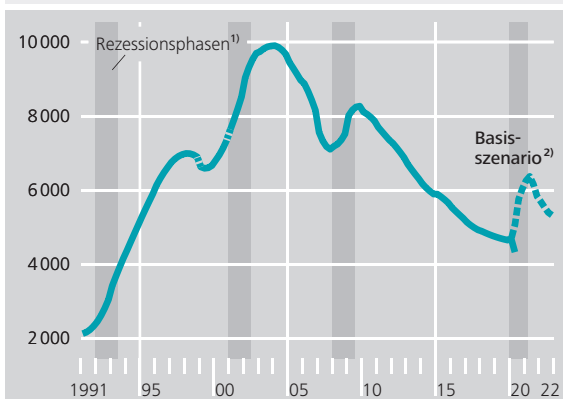
Angesichts des Wirtschaftseinbruchs ist zu erwarten, dass die Zahl der Unternehmensinsolvenzen in den kommenden Quartalen steigen wird (Schaubild 3.3). Für die bislang niedrigen Insolvenzzahlen dürfte eine Rolle gespielt haben, dass die Insolvenzantragspflicht unter bestimmten Bedingungen ausgesetzt wurde (siehe Kapitel „Makroökonomisches Umfeld

² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a); Deutsche Bundesbank (2020a).

Unternehmensinsolvenzen in Deutschland^{*)}

Schaubild 3.3

Anzahl der Insolvenzverfahren, Quartalswerte



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. * Die Einführung eines neuen Insolvenzrechts im Jahre 1999 sowie dessen Änderung Ende 2001 beeinträchtigt die statistische Vergleichbarkeit mit früheren Jahren. **1** Basiert bis 2017 auf Rezessionsdatierung des Sachverständigenrats und danach auf eigenen Annahmen. Vgl. hierzu auch: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2017), Jahresgutachten 2017/2018. **2** Das Szenario schließt an die Ist-Werte des 1. Vj. 2020 an und beruht auf eigenen Prognosen zur realwirtschaftlichen Entwicklung vom Juni 2020; vgl.: Deutsche Bundesbank (2020), Monatsbericht, Juni 2020, S. 29 ff. Die coronabedingte temporäre Aussetzung der Insolvenzantragspflicht ab März 2020 ist hierbei nicht berücksichtigt.

Deutsche Bundesbank

und bisherige Auswirkungen der Corona-Pandemie“ auf S. 15 ff.). Deshalb spiegelt die aktuelle Anzahl der Insolvenzen die ökonomische Lage im Unternehmenssektor nur eingeschränkt wider. Zudem legen historische Zusammenhänge nahe, dass die Insolvenzen nach Beginn einer Rezession erst verzögert steigen: Für eine gewisse Zeit können Unternehmen ihre Liquiditätspuffer nutzen, bevor sie Insolvenz beantragen müssen.

Die nach Rezessionen typische Entwicklung der Insolvenzen kann mithilfe vektorautoregressiver Modelle (VAR-Modelle) simuliert werden (Schaubild 3.3 und Kasten „Gefahr steigender Insolvenzen durch die Corona-Pandemie“ auf S. 43 f.). Dabei lässt sich die Entwicklung der Insolvenzen ab dem zweiten Quartal 2020 mit der Prognose des BIP und weiterer makroökonomischer Variablen der Bundesbank verbinden. Die Simulation legt nahe, dass die Zahl der beantragten Unternehmensinsolvenzen bis zum

ersten Quartal 2021 um über 35% steigen könnte – ausgehend von einem außerordentlich niedrigen Wert. So ist die Zahl der Insolvenzanträge seit den frühen 2000er-Jahren von rund 10000 auf zuletzt etwa 5000 je Quartal gesunken. Die Simulation lässt bis zum ersten Quartal 2021 einen Anstieg der Insolvenzanträge auf über 6000 erwarten. Der simulierte Höchststand entspricht dabei in etwa dem Wert im Jahr 2013. Insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe würden die Insolvenzen gemäß dieser Simulation deutlich zunehmen und einen ähnlichen Wert wie in der globalen Finanzkrise von 2007/2008 annehmen.³⁾ Im Verarbeitenden Gewerbe reagierten die Insolvenzen in der Vergangenheit sensibler auf den Konjunkturzyklus. Für den Dienstleistungssektor und das Baugewerbe deutet das Modell darauf hin, dass die Insolvenzen prozentual weniger stark zunehmen als im Verarbeitenden Gewerbe.

Im Unternehmenssektor dürften die Insolvenzen zunehmen.

Der so simulierte Anstieg der Insolvenzen ist jedoch aus mehreren Gründen mit hoher Unsicherheit behaftet. Zum einen ist die weitere Entwicklung der Konjunktur sehr unsicher. Zum anderen basiert die Simulation auf Zusammenhängen der Vergangenheit. Diese dürften angesichts der Schwere und Art des Corona-Schocks aktuell nur eingeschränkt Bestand haben. Anders als in der Vergangenheit ist beispielsweise der Dienstleistungssektor recht stark betroffen. Zudem erfasst das Modell nur lineare Effekte und damit keine sich selbst verstärkenden Abwärtsspiralen, die insbesondere dann auftreten könnten, wenn ein Schock besonders groß ist. Dieser könnte

Der Anstieg der Insolvenzen ist mit hoher Unsicherheit behaftet.

³ Damals wurde der Anstieg der Insolvenzen als rezessionsüblich klassifiziert, wobei er nicht als ausschlaggebend für die damaligen Schäden für das Produktionspotenzial eingeschätzt wurde; vgl.: Deutsche Bundesbank (2009).

beispielsweise über die Vernetzung zusätzlich verstärkt werden.

Die umfangreichen Stützungsmaßnahmen für Unternehmen fließen nur teilweise in die Simulation der Insolvenzen ein. Ferner können künftige Maßnahmen, falls etwa die Insolvenzen unerwartet stark steigen sollten, naturgemäß kaum in der Simulation abgebildet werden. Die Wirkung fiskalpolitischer Maßnahmen wird teilweise in der Simulation erfasst, da der Zeitraum der Schätzung auch die globale Finanzkrise umfasst und somit die damaligen Konjunkturmaßnahmen enthält. In der Corona-Pandemie wurden jedoch teils außergewöhnliche und sehr spezifische Maßnahmen ergriffen, die es im Schätzzeitraum nicht in ähnlicher Weise gab. Diese Maßnahmen dürften dazu beigetragen haben, dass die tatsächlichen Insolvenzen im zweiten Quartal 2020 deutlich niedriger ausfielen als in der Simulation (Schaubild 3.3). Allerdings erscheinen neu beantragte Insolvenzen erst nach mehreren Wochen in den Statistiken, da sie zuerst von den Insolvenzgerichten bearbeitet werden müssen.

Sobald die Maßnahmen auslaufen, könnten die Insolvenzen im Unternehmenssektor spürbar steigen. So müssen beispielsweise zahlungsunfähige Unternehmen ab Anfang Oktober 2020 wieder Insolvenz beantragen; überschuldete Unternehmen dagegen sind bis Ende 2020 weiterhin von der Insolvenzantragspflicht freigestellt (siehe Kapitel „Makroökonomisches Umfeld und bisherige Auswirkungen der Corona-Pandemie“ auf S. 15 ff.). In den vergangenen Jahren wurde nur bei wenigen Insolvenzverfahren die Überschuldung als Eröffnungsgrund angegeben. Sollte dies so bleiben, dürfte die eingeschränkte Verlängerung der Antragspflicht für viele Unternehmen daher faktisch bedeuten, dass die ursprüngliche Antragspflicht wieder gilt. Dies wäre ein wichtiger Schritt in Richtung Normalität, und die Insolvenzen dürften in den kommenden Quartalen zunehmen.

Für die Auswirkungen auf das Finanzsystem und insbesondere den Bankensektor ist weniger die Zahl der Insolvenzen von Bedeutung. Vielmehr ist relevant, welche Wertberichtigungen und bilanziellen Verluste damit verbunden sind. Die Wertberichtigungen der Banken und die Zahl der Unternehmensinsolvenzen können sich aus mehreren Gründen unterschiedlich entwickeln.

Für Banken sind die mit Insolvenzen verbundenen Wertberichtigungen und Verluste bedeutend.

Erstens verteilen sich die Forderungen der Banken sehr unterschiedlich auf die Branchen im Unternehmenssektor (Schaubild 3.4). Banken halten beispielsweise gegenüber dem Gastgewerbe in Deutschland, welches besonders schwer von den Eindämmungsmaßnahmen betroffen ist, lediglich Kredite in Höhe von 28 Mrd €. Dies entspricht knapp 2% des Volumens an Krediten, die deutsche Banken an inländische Unternehmen vergaben. Gegenüber dem bislang recht stabilen Wohnungs- und Grundstückswesen bestehen hingegen Kreditforderungen von 476 Mrd €. Mit rund 23% bei den großen, systemrelevanten Banken und 32% bei den übrigen Banken machen diese Kredite einen großen Teil ihrer Kreditforderungen an inländische Unternehmen aus.

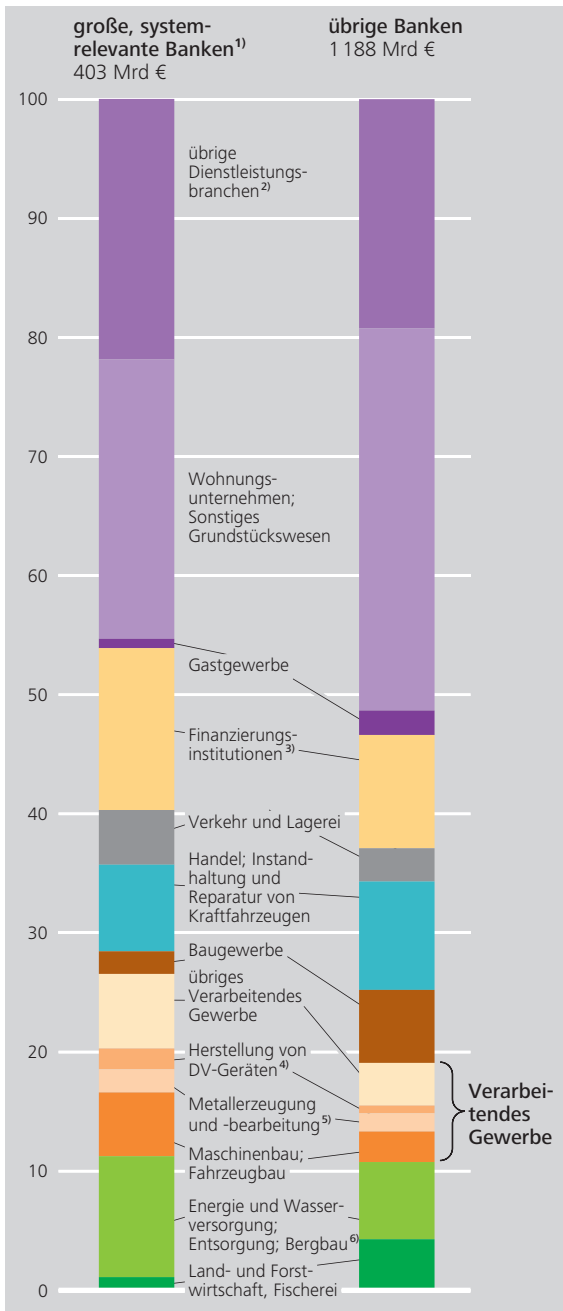
Zweitens können auch weniger schwerwiegende Kreditereignisse als Insolvenzen zu Wertberichtigungen führen. Diese sind beispielsweise vorzunehmen, wenn Kreditnehmer Kreditlinien überziehen, mit Zahlungen im Rückstand sind oder ihre Verschuldung steigt.

Drittens bilanzieren einige Banken nach den Internationalen Rechnungslegungsstandards (International Financial Reporting Standards: IFRS). Diese Banken berücksichtigen bei der Bildung von Wertberichtigungen Erwartungen über die Zahlungsfähigkeit und Solvenz der Kreditnehmer stärker als Banken,

Kreditforderungen deutscher Banken an inländische Unternehmen¹⁾ nach Branchen

Schaubild 3.4

in %, Stand: 2. Vj. 2020



* Ohne Kredite der Kreditanstalt für Wiederaufbau. Umfasst auch Kredite an wirtschaftlich selbständige Privatpersonen. **1** Umfasst die 12 anderweitig systemrelevanten Institute (A-SRI). **2** Einschl. freier Berufe. **3** Ohne Monetäre Finanzinstitute. **4** Datenverarbeitungsgeräte einschl. elektronischer und optischer Erzeugnisse. **5** Einschl. Herstellung von Metallherzeugnissen. **6** Einschl. Gewinnung von Steinen und Erden.

die nach dem deutschen Handelsgesetzbuch (HGB) bilanzieren.

Die aggregierten Wertberichtigungen von Unternehmenskrediten werden mit einem VAR-Modell simuliert. Demnach könnten sich die Wertberichtigungen in den kommenden Quartalen von rund 0,2% auf rund 0,8% des Kreditbestandes erhöhen (siehe Abschnitt „Wertberichtigungen im Kreditgeschäft könnten deutlich steigen“ auf S. 59 f.). Bei dem Vergleich dieses Anstiegs mit dem der Insolvenzen ist zu berücksichtigen, dass diese – wie oben beschrieben – nur einen Teil der Anpassungen der Wertberichtigungen ausmachen.

Die Entwicklungen der Insolvenzen und Wertberichtigungen könnten aus den genannten Gründen deutlich vom bisher beschriebenen Basisszenario des Modells abweichen. Es könnten auch Szenarien eintreten, in denen deutlich mehr Unternehmen insolvent werden. Dann käme es zu höheren Wertberichtigungen für Kredite, die wiederum zu größeren Verlusten bei Banken führen würden. Aus Sicht der Finanzstabilität ist entscheidend, dass das Finanzsystem auch in diesen adversen Szenarien weiterhin seine zentralen Funktionen erfüllen kann. Dies lässt sich mithilfe von Szenarioanalysen näher untersuchen (siehe Kapitel „Auswirkung der Corona-Pandemie auf das Bankensystem“ auf S. 55 ff.).

Im Ergebnis lässt der schwere Wirtschaftseinbruch im ersten Halbjahr 2020 erwarten, dass die Insolvenzen steigen werden. Diese Einschätzung ist jedoch mit großer Unsicherheit behaftet. Denn einerseits ist der Corona-Schock in seiner Schwere und Art beispieldlos, andererseits wurden umfangreiche

In einem sehr ungünstigen Szenario könnte es zu erheblichen Verlusten im Finanzsystem kommen.

Stützungsmaßnahmen ergriffen. Daher könnten die Anpassungsmuster vergangener realwirtschaftlicher Krisen keinen Bestand haben. Zudem sind die Aus-

Gefahr steigender Insolvenzen durch die Corona-Pandemie

Die Corona-Pandemie und die Maßnahmen zu ihrer Eindämmung haben zu einem schweren Wirtschaftseinbruch geführt. Trotz umfangreicher staatlicher Stützungsmaßnahmen dürften die Insolvenzen der Unternehmen in den kommenden Quartalen zunehmen, wie in wirtschaftlichen Rezessionen üblich.¹⁾ Diese Entwicklung ist relevant, da sich hieraus Risiken für die Finanzstabilität ergeben können.

Der Verlauf der Unternehmensinsolvenzen für die kommenden Quartale wird mithilfe bayesianischer vektorautoregressiver Modelle (VAR-Modelle) simuliert.²⁾ Für die Simulation des Basis-szenarios wird angenommen, dass zentrale makroökonomische Indikatoren (reales Bruttoinlandsprodukt (BIP), harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), Leistungsbilanzsaldo, Erwerbslosenquote) ab dem zweiten Quartal 2020 dem Verlauf der Prognose der Bundesbank entsprechen.³⁾ Daneben gehen der langfristige nominale Zins und die (sektoralen) Unternehmensinsolvenzen als Variablen in das Modell ein. Auf Basis von Prognosen der Bundesbank vom Juni 2020 wird unterstellt, dass das reale BIP im laufenden Jahr um 7,1% gegenüber dem Vorjahr zurückgeht und zum Ende des Prognosezeitraums im Jahr 2022 wieder so hoch ist wie vor Ausbruch der Corona-Pandemie.

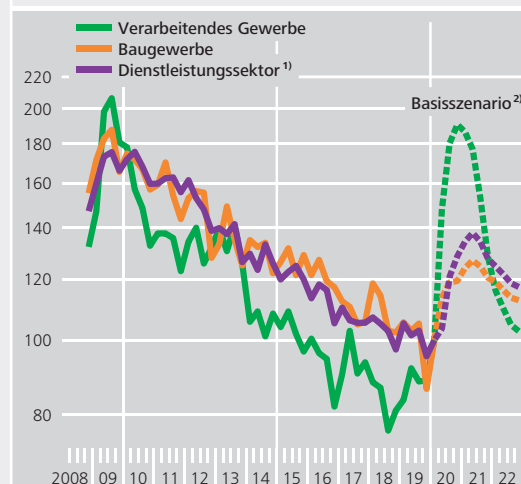
Anfang Juni 2020 beschloss der Koalitionsausschuss ein Konjunkturpaket, die Ausweitung der Transfers an Unternehmen und steuerliche

Liquiditätshilfen. Diese Maßnahmen sind nicht im prognostizierten Pfad des BIP berücksichtigt, da die Prognose abgeschlossen war, bevor die Maßnahmen angekündigt wurden. Würden diese Maßnahmen berücksichtigt, ergäbe sich ein etwas günstigeres Bild sowohl für das BIP als auch für die geschätzte Zahl der Insolvenzen. Einer ersten Abschätzung zufolge dürfte das Konjunkturprogramm einen positiven Effekt von mehr als 1% auf das BIP im Jahr 2020 haben.⁴⁾

Die Modellsimulationen lassen erwarten, dass die Zahl der beantragten Unternehmensinsolvenzen ausgehend von einem außerordentlich niedrigen Wert um über 35% ansteigt (Schaubild 3.3 auf S. 40). Der Verlauf der Unternehmensinsolvenzen ist dabei langsamer und beständiger als

Unternehmensinsolvenzen in ausgewählten Branchen

1. Vj. 2020=100, Anzahl der Insolvenzverfahren



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. **1** Ohne Finanz- und finanznahe Dienstleistungen. **2** Das Szenario beruht auf eigenen Prognosen zur realwirtschaftlichen Entwicklung vom Juni 2020; vgl.: Deutsche Bundesbank (2020), Monatsbericht, Juni 2020, S. 29 ff. Die coronabedingte temporäre Aussetzung der Insolvenzantragspflicht ab März 2020 ist hierbei nicht berücksichtigt.

Deutsche Bundesbank

1 Vgl.: ifo Institut (2020).

2 Zu den verwendeten A-priori-Informationen vgl.: Bańbura, Giannone und Reichlin (2010).

3 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020d).

4 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020d).

der Verlauf des BIP. Mit Blick auf sektorale Unterschiede legen die Simulationen nahe, dass insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe die Insolvenzen deutlich steigen und ähnliche Werte wie im Nachgang der globalen Finanzkrise von 2007/2008 erreichen (Schaubild auf S. 43). Der simulierte Anstieg in der Bau- und Dienstleistungsbranche ist geringer.

Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen erhöht sich in der Simulation von rund 4700 im ersten Quartal 2020 auf rund 6250 im ersten Quartal 2021. Der Höchststand entspricht dabei in etwa der Zahl der Insolvenzen im Jahr 2013. Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen steigt im Dienstleistungssektor am stärksten. Tritt ein Szenario ein, das schwerwiegender ist als in der Simulation unterstellt, könnten deutlich mehr Unternehmen insolvent werden. Ein solches adverses

Szenario könnte sein, dass es zu weiteren Wellen an Infektionen kommt oder eine wirksame medizinische Lösung für die Pandemie ausbleibt.

Die Simulation berücksichtigt nicht, dass die Insolvenzantragspflicht seit März 2020 unter bestimmten Bedingungen ausgesetzt ist. Deshalb dürfte der tatsächliche Anstieg der beantragten Insolvenzen derzeit geringer ausfallen. Entsprechend liegt der beobachtete Wert für das zweite Quartal signifikant unter dem Wert, der mithilfe des Modells simuliert wurde (Schaubild 3.3 auf S. 40).

wirkungen der Corona-Pandemie nicht allein von wirtschaftlichen, sondern ebenso von gesundheitspolitischen Erwägungen geprägt. Diese beeinflussen über Art und Umfang der politisch auferlegten Beschränkungen die wirtschaftliche Aktivität. Insgesamt ist damit unklar, inwieweit sich der realwirtschaftliche Schock letztlich auf das Finanzsystem auswirkt. In einem sehr ungünstigen Szenario könnte es zu deutlich mehr Insolvenzen als im Modell simuliert und zu erheblichen Verlusten im Finanzsystem kommen.

Finanzmärkte spiegeln wirtschaftliche Lage nur eingeschränkt wider

Marktdaten bieten eine wichtige Ergänzung, um die Entwicklung möglicher Insolvenzen und Ausfallrisiken in den einzelnen Branchen abzuschätzen. Sie bereichern die Erkenntnisse aus Simulationen, die

auf Erfahrungen der Vergangenheit basieren, um die aktuellen Einschätzungen der Marktteilnehmer. So liefern sie differenzierte Informationen zu Ausfallrisiken auf Branchen-Ebene.⁴⁾

An den Finanzmärkten lagen die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen im August 2020 zwar noch über dem Wert von Ende Dezember 2019 (Schaubild 3.5). Für viele Branchen liegen sie inzwischen aber wieder unterhalb ihres langfristigen Mittelwerts. Gemessen an der Verschuldung der Unternehmen erscheinen die Risikoaufschläge sehr niedrig. Auch scheint der Rückgang der Risikoaufschläge an den Anleihemärkten seit Anfang April 2020 im Widerspruch zu den schlechteren Fundamentaldaten der

⁴ Anhand des Risikoaufschlags kann gemessen werden, wie Marktteilnehmer Liquiditäts- und vor allem Kreditrisiken einschätzen. Der Risikoaufschlag ist die Differenz zwischen der Rendite eines festverzinslichen Titels und jener einer sicheren Anlage derselben Laufzeit. Er spiegelt Informationen über die Ausfallwahrscheinlichkeit von Emittenten wider; vgl.: Chan-Lau (2006).

Unternehmen zu stehen. Hierin könnte sich die Erwartung der Märkte widerspiegeln, dass die Politik auch zukünftig die negativen Auswirkungen der Corona-Pandemie stark dämpfen wird. Die Marktteilnehmer könnten womöglich nicht ausreichend berücksichtigen, dass die Stützungsmaßnahmen zeitlich begrenzt sind. Möglicherweise wird auch die

Risikoaufschläge gingen trotz schlechterer Fundamentaldaten der Unternehmen zurück.

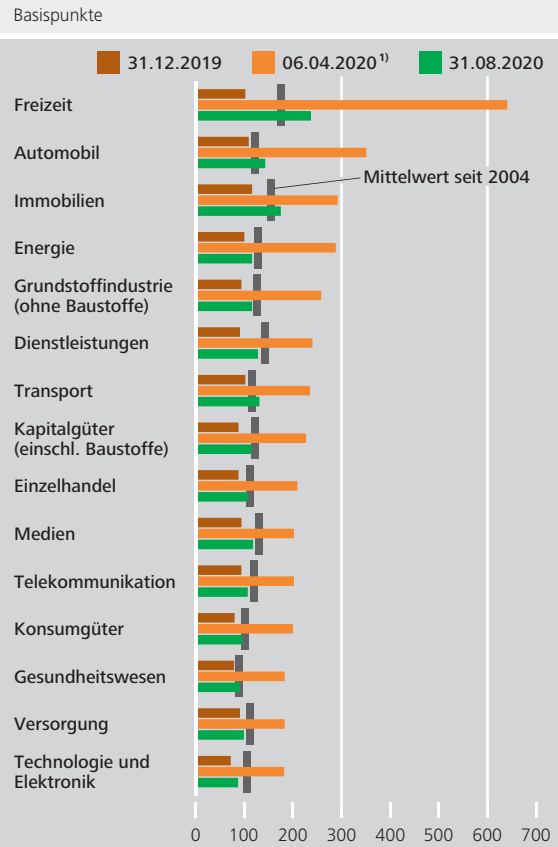
Erholung der Realwirtschaft, die etwa seit Mitte des Jahres 2020 eingesetzt hat, zu optimistisch in die Zukunft fortgeschrieben (siehe Abschnitt „Solvenz

zahlreicher Unternehmen verschlechtert sich“ auf S. 39 ff. und Kapitel „Makroökonomisches Umfeld und bisherige Auswirkungen der Corona-Pandemie“ auf S. 15 ff.).

Gleichwohl zeigt sich, dass Marktteilnehmer zwischen den Branchen differenzieren und die Ausfallrisiken unterschiedlich bewertet werden. Die Streuung der Ausfallrisiken, die sich in den Risikoaufschlägen widerspiegeln, ist derzeit merklich höher als vor der Corona-Pandemie. So schätzen Marktteilnehmer die Ausfallrisiken für Unternehmen aus der Automobil- und der Freizeitbranche, die auch Unternehmen der Tourismus- und Veranstaltungsbranche umfasst, als deutlich erhöht ein. Auch Wertpapiere des Dienstleistungs- und des Immobiliensektors weisen relativ hohe Risikoaufschläge auf.

Die Wertpapierkurse haben sich seit Mitte März 2020 sehr schnell wieder erholt, nachdem Zentralbanken und Regierungen umfangreiche geldpolitische und fiskalpolitische Maßnahmen angekündigt hatten. Diese Entwicklung steht ebenfalls im Kontrast dazu, dass sich die Fundamentaldaten vieler Unternehmen in der Corona-Pandemie eingetrübt haben und die Insolvenzrisiken gestiegen sind (siehe Kapitel „Makroökonomisches Umfeld und bisherige Auswirkungen der Corona-Pandemie“ auf S. 15 ff.): Gemessen an der Verschuldung, der Liquiditätsausstattung und

Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen nach Branchen^{*)} Schaubild 3.5



Quellen: ICE Data Indices und Refinitiv. * Risikoaufschläge von in Euro denominierten Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen des Investment-Grade-Segments gegenüber Bundesanleihen. ¹ Datum des Höchststands der durchschnittlichen Risikoaufschläge im Jahr 2020 über alle angeführten Branchen.
 Deutsche Bundesbank

den Gewinnerwartungen der Unternehmen sind deren Aktien im historischen Vergleich hoch bewertet. So war das Verhältnis von Aktienkurs zu erwarteten Gewinnen (Kurs-Gewinn-Verhältnis: KGV) für viele Branchen Ende Juni 2020 sehr hoch. Diese hohen Bewertungen betreffen jedoch nicht nur Unternehmen, die eher gestärkt aus der Krise hervorgingen, etwa aus dem Bereich Technologie. Auch Wertpapiere von Unternehmen aus Branchen, die stark vom Corona-Schock getroffen wurden, sind relativ hoch bewertet. Zum Teil liegen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse für einige Sektoren des Index Stoxx Europe 600 in der Nähe ihrer Höchststände. Dies ist nicht nur auf

die gestiegenen Kurse, sondern auch auf geringere Gewinne von Unternehmen aus diesen Branchen zurückzuführen.

Die Kursentwicklungen an den Finanzmärkten seit Mitte März 2020 spiegeln somit vor allem die er-

Die hohen Bewertungen machen das Finanzsystem verwundbarer gegenüber künftigen Stressphasen.

hofften Auswirkungen der Maßnahmen und eine damit verbundene Normalisierung der Wirtschaft wider. Durch die hohen Bewertungen erhöht sich jedoch die Verwundbarkeit des Finanzsystems gegenüber künftigen Stressphasen an den Finanzmärkten. Diese haben im zweiten Quartal 2020 deutlich reagiert, wenn es Neuigkeiten zu Infektionszahlen oder Impfstoffen gab. Dies unterstreicht die hohe Unsicherheit bei Investoren und die Sensitivität der Märkte gegenüber der weiteren Entwicklung der Pandemie. Sollten sich die Erwartungen der Marktteilnehmer mit Blick auf den weiteren Verlauf der Pandemie und die wirtschaftliche Entwicklung eintrüben, könnten die Kurse an den Märkten wieder rapide an Wert verlieren und die Finanzierungskosten von Unternehmen steigen. Im Unterschied zur Stressphase im März 2020 könnten dann Markt- und Kreditrisiken gleichzeitig im Finanzsystem eintreten.

Rating-Herabstufungen könnten Finanzsystem belasten

Sollte sich die Solvenz der Unternehmen in den kommenden Quartalen spürbar verschlechtern, wäre damit zu rechnen, dass Ratingagenturen zahlreiche Unternehmen herabstufen. Wenn viele Unternehmen betroffen sind, könnte es hierdurch zu verstärktem Stress im Finanzsystem kommen. Nach Einschätzung der großen Ratingagenturen haben die Kreditrisiken der Unternehmen zugenommen.⁵⁾ Seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie wurden bereits sehr viele Ratings von Unternehmen herabgestuft oder

der Rating-Ausblick auf negativ gesetzt.⁶⁾ Eine Auswertung der Bundesbank deutet darauf hin, dass die Ausfallraten von Unternehmen rund sechs Monate nach umfangreichen Rating-Herabstufungen steigen.⁷⁾

Gleichzeitig ist die Verwundbarkeit des Finanzsystems gegenüber umfangreichen Rating-Herabstufungen gestiegen.⁸⁾ Zwischen Ende Februar und Ende August 2020 stuften Ratingagenturen Anleihen deutscher nichtfinanzieller Unternehmen mit einem Nominalvolumen von 177 Mrd € mit einem negativen Ausblick ein.⁹⁾ Dies

entspricht rund einem Drittel des gesamten Nominalvolumens der ausstehenden Anleihen deutscher nichtfinanzieller Unternehmen, die über ein Rating verfügen. Herabstufungen von Ratings gehen in der Regel für die betroffenen Unternehmen mit einem Anstieg ihrer Finanzierungskosten am Kapitalmarkt einher. Auch die Konditionen von Kreditlinien bei Banken könnten sich bei einer Herabstufung verschlechtern. Somit könnten sich die Finanzierungsbedingungen in naher Zukunft gerade für Unternehmen, die derzeit unter Druck stehen, weiter verschärfen.

Die Finanzierungsbedingungen mancher Unternehmen könnten sich verschärfen.

Insbesondere könnten Herabstufungen aus dem Investment-Grade-Segment in das High-Yield-Segment

5 Die Ausfallraten von besonders riskanten Unternehmen des High-Yield-Segments sind von März bis Juni 2020 bereits von 2,7% auf 3,5% in Europa und von 3,8% auf 6,1% in den USA gestiegen. Die Ratingagentur Standard & Poor's rechnete im August 2020 mit weiteren Zuwächsen bis Juni 2021 auf 8,5% in Europa und 12,5% in den USA.

6 Nach Angaben der Ratingagentur Standard & Poor's wurden in Deutschland im März 2020 rd. 12% der nichtfinanziellen Unternehmen im Investment-Grade-Segment abgewertet (von rd. 470 Unternehmen).

7 Es wurde berechnet, wie Rating-Veränderungen und Ausfallraten über die Zeit hinweg korreliert sind. Hierzu wurden monatliche Rating-Herabstufungen und Ausfallraten der Ratingagentur Standard & Poor's zwischen Januar 2000 und Mai 2020 verwendet.

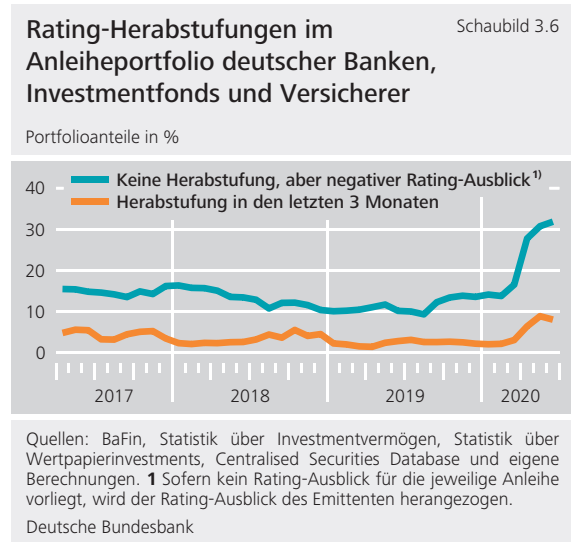
8 Vgl.: Bank of England (2020); European Central Bank (2020c); International Monetary Fund (2020a).

9 Berechnungen basieren auf Daten von Bloomberg.

dazu führen, dass die Finanzierungskosten von Unternehmen deutlich steigen: Zum einen ist der Risikogehalt im High-Yield-Segment höher, zum anderen ist die Investorenbasis in diesem Segment deutlich kleiner als im Investment-Grade-Segment. Umfangreiche Herabstufungen könnten deshalb die Aufnahmefähigkeit des High-Yield-Segments – insbesondere in Stressphasen – überfordern. Bei Anleihen aus dem BBB-Segment ist die Wahrscheinlichkeit besonders hoch, dass sie in das High-Yield-Segment herabgestuft und damit für viele Investoren als Anlagemöglichkeit uninteressant werden.¹⁰⁾ Anleihefonds etwa können aufgrund ihrer Anlagerichtlinien sogar verpflichtet sein, Anleihen zu verkaufen, die aus dem Investment-Grade-Segment in das High-Yield-Segment herabgestuft werden. Dies gilt beispielsweise für passive Anleihefonds und börsengehandelte Investmentfonds (Exchange Traded Funds: ETFs), die Investment-Grade-Indizes nachbilden.¹¹⁾

Der Anteil der Anleihen deutscher nichtfinanzieller Unternehmen, die dem BBB-Segment angehören, verdoppelte sich nahezu zwischen dem Jahr 2006 und Ende Juni 2020 auf 61%. Hierzu trugen die umfangreichen Rating-Herabstufungen in der ersten Jahreshälfte 2020 bei. Sollte sich die wirtschaftliche Entwicklung wieder verschlechtern, könnten weitere Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen herabgestuft werden. In einem Szenario, in dem ähnlich umfangreiche Herabstufungen wie in der globalen Finanzkrise unterstellt werden, würde sich das ausstehende Volumen im europäischen High-Yield-Segment um rund 30% erhöhen.¹²⁾ Das Volumen im bislang kleinen deutschen High-Yield-Segment würde sich sogar verdoppeln.¹³⁾

Viele Rating-Herabstufungen in kurzer Zeit könnten auch Finanzintermediäre unter Druck setzen, wenn sie entsprechende Wertpapiere halten und diese an Wert verlieren oder die Eigenmittelanforderungen für die Wertpapiere aufgrund des schlechteren Ratings steigen. Dies gilt nicht nur für Banken und Versicherer. Rating-Herabstufungen und einhergehende Port-



folioverluste betreffen auch den Fondssektor. Sofern die Rendite sinkt, die ein Fonds erwirtschaftet, dürfen Investoren Mittel abrupt aus dem Fonds abziehen (Flow-Performance-Beziehung). Die Anleiheportfolios von deutschen Banken, Investmentfonds und Versicherern waren im Juni 2020 deutlich stärker von Rating-Herabstufungen betroffen als zuvor. So machten Anleihen, die von April bis Juni 2020 herabgestuft wurden, 8% der gesamten Anleihebestände deutscher Banken, Fonds und Versicherer aus (Schaubild 3.6). Dieser Wert, der wesentlich von Herabstufungen in den Portfolios der Banken ge-

Viele Rating-Herabstufungen in kurzer Zeit könnten Finanzintermediäre unter Druck setzen.

¹⁰ Das BBB-Segment umfasst Anleihen, die über ein Rating der Klasse BBB(+), BBB oder BBB(-) verfügen.

¹¹ Auch Fonds, die in ihrem Investment-Mandat auf das Investment-Grade-Segment beschränkt sind oder Investment-Grade-Indizes als Benchmark nutzen, könnten zu Verkäufen gezwungen sein.

¹² Bei der Berechnung wurde angenommen, dass knapp 5% der BBB(+)-, 12,5% der BBB- und 50% der BBB(-)-Anleihen in das High-Yield-Segment herabgestuft werden; vgl.: European Central Bank (2020c).

¹³ Damit würden Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen mit einem Volumen von rd. 40 Mrd € aus dem BBB-Segment in das High-Yield-Segment herabgestuft. Die Aussagen beruhen auf Angaben von ICE und Bloomberg für den Datenstand 2. Quartal 2020.

trieben wird, übersteigt merklich den mehrjährigen Durchschnitt von 3%. Gleichzeitig stieg auch der Anteil von Anleihen mit negativem Rating-Ausblick in den Portfolios der deutschen Finanzintermediäre stark an.¹⁴⁾ So lag dieser Anteil im Juni 2020 bei 32% und damit deutlich über dem Durchschnitt der vergangenen vier Jahre von 14%. Die deutschen Finanzintermediäre sind außerdem in einem nicht vernachlässigbaren Umfang in Anleihen investiert, die ein Rating von BBB haben. Bei diesen Anleihen ist mit einem besonders starken Verkaufsdruck zu rechnen, wenn sie herabgestuft werden. Deren Anteil am gesamten Anleiheportfolio lag Ende Juni 2020 bei Banken bei 7,7%. Versicherer hielten 13,1% in solchen Anleihen (18,5% inklusive Anlagen, die sie über Fonds tätigen), während Investmentfonds mit 26,8% den höchsten Anteil an mit BBB bewerteten Anleihen im Portfolio halten.

Deutsche Banken, Fonds und Versicherer haben in der Vergangenheit üblicherweise einen Teil ihrer Wertpapiere verkauft, nachdem diese herabgestuft wurden. Insgesamt veräußerten Banken nach einer Rating-Herabstufung innerhalb von zwei Quartalen 3,5% der betroffenen Papiere.¹⁵⁾ Versicherer reduzierten betroffene Wertpapierbestände etwas stärker um gut 7% innerhalb von zwei Quartalen nach der Herabstufung. Wenn eine Herabstufung vom Investment-Grade- in das High-Yield-Segment erfolgte, verdoppelte sich der Anteil auf knapp 14%. Ähnlich stark reagierten Investmentfonds. Diese reduzierten ihre Bestände der betroffenen Papiere innerhalb von zwei Quartalen um 9% und bei Herabstufungen in das High-Yield-Segment um 14%. Somit agierten alle Gruppen von Finanzintermediären in der Vergangenheit tendenziell prozyklisch, jedoch in begrenztem Umfang und nicht abrupt. Allerdings wurden nur Herabstufungen in normalen Marktphasen betrachtet. Käme es jedoch zu vielen Herabstufungen in kurzer Zeit bei gleichzeitig erhöhtem Stress an den Finanzmärkten, könnte dies den Verkaufsdruck bei allen Finanzintermediären deutlich erhöhen.

Erhöhen sich die Solvenzprobleme deutscher Unternehmen in den kommenden Quartalen, könnte es zu weiteren Rating-Herabstufungen kommen. Dies deutet sich bereits an, da viele Wertpapiere einen negativen Rating-Ausblick haben. Falls Wertpapiere herabgestuft werden sollten, dürften Investoren häufig darauf reagieren, indem sie die betroffenen Wertpapiere verkaufen.

Investoren könnten mit Wertpapierverkäufen auf Herabstufungen reagieren.

Dies gilt insbesondere für Anleihen, die in das High-Yield-Segment herabgestuft werden. Letztlich würden dadurch die Finanzierungskosten der betroffenen Unternehmen steigen.

■ Risiken am Immobilienmarkt

Der Immobilienmarkt blieb bislang stabil, es ist momentan aber nicht absehbar, welche Spuren die Corona-Pandemie hinterlassen wird. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass realwirtschaftliche Entwicklungen die Wohnimmobilienmärkte erst nach einiger Zeit beeinflussen.¹⁶⁾ Sollten die Arbeitslosigkeit und die Zahl der Insolvenzen privater Haushalte steigen, könnten die Ausfälle bei Wohnimmobilienkrediten zunehmen. Auf den Gewerbeimmobilienmarkt könnten sich steigende Unternehmensinsolvenzen und eine geänderte Nachfrage nach Büroflächen negativ auswirken.

¹⁴ Für viele Anleihen, die von Banken, Investmentfonds und Versicherern gehalten werden, gibt es keinen Rating-Ausblick; dies gilt insbesondere für Anleihen mit kurzer Laufzeit. In solchen Fällen wird der Rating-Ausblick des Emittenten der Anleihe herangezogen.

¹⁵ Betrachtet werden die Wertpapierportfolios der Intermediäre ab April 2017, da ab diesem Zeitpunkt Rating-Informationen für die von den Finanzintermediären gehaltenen Wertpapiere vorliegen.

¹⁶ Vgl.: Kajuth (2020).

Wohnimmobilienmarkt bislang stabil

Bislang hat die Corona-Pandemie keine tieferen Spuren am Wohnimmobilienmarkt hinterlassen. Zu Beginn

Die Pandemie hinterließ bisher keine größeren Spuren am Wohnimmobilienmarkt.

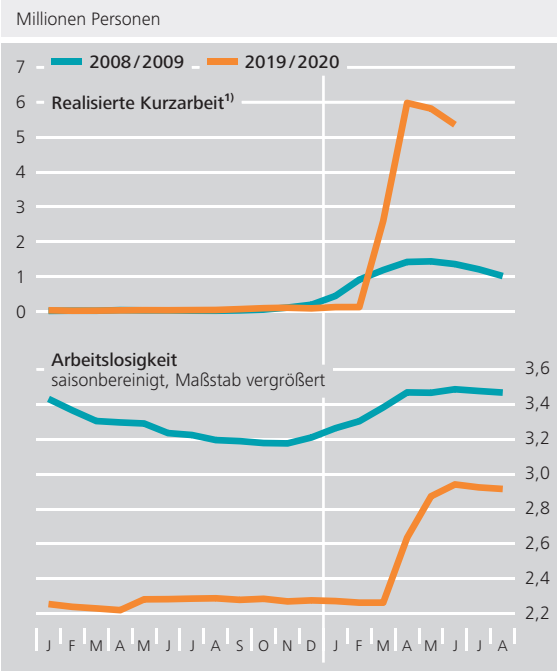
der Corona-Pandemie kam es zwar kurzfristig zu einer Einschränkung von Angebot und Nachfrage, unter anderem weil die weitere Entwicklung ungewiss war und Kontakte beschränkt wurden. Der langjährige Aufwärtstrend am Wohnimmobilienmarkt setzte sich im ersten Halbjahr aber fort. Selbstgenutztes Wohneigentum verteuerte sich im zweiten Quartal 2020 bundesweit um 6,9% gegenüber dem Vorjahr,¹⁷⁾ der Bestand an Wohnungsbaukrediten in den Portfolios deutscher Banken stieg im zweiten Quartal mit einer Jahreswachstumsrate von rund 6%. Zudem erhöhten sich die Kreditausfälle bei Wohnimmobilien bislang nicht.

Zur bisher stabilen Lage am Wohnimmobilienmarkt dürfte beigetragen haben, dass die Zahl der Arbeitslosen bis August 2020 zwar spürbar gestiegen, aber nach wie vor vergleichsweise gering ist. Sie ist deutlich niedriger als in der globalen Finanzkrise (Schaubild 3.7). Ein stärkerer Anstieg dürfte dadurch verhindert worden sein, dass das Instrument der Kurzarbeit stark in Anspruch genommen wurde. So übersteigt die realisierte Kurzarbeit im Zuge der Corona-Pandemie jene während der globalen Finanzkrise um ein Vielfaches. Darüber hinaus wurde in der globalen Finanzkrise überwiegend im Verarbeitenden Gewerbe Kurzarbeit in Anspruch genommen. In der Corona-Pandemie sind hingegen wesentlich mehr Branchen betroffen.¹⁸⁾

Momentan ist noch nicht absehbar, welche Spuren die Corona-Pandemie am Wohnimmobilienmarkt hinterlassen wird. Einerseits begrenzt die hohe Widerstandskraft der privaten Haushalte in Deutschland und deren relativ geringe Verschuldung die

Arbeitsmarkt in Deutschland

Schaubild 3.7



Wahrscheinlichkeit stark steigender Ausfallraten bei Wohnimmobilienkrediten in der Zukunft. Ferner wurden die Kreditvergabestandards für deutsche Wohnimmobilienkredite in den vergangenen Jahren nicht stark gelockert.¹⁹⁾ Zudem sind Wohnimmobilienkredite im Vergleich zu Unternehmenskrediten tendenziell mit gut verwertbaren Vermögenswerten besichert. Darüber hinaus haben Immobilieneigentümer tendenziell höhere Einkommen und damit mehr Spielraum für Konsumverzicht, um den Schuldendienst zu erfüllen. Außerdem blieben Haus-

Die Vergabestandards für Wohnimmobilienkredite wurden in den vergangenen Jahren nicht stark gelockert.

¹⁷ Gemäß Angaben des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp).

¹⁸ Vgl.: Gehrke und Weber (2020).

¹⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017); Deutsche Bundesbank (2019a).

halte mit höherem Einkommen im bisherigen Verlauf der Corona-Pandemie überwiegend von steigender Arbeitslosigkeit verschont.

Andererseits könnten Ausfallraten bei Wohnimmobilienkrediten steigen und der Aufschwung am Wohnimmobilienmarkt enden, sollte der Wirtschaftseinbruch länger anhalten und die Arbeitslosigkeit spürbar zunehmen. Unklar ist zudem, wie sich eine regionale Verschiebung der Nachfrage auf Preise und Risiken auswirkt, wenn durch mehr Heimarbeit eine größere Entfernung zwischen Wohn- und Arbeitsort hinnehmbar wird.

Eine Gefahr für die Finanzstabilität könnte sich ergeben, wenn in einem sehr ungünstigen Szenario ausfallende Immobilienkredite mit stark fallenden Immobilienpreisen einhergingen. Diese Gefahr wäre umso größer, wenn gleichzeitig hohe Wertberichtigungen bei Unternehmenskrediten aufträten (siehe Abschnitt „Steigende Kreditrisiken können Eigenkapitalquoten der Banken belasten“ auf S. 61 f.).

Auch für den Fall, dass sich der Aufschwung am Immobilienmarkt fortsetzen sollte, dürften die Risiken

Hält der Aufschwung am Immobilienmarkt an, dürften die Risiken für die Finanzstabilität zunehmen.

von Sicherheiten überschätzt wird. Sollten die Preise später einbrechen und Kredite ausfallen, könnten die Banken die als Sicherheit gestellten Immobilien zwar verkaufen. Die Erlöse könnten jedoch nicht ausreichen, um die Verluste aus den Kreditausfällen auszugleichen.²⁰⁾

für die Finanzstabilität weiter zunehmen. So erhöht sich mit steigenden Preisen und einem schwachen Arbeitsmarkt die Gefahr, dass die Werthaltigkeit

Potenziell negative Effekte durch Corona-Pandemie auf Gewerbeimmobilienmarkt

Der Gewerbeimmobilienmarkt in Deutschland befand sich bei Ausbruch der Corona-Pandemie in einem seit mehreren Jahren andauernden Aufschwung. Kreditvolumen, Preise und Mieten waren bis ins Jahr 2019 gestiegen. Insbesondere Büroimmobilien verzeichneten im vergangenen Jahr ein hohes Preiswachstum. Dagegen war die Preisentwicklung bei Einzelhandelsimmobilien bereits das zweite Jahr infolge deutlich zurückhaltender. In 120 großen Städten sanken die Preise im Jahr 2019 sogar leicht.²¹⁾

Wie sich der Gewerbeimmobilienmarkt seit Ausbruch der Corona-Pandemie entwickelt hat, lässt sich noch nicht abschließend beurteilen. Angaben des Verbands Deutscher Pfandbriefbanken (vdp) zur Preisentwicklung deutscher Immobilien im zweiten Quartal 2020 lassen bislang erkennen, dass Preise von Büroimmobilien weniger stark gestiegen und Preise von Einzelhandelsimmobilien leicht gesunken sind. Darüber hinaus fanden am Gewerbeimmobilienmarkt im zweiten Quartal deutlich weniger Transaktionen statt als im Vorquartal. Allerdings entwickeln sich die Transaktionsvolumina derzeit volatil.

Die Corona-Pandemie dürfte sich negativ auf den deutschen Gewerbeimmobilienmarkt auswirken. Dies gilt vor allem für Segmente, die eng mit von der Pandemie stark betroffenen Unternehmensbranchen verbunden sind. Zudem hat die Vergangenheit gezeigt, dass Gewerbeimmobilienprei-

In der Vergangenheit folgten Gewerbeimmobilienpreise dem Verlauf des Konjunkturzyklus.

²⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a).

²¹ Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben der bulwiengesa AG für 120 deutsche Städte, ohne die sieben größten Städte.

se, insbesondere für Büroimmobilien, dem Verlauf des Konjunkturzyklus folgen. Außerdem könnte sich die Nachfrage nach Immobilien strukturell ändern, wenn beispielsweise Unternehmen Homeoffice-Regelungen dauerhaft ausweiten und der Onlinehandel weiter zunimmt. Es ist daher zu erwarten, dass die Corona-Pandemie die Preisentwicklung am Gewerbeimmobilienmarkt zumindest dämpfen wird.

Die Erwartungen der Marktteilnehmer scheinen in eine ähnliche Richtung zu weisen. So haben die Aktienkurse von Immobilienunternehmen, die vorwiegend Wohnimmobilien anbieten, im Zuge der breiten Stützungsmaßnahmen ihre Kursverluste inzwischen wieder aufgeholt. Die Kurse der Unternehmen, die im Gewerbeimmobiliensektor tätig sind, werden hingegen von den schlechteren und unsicheren Geschäftsaussichten belastet.

Die Datenlage lässt derzeit noch keine belastbaren Rückschlüsse darauf zu, wie stark ausfallgefährdet Gewerbeimmobilienkredite deutscher Banken an in- und ausländische Kunden sind. Verwerfungen am Gewerbeimmobilienmarkt könnten sich jedoch auf weite Teile des Finanzsystems auswirken. Denn das Volumen der Kredite

Das Wachstum der Gewerbeimmobilienkredite ging im Zuge der Pandemie zurück.

an Branchen, die gewerblich genutzte Immobilien vermieten oder bauen, hat in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. Die Wachstumsrate dieses Kreditvolumens verringerte sich im Zuge der Corona-Pandemie. Gegenüber dem Vorjahresquartal sank sie im zweiten Quartal 2020 zwar von 10% auf 6,4%, war damit aber nach wie vor hoch. Sowohl gegenüber inländischen als auch ausländischen Kreditnehmern ist die Wachstumsrate niedriger als zuvor. Auf inländische Kreditnehmer entfielen im zweiten Quartal 2020 etwa 72% der Gewerbeimmobilienkredite.

Potenzielle Spannungen am Kreditmarkt

Das Finanzsystem ist heute erheblich widerstandsfähiger als vor der globalen Finanzkrise. Dies liegt nicht zuletzt an den umfangreichen Reformen, insbesondere höheren Anforderungen an das Eigenkapital der Banken. Eine angemessene Ausstattung mit Eigenkapital verbessert die Fähigkeit der Banken, Kredite zu vergeben und unerwartete Verluste aufzufangen zu können.

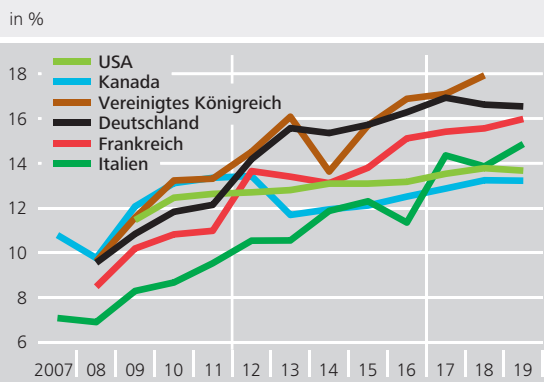
Allerdings kann angesichts der möglichen Verluste eine prozyklische Reaktion des Finanzsystems in den kommenden Quartalen nicht ausgeschlossen werden. Hohe Verluste könnten Banken auch dann unter Druck setzen, wenn sie zuvor alle aufsichtlichen Anforderungen erfüllten. Dann ergäbe sich die Gefahr, dass Banken ihre Eigenkapitalquoten dadurch stabilisieren, dass sie die Kreditvergabe reduzieren und ihre Bilanzen verkürzen. Ein solches Deleveraging im Bankensystem könnte in einem sehr ungünstigen Fall zu so starken Spannungen am Kreditmarkt führen, dass auch kreditwürdige Unternehmen und private Haushalte nicht mehr angemessen mit Krediten versorgt würden (siehe Kapitel „Auswirkung der Corona-Pandemie auf das Bankensystem“ auf S. 55 ff.).

Finanzsystem widerstandsfähiger als vor globaler Finanzkrise

Die höhere Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems im Vergleich zur Situation vor der globalen Finanzkrise zeigt sich in vielerlei Hinsicht: Die Banken verfügen strukturell über mehr Eigenkapital, die Aufsicht wurde verbessert, und mit Banken in Schieflage kann zielgerichteter umgegangen werden. So haben die zuständigen Behörden

Die Banken verfügen über mehr Eigenkapital als vor der globalen Finanzkrise.

Kernkapitalquoten²⁾ von Banken im internationalen Vergleich Schaubild 3.8



Quelle: IWF. * Kernkapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva.
 Deutsche Bundesbank

mehr Optionen für die Sanierung und Abwicklung von Banken. Zudem verfügen die Banken über mehr Eigen- und Fremdkapital, das zur Deckung von Verlusten – insbesondere im Krisenfall – herangezogen werden kann.²²⁾ Ferner haben die Reformen nach der globalen Finanzkrise darauf hingewirkt, dass Derivategeschäfte über zentrale Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs) abgewickelt und Finanzintermediäre außerhalb des Bankensektors besser überwacht werden.²³⁾

Die Kernkapitalquoten der Banken erhöhten sich nach der globalen Finanzkrise deutlich (Schaubild 3.8). Auch die deutschen Banken haben Eigenkapital

Die Banken können aufsichtliche Eigenkapitalpuffer in Stressphasen nutzen, um Verluste abzufangen.

aufgebaut, vor allem, weil die regulatorischen Anforderungen erhöht wurden. Neben höheren mikroprudenziellen Mindest-Eigenkapitalanforderungen

wurden durch die Reformen nach der globalen Finanzkrise mikro- und makroprudenzielle Kapitalpuffer geschaffen. Diese können Banken in Stressphasen nutzen, um Verluste abzufangen. Im Gegensatz zu den Mindest-Eigenkapitalanforderungen dürfen diese Pufferanforderungen in Stressphasen vorüber-

gehend unterschritten werden. Allerdings wird die Gewinnverwendung, etwa Dividenden oder Bonuszahlungen, so lange beschränkt, wie die Kapitalpuffer genutzt werden. Mittel- bis langfristig müssen die Puffer dann wieder aufgebaut werden. Zusätzlich zu diesen aufsichtlichen Puffern verfügen die Banken über freiwilliges Überschusskapital. Sie haben also mehr Eigenkapital als durch die Kombination von Mindest-Eigenkapital- und Kapitalpuffer-Anforderungen aufsichtlich vorgegeben ist. Insgesamt ist damit die Fähigkeit der Banken, Verluste zu absorbieren, deutlich höher als zu Beginn der globalen Finanzkrise. Insofern ist das Bankensystem besser in der Lage, auch in Stressphasen Kredite zu vergeben. Ferner hat sich die Liquiditätsausstattung der Banken verbessert.

Die Überwachung des europäischen Finanzsektors wurde dadurch verbessert, dass das Europäische Finanzaufsichtssystem (European System of Financial Supervision: ESFS) eingerichtet wurde. Zu diesem zählt

Die Überwachung des europäischen Finanzsektors wurde institutionell verbessert.

unter anderem der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB). Damit wurde eine makroprudenzielle Aufsichtsbehörde auf europäischer Ebene geschaffen, die später von nationalen ergänzt wurde, in Deutschland dem Ausschuss für Finanzstabilität (AFS). Von zentraler Bedeutung ist zudem die Europäische Bankenunion, deren Kernelemente der Einheitliche Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism: SSM) und der Einheitliche Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism: SRM) sind. Eine aktuelle Evaluierung des Finanzstabilitätsrates (Financial Stability Board: FSB) über alle G20-Länder hinweg zeigt, dass seit der globalen Finanzkrise wesentliche Verbesserungen erreicht wurden und die Behörden bessere Instrumente zur

²² Vgl.: Financial Stability Board (2020).
²³ Vgl.: Financial Stability Board (2019).

Verfügung haben, um mit Banken in Schieflage umzugehen.

Gefahr eines Deleveragings im Bankensystem

Sollten sich die Unternehmensinsolvenzen und Wertberichtigungen in den kommenden Quartalen ähnlich entwickeln, wie dies in der Vergangenheit der Fall war, dürften die damit einhergehenden Verluste für das Bankensystem derzeit insgesamt gut verkraftbar sein (siehe Kapitel „Auswirkung der Corona-Pandemie auf das Bankensystem“ auf S. 55 ff.).

Die erwarteten Verluste dürften für das Bankensystem insgesamt gut verkraftbar sein.

Allerdings sind Simulationen, die auf den typischen Zusammenhängen der Vergangenheit basieren, mit großer Unsicherheit behaftet. Zum einen ist die künftige Entwicklung der Wirtschaft sehr unsicher, vor allem da der weitere Verlauf der Pandemie sehr unsicher bleibt. Zum anderen ist unklar, ob die historischen Zusammenhänge in der aktuellen Situation qualitativ und quantitativ Bestand haben. Denn der vom Corona-Schock ausgelöste Wirtschaftseinbruch war historisch schwer und verschieden von Rezessionen der Vergangenheit. Hinzu kommt, dass auch die umfangreichen Stützungsmaßnahmen außergewöhnlich sind.

Ein Szenario, in dem die realwirtschaftlichen Auswirkungen deutlich stärker ausfallen als bisher erwartet, könnte den Finanzsektor vor weitere Herausforderungen stellen. Bereits jetzt sind Schäden in der Realwirtschaft entstanden, deren langfristige Auswirkungen und Risiken für das Finanzsystem kaum abschätzbar sind. Hinzu kommt die Unsicherheit hinsichtlich möglicher Zweitrundeneffekte sowie Rückkopplungen zwischen Realwirtschaft und Finanzsystem.

In einem noch ungünstigeren Szenario könnten mehrere Entwicklungen zusammenkommen. Nicht nur

könnten deutlich mehr Unternehmen insolvent werden, als es derzeit erwartet wird, es könnten auch die Preise von Vermögenswerten einbrechen. Neben der Bewertung von Immobilien könnten die Vermögenspreise an den Finanzmärkten stark nachgeben, denn sie liegen teils deutlich über den Werten, die fundamental gerechtfertigt scheinen. In einem solchen Szenario würde der Bankensektor hohe Verluste erleiden; einige Banken könnten in Schieflage geraten. Damit würde sich die Gefahr erhöhen, dass viele Banken gleichzeitig ihre Bilanzen verkürzen, um die vom Markt oder der Aufsicht geforderten Eigenkapitalquoten einzuhalten. Im Extremfall könnte dieses Deleveraging zu so starken Spannungen am Kreditmarkt führen, dass letztlich auch kreditwürdige Unternehmen und private Haushalte nicht mehr angemessene Kredite erhalten würden. Je stärker Banken ihre Eigenkapitalpuffer nutzen, umso geringer wäre dieser Effekt aus (siehe Abschnitt „Nutzung von Kapitalpuffern kann Kreditvergabe stabilisieren“ auf S. 62 ff.). Eine Einschränkung der Kreditvergabe könnte die wirtschaftliche Entwicklung bremsen.

In einem sehr ungünstigen Szenario würde sich die Gefahr erhöhen, dass Banken ihre Kreditvergabe einschränken.

Angesichts dieser Gefahren sollten sich Marktteilnehmer, Politik und Aufsicht frühzeitig auf sehr ungünstige Entwicklungen vorbereiten und relevante Engpässe identifizieren, damit das Finanzsystem selbst in solchen Fällen seine Funktionen erfüllen und die Kreditvergabe aufrechterhalten kann.

Ausreichende Kapazitäten und Erfahrung im Umgang mit Insolvenzen – sowohl bei den Banken als auch in der öffentlichen Verwaltung – werden entscheidend für die weitere wirtschaftliche Entwicklung sein. Insolvenzverfahren haben letztlich das Ziel, unterschiedliche Interessen der Gläubiger und Schuldner von Unternehmen in Schieflage zu koordinieren. Gerade, weil in Deutschland im vergangenen

Jahrzehnt die Insolvenzen auf historisch niedrigem Niveau lagen, könnten die Kapazitäten im privaten und öffentlichen Sektor nicht ausreichen, um mit steigenden Insolvenzzahlen umgehen zu können. Entsprechend sind Vorbereitungen für einen solchen Fall nötig.

Die Banken sollten ihre Kapitalpuffer nutzen, um weiterhin angemessen Kredite zu vergeben. Auch

Banken sollten ihre Kapitalpuffer nutzen, um weiterhin angemessen Kredite zu vergeben.

ein temporärer Verzicht auf die Ausschüttung von Gewinnen, wie ihn die Aufsicht empfiehlt, hat genau dieses Ziel – die Funktionsfähigkeit des Ban-

kensektors zu erhalten. Dies geschieht nicht zuletzt angesichts der weiter bestehenden Unsicherheiten über die Auswirkungen des Wirtschaftseinbruchs im Finanzsystem.

Die Politik steht vor der Herausforderung, eine gute Balance zu finden: Einerseits ist ihr Ziel, die Wirtschaft mit fiskalpolitischen Maßnahmen zu stützen und die durch die Pandemie ausgelösten Schäden zu begrenzen; andererseits sollte ein erforderlicher Strukturwandel nicht unnötig verzögert werden. Stützungsmaßnahmen können kurzfristig helfen, Insolvenzen und einen starken Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verhindern. Jedoch bergen sie die Gefahr, dass Unternehmen am Markt gehalten werden, die kein tragfähiges Geschäftsmodell mehr haben. Hierdurch würde die Marktstruktur verzerrt. Zudem können Mitnahmeeffekte entstehen. Darüber hinaus

sind mögliche Klippeneffekte zu berücksichtigen. Diese drohen etwa dann, wenn zeitlich befristete Maßnahmen auslaufen – etwa die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht oder staatlich garantierte Kredite –, dies nicht ausreichend antizipiert wurde und es hierdurch zu starken Anpassungen in der Realwirtschaft oder dem Finanzsystem kommt.

Mit der Zeit nimmt die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Pandemie ab; die Konturen der zukünftigen wirtschaftlichen Strukturen werden nach und nach sichtbar. In dieser Phase wird es darum gehen, wirtschaftlichen Strukturwandel zu ermöglichen und dabei den Übergang möglichst effizient zu gestalten, um die Wohlfahrtsverluste gering zu halten. Dies erfordert eine enge Koordination aller Politikfelder, nicht zuletzt um angemessen auf neue Entwicklungen reagieren zu können. Fiskalpolitische Instrumente zur Stützung von Unternehmen sollten gezielt eingesetzt und ihre Wirkungen evaluiert werden. Dies kann eine stärkere Verlagerung von den bislang recht umfangreichen Liquiditätsmaßnahmen im Unternehmenssektor hin zu bisher weit aus zurückhaltender genutzten Eigenkapitalhilfen erfordern. Der Spielraum der makroprudenziellen Politik dürfte demgegenüber gering sein. Sie wirkt präventiv, etwa über den Aufbau von zusätzlichen Kapitalpuffern, die in Krisenzeiten herabgesetzt werden können. Allerdings kann die makroprudenzielle Politik dazu beitragen, die gemeinsame Antwort aller Politikfelder effektiver zu machen.²⁴⁾

24 Vgl. u. a.: Nier und Olafsson (2020).

Auswirkung der Corona-Pandemie auf das Bankensystem

Nach Ausbruch der Corona-Pandemie ergriffen Zentralbanken und Regierungen umfangreiche Maßnahmen, um die Finanzmärkte und die Realwirtschaft zu stabilisieren. Geldpolitische Maßnahmen trugen dazu bei, die Finanzierungskosten der Banken zu senken. Zudem profitierten die Banken indirekt von fiskalpolitischen Maßnahmen, die den Unternehmenssektor stützten. Ein Anstieg von Kreditrisiken und Kreditausfällen konnte so vermieden werden. Hinzu kamen zahlreiche aufsichtliche Maßnahmen, um Spielräume für die Kreditvergabe zu schaffen.

Wie sich die weitere realwirtschaftliche Entwicklung auf das Bankensystem und die Kreditvergabe auswirkt, hängt nicht zuletzt davon ab, wie Banken auf höhere Kreditausfälle und Wertberichtigungen reagieren – und ob sie auf ihr freiwilliges Überschusskapital und die aufsichtlichen Kapitalpuffer zurückgreifen. Um weiterhin angemessen Kredite zu vergeben, sollten Banken ihre Kapitalpuffer nutzen. Ein temporärer Verzicht auf die Ausschüttung von Gewinnen, wie ihn die Aufsicht empfiehlt, hat genau dieses Ziel – die Funktionsfähigkeit des Bankensystems zu erhalten.

Entwickeln sich die Unternehmensinsolvenzen ähnlich wie in vergangenen Rezessionen, scheinen die daraus resultierenden Verluste derzeit für das Bankensystem verkraftbar zu sein. Allerdings sind solche Simulationen mit großer Unsicherheit behaftet, da unklar ist, ob die typischen Zusammenhänge der Vergangenheit weiterhin gelten und wie sich die Pandemie und die Realwirtschaft künftig entwickeln.

In einem sehr adversen Szenario könnte ein sehr starker Anstieg der Insolvenzen im Unternehmenssektor gleichzeitig mit erhöhtem Stress an den Immobilien- und Finanzmärkten auftreten. Deutlich mehr Kreditausfälle und größere Verluste im Bankensystem als in einem Basisszenario wären die Folge. Viele Banken könnten gleichzeitig versuchen, ihre Bilanzen zu verkürzen, um den Rückgang ihrer Eigenkapitalquoten zu mindern. Vorhandene Kapitalpuffer könnten ungenutzt bleiben. Zudem könnten einige Banken in Schieflage geraten. Es könnte zu so starken Spannungen am Kreditmarkt kommen, dass eigentlich kreditwürdige Unternehmen und private Haushalte nicht mehr angemessen mit Krediten versorgt würden. Die Erholung der Wirtschaft könnte gedämpft oder ein Wirtschaftseinbruch verstärkt werden.

Erste Auswirkungen des Corona-Schocks auf das Bankensystem

Die Kreditinstitute sahen sich im März und April 2020 nicht nur einer plötzlich stark steigenden Liquiditätsnachfrage der Privatwirtschaft gegenüber. Vielmehr führte der Stress an den Finanzmärkten gleichzeitig dazu, dass die Finanzanlagen der Banken stark an Wert verloren.

Der Corona-Schock gefährdete die Finanzierung von Unternehmen und Haushalten.

Dies wirkte sich negativ auf das Eigenkapital der Banken aus und erhöhte deren Liquiditätsbedarf, etwa aus Derivatekontrakten. Hinzu kam, dass in dieser Situation die Geschäftsaussichten und die Kreditwürdigkeit ganzer Branchen nur noch schwer einzuschätzen waren. Es bestand die Gefahr, dass nicht hinreichend Finanzierungsmittel für Unternehmen und private Haushalte bereitgestellt würden (siehe Abschnitt „Der Corona-Schock“ auf S. 16 ff.).

Im Gegensatz zur globalen Finanzkrise von 2007/2008 kam es aber nicht zu einer Vertrauenskrise im Bankensystem. Dank der geldpolitischen Maßnahmen war die Finanzierung der Institute im Frühjahr 2020 nicht nachhaltig gefährdet. Sie trugen dazu bei, das Liquiditätsrisiko und die Finanzierungskosten der Banken zu senken (siehe Abschnitt „Aufsichtliche Maßnahmen und Spielraum für Kreditvergabe“ auf S. 66 ff.). Die Risikoprämien für Kreditausfälle, die Investoren bei der Finanzierung von Banken fordern, stiegen nur moderat. Außerdem stützten die umfangreichen fiskalpolitischen Maßnahmen den Unternehmenssektor. Dadurch wurde vermieden, dass Kreditausfälle und Kreditrisiken stark stiegen, und die zuvor sehr hohe Unsicherheit wurde verringert.

Liquiditätsversorgung der Realwirtschaft trotz höheren Bedarfs gesichert

Viele Unternehmen konnten unmittelbar nach Ausbruch der Corona-Pandemie ihre laufenden Kosten nicht mehr durch ihre Einnahmen decken, da ihre Umsätze abrupt einbrachen. Deshalb waren sie gezwungen, auf ihre Liquiditätsreserven zurückzugreifen. Diese hätten Anfang März 2020 in den meisten Fällen wahrscheinlich kaum mehr als zwei Monate ausgereicht, um die Kosten zu decken. So betrug das Verhältnis von liquiden Mitteln zu den jährlichen Fixkosten und Zinsaufwand bei den Unternehmen im Median im Jahr 2018 lediglich 19,6%. Für das Verarbeitende Gewerbe war der Wert mit 11,2% deutlich geringer. Einige fiskalpolitische Maßnahmen wie die Soforthilfen und das Kurzarbeitergeld minderten daher unmittelbar und spürbar den Liquiditätsbedarf der Unternehmen.

Den erhöhten Liquiditätsbedarf deckten die Unternehmen teils dadurch, dass sie mehr Kredite aufnahmen (Schaubild 2.13 auf S. 34). Zudem griffen sie im März 2020 auf bestehende Kreditlinien zurück (Schaubild 4.1). In Reaktion auf den gestiegenen Liquiditätsbedarf weiteten die Banken ihre Kreditlinien aus. Zuletzt waren Banken in ihrer Kreditvergabe jedoch zurückhaltender. In der Umfrage des Eurosystems zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) berichteten die befragten Banken, dass sie im zweiten Quartal 2020 die Bedingungen bei der Kreditvergabe verschärft hätten. Hiermit im Einklang stehen die Ergebnisse einer Umfrage des ifo Instituts. Dort gaben Unternehmen an, dass die Hürden für eine Kreditgewährung im zweiten Quartal gestiegen seien.¹⁾ Dies deckt sich auch mit den Ergebnissen einer Befragung der Wirtschaftsverbände, die von der

In Reaktion auf den gestiegenen Liquiditätsbedarf weiteten die Banken ihre Kreditlinien aus.

¹ Vgl.: Sauer und Wohlrabe (2020).

Bundesbank durchgeführt wurde (siehe Kasten „Finanzierungsbedingungen der Unternehmen in der Corona-Pandemie: Ergebnisse einer Befragung der Wirtschaftsverbände“ auf S. 24 f.).

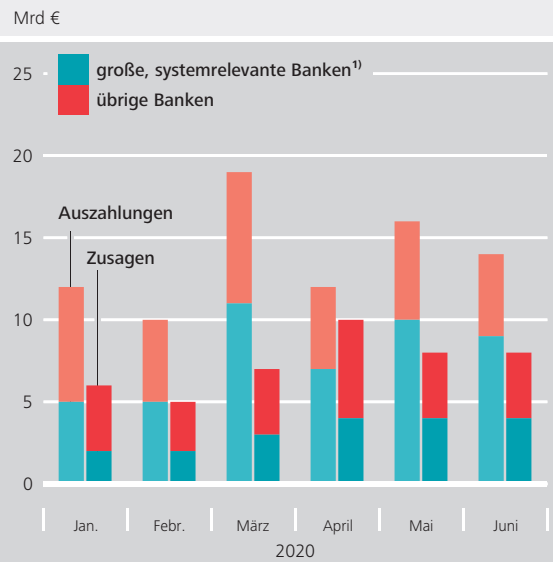
Die Refinanzierung der Banken war durch den erhöhten Abruf finanzieller Mittel nicht in Gefahr, was nicht zuletzt auf die weitreichenden geldpolitischen Maßnahmen zurückzuführen war. An den Währungsmärkten waren die Turbulenzen dagegen deutlich zu spüren, und die Finanzierung in US-Dollar verteuerte sich zwischenzeitlich merklich (Schaubild 4.2). Gerade die deutschen systemrelevanten Insti-

Die geldpolitischen Maßnahmen trugen dazu bei, die Refinanzierung der Banken sicherzustellen.

tute halten vergleichsweise hohe Forderungen in US-Dollar, die sie zum Teil in Euro finanzieren. Dies macht sie anfällig für Störungen der Währungsmärkte. Um die Versorgung mit US-Dollar-Liquidität zu stärken, bot das Eurosystem in einer koordinierten Aktion mit anderen Notenbanken zusätzlich zu den bestehenden US-Dollar-Tendern mit einer Laufzeit von einer Woche solche mit 12 Wochen Laufzeit an und reduzierte den Zinssatz um 25 Basispunkte. Die deutschen Banken machten von diesem Angebot stark Gebrauch. Seither haben sich die US-Dollar-Finanzierungskosten wieder normalisiert.

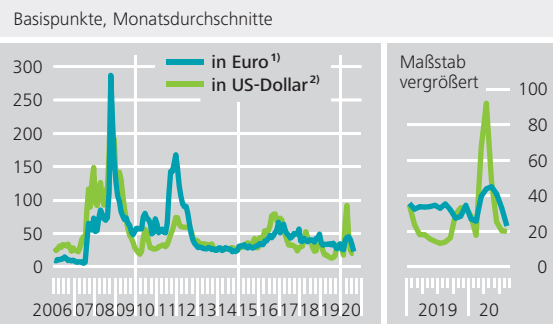
Zu Liquiditätsengpässen kam es zeitweise im Zusammenhang mit Derivategeschäften. Banken schließen Derivategeschäfte typischerweise ab, um sich vor Schwankungen der Marktpreise zu schützen. Die meisten Derivate-Kontrakte sind mittlerweile standardisiert und werden über zentrale Gegenparteien (Central Counterparty: CCP) abgewickelt. Um das Ausfallrisiko der Kontrakte zu reduzieren, verlangen die CCPs in der Regel, dass die Teilnehmer Sicherheiten stellen (Initial Margins) und die Wertänderungen der Kontrakte täglich ausgleichen (Variation Margins). In Krisenzeiten können Variation Margins jedoch Liquiditätsengpässe verschärfen, da sie prozy-

Ausgezählte und neu zugesagte Kreditlinien¹⁾ deutscher Banken an inländische nichtfinanzielle Unternehmen²⁾ Schaubild 4.1



Quelle: AnaCredit und eigene Berechnungen. * Einschl. Kreditlinien aus Überziehungen und Kreditkarten. ** Ohne Einzelunternehmen und Privatpersonen. ¹⁾ Umfasst die 12 anderweitig systemrelevanten Institute (A-SRI).
 Deutsche Bundesbank

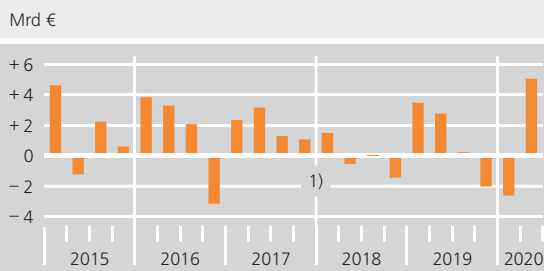
Finanzierungsaufschläge am Interbankenmarkt Schaubild 4.2



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. ¹⁾ Differenz des Sechsmonats-EURIBOR zur Rendite für Bundesanleihen mit sechsmonatiger Restlaufzeit. ²⁾ Differenz des Sechsmonats-LIBOR zur Rendite für US-Staatsanleihen mit sechsmonatiger Restlaufzeit.
 Deutsche Bundesbank

klich wirken. Sowohl die Initial Margins als auch die täglichen Variation Margins haben sich bei Ausbruch der Corona-Pandemie deutlich erhöht, und die betroffenen Banken mussten zusätzliche Sicherheiten stellen. Auch nachdem sich die Marktlage beruhigte, blieben die Initial Margins zunächst hoch. Sie nah-

Gewinne oder Verluste der großen, systemrelevanten deutschen Banken¹⁾ durch Marktpreisänderungen Schaubild 4.3



* Umfasst die 12 anderweitig systemrelevanten Institute (A-SRI). Erfasst werden sowohl GuV-wirksame Gewinne und Verluste aus Wertpapieren und Derivaten als auch deren Neubewertungen, die über das Sonstige Ergebnis direkt mit dem Eigenkapital verrechnet werden.
 1) Übergang zu Rechnungslegungsstandard IFRS 9.
 Deutsche Bundesbank

men wieder ab, nachdem sie Ende März ihren Hochpunkt erreicht hatten.

Anfangs hohe Marktverluste bei Banken

Die Finanzanlagen der Banken verloren im ersten Quartal 2020 zunächst stark an Wert. Da die meisten deutschen Banken, vor allem Sparkassen und Kreditgenossenschaften, nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) bilanzieren, bewirkte das (gemilderte) Niederstwertprinzip, dass die Verluste vorrangig die stillen Reserven reduzierten oder die stillen Lasten erhöhten.²⁾ Von den 18 Mrd € an Wertverlusten waren bei diesen Banken deshalb nur 5,9 Mrd € erfolgswirksam. Dies entsprach 3% ihres harten Kernkapitals. Im zweiten Quartal erholten sich die Finanzmärkte wieder, und Sparkassen und Kreditgenossenschaften verzeichneten Bewertungsgewinne in Höhe von 4 Mrd €.

Insbesondere bei den größeren Banken, die überwiegend nach dem internationalen Rechnungslegungsstandard IFRS (International Financial Reporting Standards) bilanzieren, schlugen sich Marktwertänderungen hingegen in der Regel stärker im Eigenkapital nieder.³⁾ Wertänderungen wirken sich

dabei nicht nur auf Wertpapiere aus, die zu Handelszwecken gehalten werden, sondern auch auf andere Wertpapiere, die möglicherweise vor dem Ende der Laufzeit wieder verkauft werden. Einige der größeren Banken konnten im Handelsgeschäft höhere Verluste vermeiden oder sogar Gewinne erzielen, teilweise aufgrund von Derivategeschäften. Die Verluste aus Marktpreisänderungen betragen bei den großen, systemrelevanten Banken im ersten Quartal 2020 insgesamt 2,6 Mrd € (Schaubild 4.3). Dies entsprach 1,5% des Kernkapitals dieser Banken. Die Verluste waren demnach geringer als bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften. Im zweiten Quartal verbuchten die großen, systemrelevanten Banken einen Gewinn aus Marktpreisänderungen von 5,1 Mrd €, der die Verluste aus dem ersten Quartal mehr als kompensierte.

Bei größeren Banken halfen Derivategeschäfte, höhere Verluste zu vermeiden.

■ Kreditrisiken im Bankensystem

Während zu Beginn der Corona-Pandemie vor allem Liquiditäts- und Marktrisiken eintraten, rückten zu-

2 Stille Reserven liegen vor, wenn Wertpapiere in der Bilanz unterhalb ihres Marktpreises angesetzt sind. Ein niedriger Ansatz zum Marktpreis muss erfolgen, wenn der Marktpreis den Buchwert unterschreitet (Niederstwertprinzip). Darüber hinaus können in begrenztem Umfang Abschreibungen vorgenommen und Reserven aus Gründen der Risikovorsorge gebildet werden (§340f HGB). Im Gegensatz zu offenen Vorsorgereserven dürfen Erträge und Aufwendungen, die bei der Bildung und Auflösung dieser stillen Reserven entstehen, mit bestimmten sonstigen Aufwands- und Ertragskomponenten verrechnet und in der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) saldiert im Bewertungsergebnis ausgewiesen werden, vgl.: Deutsche Bundesbank (2012).

3 Gemäß IFRS 9 werden Marktwertänderungen aus Kursschwankungen bei Handelsportfolios, den meisten Eigenkapitaltiteln und Derivaten erfolgswirksam in der GuV erfasst. Bei einigen Schuldinstrumenten und Eigenkapitaltiteln wird abhängig vom Haltezweck des jeweiligen Portfolios dagegen über das Other Comprehensive Income (OCI) eine direkte Verrechnung mit dem Eigenkapital vorgenommen. Daneben ist unter IFRS 9 für weitere Portfolios von Schuldinstrumenten – unter bestimmten Voraussetzungen – eine Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten möglich.

letzt vermehrt Kreditrisiken in den Fokus. Kreditforderungen machen insgesamt rund 70% der aggregierten Bilanzsumme des deutschen Bankensektors aus. Davon bestehen 55% der Kredite gegenüber Unternehmen und privaten Haushalten (Schaubild 4.4); bei kleinen und mittelgroßen Banken beträgt dieser Anteil sogar 70%. Zum größten Anstieg von Zahlungsausfällen und Wertberichtigungen dürfte es in denjenigen Sektoren kommen, die vom Wirtschaftseinbruch am härtesten getroffen wurden. Die umfangreichen Stützungsmaßnahmen verhinderten eine drohende Liquiditätsklemme im Unter-

Künftig dürften mehr Unternehmenskredite ausfallen.

nehmenssektor im März und April 2020 und schützten damit auch das Bankensystem vor steigenden Kreditaus-

fällen. Gleichwohl dürften angesichts des wirtschaftlichen Einbruchs künftig mehr Unternehmen ihren Zins- und Tilgungszahlungen nicht nachkommen und damit vermehrt Kreditausfälle auftreten.

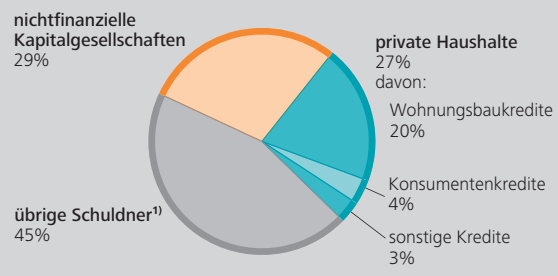
Wertberichtigungen im Kreditgeschäft könnten deutlich steigen

Gerät ein Kreditnehmer in Zahlungsverzug, so nehmen Banken üblicherweise eine Einzelwertberichtigung vor. Wertberichtigungen wirken sich über die Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) auf das Eigenkapital aus.⁴⁾ In der ersten Jahreshälfte 2020 erhöhten sich die Wertberichtigungen trotz des wirtschaftlichen Einbruchs nicht wesentlich. Sie dürften jedoch in den kommenden Quartalen vor allem bei Krediten an Unternehmen steigen, möglicherweise auch bei Krediten an private Haushalte infolge steigender Arbeitslosigkeit. Bei Unternehmen kommt es üblicherweise erst einige Zeit nach einem Konjunkturerinbruch vermehrt zu Zahlungsschwierigkeiten. Außerdem dürften die ergriffenen Stützungsmaßnahmen dazu beitragen, dass Zahlungsschwierigkeiten der Unternehmen erst in den kommenden Quartalen zutage treten.

Weltweite Kreditforderungen deutscher Banken nach Kreditnehmern*)

Schaubild 4.4

Stand: 2. Vj. 2020



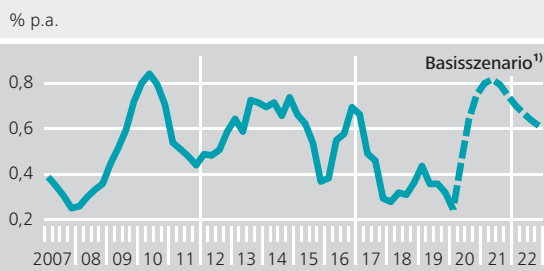
* Stichprobe von 293 Banken, die einen Anteil von rd. 87% der aggregierten Bilanzsumme des deutschen Bankensystems ausmachen.
¹ Kreditinstitute, sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften, Zentralbanken und Staatssektor.

Deutsche Bundesbank

Analog dem Verfahren, mit dem Insolvenzen geschätzt wurden (siehe Kasten „Gefahr steigender Insolvenzen durch die Corona-Pandemie“ auf S. 43 f.), wurde die künftige Entwicklung von Wertberichtigungen für Unternehmenskredite der Banken simuliert. Unter den Annahmen des Modells, die sich auf Erfahrungen der Vergangenheit stützen, dürften in den kommenden Quartalen die Wertberichtigungen stark zunehmen und im zweiten Quartal 2021 ihren höchsten Wert erreichen (Schaubild 4.5). Sie wären damit ungefähr so hoch wie während der globalen Finanzkrise. Im Modell sind jedoch die Auswirkungen der Stützungsmaßnahmen für den Unternehmenssektor nicht vollständig berücksichtigt (siehe Abschnitt „Solvenz zahlreicher Unternehmen verschlechtert sich“ auf S. 39 ff.). Dies liegt auch daran, dass kaum Erfahrungen dazu vorliegen, wie wirksam diese Maßnahmen sind. Insbesondere ist offen, inwieweit dadurch Wertkorrekturen lediglich verzögert werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Wertberichtigungen nicht nur vorgenommen werden, wenn ein Kredit ausfällt. Kredite werden vielfach bereits im Wert berichtigt, wenn ein Zahlungsverzug oder -ausfall wahrscheinlich erscheint. Unter IFRS müssen Wertberichtigungen sogar für Verluste

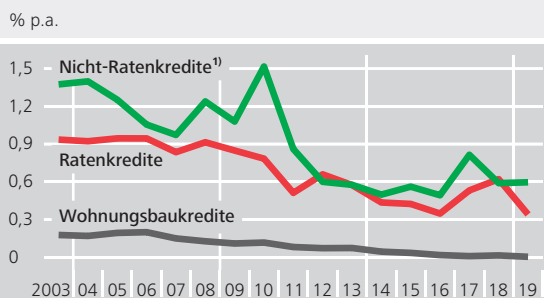
4 Für eine Übersicht vgl.: Deutsche Bundesbank (2018).

Wertberichtigungen^{*)} bei Krediten deutscher Banken an inländische nichtfinanzielle Unternehmen Schaubild 4.5



* Summe der neu gebildeten Wertberichtigungen (außer Pauschalwertberichtigungen) der letzten 12 Monate bezogen auf den Kreditbestand. ¹ Das Szenario beruht auf eigenen Prognosen zur realwirtschaftlichen Entwicklung vom Juni 2020; vgl.: Deutsche Bundesbank (2020), Monatsbericht, Juni 2020, S. 29 ff.
 Deutsche Bundesbank

Wertberichtigungen^{*)} bei Krediten deutscher Banken an private Haushalte Schaubild 4.6



* Summe der neu gebildeten Wertberichtigungen (außer Pauschalwertberichtigungen) der letzten vier Quartale bezogen auf den Kreditbestand. ¹ Z. B. in einer Summe zurückzahlbare Kredite, Inanspruchnahme von eingeräumten Kreditlinien oder nicht vereinbarte Überziehungen auf laufenden Konten.
 Deutsche Bundesbank

vorgenommen werden, die über einen bestimmten Zeithorizont durchschnittlich zu erwarten sind. Dies gilt selbst bei Krediten an Schuldner mit guter Bonität. Bei riskanteren Krediten fallen entsprechend höhere Wertberichtigungen an.

Ausfälle bei Krediten an private Haushalte unverändert

Fiskalpolitische Maßnahmen stützen nicht nur den Unternehmenssektor, sondern auch die privaten Haushalte. Größere Einkommenseinbußen wurden

bislang nicht zuletzt durch das Kurzarbeitergeld verhindert. Obwohl das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im zweiten Quartal 2020 um 9,7% gegenüber dem vorherigen Quartal einbrach, sank das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte im selben Zeitraum lediglich um 0,8%. Tendenziell stärker ging das Einkommen von weniger qualifizierten Arbeitnehmern mit niedrigerem Einkommen zurück. Dies dürfte auch daran gelegen haben, dass sie häufiger in Kurzarbeit gehen mussten oder ihren Arbeitsplatz verloren.⁵⁾ Dazu passen Ergebnisse einer Umfrage im Rahmen des Bundesbank-Online-Panels. Demnach erwarten private Haushalte mit niedrigerem Einkommen häufiger Schwierigkeiten, ihre Ausgaben decken zu können, als Haushalte mit höherem Einkommen. Zudem gehen private Haushalte mit niedrigerem Einkommen eher davon aus, innerhalb der nächsten 12 Monate ihren Arbeitsplatz zu verlieren.

Das Einkommen privater Haushalte sank bisher nur geringfügig.

Insgesamt war der Einkommensrückgang deutlich geringer als in der globalen Finanzkrise. Damals ging das verfügbare Einkommen privater Haushalte zwischenzeitlich um über 2% zurück.⁶⁾ Zuletzt waren die Wertberichtigungen auf Kredite, die an private Haushalte vergeben wurden, weitgehend stabil. Eine Rolle dürfte dabei auch gespielt haben, dass private Haushalte in Deutschland vergleichsweise moderat verschuldet sind und über finanzielle Reserven verfügen. Zudem machten sie teilweise von der Möglichkeit Gebrauch, Zahlungen zu stunden. Gemäß Ad-hoc-Umfragen wurde bis Juni 2020 bei Sparkassen, Genossenschaftsbanken und signifikanten Instituten jeweils weniger als 5% des Volumens der Kredite an private Haushalte gestundet.

⁵ Vgl.: Adams-Prassl, Boneva, Golin und Rauh (2020); Grabka und Göbler (2020); Organisation for Economic Co-operation and Development (2020).
⁶ Bezogen auf die Veränderung im Jahresvergleich für das dritte Quartal 2009.

Der Großteil der Kredite an private Haushalte sind Wohnimmobilienkredite. Bei diesen Krediten dienen

Sollte die Arbeitslosigkeit steigen, dürften mehr Immobilienkredite ausfallen.

in der Regel Immobilien als Sicherheit, die bei einem Kreditausfall von der Bank verwertet werden können (siehe Abschnitt

„Wohnimmobilienmarkt bislang stabil“ auf S. 49 f.). Zudem wurden Immobilienkredite eher an private Haushalte mit höherem Einkommen vergeben.⁷⁾ Diese waren von der realwirtschaftlichen Krise bisher weniger stark betroffen. Falls der Wirtschaftseinbruch zu steigender Arbeitslosigkeit führt, dürften jedoch Kreditausfälle über alle Einkommensklassen hinweg zunehmen.

Konsumentenkredite werden dagegen vielfach an Haushalte mit niedrigeren Einkommen vergeben und sind weniger gut besichert. Deshalb könnten sie derzeit eher ausfallen als Wohnimmobilienkredite. Dies gilt umso mehr, als das Recht auf Stundung von Raten- und Mietzahlungen Ende Juni ausgelaufen ist. Zudem sind bei Konsumentenkrediten, also Raten- und Nicht-Ratenkrediten, die Verlust- und Wertberichtigungsquoten höher als bei Wohnimmobilienkrediten (Schaubild 4.6). Der Anteil von Konsumentenkrediten an den gesamten Forderungen deutscher Banken ist jedoch mit 4% sehr gering (Schaubild 4.4 auf S. 59).

Steigende Kreditrisiken können Eigenkapitalquoten der Banken belasten

Der erwartete Anstieg der Wertberichtigungen, insbesondere für Unternehmenskredite, könnte die Eigenkapitalquoten der Banken mindern. Die Quoten könnten zudem dadurch unter Druck geraten, dass sich die risikogewichteten Aktiva aufgrund steigender Kreditrisiken erhöhen.

Dies betrifft vorwiegend die systemrelevanten Institute, die eigene Risikomodelle verwenden, um die Risikogewichte zu bestimmen (Internal Ratings Based Approach: IRBA). Die hiermit ermittelten Risikogewichte sollen das individuelle Kreditrisiko des Kreditnehmers besser widerspiegeln als die im alternativ anzuwendenden Standardansatz. Diese Risikogewichte sind wesentlich risikosensitiver als die im Standardansatz und steigen beispielsweise schneller, wenn die Wirtschaft einbricht.

Anhand von Szenarioanalysen kann geschätzt werden, wie sich steigende Wertberichtigungen und aufsichtliche Mindest-Eigenkapitalanforderungen auf die Eigenkapitalquoten der Banken auswirken könnten. Es werden im Folgenden drei unterschiedlich strenge Szenarien betrachtet (Tabelle 4.1).

Das Basisszenario beschreibt den erwarteten Pfad der künftigen Wertberichtigungsquoten im Kreditportfolio der Banken. Dieser basiert auf Modellen und der gesamtwirtschaftlichen Prognose der Bundesbank vom Juni 2020 (Schaubild 4.5). Die Berechnungen beruhen auf Zusammenhängen der Vergangenheit und sind mit großer Unsicherheit behaftet. So könnten die Wertberichtigungen erst später steigen, da unter anderem die Auswirkungen der Stützungsmaßnahmen für den Unternehmenssektor nicht vollständig in der Analyse berücksichtigt werden konnten. Zudem wird im Basis- und im strengen Stress-Szenario angenommen, dass es zu keinem zusätzlichen Stress wie eintretenden Marktrisiken oder ausfallenden Immobilienkrediten kommt.

Unter den getroffenen Annahmen erhöhen sich die Wertberichtigungen im Jahr 2020 im Vergleich zum Wert des Jahres 2019 deutlich (Tabelle 4.1). Dabei fällt etwa die Hälfte der Wertberichtigungen bei den großen, systemrelevanten Banken an. Gleichzeitig erhöhen sich die Kapitalanforderungen aufgrund steigender risikogewichteter Aktiva signifikant. Die

7 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019b).

Annahmen der Szenarioanalyse zur Solvenz deutscher Banken

Tabelle 4.1

Szenario	Betrachtete Risiken	Wertberichtigungsquote für Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen	RWA ¹ -Effekt bei Kreditrisiken der IRBA-Banken ²
Basisszenario	Kreditrisiko - Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen	Bis Ende 2020 wird ein Anstieg von ungefähr 140% im Vergleich zum Vorjahr angenommen (Schaubild 4.5).	Gemäß den unterstellten Wertberichtigungsquoten
Strenges Stress-Szenario	Kreditrisiko - Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen	Je Branche das Maximum der Wertberichtigungsquote seit 2003	Gemäß den unterstellten Wertberichtigungsquoten
Umfassendes Stress-Szenario	Kreditrisiko - Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen - Wohnimmobilienkredite Marktrisiko	Je Branche das Maximum der Wertberichtigungsquote seit 2003	Der Risikogehalt ³ erhöht sich gemäß extremen Werten in der Historie der Bank.

1 Risikogewichtete Aktiva (RWA). 2 Internal Ratings Based Approach (IRBA). Die Risikogewichte im Kreditrisiko-Standardansatz bleiben unverändert. 3 Verhältnis der RWA zum jeweiligen Brutto-Forderungsbestand.

Deutsche Bundesbank.

harte Kernkapitalquote des deutschen Bankensystems fällt in diesem Szenario um 0,8 Prozentpunkte (Schaubild 4.7). Da

Im Basisszenario kann das Bankensystem die Verluste gut verkraften.

die Banken teils über reichlich Überschusskapital verfügen, kann das Bankensystem den Rückgang gut verkraften. Dies dürfte auch dann der Fall sein, wenn die Wertberichtigungsquoten deutlich stärker als im Basisszenario steigen. Im strengen Stress-Szenario wird unterstellt, dass die Wertberichtigungsquoten bei Unternehmenskrediten auf das Maximum der jeweiligen Branche seit dem Jahr 2003 steigen. Die harte Kernkapitalquote würde dann um 2 Prozentpunkte sinken und wenige Banken gerieten in Schieflage.

In einem umfassenden Stress-Szenario wird zusätzlich unterstellt, dass Marktrisiken eintreten und die Immobilienpreise um 30% fallen. Das Bankensystem dürfte in diesem Szenario spürbar unter Druck geraten, da neben den Wertberichtigungsquoten bei Unternehmenskrediten auch in anderen

In einem sehr adversen Szenario würde die Funktionsfähigkeit des Bankensystems nur begrenzt beeinflusst, ...

Bereichen die Verluste zunehmen, etwa im Immobilienkreditgeschäft. Die risikogewichteten Aktiva steigen dann um rund 11%. Die aggregierte Eigenkapitalquote würde in diesem Szenario um 2,8 Prozentpunkte sinken. Es könnten in diesem sehr adversen Szenario zwar einige Banken in Schieflage geraten, insgesamt blieben die Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit des Bankensystems aber begrenzt.

Nutzung von Kapitalpuffern kann Kreditvergabe stabilisieren

Allerdings könnten in diesem sehr adversen Szenario die Banken die Kreditvergabe möglicherweise deutlich einschränken

und somit die wirtschaftliche Erholung verlangsamen oder einen Wirtschaftseinbruch verstärken. Dabei können die aufsichtlichen oder die von Marktteilnehmern geforderten Eigenkapitalquoten für die Banken eine bindende Restriktion darstellen. Im Ergebnis könnte ein Deleveraging dazu führen, dass kreditwürdige Unternehmen und private Haushalte

... die Banken könnten jedoch ihre Kreditvergabe einschränken.

nicht mehr angemessen mit Krediten versorgt werden.

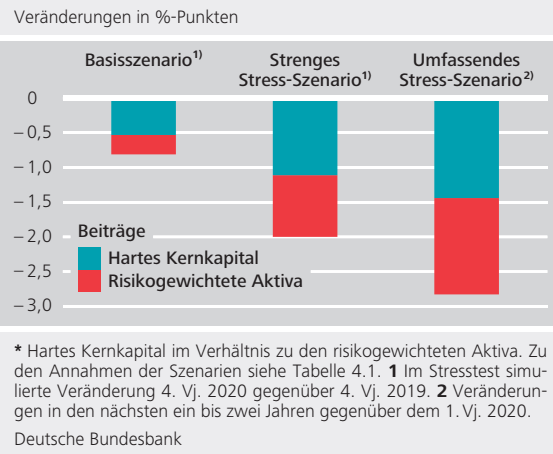
Wie stark die Kreditvergabe eingeschränkt werden würde, hängt maßgeblich davon ab, inwiefern im Bankensystem das Überschusskapital und die aufsichtlichen Kapitalpuffer genutzt werden.⁸⁾ Die Kapitalpuffer ergänzen die Mindest-Eigenkapitalanforderungen. Im Unterschied zu den Mindestanforderungen können Banken die relevanten Schwellenwerte für Kapitalpuffer in einer Stressphase wie der jetzigen vorübergehend unterschreiten. Dadurch könnten die Banken beispielsweise kurzfristig eine höhere Nachfrage ihrer Kunden nach neuen Krediten erfüllen, selbst wenn sie gleichzeitig Verluste auffangen müssten. Puffernutzung bedeutet, dass Banken bei Verlusten die Schwellenwerte für Kapitalpuffer bewusst unterschreiten und nicht versuchen, ihre Eigenkapitalquoten zu stabilisieren, indem sie ihre risikogewichteten Aktiva abbauen. Die Nutzung der Kapitalpuffer kann damit die Kreditvergabe stabilisieren.

Banken könnten jedoch die Puffer nur teilweise oder gar nicht zur Kreditvergabe nutzen, wenn sie zum Beispiel aufgrund hoher Unsicherheit die zu-

Aus Sorge vor negativen Marktreaktionen könnten Banken davon absehen, ihre Puffer zu nutzen.

künftigen Kreditrisiken nicht verlässlich einschätzen können. Die Banken könnten auch von einer Nutzung der Puffer absehen, wenn sie Stigmatisierungseffekte an den Finanzmärkten fürchten: Eine sinkende Eigenkapitalquote einer Bank könnte von Marktteilnehmern als Signal interpretiert werden, dass die Bank im Vergleich zu Wettbewerbern wirtschaftliche Schwierigkeiten hat. Für die einzelne Bank wäre es dann rational, Puffer nicht zu nutzen, obwohl es aus Sicht des gesamten Bankensystems sinnvoll wäre. Eine gute Kommunikation der Aufsichtsbehörden verbunden mit aufsichtlichen Erleichterungen kann dabei helfen, diese möglichen Effekte zu verringern

Harte Kernkapitalquote deutscher Banken in verschiedenen Szenarien*) Schaubild 4.7



(siehe Abschnitt „Aufsichtliche Maßnahmen und Spielraum für Kreditvergabe“ auf S. 66 ff.).

Anhand der zuvor dargestellten Szenarioanalyse kann abgeschätzt werden, wie sich die Nutzung der Kapitalpuffer auf die Kreditvergabekapazität im umfassenden Stress-Szenario auswirken könnte. In der Analyse für das deutsche Bankensystem haben die Banken zwei Möglichkeiten, auf Verluste zu reagieren. Sie könnten entweder ein Absinken ihrer harten Kernkapitalquote zumindest teilweise zulassen oder ihre risikogewichteten Aktiva abbauen, indem sie ihre Kreditvergabe an den Unternehmenssektor einschränken.

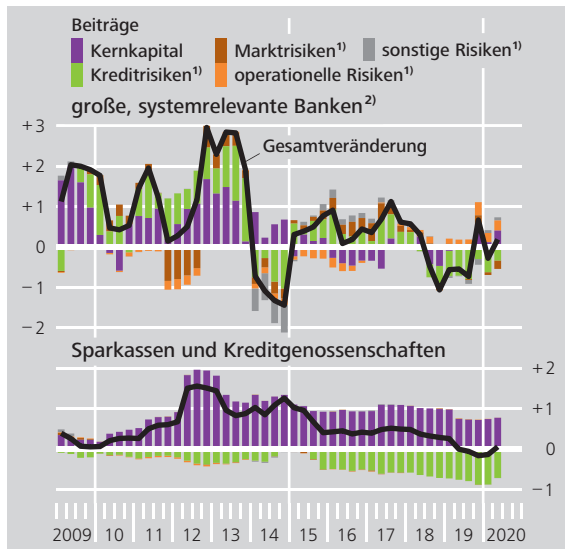
Die Analyse zeigt, wie bedeutsam die Nutzung der Kapitalpuffer im Bankensystem ist, um einen starken Rückgang der Kreditvergabe zu verhindern. Würden die Puffer nicht genutzt und würde unterstellt, dass sich das Kreditgeschäft nicht zwischen Banken verlagern kann, würde in einem hypothetischen Extremszenario die Kreditvergabe deutlich sinken. In der Realität dürften die Banken aber Verluste nicht

⁸ Für eine Übersicht der Eigenkapitalpuffer siehe: <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/bankenaufsicht/einzelaspekte/makroprudenzielle-massnahmen/makroprudenzielle-massnahmen-598540>.

Zerlegung der Veränderung der Kernkapitalquote¹⁾ ausgewählter Bankengruppen in Deutschland

Schaubild 4.8

Veränderung gegenüber Vorjahr in %-Punkten



* Kernkapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva (RWA).
 1) Veränderung der RWA. 2) Umfasst die 12 anderweitig systemrelevanten Institute (A-SRI).
 Deutsche Bundesbank

vollständig durch einen Abbau ihrer risikogewichteten Aktiva kompensieren, sondern ihr freiwilliges Überschusskapital reduzieren. Wenn die Banken darüber hinaus ihre Kapitalpuffer nutzen, würden die Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen um

Die Nutzung der Puffer ist bedeutsam, um einen starken Rückgang der Kreditvergabe zu verhindern.

knapp 5% sinken, gemessen am Kreditbestand. Hinzu kommt, dass einige Banken auch weiterhin über ausreichende Eigenkapitalreserven – inklusive der Kapitalpuffer – verfügen würden und in der Lage wären, ihre Kreditvergabe sogar auszuweiten. Unternehmen, die Kreditbeziehungen zu mehreren Banken unterhalten, könnten dann von den schwächer zu den besser kapitalisierten Banken wechseln. Wird dieser Substitutionseffekt einbezogen, würde sich das Kreditangebot an den nichtfinanziellen Unternehmenssektor nur um knapp 1% reduzie-

ren, wenn Puffer genutzt werden, und um knapp 8% wenn dies nicht der Fall wäre. Zu beachten ist ferner, dass fiskalpolitische Maßnahmen, die stabilisierend auf die Realwirtschaft wirken, hier nicht berücksichtigt sind.

Der Rückgang der Kreditvergabe im Bankensystem wäre also weniger wahrscheinlich und weniger stark, wenn Banken bestehende Kapitalpuffer für die Vergabe neuer Kredite nutzen. Nur wenn auf die Puffer in Stressphasen tatsächlich zurückgegriffen wird, um neue Kredite zu vergeben oder auslaufende Kredite zu verlängern, können die Puffer – wie von der mikro- und der makroprudenziellen Aufsicht beabsichtigt – ihre Funktion übernehmen und die Kreditvergabe stabilisieren (siehe Abschnitt „Aufsichtliche Maßnahmen und Spielraum für Kreditvergabe“ auf S. 66 ff.).

Trotz guter Kapitalausstattung bestehen Verwundbarkeiten fort

Die weitere wirtschaftliche Entwicklung ist derzeit sehr unsicher. Deshalb dürfte es den Banken schwerfallen, zukünftige Verluste abzuschätzen. Wie groß diese Verluste ausfallen, wird – wie oben beschrieben – entscheidend dafür sein, wie sich der Kreditmarkt entwickelt. In diesem Zusammenhang spielen auch die Verwundbarkeiten des Bankensystems eine Rolle, die sich während des langen Konjunkturaufschwungs vor Ausbruch der Corona-Pandemie aufgebaut haben. So verdichteten sich die Hinweise, dass Kreditrisiken unterschätzt wurden.⁹⁾ Diese Verwundbarkeiten könnten nun zunehmend zum Tragen kommen.

Bei hoher Unsicherheit dürfte es den Banken schwerfallen, künftige Verluste abzuschätzen.

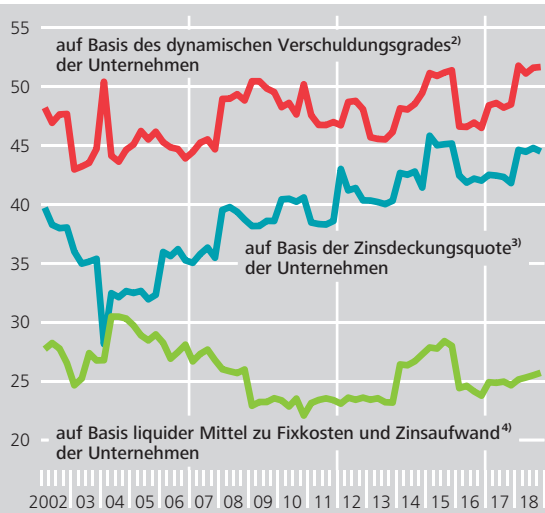
⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a).

Die potenzielle Unterschätzung von Kreditrisiken ist eine der Verwundbarkeiten, die dazu führte, dass der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) im Mai 2019 die Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers empfahl. Mehrere Indikatoren wiesen darauf hin, dass Kreditrisiken unterschätzt wurden: So reduzierte sich die Risikovorsorge der Banken kontinuierlich, vor allem aufgrund der stetig fallenden Insolvenzquoten im Unternehmenssektor.¹⁰ Gleichzeitig fielen die Risikogewichte, mit denen insbesondere große Banken ihre risikogewichteten Aktiva ermitteln. Dies hatte wesentlich dazu beigetragen, dass sich die risikogewichteten Eigenkapitalquoten der Banken erhöhten (Schaubild 4.8). Bereits vor dem Wirtschaftseinbruch, der von der Corona-Pandemie ausgelöst wurde, sanken die Quoten hingegen im Trend wieder. Bei den kleinen und mittelgroßen Banken dürfte dies darauf zurückzuführen sein, dass das Kreditwachstum verhältnismäßig stark war. Bei größeren Banken dürfte hauptsächlich eine Rolle gespielt haben, dass sie ihre Risikoeinschätzung angepasst haben und die Risikogewichte gestiegen sind. Zudem haben Banken ihr Kreditportfolio umgeschichtet und vermehrt Kredite an Unternehmen mit vergleichsweise niedriger Bonität vergeben. Der Wirtschaftseinbruch dürfte dazu führen, dass die Risikovorsorge und Risikogewichte steigen werden. Da diese bis zum Ausbruch der Corona-Pandemie relativ gering waren, könnte der Anstieg vergleichsweise stark und rasch sein.

Einige Zeit nach einer Rezession erhöht sich üblicherweise die Zahl der Unternehmensinsolvenzen. Davon betroffen sind insbesondere die schwächeren Unternehmen einer Branche. Deshalb könnten Allokationsrisiken mit Blick auf überdurchschnittlich verschuldete Unternehmen eintreten. Diese Risiken haben sich in den vergangenen Jahren in den Bilanzen der Banken in Deutschland aufgebaut.¹¹ Zwar ist die Verschuldung inländischer nichtfinanzieller Unternehmen relativ zum BIP mit 57,5% moderat, insbesondere im internationalen und europäischen Vergleich. Damit ist auch die Gefahr einer Überschuldung durch die zusätzliche Kreditaufnahme im Zuge der Corona-Pan-

Allokationsrisiken im inländischen Kreditportfolio deutscher Banken Schaubild 4.9

Anteil der Kreditforderungen an relativ riskante nichtfinanzielle Unternehmen¹⁾ in % der gesamten Kreditforderungen



1 Unternehmen mit Risikomaß im schlechtesten 30%-Perzentil. 2 Verhältnis von Fremdkapital zu EBITDA (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen). 3 Verhältnis von EBITDA zu Zinsaufwand. 4 Bilanzposition „Kasse und Bankguthaben“ im Verhältnis zur Summe aus „Personalaufwand“, „Übrige Aufwendungen“ und „Zinsaufwendungen“.

Deutsche Bundesbank

demie geringer. Allerdings wurden in den vergangenen Jahren vermehrt Kredite an relativ riskante Unternehmen vergeben (Schaubild 4.9). Dadurch verschob sich die Verteilung der Unternehmenskredite im Portfolio der Banken hin zu relativ riskanten Krediten. Über die Hälfte des Kreditportfolios der Banken umfasst inzwischen Kredite an Unternehmen, deren dynamischer Verschuldungsgrad über dem von 70% aller Unternehmen liegt. Der Anteil der Kredite, die an die relativ sicheren Unternehmen vergeben wurden, beträgt hingegen nur 15,6%.¹²

Allokationsrisiken könnten eintreten.

10 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2018).
 11 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a). Die Einschätzung zu Allokationsrisiken basieren auf Angaben bis Ende 2018, da keine aktuelleren Daten vorliegen.
 12 Werden alle Unternehmen, deren Verschuldungsgrad über dem Medianwert liegt, als relativ riskanter klassifiziert, erhöht sich der Anteil der Kredite an relativ riskantere Unternehmen auf 72%.

Als relativ sichere Unternehmen werden jene 30% der Unternehmen bezeichnet, die den kleinsten dynamischen Verschuldungsgrad in den Kreditportfolios der Banken aufweisen.¹³⁾ Da stärker verschuldete Unternehmen tendenziell ein höheres Risiko haben, ihre Kredite im Konjunkturabschwung nicht mehr bedienen zu können, könnten die Wertberichtigungen aufgrund dieser Asymmetrie im Kreditportfolio der Banken künftig höher ausfallen.

Allerdings sind die höher verschuldeten Unternehmen aktuell nicht besonders stark von Umsatzeinbußen betroffen (siehe Kapitel „Makroökonomisches Umfeld und bisherige Auswirkungen der Corona-Pandemie“ auf S. 15 ff.). Auch vergaben Banken nicht vermehrt Kredite an Unternehmen, die aufgrund ihrer geringen Liquiditätsausstattung gegenüber Umsatzeinbrüchen besonders verwundbar erscheinen.¹⁴⁾

Aufsichtliche Maßnahmen und Spielraum für Kreditvergabe

Bislang blieben die deutschen Banken von größeren Verlusten infolge der Pandemie weitgehend verschont, nicht zuletzt, weil geld- und fiskalpolitische Maßnahmen ergriffen wurden. Maßnahmen der Aufsicht tragen dazu bei, die Auswirkungen der Pandemie abzumildern und Spielräume für die Vergabe von Krediten an die Realwirtschaft zu erhöhen (Schaubild 4.10). Sie sind zeitlich befristet und gelten für die Dauer der Stressphase, die durch die Corona-Pandemie ausgelöst wurde.

Eine wichtige aufsichtliche Maßnahme zielt darauf ab, dass Banken ihre Kapitalpuffer nutzen, um die Kreditvergabe auch in Stressphasen aufrechtzuerhalten. Banken verfügen über aufsichtliche Kapitalpuffer, die sie normalerweise über ihre Mindest-Eigenkapitalanforderungen hinaus erfüllen müssen. Im Unterschied zu den Mindest-Eigenkapitalanforde-

rungen dürfen Banken die relevanten Schwellenwerte für aufsichtliche Kapitalpuffer aber im Falle einer Stressphase vorübergehend unterschreiten. Allerdings wird dann die Gewinnverwendung beschränkt, etwa die Ausschüttung von Dividenden oder Bonuszahlungen, bis die Kapitalpuffer wieder aufgebaut wurden. Hinzu kommen weitere aufsichtliche Maßnahmen, die sicherstellen sollen, dass Kapitalpuffer nach Ende einer Stressphase absehbar wieder aufgebaut werden. Dafür müssen Banken Kapitalerhaltungspläne erstellen.

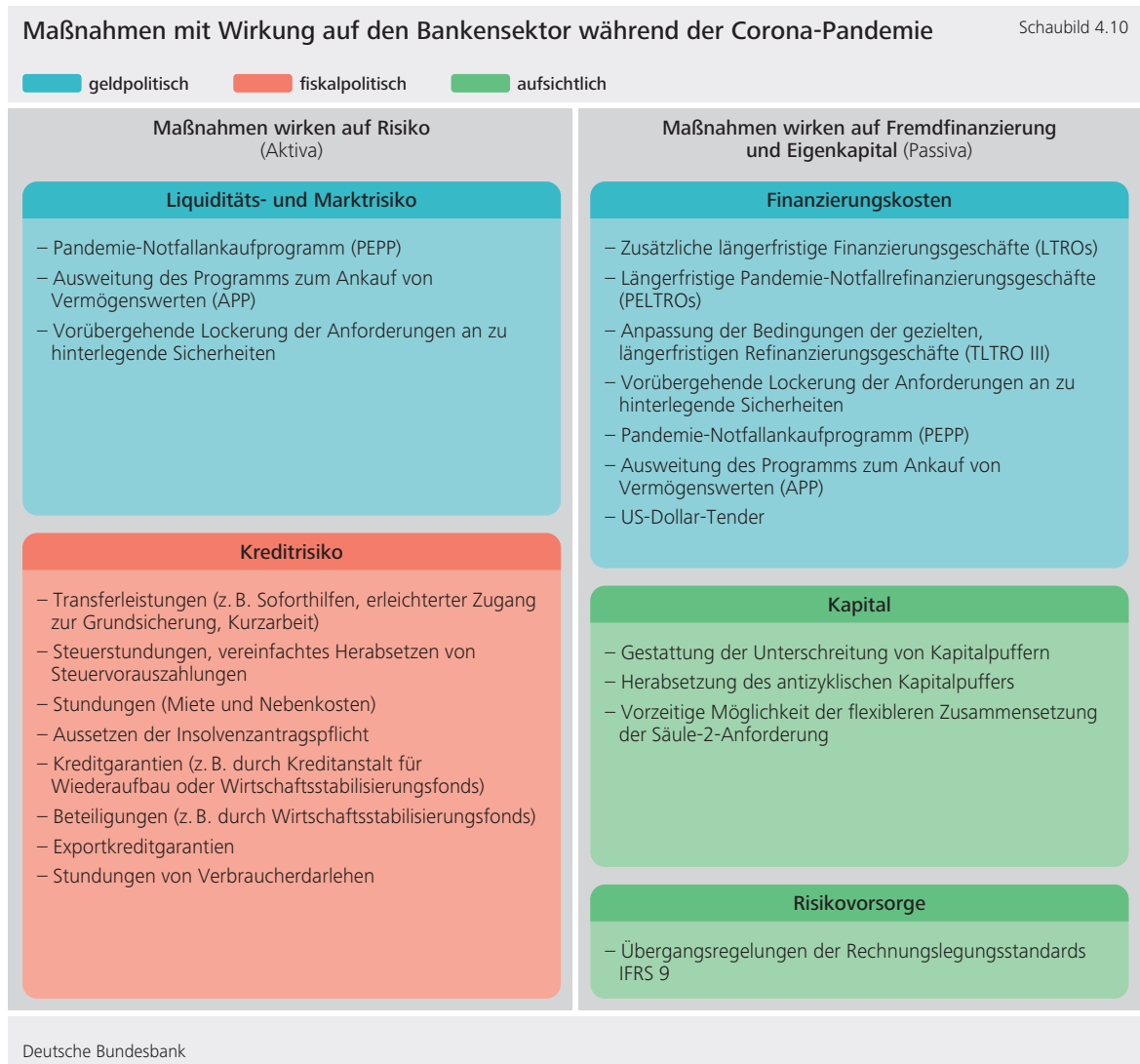
Die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) kündigten im März 2020 an, dass zwei aufsichtliche Puffer von den Banken vollständig genutzt werden können, ohne dass damit die Pflicht verbunden ist, diese wieder zügig aufzubauen. Diese Ankündigung bezieht sich auf den Kapitalerhaltungspuffer und die Säule-2-Empfehlung.¹⁵⁾ Der Kapitalerhaltungspuffer soll die allgemeine Verlustabsorptionsfähigkeit der Banken verbessern. Seine Höhe beträgt 2,5% der risikogewichteten Aktiva einer Bank. Die Säule-2-Empfehlungen werden im Rahmen des aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozesses (Supervisory Review and Evaluation Process: SREP) bankindividuell ermittelt. Sie sollen Risiken abdecken, die in den Mindest-Eigenkapitalanforderungen unterschätzt oder nicht erfasst werden.

Die Aufsicht hat kommuniziert, dass Puffer genutzt werden sollen.

¹³ Die Bestände von Krediten an Unternehmen, deren Zinsdeckungsquote unter jenem von 70% aller Unternehmen im Kreditportfolio der Banken liegt, machen einen Anteil von 44,5% aus. Der Anteil der Kredite, die an die relativ sicheren Unternehmen vergeben wurden, beträgt hingegen nur 9,4%. Als relativ sichere Unternehmen werden in diesem Zusammenhang jene 30% der Unternehmen bezeichnet, die die höchste Zinsdeckungsquote in den Kreditportfolios der Banken aufweisen.

¹⁴ Kredite an Unternehmen, deren Liquiditätsausstattung schwächer ist als bei 70% der Unternehmen im Kreditportfolio der Banken, machen rd. 26% der Kredite an Unternehmen aus.

¹⁵ Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2020); European Central Bank (2020d).



Zu den aufsichtlichen Puffern zählt zudem der antizyklische Kapitalpuffer (Countercyclical Capital Buffer: CCyB). Dieser zielt darauf ab, die Widerstandsfähigkeit während einer wirtschaftlichen Aufschwungphase zu stärken und so die Kreditvergabe in einer Stressphase zu stützen. Neben seiner positiven Wirkung auf die Verlustabsorptionsfähigkeit der Banken kann er dämpfend auf ein übermäßiges Kreditwachstum und damit präventiv wirken. Im Gegensatz zu anderen aufsichtlichen Puffern kann der antizyklische Kapitalpuffer in einer Stressphase von der zuständigen Behörde abgesenkt werden, um die Kreditvergabe zu stabilisieren. So wurde in Deutsch-

land ab März 2020 und in vielen anderen Ländern der antizyklische Kapitalpuffer auf 0% herabgesetzt (siehe Kasten „Der antizyklische Kapitalpuffer in Deutschland: erste Erhöhung und Herabsetzung“ auf S. 69).

Insgesamt geben die aufsichtlichen Maßnahmen den Banken einen erheblichen Spielraum, um die Kreditvergabe auch dann aufrechtzuerhalten, wenn es zu hohen Verlusten durch Kreditausfälle und Wert-

Banken mussten bislang nicht auf ihre Puffer zurückgreifen.

berichtigungen kommen sollte. Bislang mussten die Banken aber nicht auf ihre aufsichtlichen Puffer zurückgreifen, da die Kreditausfälle nicht stark zugenommen haben, und die Banken teils über hohes freiwilliges Überschusskapital verfügen.

Die aufsichtlichen Erleichterungen könnten aber dadurch in ihrer Wirkung gemindert werden, dass Banken Gewinne ausschütten. Aus Sicht der einzelnen Bank kann eine solche Ausschüttungsstrategie rational sein, um Marktteilnehmern positive Signale zu senden; für das Bankensystem insgesamt kann ein solches Verhalten schädlich sein. Deshalb hat die EZB den Banken empfohlen, Gewinne nicht auszuschütten und keine Aktien zurückzukaufen.¹⁶⁾ Diese Empfehlung ist zwar rechtlich nicht bindend, dürfte als Kommunikation der Bankenaufsicht dennoch eine Wirkung entfalten.

Die aufsichtlichen Erleichterungen wurden nur vorübergehend gewährt. Mittelfristig müssen Banken genutzte Kapitalpuffer wieder aufbauen. Hierdurch soll die langfristige Stabilität und Widerstandskraft der Banken gesichert werden.

Bereits vor der Corona-Pandemie haben sich Verwundbarkeiten im deutschen Finanzsystem auf-

Nehmen die Insolvenzen zu, könnten Kreditrisiken steigen.

gebaut, die nun zum Tragen kommen könnten. Eine Verwundbarkeit ergibt sich aus der systematischen Unterschätzung von Risiken, weil viele Marktteilnehmer gleichermaßen „in den Rückspiegel“ schauen: Positive Entwicklungen der Vergangenheit könnten dann zu optimistisch fortgeschrieben und negative Entwicklungen in der Risikobewertung nicht mehr ausreichend berücksichtigt werden. Im Ergebnis würden künftige Kreditrisiken potenziell unterschätzt, die Werthaltigkeit von Kreditsicherheiten überschätzt.¹⁷⁾ Die Kreditrisiken könnten ansteigen, wenn die Zahl der Unternehmensinsolvenzen steigt. Ein solcher Anstieg der

Risiken sollte sich in den Bilanzen der Banken angemessen und transparent widerspiegeln.

Allerdings besteht die Gefahr, dass die Institute in der aktuellen Situation einzelne Bilanzierungsregeln undifferenziert anwenden und dadurch die Wertberichtigungen sprunghaft ansteigen. Daher teilte die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) den Banken ihre Einschätzung mit, dass die Bilanzierungsvorgaben in IFRS 9 nicht dazu führen sollten, dass Forderungen undifferenziert und automatisch herabgestuft werden. Dies wäre jeweils mit höheren Wertberichtigungen verbunden.¹⁸⁾ Darüber hinaus hat die Aufsicht den Banken empfohlen, langfristig stabile und auf Erfahrungen der Vergangenheit basierende makroökonomische Prognosen stärker zu gewichten, wenn sie Wertberichtigungen vornehmen und eine mögliche Herabstufung von Kreditforderungen beurteilen.

Banken sollten sich auf erhöhte Risiken angemessen vorbereiten

Grundsätzlich können aufsichtliche Maßnahmen nur dabei unterstützen, die Auswirkungen realwirtschaftlicher Anpassungen und Risiken abzufedern. Diese Maßnahmen können strukturellen Anpassungsbedarf in der Realwirtschaft nicht aufhalten, der sich in den Bilanzen der Banken spiegelt. Für die Funktionsfähigkeit des Bankensystems ist es daher entscheidend, dass Banken gute von schlechten Risiken trennen können und nur Unternehmen mit einem tragfähigen Geschäftsmodell zusätzliche Finanzierungsmittel bereitstellen. Dies betrifft auch die

¹⁶ Vgl.: European Central Bank (2020a, 2020b).

¹⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a).

¹⁸ Der seit 2018 gültige Rechnungslegungsstandard IFRS 9 für Wertberichtigungen legt drei Stufen für die bilanzielle Einstufung von Forderungen fest: Performing (Stufe 1: alle Instrumente beim Zugang), Underperforming (Stufe 2: Instrumente mit signifikanter Erhöhung des Ausfallrisikos) und Non-Performing (Stufe 3: Ausfallereignis). Für Instrumente in Stufe 1 (Stufe 2 und 3) beruhen die neuen Wertberichtigungen auf den erwarteten Verlusten für die nächsten 12 Monate (die Restlaufzeit).

Der antizyklische Kapitalpuffer in Deutschland: erste Erhöhung und Herabsetzung

Der inländische antizyklische Kapitalpuffer (Countercyclical Capital Buffer: CCyB) wurde im Jahr 2016 in Deutschland eingeführt. Er wurde von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als verantwortliche Behörde erstmals zum 1. Juli 2019 aktiviert und auf 0,25% erhöht.¹⁾ Den Banken wurden 12 Monate gewährt, um den Puffer aufzubauen.²⁾

Mit der Erhöhung setzte die BaFin eine Empfehlung des Ausschusses für Finanzstabilität (AFS) vom Mai 2019 um. Der Empfehlung ging voraus, dass der AFS feststellte, dass sich im deutschen Finanzsystem in der langen Phase günstiger Konjunktur und niedriger Zinsen zyklische Systemrisiken aufgebaut hatten. Die zugrunde liegenden Verwundbarkeiten umfassten erstens die potenzielle Unterschätzung von Kreditrisiken, zweitens die Überschätzung der Werthaltigkeit der Sicherheiten bei der Immobilienfinanzierung infolge der über mehrere Jahre gestiegenen Immobilienpreise und drittens Zinsrisiken.³⁾ Aus Sicht des AFS sollte der CCyB aktiviert werden, um die Widerstandsfähigkeit gegenüber diesen Risiken zu stärken.⁴⁾

Die AFS-Empfehlung basiert auf den Analysen der Bundesbank. Diese bilden die Grundlage der Diskussionen der Risikolage im AFS.⁵⁾ Die Analysen der Bundesbank legten nahe, dass das Bankensystem im seinerzeit guten makroökonomischen Umfeld mehr Eigenkapital aufbauen sollte, um so widerstandsfähiger gegenüber einem unerwarteten Konjunkturreinbruch zu sein. Auf Basis der Empfehlung entschied die BaFin, die CCyB-Quote in Deutschland zu erhöhen.

Der Aufbau des CCyB sollte von den Banken bis zum 1. Juli 2020 abgeschlossen sein. Angesichts der Corona-Pandemie erklärte die BaFin am 18. März 2020 ihre Absicht, die deutsche CCyB-Quote zum 1. April 2020 auf 0% zu senken.⁶⁾ Der AFS begrüßte diese Entscheidung.⁷⁾ Durch den Abbruch des Pufferaufbaus wurden Spielräume geschaffen, um die Kreditvergabe aufrechtzuerhalten. Dies unterstützte den Bankensektor dabei, die Realwirtschaft weiter mit Krediten versorgen zu können.⁸⁾

Auch in vielen anderen Ländern wurde der CCyB freigegeben oder der weitere Aufbau gestoppt. Die angekündigten Pufferquoten oder bereits aufgebauten Puffer lagen zwischen 0,25% (z. B. in Deutschland) und 2,5% (z. B. in Schweden).

1 Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2019).

2 Da der Aufbau des antizyklischen Kapitalpuffers (CCyB) von 0,25% zum 1. April 2020 abgebrochen wurde, musste der Puffer von den Banken letztlich nicht erfüllt werden.

3 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2018).

4 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a).

5 Für eine ausführliche Diskussion der Risiken vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2019).

6 Die drei Indikatoren (Finanzstressindikator, EURIBOR-OIS-Spread, durchschnittliche CDS-Prämie für deutsche Banken), die gemäß dem methodischen Rahmenwerk für den deutschen CCyB zur Freigabe des Puffers herangezogen werden, signalisierten im Zeitraum der CCyB-Herabsetzung einen deutlichen Anstieg des Finanzmarktstresses. Die Indikatoren standen damit im Einklang mit einer sofortigen Freigabe des Puffers. Für weitere Informationen zur Berechnung des CCyB in Deutschland vgl.: Tente, Stein, Silbermann und Deckers (2015).

7 Siehe: <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/themen/statement-des-afs-zum-antizyklischen-kapitalpuffer-828784>.

8 Wäre der CCyB vollständig bis zur Höhe von 0,25% aufgebaut worden, hätte die Freigabe des CCyB im Stressfall die Kreditvergabekapazität des deutschen Bankensystems um etwa 50 Mrd € erhöhen können. Das entspricht etwa 1,7% der Kredite, die von Banken und Geldmarktfonds an den privaten, nichtfinanziellen Sektor vergeben wurden.

Restrukturierung von Schulden der Unternehmen, die im Zuge steigender Insolvenzzahlen erforderlich

Banken sollten nur Unternehmen mit tragfähigem Geschäftsmodell finanzieren.

wird. Angesichts der hohen Unsicherheit kann es den Banken schwerfallen, die langfristige Bonität der Unternehmen einzuschätzen. Bei überschuldeten Unternehmen könnte die Insolvenz unnötig verzögert werden, wenn Banken mit neuen Krediten an diese Unternehmen versuchen, Verluste zu vermeiden.

Es ist wichtig, dass alle relevanten Politikbereiche und die Aufsicht gemeinsam die dynamische Situation weiter beobachten und sich gemeinsam auf eine mögliche Verschärfung vorbereiten. Ein hoher Bestand an notleidenden Forderungen (Non-Performing Loan: NPL) kann

Alle relevanten Akteure sollten auf eine Verschärfung der Situation vorbereitet sein.

die Refinanzierung der Banken und deren Kreditvergabe gefährden. Die Institute könnten dazu beitragen, diese Gefahr zu mindern, wenn aufkommende Risiken frühzeitig identifiziert und Strategien entwickelt werden, um kurzfristig

zahlungsunfähige Unternehmen mit einem nachhaltigen Geschäftsmodell angemessen zu unterstützen. Das kann erfordern, Kredite an Unternehmen mit einem nicht nachhaltigen Geschäftsmodell vom Rest des Kreditportfolios zu trennen und zurückzuführen. Entsprechende Anpassungen der IT-Systeme und der Aufbau personeller Ressourcen und Expertise sollten rechtzeitig angegangen werden.¹⁹⁾

Durch die globale Finanzkrise und die nachfolgende Schuldenkrise im Euroraum liegen bereits zahlreiche Erfahrungen vor, wie mit hohen Beständen an notleidenden Krediten umgegangen werden kann, und wie diese mittelfristig abgebaut werden können. Auf diese Erfahrungen kann zurückgegriffen werden: Die Optionen reichen von Formen institutsinterner Kreditabwicklung über die Verbriefung oder den Verkauf von Forderungen bis hin zur institutsübergreifenden Koordinierung zur Abwicklung problembehafteter Kredite.²⁰⁾ Der angemessene und effiziente Umgang mit drohenden Insolvenzen ist eine wesentliche Voraussetzung für die schnelle wirtschaftliche Erholung und damit letztlich auch dafür, dass das Finanzsystem seine Funktionen zukünftig erfüllen kann.

¹⁹ Vgl. u. a.: European Central Bank (2017).

²⁰ Vgl. u. a.: European Systemic Risk Board (2017).

Quellenverzeichnis

- Acharya, V. und S. Steffen (2020), The Risk of Being a Fallen Angel and the Corporate Dash for Cash in the Midst of Covid, COVID Economics: A Real-Time Journal, in Kürze erscheinend.
- Adams-Prassl, A., T. Boneva, M. Golin und C. Rauh (2020), Inequality in the Impact of the Coronavirus Shock: Evidence from Real Time Surveys, IZA Discussion Paper No 13183.
- Alfaro, L., A. Chari, A. N. Greenland und P. K. Schott (2020), Aggregate and Firm-Level Stock Returns during Pandemics, in Real Time, NBER Working Paper No 26950.
- Altavilla, C., F. Barbiero, M. Boucinha und L. Burlon (2020), The Great Lockdown: Pandemic Response Policies and Bank Lending Conditions, ECB Working Paper No 2465.
- Amihud, Y. (2002), Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects, Journal of Financial Markets, Vol 5, No 1, S. 31–56.
- Ausschuss für Finanzstabilität (2019), Empfehlung zur Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers, AFS/2019/1, Mai 2019.
- Avdjiev, S., E. Eren und P. McGuire (2020), Dollar Funding Costs during the Covid-19 Crisis Through the Lens of the FX Swap Market, BIS Bulletin No 1.
- Baker, S. R., N. Bloom, S. J. Davis, K. J. Kost, M. C. Sammon und T. Viratyosin (2020), The Unprecedented Stock Market Impact of COVID-19, NBER Working Paper No 26945.
- Bañbura, M., D. Giannone und L. Reichlin (2010), Large Bayesian Vector Auto Regressions, Journal of Applied Econometrics, Vol 25 No 1, S. 71–92.
- Bank of England (2020), Interim Financial Stability Report, Mai 2020.
- Beutel, J., N. Metiu und V. Stockerl (2020), Covid-19: A Wake-Up Call for Consumer Expectations?, Mimeo.
- Bloom, N. (2009), The Impact of Uncertainty Shocks, Econometrica, Vol 77, No 3, S. 623–685.
- Brunnermeier, M. K. und L. H. Pedersen (2009), Market Liquidity and Funding Liquidity, The Review of Financial Studies, Vol 22, No 6, S. 2201–2238.
- Brunnermeier, M. K. und Y. Sannikov (2014), Monetary Analysis: Price and Financial Stability, In: Monetary Policy in a Changing Financial Landscape, ECB Forum Conference Proceedings, S. 61–80.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2019), Allgemeinverfügung zur Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers nach § 10d KWG, Juni 2019.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2020), Corona-Virus ist ein erhebliches Risiko für den Finanzsektor, BaFin Journal, März 2020.
- Chan-Lau, J. (2006), Market-Based Estimation of Default Probabilities and Its Application to Financial Market Surveillance, IMF Working Paper No 06/104.
- Deutsche Bundesbank (2009), Monatsbericht, Dezember 2009.

Deutsche Bundesbank (2012), Monatsbericht, September 2012.

Deutsche Bundesbank (2015), Monatsbericht, März 2015.

Deutsche Bundesbank (2017), Finanzstabilitätsbericht.

Deutsche Bundesbank (2018), Finanzstabilitätsbericht.

Deutsche Bundesbank (2019a), Finanzstabilitätsbericht.

Deutsche Bundesbank (2019b), Monatsbericht, April 2019.

Deutsche Bundesbank (2020a), Monatsbericht, Januar 2020.

Deutsche Bundesbank (2020b), Monatsbericht, April 2020.

Deutsche Bundesbank (2020c), Monatsbericht, Mai 2020.

Deutsche Bundesbank (2020d), Monatsbericht, Juni 2020.

Deutsche Bundesbank (2020e), Monatsbericht, August 2020.

Eraslan, S. und T. Götz (2020), Wöchentlicher Aktivitätsindex für die deutsche Wirtschaft, Deutsche Bundesbank, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/wai>.

Eren, E., A. Schrimpf und V. Sushko (2020), US Dollar Funding Markets during the Covid-19 Crisis: The Money Market Fund Turmoil, BIS Bulletin No 14.

Eser, F., W. Lemke, K. Nyholm, S. Radde und A. L. Vladu (2019), Tracing the Impact of the ECB's Asset Purchase Programme on the Yield Curve, ECB Working Paper No 2293.

European Central Bank (2017), Guidance to Banks on Non-Performing Loans, März 2017.

European Central Bank (2020a), Empfehlung der Europäischen Zentralbank zu Dividendenausschüttungen während der COVID-19-Pandemie und zur Aufhebung der Empfehlung EZB/2020/1, EZB/2020/19, März 2020.

European Central Bank (2020b), Empfehlung der Europäischen Zentralbank zu Dividendenausschüttungen während der COVID-19-Pandemie und zur Aufhebung der Empfehlung EZB/2020/19, EZB/2020/35, Juli 2020

European Central Bank (2020c), Financial Stability Review, Mai 2020.

European Central Bank (2020d), ECB Banking Supervision Provides Temporary Capital and Operational Relief in Reaction to Coronavirus, Pressemitteilung vom 12. März 2020, Frankfurt.

European Systemic Risk Board (2017), Resolving Non-Performing Loans in Europe, Juli 2017.

European Systemic Risk Board (2020), Recommendation on Monitoring the Financial Stability Implications of Debt Moratoria, and Public Guarantee Schemes and Other Measures of a Fiscal Nature Taken to Protect the Real Economy in Response to the COVID-19 Pandemic, ESRB/2020/8, Mai 2020.

Fernández-Villaverde, J., P. Guerrón-Quintana, K. Kuester und J. Rubio-Ramírez (2015), Fiscal Volatility Shocks and Economic Activity, American Economic Review, Vol 105, No 11, S. 3352–3384.

- Financial Stability Board (2019), Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms: Fifth Annual Report.
- Financial Stability Board (2020), Evaluation of the Effects of Too-Big-to-Fail Reforms: Consultation Report, Juni 2020.
- Gehrke, B. und E. Weber (2020), Kurzarbeit, Entlassungen, Neueinstellungen: Wie sich die Corona-Krise von der Finanzkrise 2009 unterscheidet, IAB-Forum, Mai 2020.
- Grabka, M. und K. Göbler (2020), Der Niedriglohnsektor in Deutschland: Falle oder Sprungbrett für Beschäftigte?, Bericht der Bertelsmann Stiftung, Juli 2020.
- Haddad, V., A. Moreira und T. Muir (2020), When Selling Becomes Viral: Disruptions in Debt Markets in the COVID-19 Crisis and the Fed's Response, Mimeo.
- ifo Institut (2020), ifo Konjunkturprognose 2020: Deutsche Wirtschaft – Es geht wieder aufwärts, ifo Schnelldienst Sonderausgabe, Juli 2020.
- International Monetary Fund (2019), Global Financial Stability Report: Lower for Longer, Oktober 2019.
- International Monetary Fund (2020a), Global Financial Stability Report Update: Financial Conditions Have Eased, but Insolvencies Loom Large, Juni 2020.
- International Monetary Fund (2020b), World Economic Outlook Update, Juni 2020.
- Jurado, K., S. C. Ludvigson und S. Ng (2015), Measuring Uncertainty, American Economic Review, Vol 105, No 3, S. 1177–1216.
- Kajuth, F. (2020), The German Housing Market Cycle: Answers to FAQs, Bundesbank Discussion Paper No 20/2020.
- Knight, F. (1921), Risk, Uncertainty, and Profit, Houghton Mifflin Co.
- Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (2020), IWH-Insolvenztrend: Zahl der Insolvenzen auf Tiefststand, Insolvenztrend künftig mit Vorschau, Pressemitteilung vom 7. September 2020, Halle (Saale).
- Nier, E. und T. T. Olafsson (2020), Main Operational Aspects for Macroprudential Policy Relaxation, IMF Special Series on COVID-19.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2020), Urgent Action Needed to Stop Jobs Crisis Becoming a Social Crisis, Juli 2020.
- Sauer, S. und K. Wohlrabe (2020), Kreditverhandlungen und Liquidität von Unternehmen während der Corona-Pandemie, ifo Schnelldienst Digital No 10.
- Schrimpf, A., H.-S. Shin und V. Sushko (2020), Leverage and Margin Spirals in Fixed Income Markets during the Covid-19 Crisis, BIS Bulletin No 2.
- Statistisches Bundesamt (2020), 1. Halbjahr 2020: Ausgesetzte Antragspflicht führt zu weniger gemeldeten Unternehmensinsolvenzen als im Vorjahreszeitraum, Pressemitteilung vom 10. September 2020, Wiesbaden.
- Tente, N., I. Stein, L. Silbermann und T. Deckers (2015), Der antizyklische Kapitalpuffer in Deutschland: Analytischer Rahmen zur Bestimmung einer angemessenen inländischen Pufferquote, November 2015.

| Glossar

AFS	Ausschuss für Finanzstabilität
APP	Asset Purchase Programme / Programm zum Ankauf von Vermögenswerten
A-SRI	Anderweitig systemrelevante Institute
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BLS	Bank Lending Survey / Umfrage des Eurosystems zum Kreditgeschäft der Banken
CCP	Central Counterparty / Zentrale Gegenpartei
CCyB	Countercyclical Capital Buffer / Antizyklischer Kapitalpuffer
CDS	Credit Default Swap / Kreditausfallswap
EBA	European Banking Authority / Europäische Bankenaufsichtsbehörde
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization / Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
ESFS	European System of Financial Supervision / Europäisches Finanzaufsichtssystem
ESRB	European Systemic Risk Board / Europäischer Ausschuss für Systemrisiken
ETF	Exchange Traded Fund / Börsengehandelter Investmentfond
EUREP	New Eurosystem Repo Facility to Provide Euro Liquidity to Non-Euro Area Central Banks / Neue Repo-Fazilität zur Bereitstellung von Euro-Liquidität für nicht zum Euro-Währungsgebiet gehörende Zentralbanken
EZB	Europäische Zentralbank
FRTB	Fundamental Review of the Trading Book / Grundlegende Überarbeitung der Regelungen für das Handelsbuch
FSB	Financial Stability Board / Finanzstabilitätsrat
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IFRS	International Financial Reporting Standards / Internationale Rechnungslegungsstandards
IRBA	Internal Ratings Based Approach / Ansatz eigener Risikomodelle
IWF	Internationaler Währungsfonds
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KMU	Kleine und mittelständische Unternehmen
NPL	Non-Performing Loan / Notleidende Forderung
OCI	Other Comprehensive Income / Sonstiges Gesamtergebnis
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development / Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
PELTRO	Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operation / Längerfristiges Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäft

PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme / Pandemie-Notfallankaufprogramm
RWA	Risk Weighted Assets / Risikogewichtete Aktiva
SRB	Single Resolution Board / Einheitlicher Abwicklungsmechanismus
SREP	Supervisory Review and Evaluation Process / Aufsichtlicher Überprüfungs- und Bewertungsprozesses
SSM	Single Supervisory Mechanism / Einheitlicher Aufsichtsmechanismus
SVR	Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operations / Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte
VAR-Modell	Vektorautoregressives Modell
vdp	Verband Deutscher Pfandbriefbanken
WAI	Wöchentlicher Aktivitätsindex
WHO	World Health Organization / Weltgesundheitsorganisation

Veröffentlichungen der Bundesbank zum Thema Finanzstabilität

Diese Übersicht informiert über ausgewählte Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank zum Thema Finanzstabilität aus neuerer Zeit. Die Finanzstabilitäts- und Monatsberichte stehen in deutscher und in englischer Sprache zur Verfügung; die Diskussionspapiere werden in der Regel nur in englischer Sprache veröffentlicht. Die Veröffentlichungen sind im Internet in elektronischer Form verfügbar (unter Publikationen); Druckexemplare können an gleicher Stelle kostenlos über das Bestellportal der Bundesbank bestellt oder abonniert werden.

Im Internet wird eine Auswahl der zugrunde liegenden Daten bereitgestellt, zum Stand des Redaktionsschlusses (unter Aufgaben > Finanz- und Währungssystem > Finanzstabilitätsbericht). Zudem stehen für verschiedene Statistiken der Deutschen Bundesbank umfangreiche Daten zur Verfügung, die fortlaufend aktualisiert werden (unter Statistiken, insbesondere in den Zeitreihen-Datenbanken).

■ Finanzstabilitätsberichte

Finanzstabilitätsberichte 2005 bis 2019; Veröffentlichung in der Regel einmal jährlich im November.

■ Aufsätze aus Monatsberichten

September 2020	Globale finanzielle Verflechtung und Übertragungseffekte zwischen den G20-Ländern
September 2020	Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2019
August 2020	Geldpolitik und Bankgeschäft
Mai 2020	Geldpolitik und Bankgeschäft
April 2020	Sektorale Portfolioanpassungen im Euroraum in der Niedrigzinsphase
März 2020	Neue Referenzzinssätze bringen neue Herausforderungen: Einführung des €STR im Euroraum
Februar 2020	Geldpolitik und Bankgeschäft
Januar 2020	Der Aufschwung der Unternehmenskredite in Deutschland in den Jahren 2014 bis 2019
Dezember 2019	Zur Bedeutung von Erwartungsbefragungen für die Deutsche Bundesbank
November 2019	Geldpolitik und Bankgeschäft

■ Diskussionspapiere

48/2020	Connected Funds	Daniel Fricke, Hannes Wilke
46/2020	Beta Dispersion and Market Timing	Laura-Chloé Kuntz
45/2020	Backtesting Macroprudential Stress Tests	Amanah Ramadiah, Daniel Fricke, Fabio Caccioli
43/2020	Interactions Between Bank Levies and Corporate Taxes: How Is Bank Leverage Affected?	Franziska Bremus, Kirsten Schmidt, Lena Tonzer
40/2020	Does Greater Transparency Discipline the Loan Loss Provisioning of Privately Held Banks?	Jannis Bischof, Daniel Foos, Jan Riepe
38/2020	Procyclical Asset Management and Bond Risk Premia	Alexandru Barbu, Christoph Fricke, Emanuel Moench
37/2020	Negative Monetary Policy Rates and Systemic Banks' Risk-Taking: Evidence from the Euro Area Securities Register	Johannes Bubeck, Angela Maddaloni, José-Luis Peydró
36/2020	Central Bank Funding and Credit Risk-Taking	Peter Bednarek, Valeriya Dinger, Daniel Marcel te Kaat, Natalja von Westernhagen
35/2020	Fiscal Sustainability During the COVID-19 Pandemic	Patrick Hürtgen
33/2020	Identifying Indicators of Systemic Risk	Benny Hartwig, Christoph Meinerding, Yves Schüler
31/2020	The Fiscal Footprint of Macroprudential Policy	Ricardo Reis
28/2020	On the Credit-to-GDP Gap and Spurious Medium-Term Cycles	Yves S. Schüler
27/2020	Loan Supply and Bank Capital: A Micro-Macro Linkage	Thomas Kick, Svetlana Malinkovich, Christian Merkl
26/2020	Stressed Banks? Evidence from the Largest-Ever Supervisory Review	Puriya Abbassi, Rajkamal Iyer, José-Luis Peydró, Paul E. Soto
25/2020	Compilation of Commercial Property Price Indices for Germany Tailored for Policy Use	Thomas A. Knetsch
23/2020	Interbank Risk Assessment – A Simulation Approach	Maximilian Jager, Thomas Siemsen, Johannes Vilsmeier
20/2020	The German Housing Market Cycle: Answers to FAQs	Florian Kajuth
19/2020	Unconventional Monetary Policy Shocks in the Euro Area and the Sovereign-Bank Nexus	Nikolay Hristov, Oliver Hülsewig, Johann Scharler
18/2020	Doing More with Less: The Catalytic Function of IMF Lending and the Role of Program Size	Tobias Krahnke
14/2020	The Impact of Uncertainty and Certainty Shocks	Yves S. Schüler
11/2020	On Adjusting the One-Sided Hodrick-Prescott Filter	Elias Wolf, Frieder Mokinski, Yves S. Schüler
09/2020	The Market Impact of Systemic Risk Capital Surcharges	Yalin Gündüz
06/2020	Partial Pooling with Cross-Country Priors: An Application to House Price Shocks	Markus Roth

05/2020	Financial Variables as Predictors of Real Growth Vulnerability	Lucrezia Reichlin, Giovanni Ricco, Thomas Hasenzagl
04/2020	Financial Stability Committees and the Countercyclical Capital Buffer	Rochelle M. Edge, J. Nellie Liang
02/2020	Interest and Credit Risk Management in German Banks: Evidence from a Quantitative Survey	Vanessa Dräger, Lotta Heckmann-Draisbach, Christoph Memmel
49/2019	The Transmission of Bank Capital Requirements and Monetary Policy to Bank Lending	Björn Imbierowicz, Axel Löffler, Ursula Vogel
48/2019	Does the Lack of Financial Stability Impair the Transmission of Monetary Policy?	Viral V. Acharya, Björn Imbierowicz, Sascha Steffen, Daniel Teichmann
45/2019	Capital Flows, Real Estate, and Local Cycles: Evidence from German Cities, Banks, and Firms	Peter Bednarek, Daniel Marcel te Kaat, Chang Ma, Alessandro Rebucci
43/2019	The Fire-Sale Channels of Universal Banks in the European Sovereign Debt Crisis	Giulio Bagattini, Falko Fecht, Patrick Weber