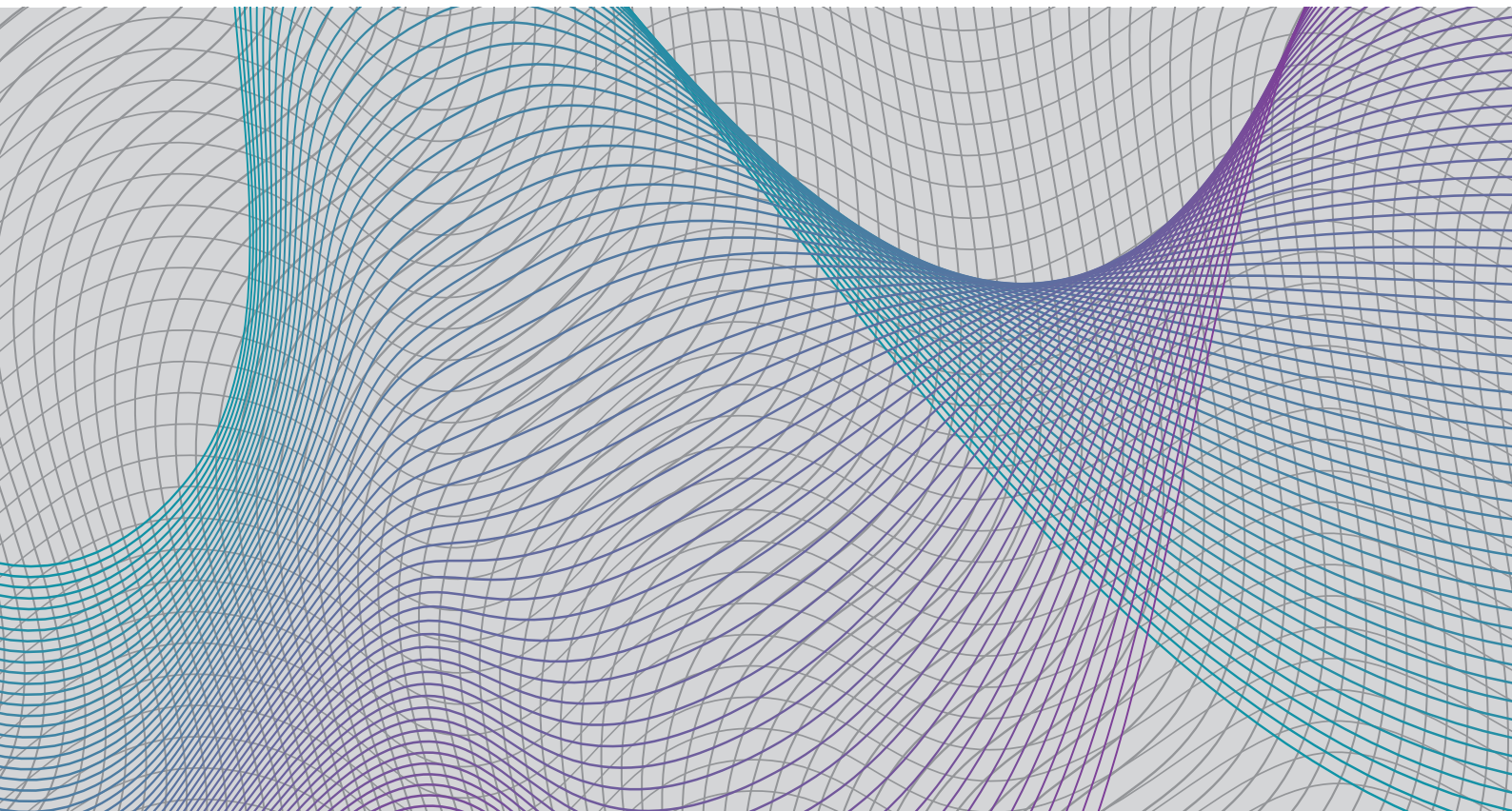




Finanzstabilitätsbericht 2012



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

Postfach 10 06 02
60006 Frankfurt am Main

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

Telefax 069 9566-3077

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

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

Abgeschlossen am 12. November 2012.

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



■ Finanzstabilitätsbericht 2012

Prolog.....	5
■ Finanzstabilität 2012 im Überblick	7
■ Staatsschulden bedrohen Finanzstabilität.....	17
Europäische Staatsschuldenkrise ausgeweitet und zugespitzt.....	18
Strukturreformen als Weg aus der Krise.....	22
Private Verschuldung belastet Banken	24
Banken der europäischen Krisenländer unter Anpassungsdruck	25
■ Das deutsche Bankensystem fünf Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise	31
Erste Phase der Anpassung: Korrektur vorangegangener Übertreibungen	32
Zweite Phase der Anpassung: Staatsschuldenkrise belastet, robuste Konjunktur hilft.....	35
Risikotragfähigkeit deutlich erhöht	37
■ Niedrige Zinsen und Renditesuche: Versicherer und Banken vor Herausforderungen.....	41
Niedrigzinsumfeld begünstigt Eingehen höherer Risiken	42
Deutsche Versicherer: Kapitalerträge und Überschussbeteiligungen sinken	45
Zunehmender Druck auf Margen und Geschäftsmodelle	50
■ Deutscher Wohnimmobilienmarkt in Bewegung.....	55
Beschleunigter Preisanstieg in Ballungsräumen	56
Sonderfaktoren am Werk	57
Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte robust	61
Konservative Immobilienfinanzierung begrenzt Risiken	62

■ Schattenbankensystem: in Deutschland klein, aber global vernetzt.....	67
Deutsches Schattenbankensystem vergleichsweise klein	68
Risiken gehen vom ausländischen Schattenbankensystem aus	75
■ Fortschritte bei der Reform der Finanzmarktregulierung	81
Zeit für ein Zwischenfazit bei der Re-Regulierung.....	82
Makroprudenzielles Instrumentarium bald einsatzbereit.....	83
Regulierung des außerbörslichen Derivatemarkts entfaltet Wirkung später als geplant	92
Auf Konsistenz der Regulierung kommt es an.....	95
Makroprudenzielle Strukturpolitik: Too big to fail nicht gelöst.....	98
■ Veröffentlichungen der Bundesbank zum Thema Finanzstabilität	103

Kästen

Stabilitätslage im deutschen Finanzsystem 2012	9
Liquidity Swaps als potenzieller Ansteckungskanal zwischen Banken- und Versicherungssektor	49
Deutscher Gewerbeimmobilienmarkt	58
Bankenunion: mittelfristig sinnvolle Ergänzung für Europa.....	84
Die makroprudenzielle Überwachung in Deutschland	87
Antizyklischer Kapitalpuffer für Kredite in Deutschland.....	90

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

I Prolog

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

Mitverantwortung für den Erhalt der Finanzstabilität erwächst für die Bundesbank vor allem aus ihrer Rolle in der makroprudenziellen Überwachung. Der Präsident der Bundesbank ist Mitglied im Europäischen Ausschuss für Systemrisiken, dem auf europäischer Ebene die Aufgabe der makroprudenziellen Überwachung obliegt. Nach dem Finanzstabilitätsgesetz, das der Deutsche Bundestag am 25. Oktober 2012 beschlossen hat und das am 23. November 2012 im Bundesrat behandelt wird, soll die Bundesbank insbesondere für die Finanzstabilität maßgebliche Sachverhalte analysieren, Gefahren identifizieren, Warnungen und Empfehlungen vorschlagen sowie deren Umsetzung bewerten. Zum Erhalt der Finanzstabilität trägt sie darüber hinaus durch ihre Beteiligung an der Bankenaufsicht und ihre Rolle beim Betrieb und bei der Überwachung von Zahlungsverkehrssystemen bei.

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

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

Der vorliegende Bericht gibt die Einschätzung der Risiken und der Widerstandskraft im deutschen Finanzsystem wieder. Die daraus abgeleiteten Ratschläge an die Marktteilnehmer und die Politik sind in dem Kasten „Stabilitätslage im deutschen Finanzsystem 2012“ auf Seite 9 zusammengefasst. Sie sollen Anstöße zu notwendigen Maßnahmen und Korrekturen geben, um die Stabilität und die Leistungsfähigkeit des Finanzsystems auch jenseits kurzfristiger Entwicklungen und der Erfordernisse des aktuellen Krisenmanagements zu stärken.

Aktuelle Entwicklungen konnten bis zum Redaktionsschluss am 12. November 2012 berücksichtigt werden.

Finanzstabilität 2012 im Überblick

Die Risiken für das deutsche Finanzsystem sind unverändert hoch. Noch immer bestimmt die europäische Staatsschuldenkrise die Risikolage, sie hat sich im Laufe des Jahres ausgeweitet und zeitweise zugespitzt. Verschiedentlich waren sogar Zweifel am dauerhaften Bestand der Währungsunion aufgekommen. Mit Spanien und Italien gerieten zwei große Volkswirtschaften verstärkt in den Sog der Krise. Das Krisenmanagement hat inzwischen zu einem beträchtlichen Transfer von Risiken aus dem privaten in den öffentlichen Sektor geführt. Zugleich hat die Krisenbewältigung das Niedrigzinsumfeld verfestigt und die Suche nach Rendite unter Inkaufnahme erhöhter Risiken gefördert. Zunehmend werden Ersparnisse auch in Anlageformen gelenkt, von denen Anleger Schutz vor mangelnder Geldwert- und Währungsstabilität erwarten. Dies trägt in Deutschland zu steigenden Immobilienpreisen in Ballungsgebieten bei. Derzeit verhindern die robuste Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte, der moderate Anstieg der Kreditvergabe sowie die hierzulande konservative Ausgestaltung der Kreditverträge einen raschen Aufbau von Risiken für die Finanzstabilität. Erfahrungen in anderen Ländern zeigen aber, dass es gerade in einem Umfeld niedriger Zinsen und hoher Liquidität zu Übertreibungen an den Immobilienmärkten kommen kann, die zu einer erheblichen Gefährdung der Finanzstabilität führen.

Fünf Jahre nach Ausbruch der globalen Finanzkrise ist das deutsche Finanzsystem robuster geworden. Die Banken verfügen über mehr und qualitativ hochwertigeres Kernkapital. Die Ertragslage könnte künftig aber durch zyklische und strukturelle Entwicklungen unter Druck geraten. Die Umsetzung der umfassenden Reformvorhaben zur Regulierung der Finanzmärkte kommt insgesamt gut voran. Zu evaluieren ist nun, inwieweit die Mängel im Finanzsystem beseitigt sind und wo mögliche Probleme mit der Konsistenz des neuen Rahmenwerks liegen. In Deutschland schafft das Finanzstabilitätsgesetz eine gesetzliche Grundlage für die makroprudenzielle Überwachung.

Krisenbewältigung mit Nebenwirkungen

Die Risikolage im deutschen Finanzsystem wird seit nunmehr über fünf Jahren von einer Abfolge krisenhafter Ereignisse geprägt. Im Sommer 2007 brach die globale Finanzkrise aus. Übertreibungen am amerikanischen Immobilienmarkt griffen durch komplexe Finanzprodukte auf das internationale Finanzsystem über. Auch einige deutsche Kreditinstitute waren schwer betroffen. Nach dem Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers führten Funktionsmängel im internationalen Finanzsystem zu einer weltweiten Wirtschaftskrise. Im Frühjahr 2010 entzündete sich die europäische Staatsschuldenkrise. Sie wurde von Zweifeln an der Lage der öffentlichen Finanzen in Griechenland ausgelöst. In der Folge erfasste sie weitere Länder des Euro-Gebiets mit hoher Verschuldung im privaten und/oder im öffentlichen Sektor und weitete sich zu einer Banken- und Vertrauenskrise aus.

Die notwendige Stabilisierung des Finanzsystems machte fortgesetzte massive geld- und finanzpolitische Maßnahmen erforderlich. Dies führte jedoch

Die Nebenwirkungen der kurzfristigen Stabilisierung könnten sich mittel- und längerfristig als Hypothek für die Finanzstabilität erweisen.

zu einer immer stärkeren Übernahme von Risiken in den öffentlichen Sektor und zu einer Verfestigung des Niedrigzinsumfelds. Die Nebenwirkungen der kurzfristigen Stabilisierung könnten sich mittel- und längerfristig als Hypothek für die Finanzstabilität erweisen.

Die europäische Staatsschuldenkrise bleibt aktuell die größte Bedrohung für die Finanzstabilität in Deutschland und Europa. Dies liegt insbesondere an der Vielzahl von Übertragungs- und Ansteckungskanälen in einem eng verflochtenen Wirtschafts- und Währungsraum. Die Krise bestimmt seit ihrem

Ausbruch vor mehr als fünf Jahren die Risikolage. Doch hat sich das deutsche Finanzsystem seither deutlich verändert. Zunächst wurden vorrangig vorangegangene Übertreibungen korrigiert. So haben die großen, international tätigen deutschen Banken ihre Verschuldung deutlich zurückgefahren und sich zunehmend über stabilere Quellen wie Einlagen refinanziert. Selbst inmitten der schweren Finanzkrise blieb das deutsche Finanzsystem voll funktionsfähig. Dies liegt nicht zuletzt an der Vielfalt unterschiedlicher Geschäftsmodelle im deutschen Bankensystem.

Inzwischen hat sich das deutsche Finanzsystem erkennbar an die veränderten Risiken im Umfeld der Staatsschuldenkrise angepasst. Deutlich reduziert wurden die Forderungen gegenüber Ländern und deren Bankensystemen, die von der Staatsschuldenkrise erfasst wurden. Gleichwohl bleiben die Forderungen gegenüber Schuldern aus den großen Volkswirtschaften Spanien und Italien substantiell. Eine erneute Verschärfung der Vertrauenskrise in das europäische Finanzsystem besitzt weiterhin das Potenzial, das deutsche Finanzsystem in Mitleidenschaft zu ziehen.

Neben den akuten Risiken aus der Staatsschuldenkrise wirkt im Umfeld des deutschen Finanzsystems eine Reihe von Einflussfaktoren, die bereits im Vorfeld der Finanzkrise den Aufbau von Übertreibungen gefördert haben. Dazu zählen niedrige Zinsen und ein intransparentes Schattenbankensystem. Eine auf die Prävention ausgerichtete makroprudenzielle Politik steht vor der Aufgabe, mögliche Fehlentwicklungen, die sich jetzt aufbauen und künftig die Finanzstabilität gefährden, frühzeitig zu identifizieren.

Eine auf die Prävention ausgerichtete makroprudenzielle Politik steht vor der Aufgabe, mögliche Fehlentwicklungen, die sich jetzt aufbauen und künftig die Finanzstabilität gefährden, frühzeitig zu identifizieren.

Stabilitätslage im deutschen Finanzsystem 2012

Einflussfaktoren, welche die Stabilitätslage ...

... belasten

- Staatsschuldenkrise ausgeweitet; Staatsanleihenmärkte weiter anfällig, auch in Italien und Spanien
- Risikoverbund Staat und heimischer Bankensektor nimmt in einigen Ländern eher noch zu und führt zu Ansteckungseffekten
- Schuldentragfähigkeit Griechenlands bisher nicht erreicht, zusätzliche Finanzierungslücke festgestellt
- Erhöhte Risikopositionen in den Bilanzen der Zentralbanken des Eurosystems
- Deutsche Finanzintermediäre stark in Spanien und Italien engagiert, Ansteckungsrisiken bei erneuter Verschärfung der Staatsschuldenkrise
- Niedrigzinsumfeld belastet Erträge der Versicherer aus Kapitalanlagen
- Ertragslage der Banken wird durch zyklische und strukturelle Entwicklungen belastet; hoher Wettbewerb, Margen bei Termineinlagen teilweise negativ
- Banken geraten beim Firmenkredit durch zunehmende Unternehmensfinanzierung über Anleihen (Disintermediation) unter Druck
- Immobilienpreise in deutschen Ballungsgebieten steigen beschleunigt an, Preisübertreibungen in Teilmärkten möglich

... entschärfen

- Rückläufige Renditen irischer und portugiesischer Staatsanleihen; Aussichten auf Refinanzierung am Kapitalmarkt im Jahr 2013 verbessert
- Krisenländer erzielen Fortschritte beim Abbau von Defiziten in den öffentlichen Haushalten und in der Leistungsbilanz
- Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM) nimmt seine Arbeit auf
- Deutsche Banken und Versicherer haben Forderungen gegenüber Programmländern weiter abgebaut
- Deutsche Banken inzwischen deutlich robuster, Eigenkapitalausstattung erhöht, Refinanzierung über stabilere Quellen
- Sinkenden Kapitalerträgen der Versicherer wird begegnet: Überschussbeteiligung reduziert, Zinszusatzreserve eingerichtet, durchschnittliche Garantieverzinsung sinkt allmählich
- Schuldentragfähigkeit der inländischen privaten Haushalte robust
- Konservative Ausgestaltung von Immobilienkreditverträgen
- Deutsches Schattenbankensystem relativ klein
- Bankenunion fördert europäische Integration

Notwendige Maßnahmen ...

... der Marktteilnehmer

- Deutsche Banken: konservative Ausgestaltung der Immobilienkreditvergabe beibehalten
- Geschäftsmodelle zügig an das sich ändernde Umfeld und an neue Marktstrukturen anpassen
- Auch im Niedrigzinsumfeld Risiken in Bankbilanzen durch Abschreibung oder Ausgliederung von Problemaktiva zurückführen, Eigenkapitalausstattung weiter verbessern
- Lebensversicherer: weiterhin Vorsorge betreiben, um Zinsgarantien auch künftig bedienen zu können

... der Politik

- Geldpolitik nicht durch fiskalische Aufgaben zur Krisenbekämpfung überlasten
- In Europa am Reformkurs, insbesondere an den Strukturreformen, an der Konsolidierung der Staatsfinanzen und an der Bilanzbereinigung im Bankensektor festhalten
- Schattenbankensystem breit erfassen und Initiativen zur Schließung von Datenlücken weiterverfolgen
- Auf Konsistenz und kumulative Wirkungen der Finanzmarktregulierung achten
- Internationale Umsetzung der Derivatemarkt-Regulierung forcieren
- Too-big-to-fail-Problematik durch Einführung glaubhafter Abwicklungsregime angehen
- Funktionsfähigkeit der Bankenunion sicherstellen, bevor Kompetenzübertragung auf europäische Ebene wirksam wird

Ein anhaltendes Niedrigzinsumfeld mit hoher Liquiditätsversorgung birgt einige typische Risiken für den längerfristigen Erhalt der Finanzstabilität. So setzt es Anreize für eine Suche nach Rendite unter Inkaufnahme erhöhter Risiken und für eine verstärkte Fristentransformation. Im konkreten Kontext der Finanz- und Staatsschuldenkrise geben vor allem zwei Entwicklungen Anlass zur Sorge. Zum einen nimmt die umfangreiche Bereitstellung von Refinanzierungsmitteln Druck vom europäischen Bankensystem, notwendige Anpassungen an den Geschäftsmodellen vorzunehmen und die Bilanzbereinigung entschlossen voranzutreiben. Zum anderen tritt bei der Kapitalanlage neben Renditeüberlegungen zunehmend das Werterhaltungsmotiv in den Vordergrund. Es lenkt Ersparnisse auch in Anlageformen, von denen Anleger Schutz vor mangelnder Geldwert- oder Währungsstabilität erwarten. Dies kann zu Übertreibungen bei Preisen und Kursen führen.

Angesichts der Entstehungsgeschichte der globalen Finanzkrise verdienen boomende Immobilienmärkte besondere Aufmerksamkeit. Die Entwicklung an den

Ein die Finanzstabilität gefährdender, selbstverstärkender Prozess aus anziehenden Immobilienpreisen sowie hoher Kreditvergabe und steigender Verschuldung der privaten Haushalte ist derzeit nicht erkennbar.

Märkten für Immobilienkredite kann die Stabilitätslage stark beeinflussen. Immobilienkredite machen für die privaten Haushalte einen Großteil ihrer Verschuldung aus. Sie stellen zugleich in den Bankbilanzen eine hohe Forderungsposition dar. Tatsächlich steigen die Wohnimmobilienpreise in den deutschen Ballungsgebieten beschleunigt an. Allerdings ist ein die Finanzstabilität gefährdender, selbstverstärkender Prozess aus anziehenden Immobilienpreisen sowie hoher Kreditvergabe und steigender Verschuldung der privaten Haushalte derzeit nicht erkennbar.

Das Schattenbankensystem hat durch seine unzureichende Transparenz und die Möglichkeiten, die es zur Regulierungsarbitrage bietet, maßgeblich zur Ausbreitung der Finanzkrise beigetragen. Eine der zentralen Lehren besteht darin, die Einheiten und Aktivitäten des Schattenbankensystems verstärkt zu überwachen und hierzu die Datenlage zu verbessern. Zwar ist das deutsche Schattenbankensystem vergleichsweise klein. Aber aus den Verknüpfungen des deutschen Finanzsystems mit dem globalen Schattenbankensystem können weiterhin Risiken entstehen.

Mit niedrigen Zinsen, steigenden Immobilienpreisen und einem bedeutsamen Schattenbankensystem sind auch heute Merkmale im Finanzsystem zu erkennen, die in der Vergangenheit zum Entstehen von Schwachstellen beigetragen haben und daher als mittelfristige Risikofaktoren gelten müssen. Jedoch ist die Reform zur Regulierung der Finanzmärkte inzwischen deutlich vorangeschritten. Die Phase der Konzepterstellung ist inzwischen in die Phase der konkreten Umsetzung diverser Regulierungsprojekte übergegangen. Die wichtigsten Quellen des systemischen Risikos – die Systemrelevanz von Finanzinstituten, die Prozyklizität im Finanzsystem sowie die intransparente Vernetzung über die außerbörslichen Derivatmärkte – sind angegangen. Darüber hinaus macht der Aufbau einer makroprudenziellen Überwachung und Politik Fortschritte.

Je weiter die Umsetzung der großen Regulierungsvorhaben voranschreitet, desto wichtiger wird deren Evaluierung. Dabei ist zu klären, inwieweit die beabsichtigten Ziele der Mängelbeseitigung im Finanzsystem schon erreicht wurden und ob das neue Regelwerk in einer Gesamtschau konsistent ist.

Je weiter die Umsetzung der großen Regulierungsvorhaben voranschreitet, desto wichtiger wird deren Evaluierung.

Staatsschuldenkrise bleibt größte Bedrohung für die Finanzstabilität

Die europäische Staatsschuldenkrise hat sich in diesem Jahr ausgeweitet und zeitweise zugespitzt.¹⁾ Erstens hat sich der Kreis der betroffenen Länder ausgedehnt. Zypern stellte im Juni 2012 einen Antrag auf Finanzhilfe. Spanien wurden im Juli 2012 Hilfen zur Restrukturierung seines Bankensektors zugesagt. Auch die Lage der öffentlichen Finanzen in Slowenien ist angespannt. Zweitens erreichte die Krise im Sommer einen neuen Höhepunkt, als sich die Anspannungen an den Anleihemärkten der beiden großen Volkswirtschaften Italien und Spanien verfestigt hatten. Drittens haben sich die Lasten der Krisenbekämpfung weiter in Richtung der Zentralbanken verschoben. Mit der zunehmenden Vermengung von Geld- und Finanzpolitik haben die längerfristigen Risiken und Nebenwirkungen des Krisenmanagements zugenommen.

Die von der Staatsschuldenkrise besonders betroffenen Länder haben inzwischen beträchtliche Anstrengungen zur Konsolidierung ihrer Finanzen unternommen und bemerkenswerte Reformen auf den Weg gebracht. Dabei zeigen sich Fortschritte beim Abbau makroökonomischer Ungleichgewichte. Störanfällig bleibt die Erholung aber vor allem in Ländern, in denen auch der Privatsektor hoch verschuldet ist. In allen Krisenländern steigt der Umfang der notleidenden Kredite weiter an.

Systemisch gefährlich an der Staatsschuldenkrise ist insbesondere der enge Risikoverbund zwischen

Systemisch gefährlich ist der enge Risikoverbund zwischen Banken und deren Heimatstaat.

Banken und deren Heimatstaat, der die Probleme in beide Richtungen verstärken kann. In Italien haben die Probleme der öffentlichen Haushalte

auf die Banken übergegriffen. In Zypern und Spanien wiederum wurden die Staatsfinanzen von Sol-

venzproblemen im Bankensektor in Mitleidenschaft gezogen. Vor diesem Hintergrund haben die Staats- und Regierungschefs am 29. Juni 2012 die Einrichtung eines einheitlichen Aufsichtsmechanismus für Banken des Euro-Währungsgebiets unter Einbeziehung der Europäischen Zentralbank (EZB) gefordert. Die Beschlüsse des EU-Gipfels vom 19. Oktober 2012 bekräftigen diese Absicht und konkretisieren die Rolle der EZB als Aufsichtsbehörde. Die Bankenunion soll vor allem der beobachteten Desintegration der europäischen Finanzmärkte entgegenwirken und die Verflechtung zwischen Staat und heimischem Bankensektor vermindern.²⁾

Eine Verschärfung der Staatsschuldenkrise würde auch das deutsche Finanzsystem in Mitleidenschaft ziehen. Das Staatenrisiko innerhalb der Währungsunion überträgt sich unmittelbar auf die großen europäischen Banken. Dies kann etwa über die Forderungen gegenüber öffentlichen Haushalten oder über grenzüberschreitende Interbankbeziehungen geschehen. Das deutsche Bankensystem wies Mitte 2012 erhebliche bilanzielle Forderungen in Höhe von insgesamt rund 203 Mrd € gegenüber Schuldnern aus den beiden großen Volkswirtschaften Italien und Spanien auf.

Deutsches Bankensystem robuster geworden

Die Anpassung der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken an die Staatsschuldenkrise zeigt sich am deutlichen Rückgang der Forderungen gegenüber Schuldnern aus Griechenland

¹ Das Kapitel „Staatsschulden bedrohen Finanzstabilität“ beschreibt ausführlich die Bestimmungsfaktoren der Staatsschuldenkrise, die getroffenen Maßnahmen zu deren Eindämmung und die Wege aus der Krise.

² Siehe den Kasten „Bankenunion: mittelfristig sinnvolle Ergänzung für Europa“ auf S. 84 f.

(59%),³⁾ Spanien (14%), Portugal (21 %) und Italien (4%) zwischen Mitte 2010 und Mitte 2012. Für sich genommen vermindert dies die Gefahr grenzüberschreitender Ansteckungseffekte.⁴⁾

Eine generelle Strategie im deutschen Bankensystem zur Abkehr von einem international ausgerichteten Geschäftsmodell ist derzeit jedoch nicht zu erkennen. So sind die Auslandskredite der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken im Zuge der europäischen Staatsschuldenkrise vom Frühjahr 2010 bis Mitte 2012 nur moderat um 1,2 % gesunken. Sich auf den Heimatmarkt zurückziehen ließe mögliche Chancen auf ausländischen Wachstumsmärkten und zur Diversifikation ungenutzt und wäre somit kritisch zu bewerten.

Das deutsche Bankensystem weist heute eine deutlich höhere Risikotragfähigkeit auf als vor dem Ausbruch der Finanz- und Staatsschuldenkrise. Die Ausstattung mit Kernkapital hat sich merklich erhöht.

Die Ausstattung der großen, international tätigen deutschen Banken mit Kernkapital hat sich merklich erhöht.

Das Kernkapital der Gruppe der großen, international tätigen deutschen Kreditinstitute ist von März 2008 bis September 2012 von 8,3 % auf 13,6 % der risikoge-

wichteten Aktiva gestiegen. Der Verschuldungsgrad – gemessen als Verhältnis der Bilanzsumme nach Handelsgesetzbuch zum Kernkapital – ging seit dem ersten Quartal 2008 von 43 auf 32 zurück.⁵⁾ Kreditgenossenschaften und Sparkassen weisen mit 16,6 beziehungsweise 14,9 einen deutlich geringeren Verschuldungsgrad auf. Dies liegt vor allem daran, dass ihr Geschäftsmodell auf das klassische Kreditgeschäft ausgerichtet ist und sie bilanzverlängernde derivative Finanzinstrumente in einem geringeren Ausmaß nutzen.

Die Stärkung der Risikotragfähigkeit ist angesichts der Risikolage und der beschränkten Ertragsaussich-

ten auch notwendig. Die Ertragslage könnte mittelfristig durch mehrere strukturelle Entwicklungen unter Druck geraten. Erstens wird sich auf einzelnen Inlandsmärkten der Konkurrenzdruck erhöhen. Dies deutet sich bereits im Wettbewerb um Kundeneinlagen an. Zweitens könnten Banken in ihrer Funktion als Finanzintermediäre zurückgedrängt werden und damit Marktanteile verlieren, etwa durch den Trend zur Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt oder das Eindringen von Versicherern in angestammte Geschäftsfelder der Banken. Drittens gehen notwendige regulatorische Maßnahmen unvermeidlich zulasten der Erträge, so etwa die im Jahr 2011 erstmalig angefallenen Beiträge zum Restrukturierungsfonds (Bankenabgabe) und die regulatorische Verteuerung des Kreditersatzgeschäfts. Vor dem Hintergrund dieser strukturellen Verschiebungen werden sich neue Fragen zur Balance der Geschäftsfelder der Banken stellen. Die Kreditinstitute stehen daher vor der Aufgabe, ihre Geschäftsmodelle zügig an das sich ändernde Umfeld anzupassen.

Niedrigzinsen verstärken Suche nach Rendite

Das Niedrigzinsumfeld zeigt in Deutschland zunehmend Auswirkungen:⁶⁾ Zum einen profitieren Unternehmensanleihen spürbar von der Suche nach Rendite. Zum anderen reagieren die Versicherer auf rückläufige Kapitalerträge. Sie reduzieren die den Kunden gewährte Überschussbeteiligung und nehmen eine vorsichtige Neuausrichtung ihrer Anlagepolitik vor.

³ Vorrangig durch Abschreibung auf Staatsanleihen im Zuge des Schuldenschnitts.

⁴ Das Kapitel „Das deutsche Bankensystem fünf Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise“ zeigt die Reaktionen des deutschen Finanzsystems auf die jeweilige Problemlage in den unterschiedlichen Abschnitten der Krise.

⁵ Der Anstieg der Kapitalausstattung und der Rückgang des Verschuldungsgrades werden dabei durch statistische Brüche noch unterzeichnet. Siehe hierzu S. 37.

⁶ Das Kapitel „Niedrige Zinsen und Renditesuche: Versicherer und Banken vor Herausforderungen“ beschreibt sowohl Risiken aus kurzfristigen Übertreibungen als auch Aspekte eines längerfristigen Strukturwandels.

Ein Ziel der Renditesuche sind Schuldtitel kapitalmarktaktiver nichtfinanzieller Unternehmen. Die Emission von Unternehmensanleihen hat stark zugenommen. Im Euro-Gebiet wurden in diesem Jahr bis Oktober über die Begebung solcher Papiere Mittel in Höhe von rund 210 Mrd € (brutto) aufgenommen. Deren Renditen bewegen sich in der Nähe historischer Tiefstände. So liegt die Rendite für eine mit BBB-Rating eingestufte Unternehmensanleihe inzwischen im Durchschnitt bei nur noch 2,2 % und für Anleihen der Ratingklasse A bei lediglich 1,3 %. Auch sind die Risikoaufschläge gegenüber Staatsanleihen im Jahresverlauf 2012 erheblich gesunken. Dabei kontrastieren die hohen Bewertungen von Unternehmensanleihen mit einer Eintrübung der Konjunkturperspektiven.

Die steigende Nachfrage nach Unternehmenspapieren haben auch Emittenten von Schuldscheinen genutzt. Der Bestand dieses in Deutschland gebräuchlichen Finanzierungsinstruments wächst seit der Finanzkrise rasch und belief sich Mitte 2012 auf rund 70 Mrd €. Hingegen sind die an fünf deutschen Börsen seit dem Jahr 2010 bis Oktober 2012 begebenen Bruttoemissionen von Mittelstandsanleihen mit nominal 3,0 Mrd € noch gering.

Anhaltend niedrige Zinsen belasten vor allem konservative Investoren, zu denen auch Versicherer zählen. So ist die aus den Kapitalanlagen der deutschen Lebensversicherer erwirtschaftete durchschnittliche Nettoverzinsung von 4,3 % im Jahr 2010 weiter auf 4,1 % im Jahr 2011 gesunken. Die Versicherer verringerten daher die laufende Verzinsung von Lebensversicherungen für das Jahr 2011 über alle Tarifarten und -generationen hinweg im Durchschnitt um 15 Basispunkte auf 3,94 %. Zugleich hat das Bundesministerium der Finanzen Anfang 2012 den Höchstrechnungszins erneut gesenkt – zuletzt von 2,25 % auf 1,75 %.

Das Niedrigzinsumfeld veranlasst die Versicherer, bei der Kapitalanlage neue Wege einzuschlagen. Dabei

treten sie in einen stärkeren Wettbewerb mit den Banken. Sie treiben den Einstieg in renditestärkere Kapitalanlagen oder neue Geschäftsfelder voran. Dazu zählen die Finanzierung von Infrastruktur- und Immobilienprojekten sowie die direkte Kreditvergabe an Unternehmen und Privatkunden. Gleichwohl stellt das Kreditsegment für die deutschen Erstversicherungsunternehmen bislang einen noch relativ geringen Anteil ihrer gesamten Kapitalanlagen dar.

Zunehmende Disintermediation über die Unternehmensanleihemärkte und ein verstärkter Wettbewerb mit Versicherern in ausgewählten Geschäftsfeldern könnten für die Banken und deren Geschäftsmodell spürbare Folgen haben. Die Auslastung der Kapazitäten und die Margen im Kreditgeschäft könnten weiter unter Druck geraten.

Zunehmende Disintermediation und ein verstärkter Wettbewerb mit Versicherern könnten für die Banken und deren Geschäftsmodell spürbare Folgen haben.

Wohnimmobilienpreise in deutschen Ballungsgebieten steigen beschleunigt an

Im Kontext des Niedrigzinsumfelds sind auch die Entwicklungen am deutschen Immobilienmarkt zu beachten. Die Wohnimmobilienpreise steigen in den Ballungsgebieten beschleunigt an.⁷⁾ Das verstärkte Werterhaltungsmotiv bei der Kapitalanlage dürfte zum deutlichen Anstieg der Nachfrage in ausgewählten Teilmärkten beitragen.

Der Umfang der immobilienmarktbezogenen Verschuldung verweist auf die große Bedeutung der Immobilienpreise für die Finanzstabilität: Immobilien-

⁷ Das Kapitel „Deutscher Wohnimmobilienmarkt in Bewegung“ beschreibt die Entwicklungen und analysiert die Risiken für die Finanzstabilität.

kredite an private Haushalte in Deutschland beliefen sich Mitte 2012 auf rund 981 Mrd €. Sie sind mit einem Anteil von über zwei Dritteln der mit Abstand größte Posten der Verschuldung privater Haushalte. Die entsprechenden Kredite machen mit über 40 % bei den deutschen Kreditinstituten einen großen Teil der gesamten inländischen Kreditvergabe an Nichtbanken aus. Bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften liegt der Anteil der Immobilienkredite an private Haushalte sogar bei etwa 50 %.

Die privaten Haushalte in Deutschland weisen im Durchschnitt derzeit eine robuste Schuldentragfähigkeit auf. Die Gesamtverschuldung der privaten Haushalte in Relation zum verfügbaren Einkommen ist seit dem Jahr 2001 rückläufig und lag Ende 2011 bei rund 95 %. Der Zuwachs an Wohnimmobilienkrediten war in Deutschland auch im Jahr 2011 mit rund 1,2 % noch moderat. Doch rechnen die Banken mit einem Ansteigen der Nachfrage privater Haushalte nach Krediten.

Deutschland zeichnet sich bisher durch eine vergleichsweise konservative Ausgestaltung der Immobilienkreditvergabe aus. Zum einen weisen über 70 % der neu vergebenen Kredite eine Zinsbindung von über fünf Jahren auf. Zum anderen ist der Fremdfinanzierungsanteil bei Immobilienkäufen typischerweise geringer als im internationalen Vergleich. Kredite in Höhe von oder über dem Beleihungswert scheinen eher unüblich zu sein. Dies hängt auch mit der in Deutschland üblichen Refinanzierungsform für Hypothekendarlehen, dem Pfandbrief, zusammen: Nur Hypotheken bis zur Höhe der ersten 60 % des Beleihungswertes der Immobilie qualifizieren sich für den Deckungsstock des deutschen Pfandbriefs.

Die robuste Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte, der moderate Anstieg der Kreditvergabe sowie die in Deutschland konservative Ausgestaltung der Kreditverträge verhindern derzeit einen raschen Aufbau von Risiken für die Finanzstabilität.

Eine gefährliche Spirale aus steigenden Immobilienpreisen, nachlassenden Kreditstandards, anziehender Kreditvergabe und steigender Immobiliennachfrage ist noch nicht im Entstehen begriffen. Erfahrungen in anderen Ländern zeigen aber, dass es gerade in einem Umfeld niedriger Zinsen und hoher Liquidität zu Übertreibungen an den Immobilienmärkten kommen kann, die zu einer erheblichen Gefährdung der Finanzstabilität führen.

Übertreibungen an den Immobilienmärkten in einem Umfeld niedriger Zinsen und hoher Liquidität können zu einer erheblichen Gefährdung der Finanzstabilität führen.

Deutsches Schattenbankensystem vergleichsweise klein

Zu den deutschen Schattenbankeneinheiten zählen insbesondere im Inland registrierte Investmentfonds (einschl. Hedgefonds, Geldmarktfonds und Exchange Traded Funds) sowie Verbriefungszweckgesellschaften.⁸⁾ In Deutschland aufgelegte Offene Investmentfonds hatten im September 2012 ein Fondsvermögen von 1 267 Mrd € und stellen die mit Abstand größte Einheit des deutschen Schattenbankensystems dar. Darin enthaltene Geldmarktfonds und Hedgefonds spielen hingegen nur eine geringe Rolle. Das Fondsvermögen deutscher Hedgefonds betrug im September 2012 nur rund 1,6 Mrd €; Ende 2006 lag es bei 1 Mrd €. Nach massiven Mittelabflüssen in den letzten Jahren betrug das Fondsvermögen der Geldmarktfonds im September 2012 nur noch 5,4 Mrd €, verglichen mit 33 Mrd € Ende 2006.

⁸ Das Kapitel „Schattenbankensystem: in Deutschland klein, aber global vernetzt“ analysiert die Risiken für das deutsche Finanzsystem aus dem inländischen Schattenbankensystem sowie aus den Verknüpfungen mit dem globalen Schattenbankensystem.

Der Markt für Offene Immobilienfonds in Deutschland besteht aus Publikumsfonds mit einem Fondsvermögen von 85 Mrd € und Spezialfonds mit einem Fondsvermögen von 36 Mrd € (Stand: September 2012). Bei Offenen Immobilienfonds zeigten sich in der jüngsten Vergangenheit konstruktionsbedingte Schwächen dieses Produkts. Der kurzfristigen Rückgabeoption von Fondsanteilen stehen langfristige, illiquide Anlagen in Immobilien gegenüber. Aktuell sind mehr als ein Viertel der Fondsvermögen der Offenen Publikums-Immobilienfonds durch Schließungen für die Anleger nicht mehr verfügbar.

Das Vermögen der statistisch erfassten Schattenbankeneinheiten in Deutschland lag im September 2012 bei insgesamt rund 1,3 Billionen €. Dies entspricht etwa 15 % der Bilanzsumme des regulären Bankensektors in Deutschland. Wegen der Unschärfe der Definition des Begriffs Schattenbankensystem können diese Zahlen aber nur eine grobe Vorstellung von dessen Größe geben.

Das deutsche Finanzsystem ist stark mit dem globalen Schattenbankensystem verknüpft, wodurch sich Probleme im globalen Schattenbankensektor auch auf die Finanzstabilität in Deutschland auswirken können.

Probleme im globalen Schattenbankensektor können sich auf die Finanzstabilität in Deutschland auswirken.

Direkte Verknüpfungen bestehen durch Forderungen und Verbindlichkeiten aus Geschäftsbeziehungen (z. B. durch Wertpapierpensionsgeschäfte oder Verbriefungstransaktionen), weniger transparent auch über implizite Garantien und Liquiditätslinien (für eigene im Ausland ansässige Anlagevehikel). Indirekte Verknüpfungen können sich über die internationalen Finanzmärkte ergeben, wenn sich etwa das Anlageverhalten der Schattenbankeneinheiten weltweit rasch verändert. Deshalb müssen mögliche Risiken im globalen Schattenbankensektor hinsichtlich etwaiger Konsequenzen für

die Finanzmarktstabilität in Deutschland analysiert werden.

Finanzmarktregulierung geht in die Implementierungsphase

Die Regulierungsinitiativen konzentrieren sich auf Bereiche, aus denen die größten Risiken für die Stabilität des Finanzsystems drohen.⁹⁾

Erstens ist das Too-big-to-fail-Problem größer, untereinander stark vernetzter Banken anzugehen. Erste Fortschritte konnten inzwischen erreicht werden. So wurde ein neuer internationaler Standard für Abwicklungsregime verabschiedet. Zudem sollen, über Basel III hinaus, Kapitalzuschläge für systemrelevante Finanzinstitute (Systemically Important Financial Institutions: SIFIs) eingeführt werden, um deren Verlustabsorptionsfähigkeit zu erhöhen und die Wahrscheinlichkeit staatlicher Rettungsmaßnahmen zu verringern.

Zweitens gilt es, die Prozyklizität des Finanzsystems zu reduzieren. Mit der noch für dieses Jahr erwarteten Verabschiedung der Umsetzung von Basel III in europäisches Recht (Capital Requirements Directive IV: CRD IV und Capital Requirements Regulation: CRR) werden verschiedene makroprudenzielle Instrumente eingeführt. Sie dienen dazu, insbesondere dem zyklischen Aufbau von Risiken im Finanzsystem zu begegnen. Die wichtigsten Werkzeuge sind dabei der antizyklische Kapitalpuffer und die variable Kapitalunterlegung von privaten und gewerblichen Realkrediten.

Drittens ist der globale außerbörsliche (Over-the-Counter: OTC) Derivatemarkt transparenter und sicherer zu machen. Mit der Verabschiedung der

⁹⁾ Das Kapitel „Fortschritte bei der Reform der Finanzmarktregulierung“ zeigt die Regulierungsinitiativen auf und behandelt mögliche Probleme mit dem neuen Rahmenwerk.

entsprechenden EU-Verordnung (European Market Infrastructure Regulation: EMIR) ist ein entscheidender Schritt gemacht. Bislang weitgehend unregulierte und teilweise unbesicherte OTC-Transaktionen müssen künftig zu großen Teilen über sogenannte Zentrale Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs) besichert abgewickelt und an zentrale Transaktionsregister gemeldet werden.

Schließlich nimmt die makroprudenzielle Politik in Deutschland und Europa Gestalt an. Sie zielt darauf, präventiv Fehlentwicklungen zu korrigieren und damit Gefahren für die Finanzstabilität abzuwehren. Dies ist insbesondere in einer Währungsunion mit divergierenden Wirtschaftsentwicklungen und -strukturen in den Mitgliedstaaten bedeutsam. Dort verfügen die Mitgliedsländer nicht mehr über eigene geldpolitische Instrumente, um regionalen oder sektoralen Fehlentwicklungen gezielt entgegenzuwirken. Deshalb ist es wichtig, dass die nationalen makroprudenziellen Behörden genügend Spielraum und Flexibilität haben. Gemäß einer Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken

(European Systemic Risk Board: ESRB) benötigt eine wirksame makroprudenzielle Politik auch einen entsprechenden institutionellen Rahmen auf nationaler Ebene. Mit dem Finanzstabilitätsgesetz, das der Deutsche Bundestag am 25. Oktober 2012 beschlossen hat und das am 23. November 2012 im Bundesrat behandelt werden soll, erhält die makroprudenzielle Überwachung in Deutschland eine gesetzliche Grundlage.¹⁰⁾ Das Finanzstabilitätsgesetz weist der Bundesbank wichtige Aufgaben zu. Sie soll insbesondere für die Finanzstabilität maßgebliche Sachverhalte analysieren, Gefahren identifizieren, Warnungen und Empfehlungen vorschlagen sowie deren Umsetzung bewerten.

Mit dem Finanzstabilitätsgesetz erhält die makroprudenzielle Überwachung in Deutschland eine gesetzliche Grundlage.

¹⁰ Siehe den Kasten „Die makroprudenzielle Überwachung in Deutschland“ auf S. 87.

Staatsschulden bedrohen Finanzstabilität

Die hohen Staatsschulden der Industrieländer bleiben das größte Risiko für die Finanzstabilität. Dabei stehen einige Länder der Europäischen Währungsunion im Brennpunkt der Märkte und der öffentlichen Wahrnehmung. Aber auch von den Defiziten und hohen Staatsschulden anderer wichtiger Länder können auf mittlere Sicht Belastungen für die Weltwirtschaft und die globale Finanzstabilität ausgehen.

Im Euro-Gebiet weitete sich die Staatsschuldenkrise im Verlauf dieses Jahres aus und spitzte sich zeitweise zu. Die öffentlichen Haushalte Spaniens und Zyperns wurden durch den Rekapitalisierungsbedarf der heimischen Banken belastet. Im Sommer zeigten sich insbesondere an den spanischen und italienischen Anleihemärkten erhebliche Anspannungen. Zwar beruhigte die Ankündigung neuer Notenbankmaßnahmen die Lage an diesen Märkten. Allerdings haben sich die Lasten und Risiken der Krisenbekämpfung weiter in Richtung der Zentralbanken verschoben.

Banken stehen in einem engen wechselseitigen Risikoverbund mit ihrem Heimatstaat. Zusätzlich zu den Belastungen, die von der Staatsschuldenkrise ausgehen, sehen sich die Bankensysteme einiger Länder mit einer verschlechterten wirtschaftlichen Situation der privaten Haushalte und Unternehmen konfrontiert, deren Verschuldung historisch hohe Werte erreicht. Die gleichzeitigen finanziellen Korrekturerfordernisse von öffentlichen Haushalten und Privaten spiegeln sich in einem hohen Anpassungsdruck auf die Kreditinstitute.

Die deutschen Finanzinstitute haben ihre schon begrenzten Forderungen gegenüber Schuldern in den Programmländern weiter zurückgeführt. Wesentlich umfangreicher sind dagegen die finanziellen Beziehungen zu Spanien und Italien, sodass die direkten und indirekten Ansteckungsrisiken für das deutsche Finanzsystem hier entsprechend höher ausfallen.

Europäische Staatsschuldenkrise ausgeweitet und zugespitzt

Fünf Jahre nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise bleiben die hohen und steigenden Staatsschulden der Industrieländer der größte Risikofaktor für die Finanzstabilität. Die Einschätzung der Finanzmärkte zeigt für eine Reihe von Staaten ein

Das Wachstum bleibt erfahrungsgemäß gedämpft, solange nach Finanzkrisen die notwendigen Bereinigungsprozesse andauern.

nochmals gestiegenes Kreditrisiko.¹⁾ Dies ging in der Europäischen Währungsunion (EWU) mit zum Teil deutlichen Ratingherabstufungen einzelner Staaten einher (siehe Schaubild 2.1). Hierzu trugen die ungünstigen kurz- und mittelfristigen konjunkturellen Perspektiven in diesen Ländern bei. Das Wachstum bleibt erfahrungsgemäß gedämpft, solange nach Finanzkrisen die notwendigen Bereinigungsprozesse im privaten und öffentlichen Sektor nicht abgeschlossen sind.²⁾

Staatsschulden in Industrieländern steigen weiter an

Zwar konzentrieren sich die öffentliche Wahrnehmung und die Finanzmärkte auf die fiskalischen Probleme im Euro-Gebiet. Doch sehen sich andere bedeutende Industriestaaten ebenfalls großen haushaltspolitischen Herausforderungen gegenüber (siehe Schaubild 2.2). Der öffentliche Schuldenstand der Industrieländer wird in den kommenden Jahren weiter zunehmen und im Durchschnitt bereits im Jahr 2012 den Wert von 110% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) übersteigen.³⁾ In Japan besteht trotz steuerlicher Reformbeschlüsse der Aufwärtstrend der Staatsverschuldung fort. Aufgrund des in den letzten Jahren gestiegenen Bestandes inländischer Staatsanleihen in den Bilanzen der japanischen Kreditinstitute ist der

Risikoverbund zwischen Banken und Staat wesentlich enger geworden. Die Vereinigten Staaten verfügen noch nicht über eine Konsolidierungsstrategie, welche die Nachhaltigkeit ihrer öffentlichen Finanzen sicherstellt. Gleichzeitig besteht kurzfristiger Handlungsbedarf, um die destabilisierende Wirkung der zum Jahresende auslaufenden Steuererleichterungen und der automatisch in Kraft tretenden Ausgabenkürzungen („fiscal cliff“) einzudämmen.

Von der Staatsverschuldung können damit auch auf mittlere Sicht beträchtliche Belastungen für die Weltwirtschaft und die globale Finanzstabilität ausgehen.

Bankenkrisen wirken auf Staaten zurück

Im Euro-Gebiet weitete sich die Staatsschuldenkrise im Verlauf dieses Jahres aus und spitzte sich zeitweise zu. Bei der mit einem Schuldenschnitt verbundenen Umschuldung Griechenlands im März 2012 verzichteten die privaten Investoren auf 53,5% ihrer Nominalforderungen aus Staatsanleihen. Dadurch wurde der herkömmliche regulatorische Ansatz infrage gestellt, nach dem Staatsanleihen der Industrieländer als kreditrisikofreie Aktiva zu behandeln sind.

Die Rückwirkung von Problemen des Bankensektors auf die Staatshaushalte hat die Krise in den letzten Monaten genährt. So belastete der griechische Schuldenschnitt die international tätigen Banken Zyperns zusätzlich, die traditionell hohe Forderungen gegenüber Griechenland aufweisen. Zypern stellte im Juni 2012 einen Antrag auf Finanzhilfen der Euro-Staaten und des Internationalen Währungsfonds (IWF).

Im Falle Spaniens stimmten die Staaten der Euro-Gruppe Hilfen bis 100 Mrd € zu, die aus-

1 Vgl.: International Monetary Fund (2012a), S. 81 ff. sowie M. G. Arghyrou und G. Kontonikas (2012).

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

3 Vgl.: International Monetary Fund (2012b), S. 17.

schließlich zur Restrukturierung des Bankensektors einzusetzen sind. Von den spanischen Sparkassen ging zuvor eine erhebliche Belastung des Marktvertrauens aus. Wichtige Institute sahen sich einem steigenden Abschreibungs- und Vorsorgebedarf, insbesondere im Immobiliengeschäft, ausgesetzt und benötigten daher neues Eigenkapital. Dies hatte negative Rückwirkungen auf die spanischen Staatsanleihemärkte zur Folge. Gleichzeitig musste das Land deutlich höhere Fiskaldefizite als geplant vermeiden. Inzwischen liegt das Ergebnis der unabhängigen Bewertung der Bilanzen von 14 spanischen Bankengruppen vor, das den Restrukturierungsbedarf auf maximal 59 Mrd € schätzt, welcher damit merklich unterhalb der von den Ländern der Währungsunion zugesagten Obergrenze liegen würde.

Angesichts des wechselseitigen Risikoverbundes zwischen Staat und heimischen Banken sehen die Beschlüsse der Staats- und Regierungschefs der

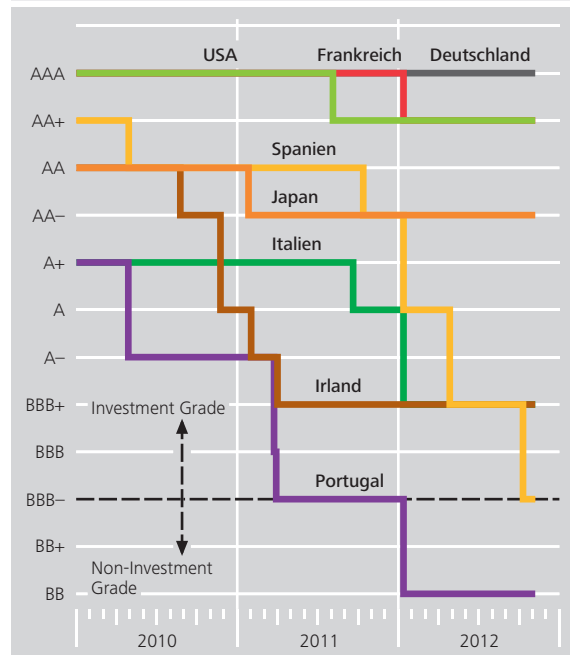
Euro-Mitgliedstaaten vom Juni 2012 einen weiteren institutionellen Integrationsschub für die Währungsunion vor. Dieser beinhaltet die Schaffung einer einheitlichen Banken-

Die Einrichtung einer einheitlichen Bankenaufsicht kann im Grundsatz eine sinnvolle Ergänzung der Währungsunion sein

aufsicht unter Einbeziehung der Europäischen Zentralbank (EZB). Die Beschlüsse des EU-Gipfels vom Oktober 2012 bestätigen diese Absicht und konkretisieren die Rolle der EZB als Aufsichtsbehörde. Die Errichtung eines einheitlichen Bankenaufsichtssystems ist gemäß Euro-Gruppe eine Voraussetzung für die Möglichkeit einer direkten Rekapitalisierung von Kreditinstituten durch den Europäischen Stabilisierungsmechanismus (European Stability Mechanism: ESM). Letzteres kann dazu beitragen, den Risikoverbund zwischen Banken und Heimatstaat zu vermindern. Die Einrichtung einer einheitlichen Bankenaufsicht, die in das weitergehende Vorhaben einer Bankenunion eingebettet ist, kann im Grundsatz eine sinnvolle Ergänzung der Währungsunion sein.

Langfristiges Emittentenrating

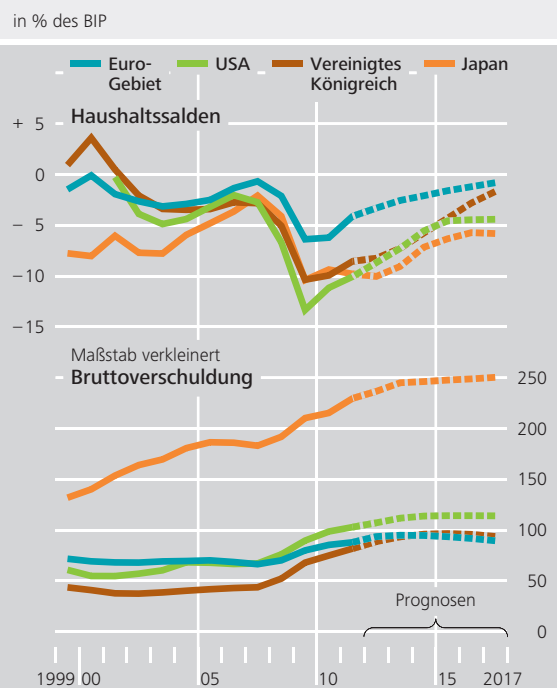
Schaubild 2.1



Quellen: Bloomberg und S&P.
 Deutsche Bundesbank

Lage der öffentlichen Haushalte

Schaubild 2.2

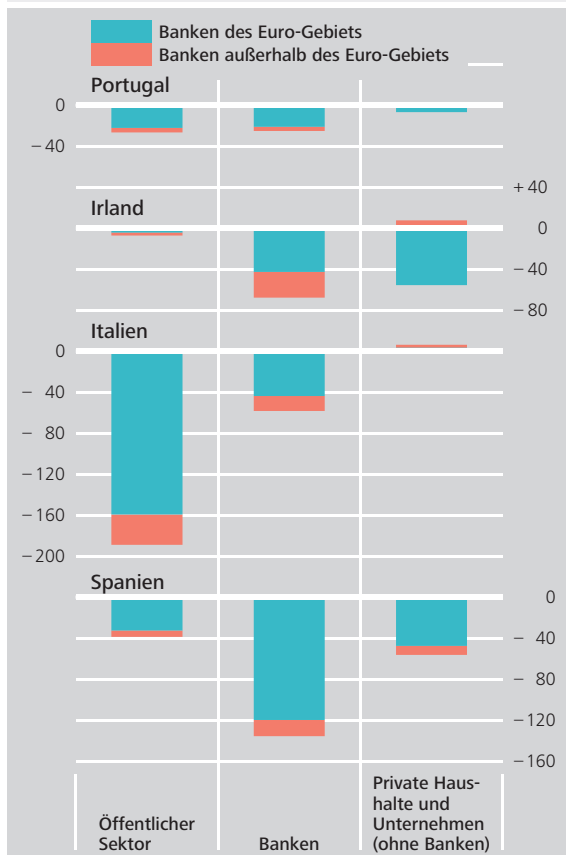


Quelle: IWF.
 Deutsche Bundesbank

Auslandsforderungen internationaler Banken^{*)} nach Sektoren

Schaubild 2.3

Veränderung Juni 2012 gegenüber Ende 2009 in Mrd €



Quelle: BIZ und eigene Berechnungen. * Basierend auf der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik (einschl. der Auslandsfilialen und -töchter) der an die BIZ berichtenden Länder.

Deutsche Bundesbank

Sie stellt aber ein in die Zukunft gerichtetes Projekt dar, das bilanzielle Altlasten nicht umfassen sollte. Eine kurzfristige Lösung für die Entkopplung von Staat und Banken kann sie nicht bringen.⁴⁾

Vertrauenskrise in der Europäischen Währungsunion

Im Sommer 2012 verschärfte sich die Anspannung an den italienischen und insbesondere an den spanischen Anleihemärkten, und die Staatsschuldenkrise weitete sich zu einer fundamenta-

len Vertrauenskrise aus. Dies zeigte sich in zusätzlichen Risikoprämien in den Anleiherenditen der besonders betroffenen Staaten. Ebenso wurden auf Unternehmensebene bilanzielle Strategien zur Vermeidung größerer ungedeckter Positionen in den als finanziell anfällig eingeschätzten Euro-Ländern eingesetzt. Hinzu kamen Sorgen über erhebliche Abzüge von Depositen aus den betroffenen Bankensystemen. Dies erwies sich allerdings – außer in Griechenland – als wenig belegbar. Dagegen führten die der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berichtenden international tätigen Banken ihre Ausleihungen an Schuldner in den Programmländern sowie in Spanien und in Italien seit dem Beginn der Staatsschuldenkrise um etwa ein Drittel zurück (siehe Schaubild 2.3). Spiegelbildlich zur Vertrauenskrise verzeichneten Deutschland und andere sogenannte Kernländer der Währungsunion Kapitalzuflüsse, die zu zeitweise negativen Renditen am kurzen Ende der Staatsanleihemärkte beitrugen.

Die Mitgliedstaaten des Euro-Gebiets reagierten über die neuen länderspezifischen Hilfsmaßnahmen hinaus mehrfach auf die Krise. Der verfügbare Rahmen für Finanzhilfen der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (European Financial Stability Facility: EFSF) beziehungsweise des ESM wurde auf effektiv insgesamt 700 Mrd € aufgestockt, und der ESM nahm im Oktober 2012 seine Arbeit auf. Außerdem wurde das erweiterte Instrumentarium der Hilfseinrichtungen auch operationell einsetzbar. Dies gilt beispielsweise für die Fähigkeit zur Umsetzung von Interventionen an den Staatsanleihemärkten.

Im Ergebnis hat sich die Last der Krisenbekämpfung dennoch weiter in Richtung der Zentralbanken verschoben. Bereits im Dezember 2011 und Februar 2012 bot das Eurosystem zwei dreijährige Refinanzierungsgeschäfte an, die mit einem Volu-

4 Eine Vergemeinschaftung von Altlasten stellt eine fiskalische Transferleistung dar und müsste offengelegt werden. Siehe hierzu auch den Kasten „Bankenunion: mittelfristig sinnvolle Ergänzung für Europa“ auf S. 84 f.

men von insgesamt über 1 000 Mrd € in Anspruch genommen wurden. Ebenso wurde der Zugang zu Zentralbankliquidität durch die Absenkung der Anforderungen an die notenbankfähigen Sicherheiten erweitert. Am 6. September 2012 beschloss der EZB-Rat mehrheitlich weitere umfangreiche Sondermaßnahmen. Unter der notwendigen Voraussetzung der mit einem Hilfsprogramm der EFSF beziehungsweise des ESM verbundenen strengen und wirksamen Konditionalität können quantitativ unbegrenzte Interventionen im kurzfristigen Segment der Staatsanleihemärkte erfolgen.

Die Last der Krisenbekämpfung hat sich weiter in Richtung der Zentralbanken verschoben.

Nach der Ankündigung dieser Maßnahme beruhigte sich die Kursentwicklung an den angespannten Märkten. Die damit künftig nochmals verstärkte Rolle des Eurosystems bei der Kriseneindämmung dürfte zu einem weiteren Risikotransfer von den Bilanzen des Privatsektors in die Bilanz des Eurosystems führen. Bereits heute sind die gestiegenen Markt- und Kreditrisiken aus den Wertpapierbeständen sowie die in den TARGET2-Salden der Notenbanken im Eurosystem gespiegelte, asymmetrische und im Krisenverlauf zunehmend risikobehaftete Liquiditätsbereitstellung Ausdruck dieser Funktionsausdehnung.⁵⁾ Dadurch werden ohne Befassung der nationalen Parlamente finanzielle Risiken zwischen den Steuerzahlern der Euro-Länder umverteilt. Zudem besteht die Gefahr, dass die ausgeweitete kurzfristige Krisenbekämpfung eine mittelfristig orientierte Geldpolitik letztendlich überfordert.⁶⁾

Euro-Länder zwischen Liquiditätsrisiken und Zweifeln an der Schuldentragfähigkeit

Im Falle Griechenlands zeigten sich die selbstverstärkenden Wechselwirkungen zwischen Liquiditätsrisiken und Marktzwifeln an der Schuldentragfähig-

keit besonders deutlich. Trotz der Umstrukturierung der von privaten Gläubigern gehaltenen Anleiheforderungen sowie des zweiten Unterstützungsprogramms wurden wichtige vereinbarte Zwischenmarken auf dem Weg zur Schuldentragfähigkeit des Landes nicht erreicht.

Von den Entwicklungen in Griechenland gehen grenz- und sektorübergreifende Belastungen und Ansteckungseffekte aus.⁷⁾ Dennoch gelang den beiden anderen Programmländern Irland und Portugal eine Abkopplung bei der Entwicklung ihrer Staatsanleiherenditen. Beide Länder sollen im Jahr 2013 einen Teil ihres Refinanzierungsbedarfs wieder am Kapitalmarkt decken und ab 2014 finanziell ohne Unterstützung auskommen. Irland setzte vor dem Hintergrund kräftig fallender Staatsanleiherenditen durch den Tausch von Anleihen und durch Neuemissionen seit Anfang 2012 Papiere im Umfang von 9,8 Mrd € ab. In den kommenden Jahren stellt die Anschlussfinanzierung der von der öffentlichen Hand eingesetzten hohen Beträge für die Bankenrettung eine besondere Herausforderung dar. Portugal kehrte Anfang Oktober mit einem Anleihetausch in den kurzfristigen Bereich der Kapitalmärkte zurück. Obwohl auch die Renditen für portugiesische Staatsanleihen seit ihren Höchstständen Anfang 2012 deutlich gefallen sind, liegen sie im längerfristigen Laufzeitbereich noch auf einem vergleichsweise hohen Niveau (siehe Schaubild 2.4).

Von Griechenland gehen grenz- und sektorübergreifende Belastungen und Ansteckungseffekte aus.

Spanien und Italien konnten in einem schwierigen und volatilen Marktumfeld ihren Refinanzierungsbe-

5 Vgl. zum Zusammenhang von außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen und der Ausweitung der TARGET2-Salden: Deutsche Bundesbank (2012), S. 17 ff.

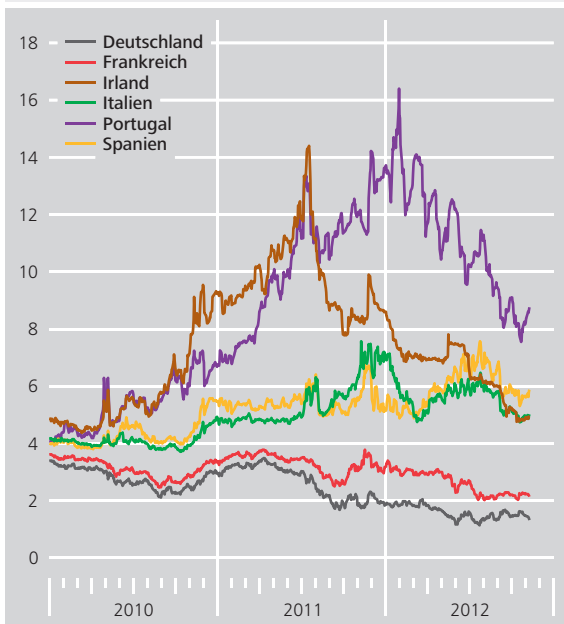
6 Vgl.: Bank for International Settlements (2012), S. 34 ff.

7 Vgl.: M. Mink und J. de Haan (2012).

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen

Schaubild 2.4

% p.a., Tageswerte

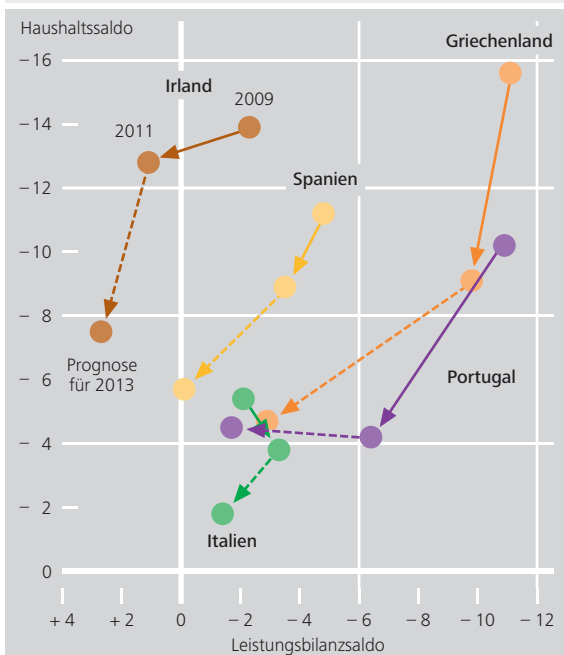


Quelle: Thomson Reuters.
 Deutsche Bundesbank

Korrektur der Zwillingsdefizite

Schaubild 2.5

in % des BIP



Quelle: IWF.
 Deutsche Bundesbank

darf decken, mussten dabei jedoch zeitweise deutlich höhere Risikoprämien in Kauf nehmen. An den Anleihemärkten traten an die Stelle ausländischer Anleger inländische Investoren und vorübergehend das Eurosystem im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme: SMP), das im September 2012 eingestellt wurde. Auch in den Jahren 2013 und 2014 müssen von beiden Ländern in erheblichem Umfang Mittel prolongiert und neu aufgenommen werden. Das jährliche Gesamtvolumen veranschlagt der IWF auf jeweils über 20% des BIP.⁸⁾

Strukturreformen als Weg aus der Krise

Um Markt Zweifel an der langfristigen Schulden-tragfähigkeit nachhaltig zu zerstreuen, sind die sogenannten Zwillingsdefizite – also gleichzeitige Defizite im öffentlichen Haushalt und in der Leistungsbilanz – zu korrigieren (siehe Schaubild 2.5). Hierzu sind Reformen zur Steigerung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit wichtig. Inzwischen haben die Programmländer sowie Spanien und Italien zum Teil spürbare Fortschritte auf diesen Gebieten gemacht.

Fortschritte beim Abbau gesamtwirtschaftlicher Ungleichgewichte

Die Leistungsbilanzdefizite Griechenlands, Irlands, Portugals und Spaniens haben sich seit ihren Höchstständen im Jahr 2008 verringert. Irland erreichte bereits im Jahr 2010 wieder einen Leistungsbilanzüberschuss. Allerdings dürfte die Rückbildung der Leistungsbilanzfehlbeträge bislang nur teilweise auf strukturelle Reformen zurückgehen und auch durch die wirtschaftliche Kontraktion in diesen Ländern

⁸ Vgl.: International Monetary Fund (2012b), S. 29.

mit bedingt sein. Italiens Leistungsbilanz hat sich dagegen seit dem Jahr 2008 verschlechtert, wobei das Defizit jedoch vergleichsweise gering ist.

Die betroffenen Länder beschlossen teilweise umfangreiche fiskalische Konsolidierungsmaßnahmen. Sie konnten infolgedessen ihre Haushaltsdefizite von den Höchstständen im Jahr 2009 zurückführen. Aufgrund der fiskalischen Folgen des schwierigen konjunkturellen Umfelds sind die bereits erreichten strukturellen Anpassungen in

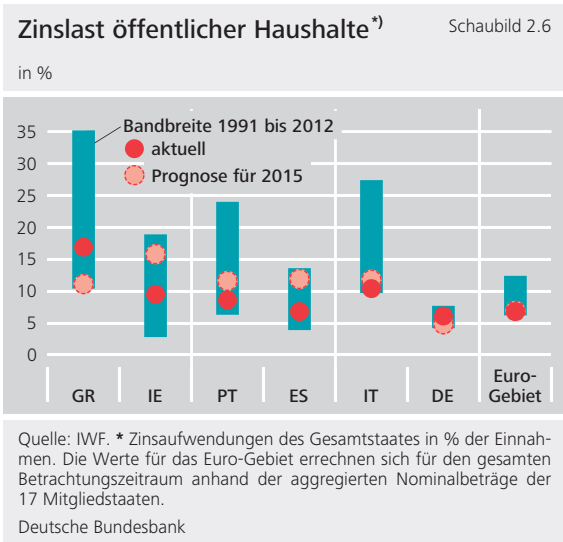
Die Krisenländer konnten ihre Haushaltsdefizite von den Höchstständen im Jahr 2009 zurückführen.

den Staatshaushalten nicht vollständig zu erkennen. Trotz der Fortschritte besteht der Anpassungsbedarf in den öffentlichen Haushalten fort, dessen Ausmaß von Land

zu Land verschieden ist. Gemessen am Primärsaldo sind die Herausforderungen für Irland besonders groß.⁹⁾ Auch werden die Schuldenstände in den kommenden Jahren weiter anwachsen. Trotz erster Konsolidierungserfolge bleiben die Staatsfinanzen der Krisenländer anfällig für negative Schocks bezüglich der Entwicklung ihrer Primärsalden, der von den Marktteilnehmern erwarteten Wachstumsraten, des Stützungsbedarfs für ihre Finanzsektoren sowie der auf die Staatsschulden zu zahlenden Zinsen. Die lange Durchschnittslaufzeit der Staatsschulden begrenzt gegenwärtig jedoch die Gefahr, dass temporär höhere Zinsen an den Primärmärkten die Schuldentragfähigkeit nachhaltig beeinträchtigen (siehe Schaubild 2.6).

Am Reformkurs festhalten

Die von der europäischen Staatsschuldenkrise besonders betroffenen Länder stehen vor der Herausforderung, in einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld ihre Schritte zur Gesundung der Staatsfinanzen und zur Restrukturierung ihrer Bankensek-



toren fortzuführen. Reformen zur Förderung des Wachstumspotenzials und zur Sicherung positiver fiskalischer Primärsalden stellen bedeutende Hebel dar, um Zweifel der Märkte an der langfristigen Schuldentragfähigkeit zu beseitigen und damit den dauerhaften Kapitalmarktzugang von Staat und ansässigen Banken wiederherzustellen. Sowohl die Programmländer als auch Italien und Spanien haben wichtige Reformen auf den Weg gebracht.¹⁰⁾

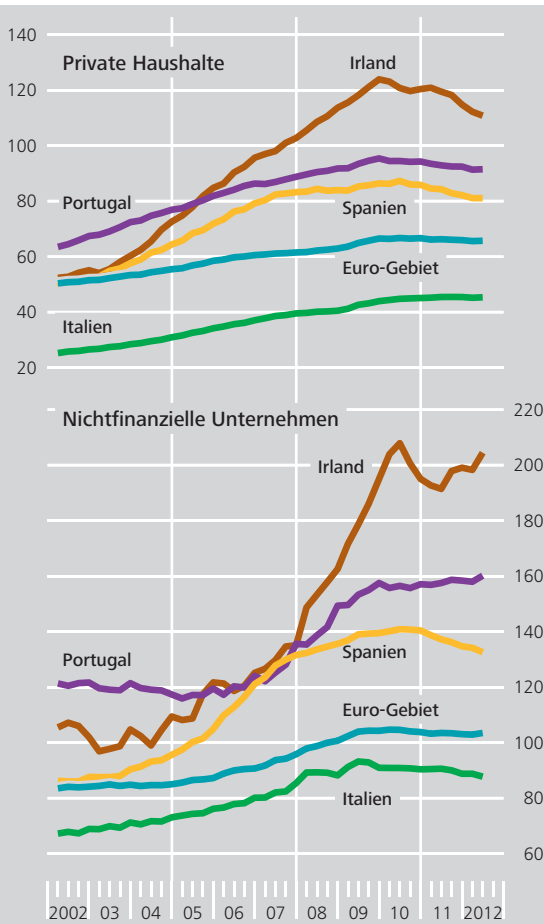
Nun kommt es darauf an, am Reformkurs festzuhalten, auch bei schwieriger Konjunkturlage. Hierbei können die Überwachung und die Begleitung des Anpassungsprozesses im Rahmen der länderspezifisch ausgehandelten Hilfsprogramme und der neuen Fiskalregeln für die Mitgliedstaaten der Währungsunion zusätzliche Glaubwürdigkeit verleihen. Dies gilt ebenso für die Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewich-

Nun kommt es darauf an, am Reformkurs festzuhalten, auch bei schwieriger Konjunkturlage.

⁹ Vgl.: European Commission (2012), S. 16.
¹⁰ Die OECD berichtet regelmäßig über Strukturreformen und zeigt weitere Verbesserungsmöglichkeiten auf. Vgl.: Organisation for Economic Co-operation and Development (2012).

Verschuldung des Privatsektors Schaubild 2.7

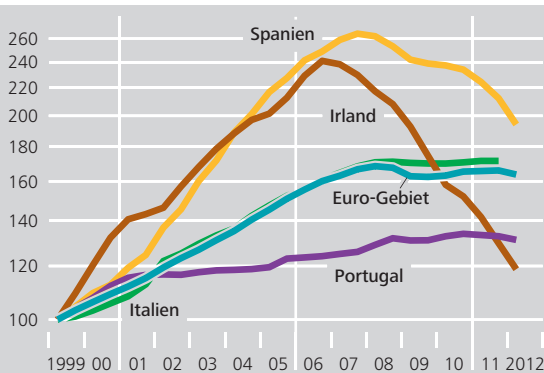
in % des BIP



Quelle: EZB.
 Deutsche Bundesbank

Wohnimmobilienpreise Schaubild 2.8

1. Hj. 1999 = 100, halbjährlich, log. Maßstab



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

te. Stabile, geordnete öffentliche Finanzen sind eine Voraussetzung für Wachstum. Die Erfahrungen der skandinavischen Länder in den neunziger Jahren zeigen, dass umfangreiche Strukturreformen, die den Bankensektor einschließen, aus der Krise herausführen, auch wenn sie mit vorübergehenden Wachstumseinbußen verbunden sind.¹¹⁾

Private Verschuldung belastet Banken

Die Volkswirtschaft und das Finanzsystem stehen in denjenigen Ländern vor besonders großen Herausforderungen, in denen neben dem Staat auch der Privatsektor hohe Verbindlichkeiten aufweist. Eine hohe Verschuldung macht zum einen den nicht-finanziellen Privatsektor verwundbar. Zum anderen sehen sich die kreditgewährenden Banken spiegelbildlich entsprechenden Risiken gegenüber, welche ihre durch die Staatsschuldenkrise ohnehin belastete wirtschaftliche Lage zusätzlich erschweren. So erreichten die Schuldenquoten von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen in Irland, Portugal und Spanien historisch hohe Werte. Aus Sicht der Banken ist ein Szenario, bei dem sich gleichzeitig die Qualität von Kreditsicherheiten und Kreditnehmern verschlechtert, besonders bedrohlich. Dies ist bei der Korrektur kreditgetriebener Immobilienpreisblasen in einem rezessiven Umfeld der Fall.

Privathaushalte haben mit Abbau der Verbindlichkeiten begonnen

Der Schuldenabbau der Privathaushalte hat in Irland, Portugal und Spanien zwar begonnen, allerdings sind die Schuldenstände noch immer beträchtlich

¹¹ Vgl. zur Notwendigkeit einer schnellen und umfassenden Bereinigung der Bankbilanzen: C. Borio, B. Vale und G. von Peter (2010).

(siehe Schaubild 2.7). Die Verbindlichkeiten betragen in Portugal im zweiten Quartal 2012 123 % und in Spanien 125 % des verfügbaren Einkommens, in Irland sogar 199 %. Im Unterschied dazu lag die Verschuldung der Haushalte im Euro-Gebiet zum Betrachtungszeitpunkt im Durchschnitt bei rund 99 % des verfügbaren Einkommens. Die nur langsame Rückführung ist auch auf die mit den Wachstumseinbußen in diesen Ländern einhergehenden Einkommensverluste zurückzuführen. Von konjunktureller Seite ist hier keine baldige Entlastung zu erwarten.

Die beim Immobilienerwerb aufgenommenen Schulden machen den größten Teil der Verbindlichkeiten

Die Bonität von Privathaushalten wird in erheblichem Maße von Entwicklungen auf dem Wohnimmobilienmarkt beeinflusst.

von Privathaushalten aus. Daher wird ihre Bonität in erheblichem Maße von Entwicklungen auf dem Wohnimmobilienmarkt beeinflusst. Zugleich ist die Preisentwicklung

entscheidend für die Werthaltigkeit der gewährten Kreditsicherheit.

In Irland und Spanien waren die Immobilienpreise während des Booms stark angestiegen (siehe Schaubild 2.8). Seit ihren Höchstständen sind sie inzwischen deutlich zurückgegangen: in Irland um 50 % und in Spanien um gut 25 %. Die Entwicklung des Preis-Miet- und des Preis-Einkommens-Verhältnisses (Price-to-Rent und Price-to-Income Ratio) gibt Hinweise darauf, ob weitere Korrekturen zu erwarten sind. Während diese Indikatoren in Irland bereits wieder unter den langjährigen Durchschnitt gefallen sind, deuten sie in Spanien auf ein weiteres Korrekturpotenzial hin. Dort sind zwar beide Kennziffern spürbar gesunken, sie liegen aber noch etwa ein Viertel über ihrem langjährigen Durchschnitt.

Unternehmen haben Verbindlichkeiten bisher kaum zurückgeführt

Auch im nichtfinanziellen Unternehmenssektor war es seit Beginn der Währungsunion zu einem teils außerordentlichen Anstieg der Verschuldung gekommen. Die Bauwirtschaft in Spanien und Irland hatte sich im Zuge des Immobilienbooms hoch verschuldet. Nach dem Platzen der Blase, aber auch durch die Rezession, waren drastische Geschäftseinbußen zu verkräften, die sich negativ auf die Kreditqualität auswirkten. Angesichts der schwierigen Wirtschaftslage ist es den Unternehmen bisher nicht gelungen, ihren Schuldenstand nachhaltig zu reduzieren (siehe Schaubild 2.7). In Irland war dieser im zweiten Quartal 2012 fast doppelt so hoch wie der Durchschnittswert für das Euro-Gebiet von rund 104 % des BIP.¹²⁾ Auch in Portugal und Spanien sind die Unternehmen durch überdurchschnittliche Schuldenstände belastet. Wie bei den privaten Haushalten dürfte der bilanzielle Bereinigungsprozess noch am Anfang stehen, was über steigende Kreditausfälle Rückwirkungen auf die Banken haben könnte.

Banken der europäischen Krisenländer unter Anpassungsdruck

Die Krise zeigt den engen Risikoverbund zwischen Banken und ihren Heimatstaaten. Sowohl bei der Solvenzeinschätzung als auch bei der Liquidität

Auf die Herabstufung des staatlichen Emittentenratings folgt in der Regel die Bonitätsabsenkung der ansässigen Banken.

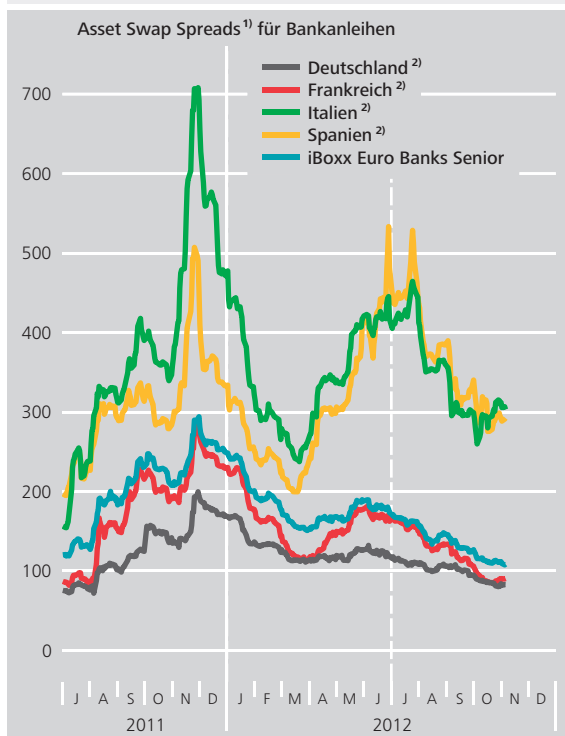
lagesituation besteht eine enge wechselseitige Beziehung mit hohem Ansteckungspotenzial. Dies drückt sich in der Korrelation von Risikoprämien zwischen Ban-

¹² Der Wert für Irland ist durch die Finanzierungsaktivitäten großer internationaler Unternehmen maßgeblich beeinflusst.

Risikoaufschläge vorrangiger unbesicherter Bankanleihen

Schaubild 2.9

Basispunkte, Tageswerte



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters und eigene Berechnungen.
1 Ein Asset Swap Spread stellt einen Aufschlag auf einen variablen Geldmarktzins dar. Die Summe aus Asset Swap Spread und variablem Geldmarktzins ergibt den variablen Zahlungsstrom, den der Investor einer Festzinsanleihe im Rahmen eines Swap-Geschäfts im Austausch gegen den fixen Zinszahlungsstrom aus der Festzinsanleihe erhält. Die Höhe des Aufschlags ist abhängig vom Adressenausfallrisiko des Anleiheemittenten. **2** Asset Swap Spreads der im iBoxx Euro Banks Senior enthaltenen Anleihen gewichtet mit Nominalbeträgen.

Deutsche Bundesbank

ken und Staaten, aber auch in Ratingherabstufungen aus. Hier folgt in der Regel auf die Herabstufung des staatlichen Emittentenratings die Bonitätsabsenkung der wichtigsten dort ansässigen Banken. Bisher gelang es nicht, diesen Risikoverbund aufzulösen. Im Gegenteil: Die durch die Dreijahrestender des Eurosystems zur Verfügung gestellte Liquidität führte in Spanien und Italien vorübergehend zu beträchtlichen Nettokäufen heimischer Staatsanleihen durch dort ansässige Kreditinstitute. Dies belastet wiederum deren Zugang zu den Finanzmärkten.

Bankenrefinanzierung weiterhin gestört

Der Interbankengeldmarkt im Euro-Gebiet ist in seiner Funktionsfähigkeit weiterhin stark beeinträchtigt. Die Banken in den Programmländern haben den Zugang zu internationalen Investoren nahezu vollständig verloren. Auch die Risikoaufschläge vorrangiger unbesicherter Anleihen spanischer und italienischer Banken stiegen ab April 2012 wieder deutlich an (siehe Schaubild 2.9). Erst nach der Ankündigung der neuen, weitreichenden Maßnahmen des Eurosystems kam es im zweiten Halbjahr zu einer Entspannung bei den Finanzierungsbedingungen.

Der nur kurzfristige Einfluss der Dreijahrestender auf die Kapitalmärkte zeigt die Grenzen von Notenbankmaßnahmen auf. Dies dämpft auch Erwartungen an die nachhaltige Wirkung möglicher neuer Interventionen. So konnten im zweiten und dritten Quartal 2012

Der nur kurzfristige Einfluss der Dreijahrestender auf die Kapitalmärkte zeigt die Grenzen von Notenbankmaßnahmen auf.

Bankschuldtitel nur in erheblich geringerem Umfang am Markt untergebracht werden als noch zu Jahresbeginn (siehe Schaubild 2.10). Zwar dürfte dies bei einigen Instituten zu einem Teil auf einen planmäßigen Abbau von Aktiva zurückzuführen sein, etwa um die Eigenkapitalquoten weiter zu stärken. Zudem haben die Dreijahrestender akuten Refinanzierungsstress abgemildert, indem sie zur Ablösung fällig werdender Bankschuldtitel verwendet wurden. Gleichzeitig spielte aber auch eine Rolle, dass viele institutionelle Investoren ihre Benchmarks angepasst haben und ihre Käufe von (Bank-)Anleihen der Krisenländer zurückführten oder gar einstellten. Der fortgesetzte Ratingdruck auf viele europäische Banken könnte diese Entwicklung weiter verstärken, zum Beispiel wenn Investoren im Hinblick auf das mögliche Errei-

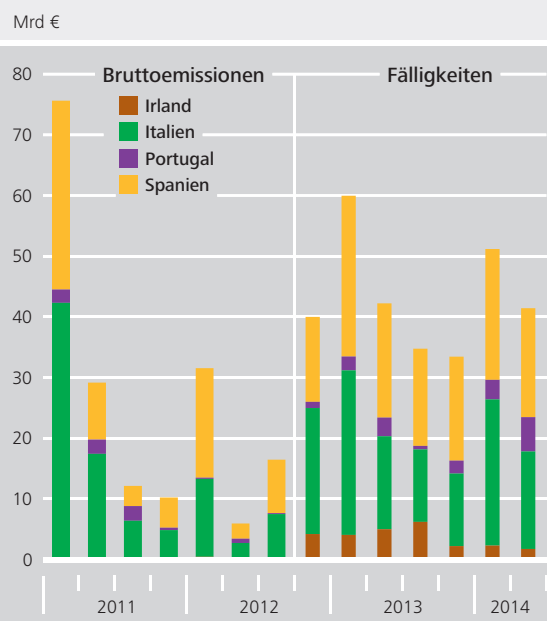
chen bestimmter Schwellen bei kurz- oder langfristigen Ratings weitere Engagements auflösen.

Insgesamt dürften die Refinanzierungsrisiken in den Bankensystemen der Krisenländer damit beträchtlich bleiben, zumal in Spanien und Italien bereits im ersten Quartal 2013 sehr hohe Fälligkeiten zu bedienen sind.

Maßnahmen zur Stärkung der Bankensolvenz

Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) reagierte auf die Neueinschätzung des Kreditrisikos von Staaten. Im Dezember 2011 verpflichtete sie 71 große Banken des Europäischen Wirtschaftsraums, bis Ende Juni 2012 eine Tier-1-Eigenkapitalquote von 9% nach Berücksichtigung eines zusätzlichen Risikopuffers für ihre Staatsanleihebestände vorzuhalten. Aus dieser Vorgabe ergab sich – nach Ausschluss der griechischen Banken und von vier anderen Instituten, die öffentlichen Restrukturierungsvorhaben unterliegen – bei 27 Banken eine Eigenkapitallücke von insgesamt 76 Mrd €. Davon entfielen 47 Mrd € auf Institute in Italien, Portugal und Spanien, was wesentlich auf ihre hohen Bestände an Staatsanleihen zurückzuführen war. Inzwischen haben die 27 betroffenen Banken ihr Eigenkapital durch direkte Maßnahmen um über 83 Mrd € aufgestockt. Hinzu kommt nach Angaben der EBA eine Stärkung der Eigenkapitalbasis von 32,5 Mrd €, die auf dem Abbau von Risikoaktiva beruht. Alle 12 teilnehmenden deutschen Institute haben die strengen Vorgaben der EBA erreicht und übererfüllt. Dagegen mussten drei portugiesische Banken sowie ein slowenisches und ein größeres italienisches Institut auf öffentliche Rekapitalisierungsfazilitäten zurückgreifen. Hinzu kommt, dass für das spanische und das zypriotische Bankensystem vertiefte Analysen durch externe Experten unternommen wurden, um ihren Rekapitalisierungsbedarf insgesamt zu quantifizieren.

Bruttoemissionen und Fälligkeiten von Bankschuldtiteln^{*)} Schaubild 2.10



Quelle: Dealogic. * Nicht enthalten sind Schuldtitel von Instituten mit öffentlichem Auftrag und von supranationalen Institutionen, unterjährige Emissionen sowie einbehaltene Schuldtitel.
 Deutsche Bundesbank

Bilanzbereinigungen unvermeidlich

In allen Krisenländern steigt der Umfang der notleidenden Kredite weiter an (siehe Schaubild 2.11).¹³⁾

Eine ergebniswirksame Bilanzbereinigung und gegebenenfalls Restrukturierung erscheint unvermeidbar. Zwar befindet sich der europäische Bankensektor insgesamt in einem

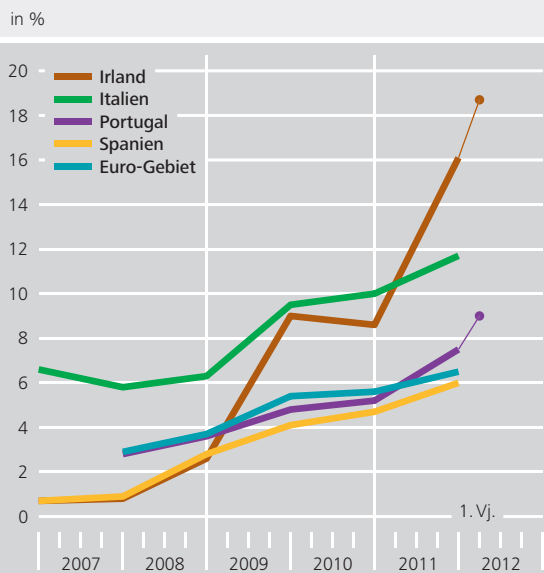
Eine ergebniswirksame Bilanzbereinigung und gegebenenfalls Restrukturierung erscheint unvermeidbar.

Prozess der Rückführung risikobehafteter Bilanzpositionen.¹⁴⁾ Der diesbezügliche Anpassungsdruck dürfte jedoch in Irland, Spanien und Zypern überdurchschnittlich sein sowie in geringerem Maße

¹³ Zur eingeschränkten Vergleichbarkeit nationaler Angaben zu notleidenden Krediten vgl.: Deutsche Bundesbank (2006), S. 112 f.

¹⁴ Vgl.: International Monetary Fund (2012c), S. 31 f.

Anteil notleidender Kredite an den Gesamtkrediten^{*)} Schaubild 2.11

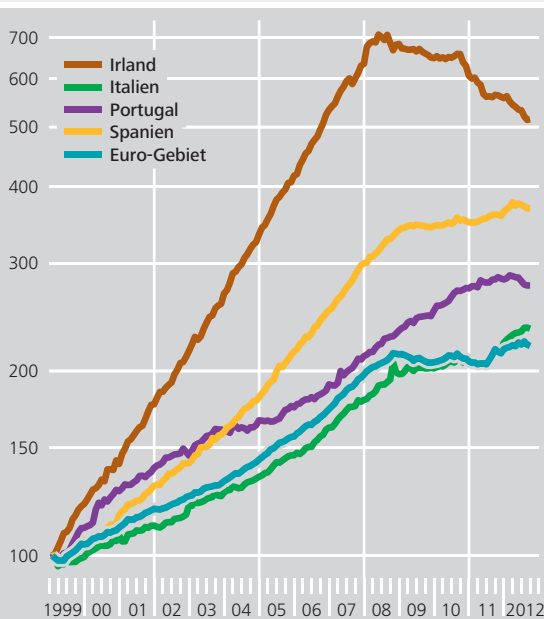


Quellen: IWF, EZB und eigene Berechnungen. * Umfang notleidender Kredite vor Abzug bereits getroffener Kreditvorsorge. Eingeschränkte Vergleichbarkeit der Angaben infolge unterschiedlicher nationaler Abgrenzungen und Regelungen sowie aufgrund statistischer Brüche innerhalb der Länderzeitreihen.

Deutsche Bundesbank

Bilanzsummen Monetärer Finanzinstitute Schaubild 2.12

Januar 1999 = 100, saisonbereinigt, monatlich, log. Maßstab



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

auch in Portugal. Die Absenkung der im Vorfeld der Krise teilweise stark angewachsenen Bilanzsummen (siehe Schaubild 2.12) ist am deutlichsten in Irland sichtbar. Das Land hatte angesichts der außerordentlichen Probleme seines Bankensektors frühzeitig eine unabhängige Bewertung der Risikoaktiva durchgeführt und den als hochproblematisch eingeschätzten Anteil mit deutlichen Abschlägen auf eine Abwicklungsanstalt übertragen. Zudem werden vormals bedeutende Institute abgewickelt.

Spanien hat im Verlauf dieses Jahres neue Maßnahmen zur Bewältigung der Folgen des kreditgetriebenen Immobilienbooms eingeleitet. So wurden wichtige Schritte zur Herstellung der Transparenz über die Werthaltigkeit der Aktiva unternommen, insbesondere im Sparkassensektor. Darauf aufbauend ist die Übertragung von Problemaktiva auf eine Abwicklungsanstalt vorgesehen. Die Umsetzung eines sektorspezifischen Anpassungsprogramms verbunden mit finanziellen Hilfen der EFSF beziehungsweise des ESM könnte ein wichtiger Schritt zur Wiedergewinnung des Vertrauens in das spanische Bankensystem sowie zur Sicherstellung von dessen Funktionstüchtigkeit sein.

Die Banken der als finanziell anfällig eingeschätzten Länder durchlaufen einen tiefgreifenden Anpassungsprozess. Er wird die Rückführung von Risiken sowohl gegenüber dem eigenen Staat als auch, in unterschiedlichem Ausmaß, gegenüber dem Privatsektor umfassen müssen. Dieser Prozess sollte, soweit erforderlich, die Abschreibung oder Ausgliederung von Problemaktiva beinhalten, um Spielräume für neues Kreditgeschäft zu schaffen. Im aktuellen Umfeld ist davon auszugehen, dass in den Bankensektoren mit ausgeprägtem Bereinigungsbedarf das Neukreditgeschäft beeinträchtigt ist.¹⁵⁾ Gleichzeitig scheint die schwache Kreditexpansion in den Krisenländern bislang aber auch auf einer geringen Nachfrage nach Krediten zu beruhen.

¹⁵ Vgl.: S. Holton und F. McCann (2012).

**Bilanzielle Forderungen des deutschen Bankensystems^{*)}
 gegenüber ausgewählten Ländern**

Tabelle 2.1

Mrd €, Stand: Juni 2012 und Veränderung gegenüber Juni 2011

Land	Kreditnehmer									
	Öffentliche Haushalte		Banken und Geldmarktfonds		Sonstiger Finanzsektor		Unternehmen / Privatpersonen		Gesamt	
		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Veränderung
Belgien	8,1	- 0,6	11,4	- 4,1	1,1	- 0,7	7,0	+ 0,6	27,6	- 4,7
Frankreich	21,1	- 2,7	47,9	- 1,9	8,9	+ 1,1	35,3	+ 1,9	113,2	- 1,6
Griechenland	0,2	- 8,6	0,2	- 0,5	0,1	- 0,4	9,6	+ 0,4	10,2	- 9,0
Irland	3,6	- 2,2	1,6	- 2,4	21,3	- 5,3	5,0	- 0,6	31,6	- 10,5
Italien	38,0	- 4,3	43,9	- 10,5	5,7	+ 0,7	15,8	- 0,3	103,4	- 14,3
Portugal	4,7	- 1,5	3,4	- 3,9	0,8	- 0,4	6,1	- 0,1	14,9	- 6,0
Spanien	20,8	- 1,8	35,5	- 11,9	15,9	- 4,4	27,0	- 2,2	99,2	- 20,3
USA	84,7	+ 4,8	22,5	- 3,8	179,4	+ 9,9	114,0	+ 6,6	400,6	+ 17,5

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

Deutsche Bundesbank

Deutsches Finanzsystem mit hohen Forderungen gegenüber Italien und Spanien

Die deutschen Banken haben ihre bilanziellen Forderungen gegenüber den Programmländern weiter abgebaut (siehe Tabelle 2.1). Dabei sind für Griechenland die Auswirkungen des Schuldenschnitts im Frühjahr 2012 zu berücksichtigen. Im Ergebnis bestehen praktisch keine direkten Forderungen von deutschen Banken an den griechischen Staat mehr. Die Kredite an griechische Schuldner konzentrieren sich im Wesentlichen auf den privaten nichtfinanziellen Sektor. Die deutschen Banken setzten zudem den Abbau ihrer verhältnismäßig geringen Bestände an irischen und portugiesischen Staatsanleihen fort. Die Forderungen und die potenziellen Risiken gegenüber Schuldern in diesen beiden Programmländern sind mit insgesamt 46,5 Mrd € überschaubar.

Wesentlich umfangreicher sind dagegen die finanziellen Beziehungen zu Italien und Spanien. Die Forderungen der Banken an Schuldner in diesen Staaten betragen Mitte 2012 insgesamt 202,6 Mrd € und damit 34,6 Mrd € weniger als ein Jahr zuvor. Deutlich reduziert wurden die Forderungen gegenüber Banken in diesen Ländern, während die Engagements gegenüber Unternehmen und Privatpersonen nur wenig zurückgingen. Im Ergebnis sind deutsche Kreditinstitute weiterhin stark in Italien und Spanien investiert. Dass die deutschen Versicherer ebenfalls über beträchtliche Anlagen in diesen beiden Staaten verfügen, vervollständigt das Bild umfangreicher finanzieller Beziehungen mit diesen Ländern. Eine Verschärfung der Staatsschul-

Eine Verschärfung der Staatsschuldenkrise würde das deutsche Finanzsystem in Mitleidenschaft ziehen.

denkrise würde daher das deutsche Finanzsystem in Mitleidenschaft ziehen.

■ Quellenverzeichnis

Argyrou, M. G. und G. Kontonikas (2012), The EMU Sovereign Debt Crisis: Fundamentals, Expectations and Contagion, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol 22, No 4, Oktober 2012.

Bank for International Settlements (2012), *Annual Report 2011/2012*, Juni 2012.

Borio, C., B. Vale und G. von Peter (2010), Resolving the Financial Crisis: Are We Heeding the Lessons from the Nordics?, *BIS Working Paper No 311*, Juni 2010.

Cecchetti, S., M. Mohanty und F. Zampolli (2011), The Real Effects of Debt, *BIS Working Paper No 352*, September 2011.

Deutsche Bundesbank (2006), *Finanzstabilitätsbericht 2006*, November 2006.

Deutsche Bundesbank (2012), *Monatsbericht*, Oktober 2012.

European Commission (2012), *Report on Public Finances in EMU 2012*, *European Economy* 4/2012, Juli 2012.

Holton, S. und F. McCann (2012), Irish SME Credit Supply and Demand: Comparisons across Surveys and Countries, *Central Bank of Ireland Economic Letter Series Vol 2012, No 8*, August 2012.

International Monetary Fund (2012a), *Global Financial Stability Report*, April 2012.

International Monetary Fund (2012b), *Fiscal Monitor*, Oktober 2012.

International Monetary Fund (2012c), *Global Financial Stability Report*, Oktober 2012.

Mink, M. und J. de Haan (2012), Contagion during the Greek Sovereign Debt Crisis, *DNB Working Paper No 335*, Februar 2012.

Organisation for Economic Co-operation and Development (2012), *Economic Policy Reforms – Going for Growth 2012*, Februar 2012.

Das deutsche Bankensystem fünf Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise

Die Finanz- und Schuldenkrise hat weitreichende Veränderungen im deutschen Finanzsystem ausgelöst. In der ersten Phase von Mitte 2007 bis Ende 2009 senkten die großen, international tätigen deutschen Banken ihren Verschuldungsgrad, indem sie die Bilanzsumme reduzierten und das Eigenkapital erhöhten. Zudem verringerten sie ihre Abhängigkeit von der US-Dollar-Finanzierung.

Seit dem Ausbruch der Staatsschuldenkrise im Frühjahr 2010 hat die Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken die Forderungen gegenüber Schuldern aus Griechenland, Spanien, Portugal und Italien deutlich reduziert. Eine generelle Strategie im deutschen Bankensystem zur Abkehr von einem international ausgerichteten Geschäftsmodell ist jedoch nicht zu erkennen. Die gesamten Auslandsforderungen der Gruppe der großen, international tätigen deutschen Banken sind vom Frühjahr 2010 bis Mitte 2012 nur moderat um 1,2% gefallen.

Die Risikotragfähigkeit des deutschen Bankensystems ist heute deutlich höher als vor dem Ausbruch der Finanz- und Staatsschuldenkrise. Das Kernkapital der Gruppe der großen, international tätigen deutschen Banken ist vom Frühjahr 2008 bis zum dritten Quartal 2012 von 8,3% auf 13,6% der risikogewichteten Aktiva gestiegen.

Die Erhöhung der Risikotragfähigkeit ist angesichts der Risikolage aber auch notwendig. Zudem wird die Ertragslage der deutschen Banken durch mehrere strukturelle Entwicklungen unter Druck geraten, zum Beispiel durch hohen Wettbewerb auf einzelnen Inlandsmärkten, durch den Trend zur verstärkten Unternehmensfinanzierung über Kapitalmärkte vorbei an den Banken und durch notwendige regulatorische Maßnahmen.

Erste Phase der Anpassung: Korrektur vorangegangener Übertreibungen

Die internationale Finanzkrise begann im zweiten Halbjahr 2007 mit einem Preiseinbruch auf dem amerikanischen Immobilienmarkt. Sie erreichte ihren Höhepunkt in der Folge des Zusammenbruchs der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008.

Im Vorfeld der Finanzkrise hatte sich eine Reihe von Übertreibungen im Finanzsystem ausgebreitet. Die stark wachsenden Verbriefungsmärkte spielten dabei eine wichtige Rolle. Viele Finanzinstitute, auch in Deutschland, setzten einen großen Verschuldungshebel ein und machten sich von kurzfristiger Refinanzierung abhängig. Damit stieg im internationalen Finanzsystem zugleich der Grad an Verflechtung und Komplexität.

Deleveraging und rückläufige Verflechtung

In der ersten Phase der Anpassung an die Finanzkrise von Mitte 2007 bis Ende 2009 korrigierten die großen, international tätigen deutschen Banken vorangegangene Übertreibungen. Sie senkten zunächst ihren Verschuldungsgrad (Deleveraging), indem sie zum einen die Bilanzsumme reduzierten und zum anderen das Eigenkapital erhöhten.

Dabei gingen die Verflechtungen innerhalb des Bankensystems zurück. Ein gegenseitiges Misstrauen unter den Marktteilnehmern bewirkte in dieser Phase, dass der Interbankenmarkt austrocknete. Dies zeigte sich in den Bilanzen von 12 großen, international tätigen deutschen Banken,¹⁾ die keine Auslagerungen von risikobehafteten Positionen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben, durch sinkende Interbankenforderungen und -verbindlichkeiten (siehe Tabelle 3.1). So gingen die Forderun-

gen und Verbindlichkeiten gegenüber Banken von Mitte 2007 bis Ende 2009 um über 35 % zurück und somit weitaus stärker als die Bilanzsumme (13 %).²⁾ Die Forderungen der betrachteten Institute gegenüber Nichtbanken nahmen hingegen weniger stark ab, und zwar um knapp 15 %. Dabei sanken inländische Forderungen um rund 5 % und Auslandsforderungen sogar um etwa 25 %. Im gleichen Zeitraum stieg das bilanzielle Eigenkapital um gut 26 %. Ausschlaggebend hierfür waren jedoch vor allem staatliche Eigenkapitalhilfen.

Kreditvergabe an Realwirtschaft blieb stabil

Der leichte Rückgang bei den Forderungen der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Kreditinstitute an inländische Nichtbanken war indes kein Ausdruck einer Kreditklemme. Vielmehr lässt sich die Abschwächung der Kreditvergabe insbesondere auf die schwache realwirtschaftliche Entwicklung zurückführen. So sank der Finanzierungsbedarf des exportorientierten verarbeitenden Gewerbes infolge des konjunkturellen Einbruchs im Jahr 2009.³⁾ Die Kreditvergabe derjenigen Bankengruppen, die von der globalen Finanzkrise weniger stark getroffen wurden, blieb zudem stabil. Bei den Sparkassen und Kreditgenossenschaften stiegen die Buchkredite an Nichtban-

¹ Die Gruppe der großen, international tätigen deutschen Banken umfasste im Finanzstabilitätsbericht des Jahres 2010 noch 15 Kreditinstitute. Für die Analyse im Bericht von 2011 wurden zwei Institute nicht länger berücksichtigt, die Auslagerungen von risikobehafteten Positionen an Abwicklungsanstalten vorgenommen hatten. Im Berichtszeitraum des vorliegenden Berichts wurde eine Bank von einem anderen Gruppenmitglied übernommen. Damit umfasst die Gruppe nunmehr noch 12 Kreditinstitute, die Mitte 2012 etwa 60 % der Bilanzsumme aller deutschen Banken ausmachten.

² Bilanzierung nach HGB. Der Anstieg der übrigen Aktiva und Passiva beruht in erster Linie auf volatilitätsgetriebenen Wertveränderungen von derivativen Finanzinstrumenten. Diese wurden von einigen Kreditinstituten auch in HGB-Jahresabschlüssen schon vor dem Inkrafttreten des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes im Jahr 2010 zum Zeitwert bilanziert. Gegenläufige Geschäfte wurden in der Regel nicht saldiert.

³ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2011), S. 61 ff.

Bilanzstruktur großer deutscher Banken*)						Tabelle 3.1
Mrd €						
Position	Juni 2007	Dez. 2009	Veränderung ggü. Juni 2007	Juni 2012	Veränderung ggü. Dez. 2009	
Aktiva						
Forderungen an Banken	1 105	716	- 389 (- 35,2%)	828	+ 111 (+ 15,6%)	
Forderungen an Nichtbanken	2 202	1 874	- 328 (- 14,9%)	1 858	- 16 (- 0,9%)	
Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	1 284	1 018	- 265 (- 20,7%)	814	- 204 (- 20,1%)	
Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere	230	104	- 125 (- 54,6%)	84	- 20 (- 19,1%)	
Zusammengefasste andere Aktiva ¹⁾	853	1 197	+ 343 (+ 40,2%)	2 022	+ 826 (+ 69,0%)	
Passiva						
Verbindlichkeiten gegenüber Banken	1 530	970	- 560 (- 36,6%)	1 016	+ 46 (+ 4,7%)	
Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken	1 824	1 590	- 233 (- 12,8%)	1 696	+ 106 (+ 6,7%)	
Verbriefte Verbindlichkeiten	1 227	996	- 231 (- 18,8%)	839	- 157 (- 15,7%)	
Eigenkapital	135	170	+ 35 (+ 26,2%)	169	- 0 (- 0,2%)	
Zusammengefasste andere Passiva ¹⁾	959	1 183	+ 224 (+ 23,4%)	1 886	+ 703 (+ 59,4%)	
Bilanzsumme	5 674	4 910	- 764 (- 13,5%)	5 607	+ 697 (+ 14,2%)	

* Konsolidierte Bankengruppen mit Sitz der Konzernzentrale in Deutschland. Betrachtet werden 12 große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. Bilanzierung nach HGB. ¹ Der Anstieg der zusammengefassten anderen Aktiva bzw. Passiva beruht vorwiegend auf Zeitwertveränderungen derivativer Finanzinstrumente. Gegenläufige Geschäfte werden in der Regel nicht saldiert.

Deutsche Bundesbank

ken von Juni 2007 bis Dezember 2009 um 4,7 % beziehungsweise 7,5 %.

Das deutsche Bankensystem blieb inmitten der internationalen Finanzkrise voll funktionsfähig.

Damit blieb das deutsche Bankensystem inmitten der internationalen Finanzkrise voll funktionsfähig. Insbesondere blieb eine

vielfach befürchtete breit angelegte Verknappung des Kreditangebots an die Realwirtschaft aus.

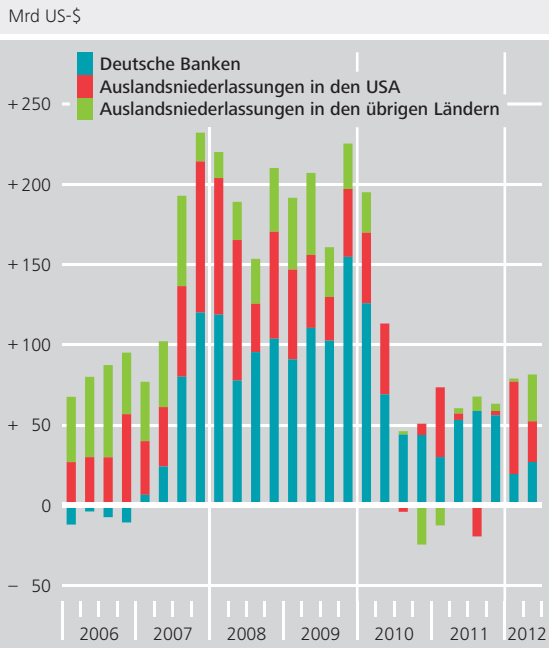
US-Dollar-Refinanzierungslücke zurückgegangen

Die deutschen Kreditinstitute konzentrierten sich in der ersten Phase der Finanzkrise beim Deleveraging auf Aktiva, die in US-Dollar denominated waren. Dies ist auch vor dem Hintergrund einer US-Dollar-Re-

finanzierungslücke zu sehen, die sich im Zuge der Finanzkrise deutlich ausgeweitet hatte. Die Finanzierungslücke belief sich für deutsche Banken einschließlich ihrer Auslandsfilialen und -töchter zwischenzeitlich auf mehr als 200 Mrd US-\$ (siehe Schaubild 3.1). Die Forderungen deutscher Banken in US-Dollar waren insofern in unzureichendem Maße währungskongruent refinanziert.

Bis Ende 2010 reduzierten die Institute vor allem ihre in US-Dollar denominateden Wertpapiere und kurzfristigen Kredite an Banken. Auf der Passivseite verdoppelte sich der von deutschen Banken emittierte Bestand an US-Dollar-Schuldverschreibungen von Anfang 2005 bis September 2012 auf 211 Mrd US-\$. Seit dem dritten Quartal 2010 unterschreitet die US-Dollar-Refinanzierungslücke aller deutschen Banken einschließlich ihrer Auslandsfilialen und -töchter sogar das Niveau vor Ausbruch der Finanzkrise; Mitte 2012 betrug sie 82 Mrd US-\$.

US-Dollar-Refinanzierungslücke*) Schaubild 3.1



Quelle: BIZ und eigene Berechnungen. * In US-Dollar denominierte Aktiva abzüglich entsprechender Passiva der deutschen Banken und ihrer Auslandsniederlassungen (Auslandsfilialen und -töchter).
 Deutsche Bundesbank

Das deutsche Bankensystem ist damit weniger anfällig gegenüber Schocks an den US-Dollar-Märkten.

Das deutsche Bankensystem ist weniger anfällig gegenüber Schocks an den US-Dollar-Märkten.

Der Rückzug der amerikanischen Geldmarktfonds aus europäischen Engagements hat deutsche Banken deshalb weniger stark betroffen. Den verbleibenden

US-Dollar-Bedarf kann das deutsche Bankensystem über die Swap-Märkte decken.

Altlasten schmelzen weiter ab

Forderungsbesicherte Wertpapiere standen im Zentrum der ersten Phase der Finanzkrise. Seit der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers hat sich der Bestand dieser Wertpapiere auch bei denjeni-

gen Instituten deutlich verringert, die keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. In der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken ging der Buchwert von Anfang 2010 bis Mitte 2012 um gut 51 Mrd € oder 30% auf rund 116 Mrd € zurück.⁴⁾ Hierzu trugen hauptsächlich Fälligkeiten, Rückzahlungen, Tilgungen und Amortisierungen im Umfang von insgesamt 47 Mrd € bei. Die Abschreibungen beliefen sich nach den umfangreichen Wertberichtigungen zu Beginn der Finanzkrise noch auf 4,8 Mrd €. Für sich genommen führten die Verkäufe forderungsbesicherter Wertpapiere eines Großteils der Kreditinstitute und die gleichzeitigen Zukäufe einiger weniger Banken sogar zu einer leichten Erhöhung des Bestandes an diesen Papieren.

Vom Bestand der forderungsbesicherten Wertpapiere in der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken entfielen Mitte 2012 51% (58,5 Mrd €) auf verbrieftete Wohnimmobilienkredite (Residential Mortgage Backed Securities: RMBS), 21% (24 Mrd €) auf forderungsbesicherte Schuldverschreibungen (Collateralised Debt Obligations: CDOs) und 8% (9,7 Mrd €) auf verbrieftete Studentenkredite (siehe Schaubild 3.2). Die überwiegende Mehrheit der Kreditinstitute hat Positionen in allen Anlagebereichen reduziert.

Seit Anfang 2010 verschlechterte sich bei fast allen der 12 großen, international tätigen deutschen Banken das Durchschnittsrating der Bestände an forderungsbesicherten Wertpapieren. So sank der Anteil der Papiere höchster Bonität (AAA-Rating), bezogen auf den Gesamt-

Die Altbestände an krisenanfälligen forderungsbesicherten Wertpapieren belasten weiterhin das deutsche Bankensystem.

⁴ Die Ergebnisse stammen aus einer regelmäßigen Umfrage der Bundesbank zu den Engagements in Collateralised Debt Obligations und weiteren strukturierten Verbriefungen.

buchwert, um 21 Prozentpunkte, während der Anteil von Papieren mit einem Rating im Non-Investment-Grade-Bereich um 9 Prozentpunkte anstieg.⁵⁾ Bei fünf Kreditinstituten befindet sich inzwischen mindestens ein Fünftel der Papiere im Non-Investment-Grade-Bereich. Die Altbestände an krisenanfälligen forderungsbesicherten Wertpapieren belasten weiterhin das deutsche Bankensystem.

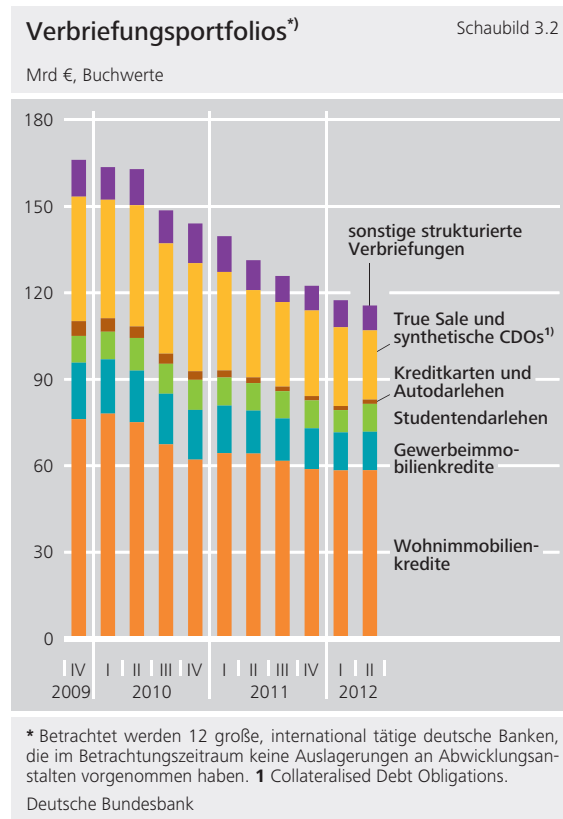
Zweite Phase der Anpassung: Staatsschuldenkrise belastet, robuste Konjunktur hilft

Seit Frühjahr 2010 bewegt die europäische Staatsschuldenkrise die Finanzmärkte. Sie löste neue Anpassungen im deutschen Finanzsystem aus, die bislang von einem günstigen inländischen Umfeld aus robuster Konjunktur und – damit zusammenhängend – einer guten Kreditqualität begleitet werden.

Grenzüberschreitende Forderungen gehen nur wenig zurück

Die europäische Staatsschuldenkrise beeinflusst die Bilanzstruktur des deutschen Bankensystems deutlich. In den Bilanzen spiegelt sich die zunehmende Fragmentierung im europäischen Bankensystem wider.⁶⁾ Zwar weisen die Bilanzen der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken im Zeitraum von Ende 2009 bis Mitte 2012 einen Anstieg von Forderungen gegenüber Banken um 15,6% aus. Dahinter verbirgt sich aber eine Zunahme der Zentralbankguthaben. Bereinigt um Forderungen gegenüber der Bundesbank verbleibt lediglich ein Anstieg um 6%.

Die Anpassung der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken an die Staatsschuldenkrise zeigt sich am deutlichen Rückgang

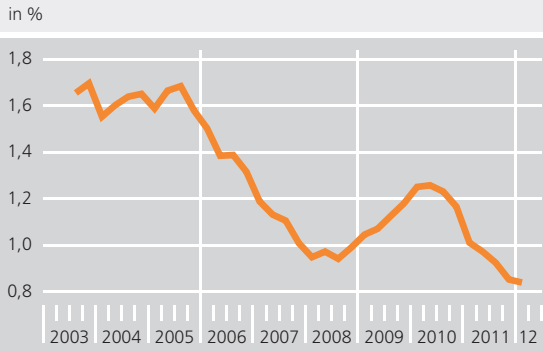


der Forderungen gegenüber Schuldner aus Griechenland (59%),⁷⁾ Spanien (14%), Portugal (21%) und Italien (4%) zwischen Mitte 2010 und Mitte 2012.⁸⁾ Für sich genommen vermindert dies die Gefahr grenzüberschreitender Ansteckungseffekte. Die Schuldentragfähigkeit öffentlicher Haushalte wird differenzierter betrachtet als zu Beginn der Währungsunion. Dies stellt eine gewisse Korrektur früherer Fehleinschätzungen dar.

Eine generelle Strategie im deutschen Bankensystem zur Abkehr von einem international ausgerichteten

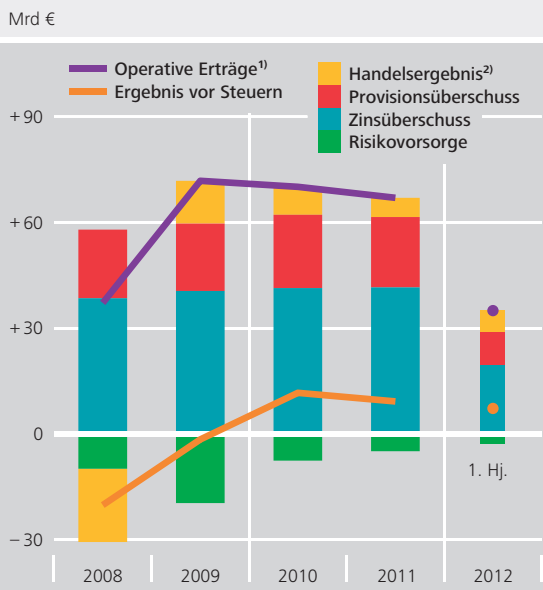
⁵ In Prozent des Gesamtbuchwertes ergibt sich zum ersten Quartal 2012 folgende Ratingverteilung: AAA 39%, AA 20%, A 12%, BBB 6%, Non-Investment Grade 20%, ohne Rating 2%.
⁶ Vgl. auch: Bank for International Settlements (2012), S. 11 ff.
⁷ Vorrangig durch Abschreibungen auf Staatsanleihen im Zuge des Schuldenschnitts.
⁸ Der Rückgang der Auslandsforderungen fällt deutlich stärker aus, wenn auch diejenigen Institute betrachtet werden, die Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben.

Brutto-Abschreibungsrate^{*)} Schaubild 3.3



* Abschreibungen und Veränderungen von Einzelwertberichtigungen auf notleidende Forderungen im Verhältnis zum gesamten Kreditengagement deutscher Banken bei deutschen Nichtbanken (ohne Staat). Jahresraten auf Basis der jeweils letzten vier Quartale.
 Deutsche Bundesbank

Komponenten der Ertragslage^{*)} Schaubild 3.4



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

Geschäftsmodell ist derzeit jedoch nicht zu erkennen. So sind die Auslandskredite der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken seit dem Ausbruch der europäischen Staatsschuldenkrise im Frühjahr 2010 nur moderat um 1,2 % gesunken.⁹⁾ Sich auf den Heimatmarkt zurückzuziehen

ließe mögliche Chancen auf ausländischen Wachstumsmärkten und zur Diversifikation ungenutzt und wäre somit kritisch zu bewerten.

Eine generelle Strategie im deutschen Bankensystem zur Abkehr von einem international ausgerichteten Geschäftsmodell ist derzeit nicht zu erkennen.

Robuste Konjunktur stützt bislang Ertragslage

Für die Ertragslage der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken¹⁰⁾ erwies sich die robuste deutsche Konjunktur seit Mitte 2009 als wichtige Stütze. Sie hat geholfen, die Belastungen aus dem internationalen Geschäft zu bewältigen. Die Bruttoabschreibungen aller Banken in Deutschland im inländischen Kreditgeschäft stiegen selbst im Krisenjahr 2009 nur geringfügig an und blieben deutlich unter dem Niveau des Gipfels im zurückliegenden Kreditzyklus in den Jahren 2003 bis 2005 (siehe Schaubild 3.3).

Das volatile Handelsresultat, in dem auch die hohen Verluste im Jahr 2008 entstanden waren, ging nach einer kurzen Erholung im Jahr 2009 kontinuierlich zurück (siehe Schaubild 3.4). Weil sich in der Krise das kapitalmarktnahe Geschäft im Eigenhandel als wenig nachhaltig erwies, führte eine Reihe von Instituten ihr Handelsgeschäft zurück.

Die Ertragslage der deutschen Banken kommt mittelfristig durch mehrere strukturelle Entwicklungen unter Druck. Erstens wird sich auf einzelnen Inlandsmärkten der Konkurrenzdruck erhöhen. Dies deutet sich bereits im Wettbewerb um Kundeneinlagen an.

Die Ertragslage der deutschen Banken kommt mittelfristig unter Druck.

⁹ Daten der Evidenzzentrale für Millionenkredite der Deutschen Bundesbank.

¹⁰ Quelle: Unternehmensangaben (IFRS-Jahresabschlüsse).

Vor allem bei den Termineinlagen sinkt die passive Marge, die sich als Differenz aus den erhaltenen Zinsen für eine sichere Kapitalmarktanlage und den gezahlten Zinsen für Kundendepositen ergibt (siehe Schaubild 3.5). Diese Entwicklung ist indes auch vor dem Hintergrund des derzeitigen Niedrigzinsumfelds zu sehen. Zweitens könnten Banken als Finanzintermediäre zurückgedrängt werden und damit Marktanteile verlieren, etwa durch den Trend zur Unternehmensfinanzierung über die Kapitalmärkte oder das Eindringen von Versicherungsunternehmen in angestammte Geschäftsfelder. Drittens gehen notwendige regulatorische Maßnahmen unvermeidlich zulasten der Erträge, so etwa die im Jahr 2011 erstmalig angefallenen Beiträge zum Restrukturierungsfonds (Bankenabgabe) und die regulatorische Verteuerung des Kreditersatzgeschäfts. Vor dem Hintergrund dieser strukturellen Verschiebungen werden sich neue Fragen zur Balance der Geschäftsfelder der Banken stellen. Die Kreditinstitute stehen daher vor der Aufgabe, ihre Geschäftsmodelle zügig an das sich ändernde Umfeld anzupassen.¹¹⁾

Risikotragfähigkeit deutlich erhöht

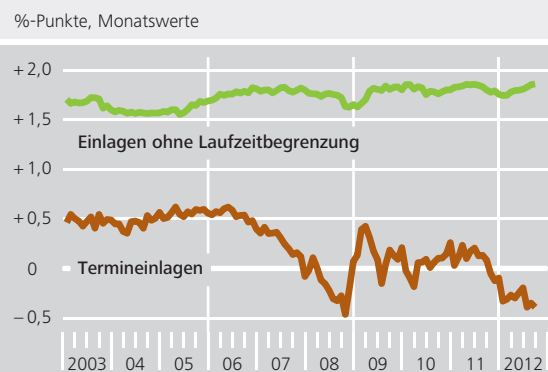
Die Ausstattung der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Kreditinstitute mit Kern-

Das Kernkapital der Gruppe der großen, international tätigen deutschen Banken ist von März 2008 bis September 2012 von 8,3 % auf 13,6 % der risikogewichteten Aktiva gestiegen.

kapital hat sich merklich erhöht. Damit reagieren diese Banken auf gestiegene Anforderungen der Kapitalmärkte, regulatorische Vorgaben der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking

Authority: EBA) und die bereits teilweise antizipierten Eigenkapitalregeln nach Basel III. Das Kernkapital ist von März 2008 bis September 2012 von 8,3 %

Zinsmargen*) im Einlagegeschäft Schaubild 3.5



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. * Berechnet für deutsche Banken als Differenz zu einem synthetischen Portfolio aus sicheren Anlagen mit gleichem Auszahlungsprofil.
 Deutsche Bundesbank

auf 13,6 % der risikogewichteten Aktiva gestiegen (siehe Schaubild 3.6). Bereinigt um einen statistischen Bruch¹²⁾ im vierten Quartal 2011 fiel die Zunahme sogar noch deutlicher aus.

Der Verschuldungsgrad – gemessen als Verhältnis der Bilanzsumme gemäß Handelsgesetzbuch (HGB) zum Kernkapital – ging in der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken seit März 2008 von 43 auf 32 zurück (siehe Schaubild 3.6). Ohne einen statistischen Bruch durch das Inkrafttreten des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes (BilMoG)¹³⁾ im Jahr 2010 wäre die Abnahme noch deutlicher ausgefallen.¹⁴⁾ Insbesondere Auflagen der EU-Kommission zur Reduzierung der Bilanzsumme im Rahmen von Beihilfeverfahren drückten den durchschnittlichen Verschuldungsgrad.

11 Zur Nachhaltigkeit von Geschäftsmodellen vgl.: A. Dombret (2012).

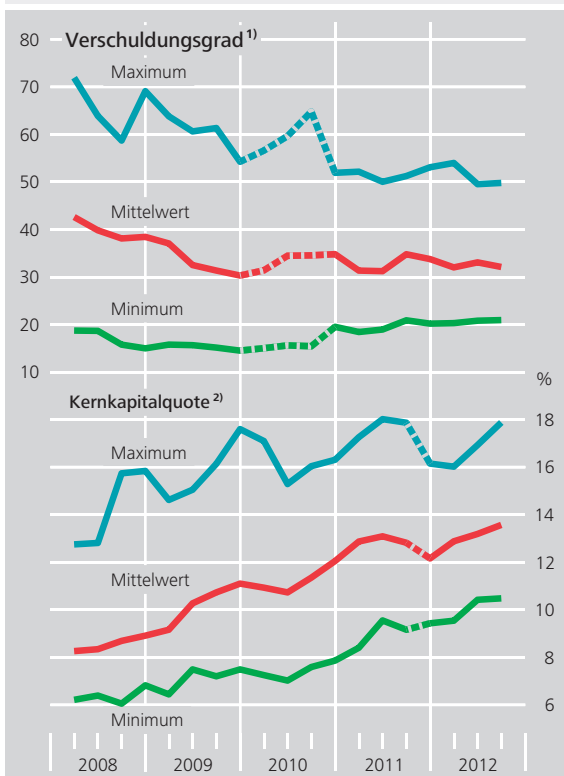
12 Die erhöhten Eigenkapitalanforderungen für Marktrisiken nach der dritten Eigenkapitalrichtlinie der EU vom 24. November 2010 (CRD III) führten zu einer Erhöhung der risikogewichteten Aktiva.

13 Die Bilanzierung von Wertpapieren des Handelsbestandes einschl. Derivaten zum Zeitwert im HGB-Abschluss hatte eine starke Erhöhung der Bilanzsummen zur Folge.

14 Der vorübergehende Anstieg des Verschuldungsgrades auf 35 im dritten Quartal 2011 spiegelt in erster Linie eine starke Zunahme bei der Position „derivative Finanzinstrumente des Handelsbestandes“ wider.

Verschuldungsgrad und Kernkapitalquote ^{*)}

Schaubild 3.6



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

Deutsche Bundesbank

Kreditgenossenschaften und Sparkassen wiesen Mitte 2012 im Vergleich zu den betrachteten Großbanken mit 11,2 % und 12,3 % eine merklich geringere Kernkapitalquote auf. Sie verfügen jedoch zusätzlich über stille Reserven. Der durchschnittliche Verschuldungsgrad lag Mitte 2012 mit 16,6 beziehungsweise 14,9 deutlich unter dem Durchschnittswert der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken. Der geringere Finanzierungshebel ist Folge ihres auf das klassische Kreditgeschäft ausgerichteten Geschäftsmodells. Zudem nutzen sie in einem geringeren Ausmaß bilanzverlängernde derivative Finanzinstrumente.

Risikogewichtete Aktiva gesunken

Die Höhe der aufsichtsrechtlich zu haltenden Eigenmittel der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken ist seit März 2008 zurückgegangen.¹⁵⁾ Das lag zunächst vor allem am Bilanzabbau. Weil die Forderungen gegenüber Banken gesunken sind und Kredite mit einer geringen Ausfallwahrscheinlichkeit einen größeren Anteil eingenommen haben, verminderten sich die risikogewichteten Aktiva deutlich und somit auch die zu haltenden Eigenmittel (siehe Schaubild 3.7). Seit Anfang 2009 ist das durchschnittliche Risikogewicht der Forderungen der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken zurückgegangen. Der einsetzende wirtschaftliche Aufschwung in Deutschland drückte das Risikogewicht für Forderungen gegenüber Unternehmen. Im vierten Quartal 2011 waren die risikogewichteten Aktiva zwar vorübergehend angestiegen. Dies gründet jedoch nicht auf einer veränderten ökonomischen Risikosituation, sondern auf einer veränderten Bewertung von Marktrisiken nach der dritten Eigenkapitalrichtlinie der EU vom 24. November 2010 (Capital Requirements Directive III: CRD III).

Die robuste Konjunktur im Inland half dem deutschen Bankensystem, Lasten aus Problemgeschäftsfeldern zu bewältigen. So trägt sie derzeit dazu bei, die Krise der internationalen Schifffahrt abzufangen. Diese trifft einige Institute doppelt. Zum einen erhöht sie den Risikogehalt entsprechender Forderungen. Zum anderen steigen wechselkursbedingt die Euro-Nominalbeträge der Kredite, die in US-Dollar ausgereicht wurden. Die Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken hatte Mitte 2012 einen Bestand an Schiffskrediten von 97,8 Mrd €. ¹⁶⁾ Das entspricht knapp 58 % ihres

¹⁵ Vor dem Jahr 2008 liegen aufgrund der Umstellung auf die Eigenkapitalvorschriften nach Basel II keine vergleichbaren Zahlen vor.

¹⁶ Daten der Evidenzzentrale für Millionenkredite der Deutschen Bundesbank.

aggregierten Kernkapitals. Derzeit ziehen sich einige Banken aus der Schiffsfinanzierung zurück, sei

Die robuste Konjunktur im Inland half dem deutschen Bankensystem, Lasten aus Problemgeschäftsfeldern zu bewältigen.

es wegen EU-Auflagen aus Beihilfeverfahren oder wegen einer strategischen Neuausrichtung des Kerngeschäfts. Dieser Rückzug fällt mit einer schwierigen Situation

bei einigen geschlossenen Schiffsfonds zusammen. Beides könnte Kreditneuverhandlungen und Anschlussfinanzierungen für die Reeder erschweren und damit das Ausfallrisiko in dieser Branche weiter erhöhen.

Marktrisiken uneinheitlich

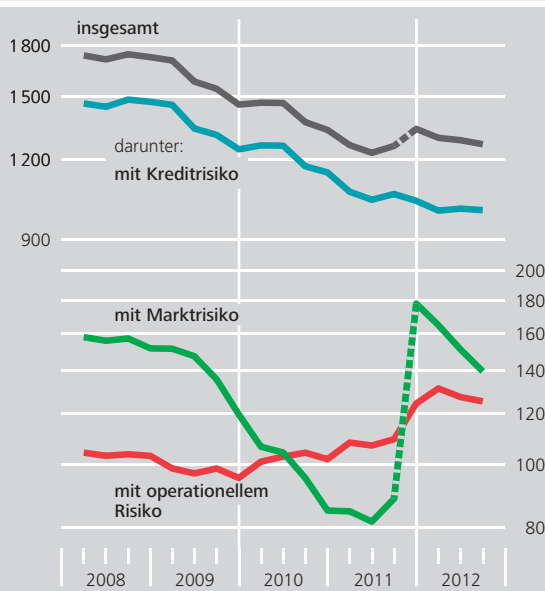
Die von den deutschen Kreditinstituten gemeldeten Marktrisiken haben sich seit dem Ausbruch der Finanzkrise unterschiedlich entwickelt. Das Risiko aus Änderungen von Kreditspreads, also der Spanne zwischen dem risikolosen Zinssatz und dem Zinssatz auf risikobehaftete Anlagen, hatte für einige Banken schon vor dem Jahr 2010 eine erhebliche Bedeutung.¹⁷⁾ Seit Beginn der europäischen Staatsschuldenkrise nahm diese aufgrund der Kursschwankungen von Staatsanleihen noch erheblich zu.

Das Zinsänderungsrisiko zeigt sich dagegen seit Beginn seiner Erfassung im Jahr 2003 weitgehend unverändert.¹⁸⁾ Es resultiert aus dem klassischen Bankgeschäft, also der Vergabe von langfristigen Krediten, die durch kurzfristig fällige Kundeneinlagen refinanziert werden. Die großen, international tätigen Banken geben das Zinsänderungsrisiko zu großen Teilen an Versicherer und andere Finanzintermediäre weiter, zum Beispiel in Form von Zinsswaps. Viele Sparkassen und Kreditgenossenschaften gehen dieses Risiko dagegen bewusst ein, um Erträge aus der Fristentransformation zu erzielen oder die Kosten einer Absicherung zu vermeiden.

Risikogewichtete Aktiva*)

Schaubild 3.7

Mrd €, log. Maßstab



* Betrachtet werden 12 große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. Ab Ende 2011 geänderte Bewertung des Marktrisikos aufgrund der Eigenkapitalrichtlinie CRD III.
 Deutsche Bundesbank

Der Umfang der Fristentransformation ist Gegenstand laufender aufsichtlicher Prüfungen.

Das Aktienkursrisiko war Mitte des letzten Jahrzehnts ein substanzielles Risiko – besonders bei den größeren privaten Kreditbanken. Seither hat dessen Bedeutung kontinuierlich abgenommen, sodass es nun ebenso wie das Risiko aus Volatilitätsänderungen oder offenen Wechselkurspositionen eine eher nachgeordnete Relevanz hat.

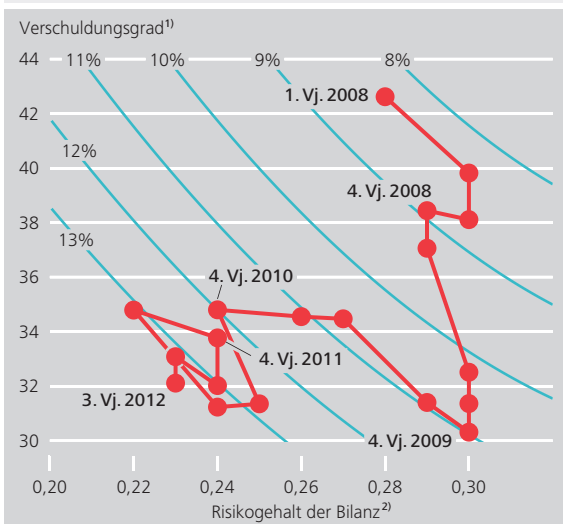
Risikotragfähigkeit im Spiegel der Anpassungen

Schaubild 3.8 illustriert, wie die Determinanten der Risikotragfähigkeit zusammenwirken. Im März 2008 wies die Gruppe der 12 großen, international täti-

¹⁷ Diese Risikoart wird seit dem Jahr 2006 aufsichtlich erfasst.
¹⁸ Vgl.: C. Memmel (2011), S. 10 ff.

Verschuldungsgrad versus Risikogehalt der Bilanz¹⁾

Schaubild 3.8



* Betrachtet werden 12 große, international tätige deutsche Banken, die im Betrachtungszeitraum keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. Die Isokurven stellen die Kernkapitalquoten dar. **1** Bilanzsumme im Verhältnis zum Kernkapital; **2** 2010 Übergangsperiode gemäß Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz. **2** Verhältnis risikogewichteter Aktiva zur Bilanzsumme.

Deutsche Bundesbank

Die Risikotragfähigkeit der großen, international tätigen deutschen Banken ist heute deutlich höher als vor dem Ausbruch der Finanz- und Staatsschuldenkrise.

Bewegung nach links. Dahinter steht vor allem die robuste Konjunktur in Deutschland.

Das neue Niveau der Risikotragfähigkeit mit einer Kernkapitalquote von über 12 % zeigt sich in der Grafik seit dem Beginn des Jahres 2011. Die Kernkapitalquote und ihre Determinanten haben sich seither kaum noch verändert. Insgesamt ist die Risikotragfähigkeit der großen, international tätigen deutschen Banken heute deutlich höher als vor dem Ausbruch der Finanz- und Staatsschuldenkrise. Dies ist angesichts der Risikolage und der beschränkten Ertragsaussichten auch notwendig.

■ Quellenverzeichnis

gen deutschen Banken eine Kapitalausstattung von 8,3 % auf. Diese niedrige Kernkapitalquote (blaue Isoquanten) liegt in der Grafik oben rechts.

Seither hat diese Gruppe ihre Risikotragfähigkeit erhöht. Dies spiegelt sich in einer Bewegung nach links unten wider. Dabei lassen sich die zwei Phasen der Finanz- und Staatsschuldenkrise klar identifizieren. Bis Ende 2009 haben diese Banken ihre Kernkapitalquote dadurch gesteigert, dass sie ihre Verschuldung zurückgeführt haben. Dieses Deleveraging äußert sich in Schaubild 3.8 als Bewegung nach unten. Dabei haben die Institute ihre Bilanzsumme verringert und ihre Kapitalausstattung erhöht.

Seit Frühjahr 2010 ist der Verschuldungsgrad der Gruppe der 12 großen, international tätigen deutschen Banken nahezu konstant geblieben, die Institute konnten jedoch den Risikogehalt ihrer Bilanzen deutlich reduzieren. Dies äußert sich in der Grafik als

Bank for International Settlements (2012), International Banking and Financial Market Developments, Quarterly Review, September 2012.

Deutsche Bundesbank (2011), Die Entwicklung der Buchkredite deutscher Banken an den inländischen Privatsektor seit Sommer 2009, Monatsbericht, September 2011.

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

Memmel, C. (2011), Banks' Exposure to Interest Rate Risk, their Earnings from Term Transformation, and the Dynamics of Term Structure, Journal of Banking and Finance, Vol 35 (2), S. 282–289, Februar 2011.

Niedrige Zinsen und Renditesuche: Versicherer und Banken vor Herausforderungen

Die Notenbankzinsen und die Renditen von Staatsanleihen sind in den großen und bonitätsstarken Industrieländern auf ein sehr niedriges Niveau gefallen. Je länger ein solches Niedrigzinsumfeld anhält, desto stärker werden die Anreize zur Umschichtung finanzieller Mittel von niedrig verzinslichen, vergleichsweise sicheren Anlagen in höher rentierliche, aber riskantere Anlagen. Die Suche nach Rendite intensiviert sich bereits. So sind Verzinsung und Risikoaufschläge europäischer Unternehmensanleihen trotz deutlicher Anzeichen für eine konjunkturelle Eintrübung und erhöhter Ausfallrisiken deutlich gesunken.

Die niedrigen Zinsen für Anlagen erstklassiger Bonität belasten die konservativ agierenden Versicherungsunternehmen. So hat die Nettoverzinsung aus den Kapitalanlagen der Lebensversicherer weiter abgenommen. Eine denkbare Reaktion besteht darin, Geschäftsfelder wie die Finanzierung von Infrastruktur- und Immobilienprojekten sowie die direkte Kreditvergabe an Endkunden neu zu erschließen und auszubauen. Dies würde mit einer Zunahme der Risiken für die Versicherungsbranche einhergehen. Allerdings sprechen die gesunkenen Risikoanlagequoten der deutschen Versicherungsunternehmen noch gegen eine ausgeprägte Suche nach Rendite.

Die anhaltende Phase niedriger Zinsen könnte das kontinentaleuropäische Finanzsystem dauerhaft verändern, wenn dadurch der Anteil der Kapitalmarktfinanzierung am Fremdkapital nichtfinanzieller Unternehmen steigt. Banken könnten dann nicht nur über sinkende Zinsmargen und einen schärferen Wettbewerb seitens der Versicherer unter Druck geraten, sondern auch über eine ausgeprägtere Disintermediation.

Niedrigzinsumfeld begünstigt Eingehen höherer Risiken

Niedrige Geld- und Kapitalmarktzinsen sowie die reichliche Liquiditätsausstattung im internationalen Finanzsystem leisten einen wesentlichen Beitrag zur Abmilderung der Folgen der Finanz- und Staatsschuldenkrise. Auf die Kreditnachfrage gehen positive Impulse aus, und Anlagen in als besonders sicher geltende Finanzaktiva werden für Investoren unattraktiver. Insgesamt wird also das Eingehen von Risiken gefördert. Zu einem gewissen Grad ist dies gewollt und hilft dabei, die noch fragile realwirtschaftliche Erholung zu stützen.

Die niedrigen Renditen von Staatsanleihen sind aber zugleich Ausdruck der fortbestehenden Neigung vieler Investoren, Anlagemittel in ausgewählten „sicheren Häfen“ zu halten. Der Wunsch, sich frühzeitig an neue regulatorische Vorgaben anzupassen, die Anlagen in besonders bonitätsstarken und liquiden Finanzaktiva begünstigen, könnte dieses Verhalten noch verstärken. Gleichzeitig hält sich derzeit ein großer Teil der langfristig orientierten institutionellen Anleger mit Engagements in den Krisenländern des Euro-Gebiets zurück. In vielen Fällen wurden Anlagerichtlinien und Benchmarks entsprechend angepasst.

Außerdem haben verschiedene Faktoren zu einem Rückgang der Kapitalmarktfinanzierung von Finanzinstituten beigetragen. Hierzu zählen der in einigen Ländern nach wie vor stark beeinträchtigte Marktzugang vieler Banken und die Präferenz für stabilere Finanzierungsformen wie Kundeneinlagen. Auch die niedrigen Kosten und die reichliche Verfügbarkeit selbst längerfristigen Zentralbankgeldes wirken in diese Richtung. Dies dürfte im Jahresverlauf 2012 maßgeblich zu den umfangreichen (Netto-)Tilgungen von Bankschuldverschreibungen im Euro-Gebiet beigetragen haben.¹⁾ Die hierbei freigesetzten Mittel stehen Anlegern für Engagements in anderen

Marktsegmenten zur Verfügung und erhöhen dort den Anlagedruck.

In diesem Spannungsfeld aus selektiveren Anlagestrategien und reichlich vorhandener Liquidität können niedrige Zinsen unerwünschte Nebenwirkungen verursachen, vor allem wenn sie über einen längeren Zeitraum anhalten. So könnten Finanzintermediäre, die ihren Endkunden oder Anteilseignern weiterhin hohe nominale Renditen in Aussicht stellen, Positionen eingehen, die sich später als besonders risikoreich erweisen. Anzeichen für eine solche Suche nach Rendite haben zuletzt zugenommen.

Anzeichen für Suche nach Rendite an den Märkten für Unternehmensanleihen

Ein Ziel der Renditesuche sind Schuldtitel kapitalmarktaktiver nichtfinanzieller Unternehmen. Die Aufnahmefähigkeit an den Unternehmensanleihenmärkten im Euro-Gebiet liegt seit dem Jahr 2009 auf hohem Niveau. Allein bis Oktober wurden in diesem Jahr Anleihen von rund 210 Mrd € (brutto) emittiert (siehe Schaubild 4.1).²⁾ Davon entfielen knapp 60% auf Unternehmen aus Deutschland und Frankreich. Eine Auffächerung nach Ratingkategorien der emittierten Schuldtitel unterstreicht zudem die zunehmende Bereitschaft von Anlegern, auch Engagements in Schuldtitel mittlerer oder schwächerer Bonität einzugehen; rund 40% der Emissionen entfielen auf Unternehmen, die im Bereich BBB oder schwächer eingestuft wurden.

An den internationalen Unternehmensanleihenmärkten bewegen sich die Renditen, bei ausgeprägter

¹ Bis Oktober 2012 lagen die entsprechenden (Netto-)Rückzahlungen von Bankschuldtiteln bei rd. 240 Mrd €. Quelle: Dealogic.

² Auch wenn man Tilgungen gegenrechnet, zeichnen sich für das laufende Jahr sehr hohe (Netto-)Emissionen ab (siehe hierzu auch Schaubild 4.6 auf S. 52). Die Bruttoemissionen in den USA lagen im gleichen Zeitraum mit ca. 550 Mrd US-\$ ebenfalls auf einem sehr hohen Niveau. Quelle: Dealogic.

Differenzierung innerhalb des Euro-Gebiets, in der Nähe historischer Tiefstände. So liegt die Rendite eines mit BBB-Rating eingestuften Schuldtitels im Euro-Gebiet inzwischen im Durchschnitt nur noch bei 2,2%, für Anleihen der Ratingklasse A lediglich bei 1,3%. Auch sind die Risikoaufschläge gegenüber Staatsanleihen im Jahresverlauf 2012 erheblich gesunken. Dabei kontrastieren die hohen Bewertungen von Unternehmensanleihen mit einer Eintrübung der Konjunkturperspektiven. Die Ratingagenturen haben in den Jahren 2011

Die hohen Bewertungen von Unternehmensanleihen kontrastieren mit einer Eintrübung der Konjunkturperspektiven.

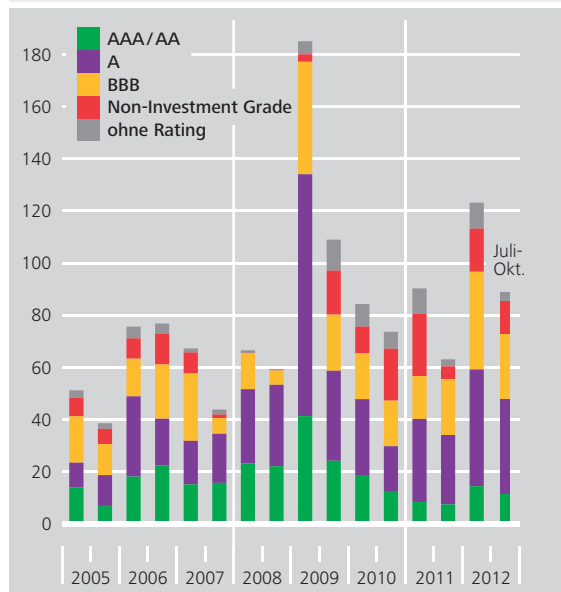
und 2012 wesentlich mehr Unternehmen herab- als heraufgestuft. Für schwächere Schuldner gehen sie in einem Risikoszenario von deutlich steigenden Ausfallraten bis Mitte 2013 aus

(siehe Schaubild 4.2).³⁾ Hierzu könnten ausbleibende Anschlussfinanzierungen beitragen, denn für die nächsten Jahre bauen sich hohe Refinanzierungsrisiken an den Märkten für Unternehmensanleihen und syndizierte Kredite auf. Im Euro-Gebiet entfällt dabei ein hoher Anteil auf Schuldner aus den Krisenländern.⁴⁾ Insofern bestehen auch bereits kurzfristig erhöhte Abwärtsrisiken für Investoren an den Unternehmenskreditmärkten.

Die steigende Nachfrage nach Unternehmenstiteln haben auch Emittenten von Schuldscheinen genutzt. Der Bestand dieses in Deutschland gebräuchlichen Finanzierungsinstruments wächst seit Beginn der Finanzkrise rasch und belief sich Mitte 2012 auf rund 70 Mrd €. Mit Emissionen von teilweise unter 20 Mio € steht dieses Finanzierungsinstrument auch kleineren Unternehmen offen. Attraktiv für viele Investoren ist die Möglichkeit, Schuldscheine fortlaufend zu Anschaffungskosten zu bilanzieren. Jedoch lassen sich hierdurch (bilanzielle) Risiken aus diesem ohnehin vergleichsweise intransparenten Teilmarkt der unbesicherten Unternehmensfinan-

Bruttoemissionen von Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen im Euro-Gebiet nach Ratingklassen Schaubild 4.1

Mrd €, halbjährlich



Quelle: Dealogic.
Deutsche Bundesbank

zierung schwerer einschätzen. Die Bewertung nach banküblichem Rating, übertragen in die Terminologie von Ratingagenturen, liegt bei etwa der Hälfte der Schuldschein-Emissionen im Bereich BBB, bei 38% im Bereich Non-Investment Grade.⁵⁾

Während Schuldscheine auf institutionelle Anleger zielen, ist der deutsche Markt für Mittelstandsanleihen vor allem in den Blick von Privatanlegern geraten. Insgesamt sind die an fünf deutschen Börsen

³ In den letzten beiden Jahren hat der Anteil bonitätsmäßig schwacher Schuldner (Segment Non-Investment Grade) zugenommen, bei denen der Bruch von Kreditvereinbarungen (Covenants) droht. Zudem verfügt ein signifikanter Teil von Emittenten mit schlechtem Rating nur über relativ geringe liquide Mittel. Die Risiken dürften weiter steigen, wenn Umsätze und Geldzuflüsse infolge einer fortgesetzten konjunkturellen Eintrübung sinken sollten. Vgl.: Moody's (2012).

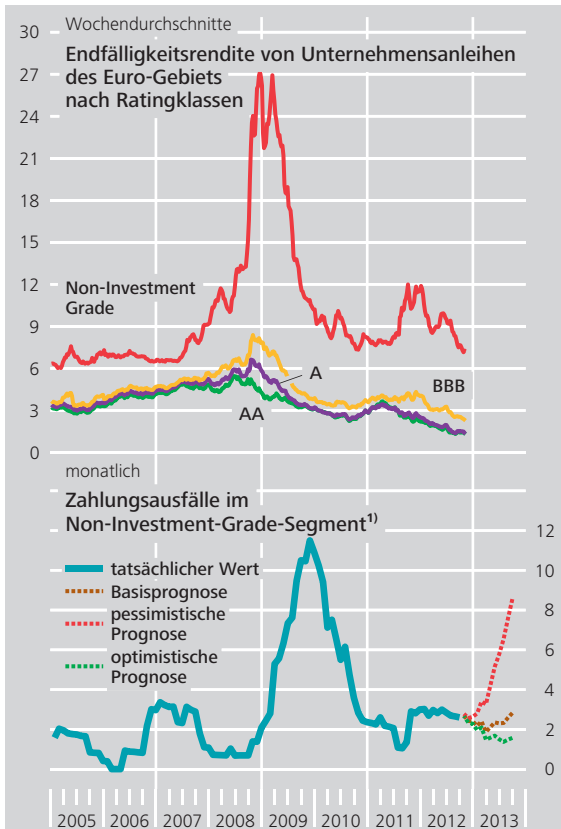
⁴ Von den Gesamtfälligkeiten im Jahr 2013 in Höhe von rd. 340 Mrd € (davon rd. 50 Mrd € im Non-Investment-Grade-Bereich) entfallen allein 50 Mrd € auf spanische Schuldner (davon Non-Investment Grade: 6 Mrd €). Quelle: Dealogic.

⁵ Vgl.: Capmarcon (2012).

Indikatoren zum europäischen nichtfinanziellen Unternehmenssektor

Schaubild 4.2

in %



Quellen: Bloomberg, Bank of America, Merrill Lynch und Moody's.
 1 Bezieht sich auf Anleihen und Kredite und umfasst neben Insolvenzen unter anderem auch Zahlungsverzögerungen bei Zinsen sowie Tilgungen. Gleitender Durchschnitt der letzten 12 Monate.

Deutsche Bundesbank

von dem Jahr 2010 bis Oktober 2012 begebenen Bruttoemissionen von Mittelstandsanleihen mit nominal 3,0 Mrd € noch gering. Viele der Emittenten

Investoren sollten sich bei ihren Anlageentscheidungen nicht allein auf externe Bonitätsurteile verlassen.

Mittelstandsanleihen so weit wie möglich auf der Basis eigener Einschätzungen über das entsprechen-

den haben eine mittlere oder schwache Bonität und müssen hohe Zinsen bieten. Investoren sollten ihre Anlageentscheidung sowohl bei Schuld-

scheinen als auch bei

de Rendite-Risiko-Profil treffen und sich nicht allein auf externe Bonitätsurteile verlassen.

Bereitschaft für die Übernahme von Risiken unterschiedlich ausgeprägt

Insgesamt scheinen Risikobereitschaft und Renditestreben im Finanzsystem noch begrenzt zu sein. Vor allem Banken bereinigen nach wie vor ihre Bilanzen.⁶ Zusammen mit sich abzeichnenden neuen regulatorischen Anforderungen⁷ wirkt dies dem Eingehen neuer, risikoreicher Positionen tendenziell entgegen. So liegt der Fremdkapitalhebel größer, komplexer Finanzinstitute weiterhin deutlich niedriger als vor der Finanzkrise.

Die Risikoübernahme deutscher und internationaler Banken an den Rohstoffmärkten ist zuletzt – möglicherweise auch im Zusammenhang mit Reputationsrisiken – eher gesunken. Dagegen hat die relative Bedeutung von Währungsrisiken in den Handelsbüchern der Institute bereits seit Ende 2008 zugenommen. Parallel hierzu sind Anreize für währungsbezogene Carry Trades angesichts des erheblichen Zinsgefälles zwischen Schwellenländern oder einigen rohstoffreichen Ländern und den großen westlichen Industrieländern gestiegen (siehe Schaubild 4.3).

Gleichzeitig herrscht in Teilen des internationalen Finanzsystems hohe Nachfrage nach Anlagen in Hedgefonds. Institutionelle Investoren, zu denen neben Banken auch Versicherer und Pensionsfonds zählen, haben ihre Anlagen im Hedgefondssektor zwischen Ende 2006 und Ende 2011 nominal um etwa zwei Drittel auf rund 1,5 Billionen US-\$ erhöht. Der Trend zu steigenden Anlagen in Hedgefonds dürfte sich in diesem Jahr fortsetzen.⁸ Tendenzuell dürften Anlage-

⁶ Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank (2011), S. 38 ff.

⁷ Siehe hierzu S. 96 im Kapitel „Fortschritte bei der Reform der Finanzmarktregulierung“.

⁸ Vgl.: Citi Prime Finance (2012), S. 26 sowie Financial Services Authority (2012), S. 17 f.

risiken trotz möglicher Vorteile einer Diversifizierung steigen, wenn ein höherer Anteil unter Vorgabe relativ ambitionierter Renditeziele, die bei Hedgefonds typischerweise im hohen einstelligen Prozentbereich liegen, aktiv gemanagt wird.

Deutsche Versicherer: Kapitalerträge und Überschussbeteiligungen sinken

Die niedrigen Zinsen belasten vor allem konservative Investoren wie Versicherer, die üblicherweise einen großen Teil ihrer Anlagen in verhältnismäßig sicheren Zinsinstrumenten halten. So ist die aus den

Das Niedrigzinsumfeld spiegelt sich immer deutlicher in den Ergebnissen aus den Kapitalanlagen der Lebensversicherer wider.

Kapitalanlagen der deutschen Lebensversicherer erwirtschaftete Nettoverzinsung von 4,3 % im Jahr 2010 weiter auf 4,1 % im Jahr 2011 gesunken.⁹⁾

Das Niedrigzinsumfeld spiegelt sich also immer deutlicher in den Ergebnissen aus den Kapitalanlagen der Lebensversicherer wider.

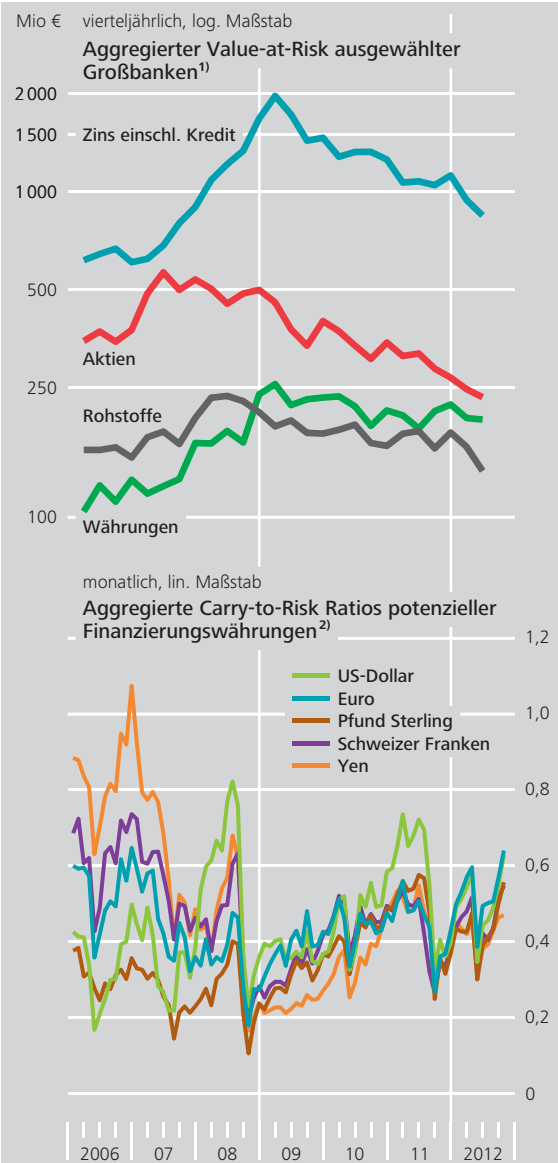
Die Überschussbeteiligung von Lebensversicherungen ist in diesem Umfeld gesunken. So ging die laufende Verzinsung im Durchschnitt über alle Tarifarten und -generationen hinweg für das Jahr 2011 um 15 Basispunkte auf 3,94% zurück. Die durchschnittliche Garantieverzinsung im Bestand der deutschen Lebensversicherer sank zuletzt aber lediglich um 7 Basispunkte auf 3,23%.¹⁰⁾ Das Bundes-

⁹ Vgl.: Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (2012), Tabelle 42.

¹⁰ Vgl.: Assekurata (2012), S. 5 ff. Der aktuell gültige Höchstrechnungszins gilt nur für Neuverträge. Der Anteil der Verpflichtungen mit einem garantierten Rechnungszins von 4 % ist seit 2010 unter 25 % des Bestandes gefallen. Dennoch reduziert sich die durchschnittliche Garantieverzinsung weiterhin nur langsam. Zur Auswirkung verschiedener Zinsszenarien auf die Finanzierung der Überschussbeteiligung der Versicherten vgl. auch: A. Kablau und M. Wedow (2011).

Indikatoren für die Risikoübernahme in einzelnen Marktsegmenten

Schaubild 4.3



Quellen: Bloomberg, JP Morgan und eigene Berechnungen. **1** Entspricht der Höhe des Verlustes, der bei einer Haltedauer von einem Tag mit einer Wahrscheinlichkeit von 99% nicht überschritten wird. Umfasst nachfolgende systemrelevante Finanzinstitute: Bank of America/Merrill Lynch, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Société Générale und UBS. **2** Indikatoren für die Attraktivität währungsbezogener Carry Trades. Für einzelne Währungspaare als Quotient aus der Differenz von Einmonatszinssätzen sowie der impliziten Volatilität von Währungsoptionen mit einmonatiger Laufzeit errechnet. Den aggregierten Carry-to-Risk Ratios liegen einfache Durchschnitte der jeweils verfügbaren Zielwährungen (AUD, BRL, IDR, INR, MXN, NZD, RUB und ZAR) zugrunde.

ministerium der Finanzen (BMF) hat auf das anhaltende Niedrigzinsumfeld reagiert und Anfang 2012 den Höchstrechnungszins für Neuverträge nochmals gesenkt – zuletzt von 2,25 % auf 1,75 %.

Um die Finanzierbarkeit der künftigen Verpflichtungen der Versicherer aus Lebens- und Rentenversicherungsverträgen sicherstellen zu können, hat das BMF außerdem eine sogenannte Zinszusatzreserve eingeführt. Sinkt ein hierfür definierter Referenzzins unter den Garantiezins, so ist für die jeweiligen Policen seit dem Jahr 2011 eine Anhebung der Deckungsrückstellung vorzunehmen. Der Referenzzins lag im Jahr 2011 bei 3,92 %, sodass für die Tarifgeneration mit 4,00 % Garantiezins entsprechende Reserven gebildet wurden.¹¹⁾ Gemessen am arithmetischen Mittel der Deckungsrückstellungen hatten diese zusätzlichen Reserven im Jahr 2011 einen Anteil von 0,24 %. Für den Gesamtmarkt entsprach dies auf Basis der Geschäftsjahresdaten 2010 rund 1,5 Mrd € beziehungsweise einem Anteil von durchschnittlich etwa 10 % des erwirtschafteten Rohüberschusses.¹²⁾

Es ist davon auszugehen, dass die Lebensversicherer auch in den kommenden Jahren über die Bildung

Die Lebensversicherer dürften auch in den kommenden Jahren über die Bildung von Zinszusatzreserven ihre Rückstellungen verstärken.

von Zinszusatzreserven ihre Rückstellungen verstärken werden. Aus der einschlägigen Verordnung für die Berechnung des Referenzzinses lässt sich ableiten, dass dieser

Zinssatz für das Jahr 2012 um etwa 27 Basispunkte absinkt. Sollte bei anhaltender Niedrigzinsphase zukünftig auch das Ergebnis aus Kapitalanlagen nicht mehr ausreichen, um den Garantiezins zu erwirtschaften, so kann die vorsorglich aufgebaute Zinszusatzreserve zur Dämpfung der Auswirkungen der langfristig ausgesprochenen Zinsgarantien beitragen. Die zuletzt 2011 durchgeführte Abfrage der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

(BaFin) hat gezeigt, dass die Kapitalerträge der Branche im vorgegebenen Niedrigzinsszenario insgesamt 15 Jahre lang ausreichen, um die garantierten Zinszahlungen zu finanzieren.¹³⁾

Pensionskassen und andere Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge sind ähnlich gelagerten Risiken aus dem Niedrigzinsumfeld ausgesetzt. Die BaFin führte für das Jahr 2011 eine Umfrage bei den deutschen Pensionskassen durch. Diese können danach auch bei einer weiter anhaltenden Niedrigzinsphase die den Versorgungsberechtigten zugesagten Leistungen erbringen.

Anzeichen für eine Neuausrichtung der Kapitalanlagestrategie der Versicherer

Das vorherrschende Niedrigzinsumfeld mit gleichzeitig hohen Zinsverpflichtungen gegenüber den Kunden birgt die Gefahr, übermäßige Risiken einzugehen. Aus Sicht der Finanzstabilität wäre dies kritisch zu bewerten. Die Kapitalanlagen der deutschen Lebensversicherer sind im Jahr 2011 im Vorjahresvergleich um gut 8 Mrd € auf knapp 743 Mrd € angestiegen. Die Struktur der Anlagen zeigte zuletzt jedoch keinen Trend zu einer stärkeren Risikoübernahme. Vielmehr hat sich der Anteil der als risikoreich klassifizierten Kapitalanlagen im Krisenverlauf von 16,2 % Ende 2007 auf 10,7 % Ende 2011 erheblich verringert. Die sich hieran anlehende Risikokapitalanlagenquote verblieb damit weit unter dem zulässigen Höchstwert von 35 %. Der Anteil

¹¹ Das BMF hat im März 2011 die Zinszusatzreserve in § 5 der Deckungsrückstellungsverordnung definiert. Dort wird auf den Vergleich des Garantiezinses mit einem Referenzzinssatz abgestellt, der sich auf europäische Staatsanleihen mit einem Rating von AAA und einer Restlaufzeit von zehn Jahren bezieht. Dieser Referenzzins wird als arithmetischer Mittelwert über einen Referenzzeitraum von zehn Jahren berechnet. Sinkt er unter den Garantiezins, sind für betroffene Policen zusätzliche Deckungsrückstellungen zu bilden.

¹² Vgl.: Assekurata (2012), S. 79.

¹³ Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2012a), S. 131.

der Renten an den gesamten Kapitalanlagen der Lebensversicherer hat sich von 82,3% Ende 2007 auf 89,3% Ende 2011 erhöht, wohingegen höher verzinsliche und risikoreichere Anlageklassen im Vorjahresvergleich nahezu unverändert blieben (siehe Schaubild 4.4).¹⁴⁾

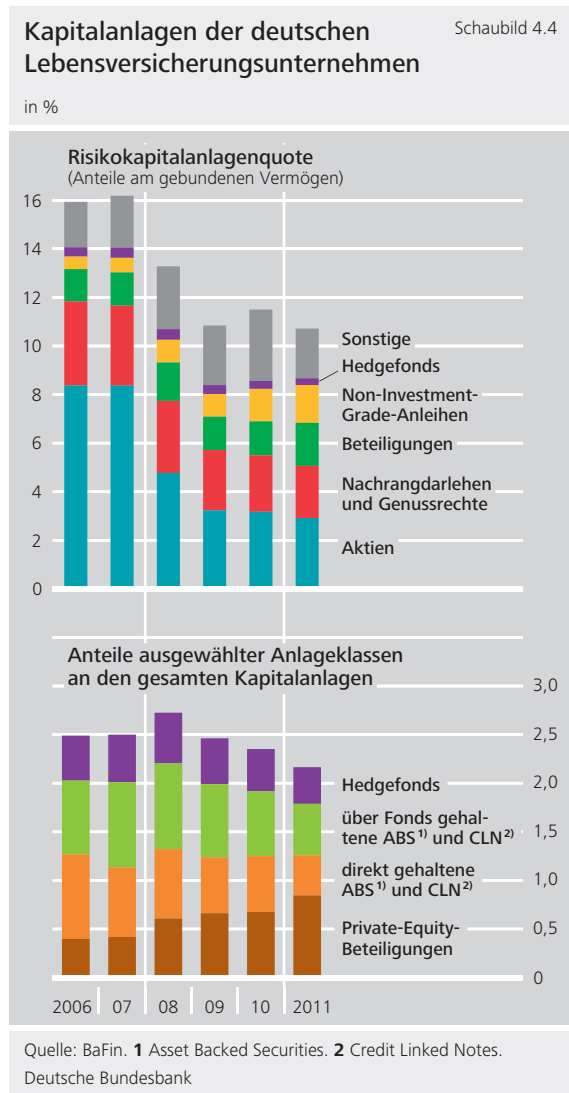
Allerdings veranlasst das Niedrigzinsumfeld die Versicherer, neue Wege der Kapitalanlage einzuschlagen und dabei in einen stärkeren Wettbewerb mit den Banken zu treten. Umfragen und Unternehmensangaben zufolge wird der Einstieg in renditestärkere

Das Niedrigzinsumfeld veranlasst die Versicherer, neue Wege der Kapitalanlage einzuschlagen und in einen stärkeren Wettbewerb mit Banken zu treten.

Kapitalanlagen oder neue Geschäftsfelder verstärkt erwogen. Dazu zählen die Finanzierung von Infrastrukturprojekten, die direkte Kreditvergabe an Unternehmen und Privatkunden sowie die direkte und über

Spezialfonds abgewickelte gewerbliche Immobilienfinanzierung. Im Bereich Baufinanzierungen wird diese Entwicklung seit April 2012 zusätzlich durch die Möglichkeit der Versicherungsunternehmen unterstützt, ihren Kunden auch Darlehen der Kreditanstalt für Wiederaufbau aus Förderprogrammen direkt anzubieten.

Bislang stellt das Kreditsegment für die deutschen Erstversicherungsunternehmen einen noch relativ kleinen Anteil ihrer gesamten Kapitalanlagen dar: Per Juni 2012 entfielen 4,1% (49,9 Mrd €) auf grundpfandrechtl. gesicherte Wohnbaurdarlehen, 0,8% (9,5 Mrd €) auf Darlehen an Unternehmen (ohne Banken) und 0,5% (5,7 Mrd €) auf grundpfandrechtl. gesicherte Gewerbeimmobilienkredite.¹⁵⁾ Auch bei Auszahlungen für Wohnungsfinanzierungen im Jahr 2011 nahmen Lebensversicherer mit 5,2 Mrd € und einem Marktanteil von 3,8% eine untergeordnete Rolle ein.¹⁶⁾ Immobilienmarktexperten rechnen im kommenden Jahr gleichwohl mit



eher zunehmenden Engagements der Versicherer in deutschen Immobilien.¹⁷⁾

Ein bedeutendes Risiko bei der direkten und indirekten Vergabe von Krediten durch Versicherungsunternehmen liegt in einem nicht adäquaten Risiko-

¹⁴ Vgl.: Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (2012), Tabelle 42 sowie Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2012a), S. 119 ff.
¹⁵ Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2012b).
¹⁶ Vgl.: Verband der privaten Bausparkassen (2012).
¹⁷ Vgl.: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) (2012). Siehe hierzu auch das Kapitel „Deutscher Immobilienmarkt in Bewegung“ auf S. 55 ff.

management. Hier muss der Aufbau entsprechender Kapazitäten mit der Ausweitung von Geschäftsaktivitäten Schritt halten. Zu beobachten bleibt ebenfalls, inwieweit Versicherungsunternehmen zukünftig eine Aufbesserung ihrer Anlagerenditen über das Eingehen von Liquidity Swaps mit Banken anstreben und hiermit mögliche Ansteckungskanäle zwischen Banken- und Versicherungssektor entstehen (siehe hierzu den Kasten „Liquidity Swaps als potenzieller Ansteckungskanal zwischen Banken- und Versicherungssektor“ auf S. 49).

Stabile Prämieinnahmen und ausreichende Kapitalpuffer stützen Versicherer

Auch wenn Versicherer durch sinkende Kapitalerträge unter Druck geraten und Anreize zu einer Suche nach Rendite haben, ist der deutsche Versicherungssektor insgesamt als robust anzusehen. Eine zufriedenstellende Entwicklung der Prämieinnahmen und ausreichende Solvenzquoten helfen der Branche, die Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds abzufedern. Im Jahr 2011 konnten die deutschen Erstversicherer ihre Prämieinnahmen mit gut 178 Mrd € nahezu stabil halten. Die auffälligste Entwicklung innerhalb der einzelnen Versicherungssparten sind die um gut 17% auf 21,8 Mrd € gesunkenen Einmalbeiträge der Lebensversicherer. Mit einem Achtel der gesamten Beitragssumme im Neugeschäft dieser Sparte im Jahr 2011 fallen Einmalbeiträge jedoch weiterhin ins Gewicht.¹⁸⁾

Die deutschen Lebensversicherer, die aufgrund ihrer Prämien- und Kapitalanlagenhöhe eine bedeutende Stellung im deutschen Erstversicherungssektor einnehmen, erzielten im Jahr 2011 Prämieinnahmen von gut 83 Mrd € und blieben damit um knapp 5% hinter dem Ergebnis aus dem vorangegangenen Jahr zurück.¹⁹⁾ Das Jahresbeitragsäquivalent – eine Messgröße für das Neugeschäft in der Lebensversicherung, das laufende Beiträge und Einmalbeiträge auf eine gemeinsame Basis stellt – war im Jahr 2011

mit 8,3 Mrd € im Vorjahresvergleich unverändert.²⁰⁾ Die Geschäftsentwicklung der Rückversicherungsunternehmen zeigte sich zuletzt ebenfalls stabil.

Die Risikotragfähigkeit der deutschen Versicherer erweist sich insgesamt als angemessen. Die BaFin führte in diesem Jahr einen Stresstest zu den Auswirkungen eines Einbruchs auf Aktien-, Renten- und Immobilienmärkten zum Ende 2011 durch.²¹⁾ Während erneut alle Lebens- und Krankenversicherer den Test bestanden, unterschritten im Vergleich zum Vorjahr weniger Schaden- und Unfallversicherer sowie Pensionskassen die Mindestkapitalanforderung. Die Versicherungsaufsicht hat bei allen Unternehmen, die den Stresstest nicht bestanden haben, Maßnahmen zur Verbesserung der Risikotragfähigkeit eingeleitet.

Die Risikotragfähigkeit der deutschen Versicherer erweist sich insgesamt als angemessen.

Forderungen der Versicherer gegenüber Ländern des Euro-Gebiets, die an den Finanzmärkten unter Druck geraten waren, sind zuletzt insgesamt gesunken. Die Finanzkraft der Versicherer lässt darauf schließen, dass mögliche Verluste aus diesen Engagements – wenn man von Extremszenarien absieht – beherrschbar sind.

¹⁸ Vgl.: Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2012), Tabellen 1 und 27.

¹⁹ Ohne Pensionsfonds und Pensionskassen. Im Jahr 2011 erzielten die deutschen Lebensversicherer 46,7% der Beitragseinnahmen aller deutschen Erstversicherer. Sie hielten 69,4% der gesamten Kapitalanlagen.

²⁰ Das Jahresbeitragsäquivalent, häufig auch bezeichnet als Annual Premium Equivalent (APE), ist eine international gebräuchliche Kennzahl zur Erfassung des Neugeschäfts. Die Kennzahl berechnet sich aus der Summe des Neugeschäfts zum laufenden Beitrag für ein Jahr und 10% der im Jahr vereinnahmten Einmalbeiträge.

²¹ Vier verschiedene Szenarien wurden untersucht: Ein isoliertes Aktienszenario, zwei mit Renten bzw. Immobilien kombinierte Aktienszenarien sowie ein isoliertes Rentenszenario. Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2012c), S. 5.

Liquidity Swaps als potenzieller Ansteckungskanal zwischen Banken- und Versicherungssektor

Ein Liquidity Swap (auch Collateral Swap oder Collateral Upgrade Trade) ist eine spezielle Form eines Tauschgeschäfts, welches durch das Bestehen eines Liquiditätsgefälles zwischen den getauschten Vermögenswerten definiert ist. Im Rahmen von Liquidity Swaps werden beispielsweise eher illiquide Wertpapiere von Banken gegen hochliquide Wertpapiere von Versicherern zeitlich befristet und mit einem Abschlag (Haircut) versehen getauscht. Banken können die geliehenen liquideren Wertpapiere einsetzen, um regulatorische Liquiditätsanforderungen zu erfüllen und die kurzfristige Refinanzierung zu besichern. Versicherer können durch den befristeten Tausch die Verzinsung ihrer Kapitalanlagen erhöhen.¹⁾

Liquidity Swaps stehen unter besonderer Beobachtung, beispielsweise seitens der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority: EIOPA),²⁾ da sie systemische Risiken in sich bergen können. Zum einen wirken sie potenziell prozyklisch, etwa indem Risikoabschläge von der (Markt-) Bewertung der getauschten Sicherheiten abhängen. Zum anderen erhöhen sie die Verflechtung zwischen dem Banken- und dem Versicherungssektor und können damit die Ausbreitung von Schocks im Finanzsystem beschleunigen.

Marktkontakte der Bundesbank legen nahe, dass die Bedeutung entsprechender Tauschgeschäfte an den Finanzmärkten und auch bei deutschen Banken und Versicherern in den kommenden Jahren zunimmt. Je nach Größe der beteiligten Institute können demnach einzelne Transaktionen in einer Spanne zwischen 50 Mio € und 2 Mrd € liegen. Die vereinbarten Laufzeiten vari-

ieren zwischen sechs Monaten und fünf Jahren. In vielen Fällen beinhalten Liquidity Swaps Vereinbarungen, die einen vordefinierten Austausch von Sicherheiten während der Laufzeit ermöglichen. Die Struktur einzelner Transaktionen kann komplex sein und erfordert aufseiten der Kontrahenten eine sorgfältige Dokumentation.

Eine von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht in diesem Jahr durchgeführte Erhebung zeigt, dass in Deutschland bisher nur sehr wenige Versicherer Liquidity Swaps nutzen. Liquiditätstransfers in Form von Wertpapierleihgeschäften mit Banken spielen innerhalb der Gruppe der an diesem Markt aktiven Versicherer die größte Rolle. Hauptmotiv ist, über die Gebühren für die Wertpapierleihe zusätzliche Einnahmen zu erzielen.

Gemäß dieser Umfrage erhalten die befragten Versicherungsunternehmen vor allem Staatsanleihen und strukturierte Produkte mit einem Rating im Bereich Investment Grade als Sicherheiten. Verglichen mit dem Wert der verliehenen Wertpapiere wird durchgängig eine Überdeckung berichtet. Die Laufzeit der Geschäfte liegt zumeist bei weniger als einem Jahr, sie kann jedoch auch bis zu fünf Jahre betragen. Im ersten Halbjahr 2012 haben Liquidity Swaps bei den in diesem Segment aktiven Versicherungs-

¹ Auch Wertpapierleihgeschäfte werden gewöhnlich als Liquidity Swaps eingestuft, falls für einen Kontrahenten eine Verbesserung seiner Liquiditätsposition eintritt.

² Der EIOPA-Vorsitzende betonte die Überwachung von Liquidity Swaps im Zuge der Auseinandersetzung mit der Finanzkrise zuletzt während einer Anhörung vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments. Vgl.: G. Bernardino, Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Brüssel, 19. September 2012.

unternehmen maximal 0,1 % zum jeweiligen Bruttoeinkommen aus Kapitalanlagen beigetragen. Auch in Relation zu ihren Kapitalanlagen liegt der Anteil der abgefragten Transaktionen Mitte 2012 mit zumeist weniger als 1 % auf einem recht niedrigen Niveau.

Erkenntnisse der Bankenaufsicht aus einer weiteren aktuellen Umfrage bei einigen größeren deutschen Instituten zeigen, dass aus der Sicht der Banken andere Kontrahenten eine weitaus höhere Bedeutung haben als Versicherungsunternehmen. Die befragten Banken schließen Liquidity Swaps vor allem mit anderen Banken oder anderen Finanzintermediären, wie beispielsweise Geldmarktfonds, ab. Der Anteil der Liquidity Swaps mit Versicherungsunternehmen lag gemessen am Bestand dieser Geschäfte Ende 2011 im Mittel bei unter 0,5 %.

Die vorliegenden Erkenntnisse über dieses spezielle Marktsegment lassen Gefahren für die Finanzstabilität insgesamt sowie Anfälligkeiten für erhöhte Ansteckungsrisiken zwischen dem Versicherungs- und dem Bankensektor in Deutschland gegenwärtig als gering erscheinen. Zudem ist positiv zu werten, dass keines der befragten Versicherungsunternehmen die als Sicherheit erhaltenen Wertpapiere für weitere Transaktionen wiederverwendet.

Ein Risiko des noch recht jungen Marktsegments liegt gleichwohl in seiner geringen Transparenz, die es auch anfällig für plötzliche Negativereignisse (Headline Risk) macht. Eine Verbesserung der Datenlage, etwa durch Offenlegungs- und Berichtspflichten, kann dazu beitragen, ein systemisches Risikopotenzial besser zu identifizieren.

Zunehmender Druck auf Margen und Geschäftsmodelle

Mit zunehmender Dauer der Niedrigzinsphase können niedrige Zinsen nicht nur vorübergehende Auswirkungen wie eine übertriebene Suche nach Rendite und besondere Belastungen für konservative Anleger nach sich ziehen, sondern auch strukturelle Veränderungen im Finanzsystem anstoßen.

Für Geldmarktfonds stellt sich in einem andauernden Niedrigzinsumfeld die Frage nach der Durchhaltbarkeit ihres Geschäftsmodells. Nach Berücksichtigung von Gebühren sind die erzielbaren Renditen bei den meisten Fonds so niedrig, dass immer mehr Mittel abgezogen werden. So sind die Anlagen inländischer Geldmarktfonds von etwa 33 Mrd € vor der Finanzkrise auf nur noch rund 5,4 Mrd € im September 2012 gesunken. Zu beobachten wird sein,

ob die weltweit aus Geldmarktfonds abfließenden Mittel ebenfalls zur Suche nach Rendite beitragen. Ein Risiko besteht auch darin, dass Finanzinstrumente wie Commercial Paper keinen Absatz mehr finden und damit der Geldmarkt weiter austrocknet. Banken könnte dies auf der Ertragsseite zusätzlich belasten, wenn sie Geldmarktpapiere durch höher verzinstes Einlagengeschäft ersetzen müssen.

Für den Bankensektor liegt ein weitergehendes Risiko aber auch im Erreichen der Nullzinsschranke für die Vergütung von Einlagen. In Verbindung mit einer möglichen weiteren Abflachung der Zinsstrukturkurve im Niedrigzinsumfeld könnte dies die Margen zusätzlich unter Druck setzen.²²⁾ Außerdem legen empirische Untersuchungen des deutschen

²² Daneben könnte ein hoher Wettbewerb um Depositen die Margen der Banken belasten. Siehe hierzu das Kapitel „Das deutsche Bankensystem fünf Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise“ auf S. 31 ff.

Bankensektors eine positive Korrelation zwischen der Volatilität der Zinssätze und den Zinsmargen der Kreditinstitute nahe.²³⁾ Geht man von typischerweise relativ geringen Schwankungen der Zinsen im Niedrigzinsumfeld aus, könnte auch dies negativ auf die Ertragslage der Institute wirken.

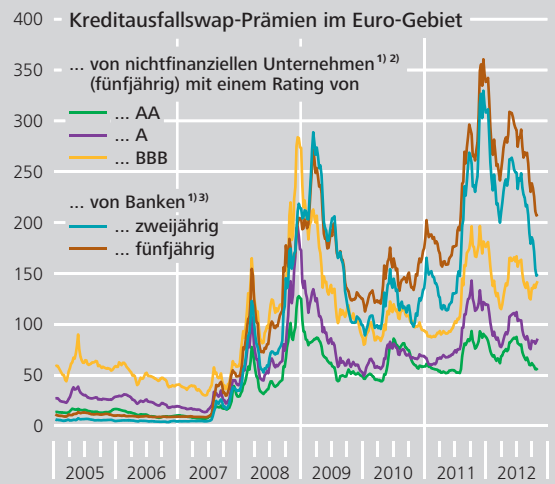
Die Ertragskraft von Banken wird schließlich auch von der Existenz und den Konditionen alternativer Finanzierungsmöglichkeiten der Kreditnehmer beeinflusst. So kann seit dem Ausbruch der Finanzkrise und dem Eintritt in die derzeitige Niedrigzinsphase beobachtet werden, dass nichtfinanzielle Unternehmen mit gutem Rating an den Kapitalmärkten zum Teil deutlich niedrigere Refinanzierungskosten aufweisen als Banken. Diese mit der Suche nach Rendite verknüpfte Verschiebung der relativen Finanzierungsbedingungen schafft Anreize für Unternehmen, sich verstärkt über die Anleihemärkte zu finanzieren (Disintermediation).²⁴⁾ Die Anzeichen einer zunehmenden Disintermediation an den Unternehmenskreditmärkten haben sich im Jahr 2012 verstärkt. Viele Unternehmen erkennen die Vorteile einer stärkeren Diversifizierung ihrer Finanzierung und ersetzen möglicherweise dauerhaft Bankkredite durch Unternehmensanleihen, Schuldscheindarlehen und auch andere, nicht kapitalmarkt-basierte Finanzierungsformen.²⁵⁾

Die über Kreditausfallswaps (Credit Defaults Swaps: CDS) mit fünfjähriger Laufzeit grob approximierten Refinanzierungskosten von Banken aus dem Euro-Gebiet sind seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 im Durchschnitt höher als die der nichtfinanziellen Unternehmen im oberen Investment-Grade-Bereich (Ratingklassen AA und A). Seit Beginn des Jahres 2009 liegen sie sogar höher als die Refinanzierungskosten von Unternehmen der Ratingklasse BBB. Schaubild 4.5 illustriert diesen Zusammenhang für Banken und Unternehmen ausgewählter Länder des Euro-Gebiets, die von der Staatsschuldenkrise weniger stark betroffen sind.²⁶⁾

Anreize für Kapitalmarktfinanzierung im Unternehmenssektor

Schaubild 4.5

Basispunkte, Wochendurchschnitte



Quelle: Markit und eigene Berechnungen. **1** Es werden Banken und nichtfinanzielle Unternehmen aus Deutschland, Frankreich, Niederlande, Belgien und Österreich berücksichtigt. **2** Im iTraxx Non-Financials enthaltene Unternehmen. **3** In die Banken-Indizes finden nur Banken Eingang, bei denen die Kreditvergabe mindestens 40% der Bilanzsumme ausmacht. Damit sollen vor allem Banken erfasst werden, bei denen das klassische Kreditgeschäft einen signifikanten Anteil ausmacht.
Deutsche Bundesbank

Die Umkehr der normalen Rangfolge bei den Finanzierungskosten bleibt auch dann erhalten, wenn man ein bestimmtes Maß an Fristentransformation im Finanzsektor berücksichtigt. Die Refinanzierungskosten der Banken sind auch am kürzeren Ende der Zinsstrukturkurve – hier approximiert durch CDS

²³ Vgl.: O. Entrop et al. (2012).

²⁴ Neben den niedrigen Finanzierungskosten an den Anleihemärkten begünstigen derzeit auch im historischen Vergleich hohe Aktienrisikoprämien die Aufnahme von Fremdkapital gegenüber der Aufstockung des Eigenkapitals.

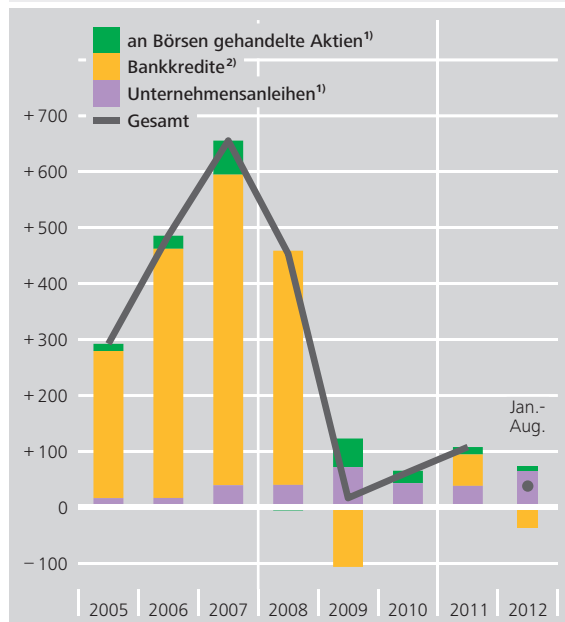
²⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2012).

²⁶ Auf die Einbeziehung der von der Staatsschuldenkrise besonders betroffenen Länder wurde in der hier gewählten Darstellung verzichtet, um den Einfluss von „Sovereign Risk“ auf die Ergebnisse zu begrenzen. Ansonsten wäre der Effekt angesichts besonderer Anspannungen in den dortigen Bankensektoren und teilweiser Abkopplung der Unternehmenssektoren noch stärker. Allerdings dürften die hier vor allem wegen ihrer Laufzeitkongruenz verwendeten CDS die tatsächlichen Finanzierungskosten der Banken am aktuellen Rand eher überzeichnen. So liegt die Differenz aus CDS und (laufzeitangepassten) Renditeaufschlägen von Bankanleihen – die sogenannte Basis – seit dem zweiten Quartal 2012 im Durchschnitt auf einem sehr hohen Niveau.

Finanzierungsstruktur nicht-finanzieller Unternehmen des Euro-Gebiets

Schaubild 4.6

Mrd €



Quelle: EZB. 1 Nettoemissionen. 2 Nettokreditvergabe.
Deutsche Bundesbank

mit zweijähriger Laufzeit – höher als die auf Basis fünfjähriger CDS gemessenen Refinanzierungskosten der Unternehmen aller Ratingkategorien im Segment Investment Grade.

Eine stärker diversifizierte Unternehmensfinanzierung im Euro-Gebiet ist für sich genommen positiv zu werten, da sie kapitalmarktaktive Unternehmen unabhängiger von Anspannungen im Bankensektor macht – allerdings fallen Stressphasen im Bankensektor und an Märkten häufig zeitlich zusammen. Auch wenn das (Netto-)Refinanzierungsvolumen über den Kapitalmarkt im Euro-Gebiet im Gesamtjahr 2012 die (Netto-)Neukreditvergabe der Banken wie schon in den Jahren 2009 und 2010 übersteigen dürfte (siehe Schaubild 4.6), ist diese Form der Fremdfinanzierung trotz Belebung seit der Finanzkrise noch immer relativ schwach ausgeprägt. So vereinte die gesamte kapitalmarktorientierte Unternehmensfinanzierung zuletzt lediglich rund 10 %

der gesamten Fremdfinanzierung auf sich; in den USA lag der entsprechende Wert bei 70%. Kleinere und mittlere Unternehmen dürften trotz an Gewicht gewinnender Alternativen wie dem Schuldscheinsegment zudem weitgehend von der Finanzierung über Kreditinstitute abhängig bleiben.

Ein Teil der Zunahme der Kapitalmarktaktivitäten könnte sich zudem als zyklisch erweisen, wenn mittelfristig das Vertrauen gegenüber Banken zurückkehrt, etwa durch ihre verbesserte Eigenkapitalausstattung und einen Rückgang der Belastungen aus der Staatsschuldenproblematik im Euro-Gebiet. Die typische Rangfolge der Finanzierungskosten, bei der Risikoaufschläge für Banken niedriger als diejenigen für Unternehmen ausfallen, könnte sich dann, bei gleichzeitiger Umkehr des Ratingtrends im Bankensektor, wieder einstellen.

Dennoch gibt es Anzeichen, dass die Finanzkrise Elemente eines Strukturbruchs trägt, wodurch das Kreditgeschäft der Banken mit soliden nichtfinanziellen Unternehmen unter Druck geraten könnte. Es ist unklar, inwieweit

es den Kreditinstituten in diesem Zusammenhang gelingt, den etwaigen Ertragsausfall über wachsendes Kapitalmarktgeschäft, wie die Begleitung bei Emissionen von Anleihen, zu kompensieren. Insoweit könnte sich die Frage nach Anpassungen im Geschäftsmodell stellen. Ein Risiko besteht dann darin, dass einzelne Banken im Kreditgeschäft mit Unternehmen aggressive Konditionen bieten, um Geschäftsbeziehungen zu erhalten oder vermehrt Kredite an Unternehmen geringerer Bonität ausreichen. Durch Ausweichreaktionen könnten zudem Konzentrationsrisiken in anderen Geschäftsparten entstehen, etwa im Bereich der privaten Immobilienfinanzierung (siehe hierzu das folgende Kapitel „Deutscher Wohnimmobilienmarkt in Bewegung“).

Das Kreditgeschäft der Banken mit soliden nichtfinanziellen Unternehmen könnte unter Druck geraten.

■ Quellenverzeichnis

Assekurata (2012), Marktstudie 2012: Die Überschussbeteiligung in der Lebensversicherung, Januar 2012.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2012a), Jahresbericht 2011, April 2012.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2012b), Kapitalanlagen der Erstversicherer – 2. Quartal 2012, abzurufen unter www.bafin.de.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2012c), BaFin Journal, Juli 2012.

Capmarcon (2012), Capmarcon Spezial: Der Schuldschein als tragende Säule der deutschen Unternehmensfinanzierung, März 2012.

Citi Prime Finance (2012), Institutional Investment in Hedge Funds – Evolving Investor Portfolio Construction Drives Product Convergence, Juni 2012.

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

Deutsche Bundesbank (2012), Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, Monatsbericht, Januar 2012.

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

Financial Services Authority (2012), Assessing the Possible Sources of Systemic Risk from Hedge Funds, August 2012.

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (2012), Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2012, Juli 2012.

Kablau, A. und M. Wedow (2011), Gauging The Impact of a Low-Interest Rate Environment on German Life Insurers, Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 2: Banking and Financial Studies, No 02/2011, Februar 2011.

Moody's (2012), Liquidity of EMEA Corporates Remains Solid but has Begun to Deteriorate, Juni 2012.

Verband der privaten Bausparkassen (2012), Bausparkassen nach wie vor zweitstärkste Finanzierungsgruppe im Wohnungsbau, Pressemeldung vom 30. August 2012.

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) (2012), Deutscher Immobilien-Finanzierungsindex(DIFI)-Report, Juni 2012.

Deutscher Wohnimmobilienmarkt in Bewegung

Seit dem Jahr 2009 steigen die Preise auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt, nachdem sie in der vorangegangenen Dekade stagniert hatten. In großen Städten erhöhten sich die Preise beschleunigt. Zur Belebung des Immobilienmarkts dürften neben den guten mittelfristigen Aussichten für Einkommen und Arbeitsmarkt sowie dem niedrigen Zinsniveau auch die Unsicherheit an den Finanzmärkten und die damit verbundene Flucht in als sicher eingestufte Immobilienanlagen beitragen. Aus heutiger Sicht bleibt die Gefahr von Preisübertreibungen für Deutschland insgesamt gering. In regionalen Teilmärkten können diese jedoch nicht ausgeschlossen werden. Die Kreditvergabe für Wohnimmobilien in Deutschland steigt nach dem Einbruch in den Jahren 2007/2008 wieder an, die Zuwächse befinden sich jedoch noch im moderaten Bereich. Eine aus Sicht der Finanzstabilität destabilisierende Wechselwirkung zwischen Preisniveau und Kreditvergabe hat bisher noch nicht eingesetzt. Mit einem weiteren Anstieg der Kreditnachfrage ist jedoch zu rechnen. Derzeit begrenzen die robuste Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte und die konservative Ausgestaltung der Kreditbedingungen das Risikopotenzial steigender Wohnimmobilienpreise. Die weitere Entwicklung am deutschen Markt für Wohnimmobilien steht unter intensiver Beobachtung. Erfahrungen in anderen Ländern zeigen, dass es gerade in einem Umfeld niedriger Zinsen und hoher Liquidität zu Übertreibungen an den Immobilienmärkten kommen kann, die zu einer erheblichen Gefährdung der Finanzstabilität führen. Im Bedarfsfall ist der Einsatz sowohl mikro- als auch makroprudenzieller Instrumente denkbar, um Gefahren für die Stabilität des deutschen Finanzsystems entgegenzutreten.

Beschleunigter Preisanstieg in Ballungsräumen

Im internationalen Vergleich zeichnet sich der deutsche Immobilienmarkt durch eine Sonderentwicklung aus. In den Jahren 1999 bis 2008 stagnierten die Preise in Deutschland, während sie im Großteil Europas deutlich anstiegen. In der aktuellen Phase, in der internationale Preiskorrekturen stattfinden, ziehen die Preise in Deutschland an (siehe Schaubild 5.1).

Regional entwickeln sich die Immobilienpreise dabei jedoch sehr unterschiedlich.¹⁾ So steigen die Preise in den Ballungsgebieten beschleunigt an. In 125 deutschen Städten erhöhten sie sich im Jahr 2011 um 6,3 % für neue Wohnimmobilien und um 4,9 % für wiederverkaufte Immobilienobjekte (siehe Schaubild 5.2).²⁾ Im Jahr zuvor lag der Anstieg noch bei

Regional entwickeln sich die Immobilienpreise sehr unterschiedlich.

3,5 % beziehungsweise 2,0 %. In den sieben größten deutschen Städten betrug der Zuwachs für neue Wohnimmobilien im Jahr 2011 sogar 9,1 %, verglichen mit 4,9 % im Jahr 2010. Zugleich stiegen die Preise für Objekte im Wiederverkauf im Jahr 2011 um 7,0 % an, nachdem sie im Jahr zuvor um 3,4 % zugenommen hatten. In vielen ländlichen Regionen hingegen stagniert das Preisniveau für Wohnimmobilien oder ist sogar rückläufig. In Deutschland insgesamt ergibt sich für das Jahr 2011 eine Wachstumsrate von 2,7 %. Auch die Preise für Gewerbeimmobilien sind zuletzt moderat gestiegen (siehe Kasten „Deutscher Gewerbeimmobilienmarkt“ auf S. 58 f.).

In der ersten Jahreshälfte 2012 scheint sich der Preisanstieg auf dem Wohnimmobilienmarkt fortgesetzt zu haben. Dies gilt insbesondere für die sieben Großstädte.³⁾

Fehlentwicklungen auf Immobilienmärkten können Finanzstabilität gefährden

Eine Abkopplung der Immobilienpreise von ihren Fundamentalwerten kann das Risiko einer Schieflage von Banken erhöhen.⁴⁾ Das große Auswirkungspotenzial auf die Kreditinstitute ergibt sich nicht zuletzt aus dem Umfang der immobilienmarktbezogenen Verschuldung: Immobilienkredite an private Haushalte in Deutschland beliefen sich Mitte 2012 auf rund 981 Mrd €. Sie sind mit einem Anteil von über zwei Dritteln der mit Abstand größte Posten der Verschuldung privater Haushalte. Mit 40 % machen diese Kredite einen großen Teil der gesamten inländischen Kreditvergabe der deutschen Kreditinstitute aus. Bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften liegt der entsprechende Anteil der Immobilienkredite an private Haushalte sogar bei etwa 50 %.

Entscheidend für die Finanzstabilität ist, zu welchem Anteil Immobilieninvestitionen fremdfinanziert sind. Solange private Haushalte mögliche Wertverluste tragen können, stellen diese für sich genommen keine Gefährdung für das Finanzsystem dar. Kritisch aus Finanzstabilitätssicht sind Preissteigerungen vornehmlich dann, wenn diese von einem starken Kreditwachstum begleitet werden.⁵⁾ Die Entwicklung

¹ Eine regionale Heterogenität kennzeichnet die Immobilienpreisentwicklung in vielen Ländern. Vgl. für die USA: E. L. Glaeser, J. D. Gottlieb und K. Tobio (2012).

² Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben der Bulwien-Gesa AG. Zu beachten ist, dass Daten zu Immobilienpreisentwicklungen im Vergleich zu anderen Preisindizes aufgrund von Erfassungsproblemen, eingeschränkter Repräsentativität und statistischer Schwierigkeiten bei der Bemessung des Einflusses von Qualitätsmerkmalen auf den Preis mit höherer Unsicherheit behaftet sind.

³ Quellen: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Hypoport AG und eigene Berechnungen auf Basis von Angaben der Bulwien-Gesa AG. Die unterjährigen Daten zur Preisentwicklung auf Immobilienmärkten unterliegen generell stärkeren Schwankungen und sind deswegen mit hoher Unsicherheit behaftet.

⁴ Vgl.: M. Koetter und T. Poghosyan (2010). Preisüberhebungen können ähnlich starke Auswirkungen auf die Solvenz der Kreditinstitute haben wie die sinkende Kosteneffizienz und Liquiditätsprobleme.

⁵ Vgl.: J. Geanakoplos et al. (2012) sowie M. Schularick und A. Taylor (2012).

von Krediten und Verschuldung könnte sich daher als ein Indiz für Preisübertreibungen erweisen. Sorge

Kritisch aus Finanzstabilitätssicht sind Preissteigerungen vornehmlich dann, wenn diese von einem starken Kreditwachstum begleitet werden.

bereitet insbesondere ein möglicher selbstverstärkender Prozess, bei dem sich steigende Preise und wachsende Verschuldung gegenseitig befördern. So kann die Erwartung steigender Preise die

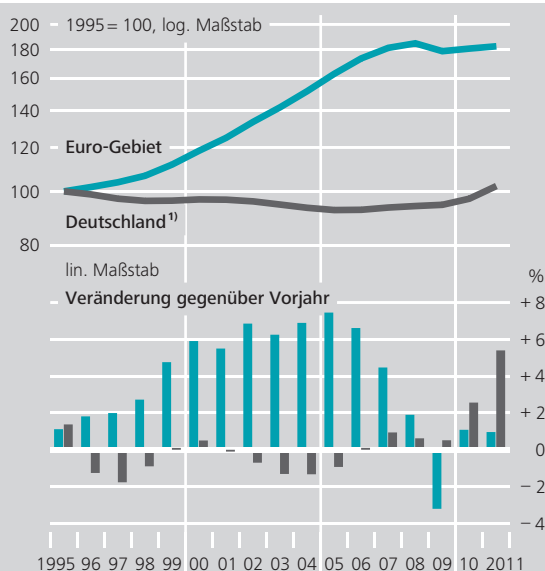
Bereitschaft zur Verschuldung erhöhen. Zu optimistische Erwartungen über die weitere Preisentwicklung haben bei den Übertreibungen am amerikanischen Immobilienmarkt eine erhebliche Rolle gespielt.⁶⁾ Offenbar tendieren Immobilienkäufer dazu, die Preisentwicklung der letzten Jahre fortzuschreiben und damit einen Aufwärtstrend durch ihre Kaufentscheidungen zu verstärken.⁷⁾ Dies kann eine selbstverstärkende Dynamik auslösen und wirkt daher potenziell destabilisierend. Eine hohe Verschuldung der Haushalte führt im Falle von Preiskorrekturen am Immobilienmarkt erfahrungsgemäß zu höheren Abschreibungen im Kreditgeschäft der Banken und mündet oftmals in eine hartnäckige wirtschaftliche Schwächephase.⁸⁾

■ Sonderfaktoren am Werk

Bei der Bewertung des aktuellen Preisanstiegs ist zwischen der gesamtdeutschen Entwicklung und einzelnen Teilmärkten zu unterscheiden. Während ein moderater Preisanstieg durchaus mit den Fundamentalwerten im Einklang steht, wirken in den Ballungsräumen auch Sonderfaktoren auf die Preisentwicklung ein.

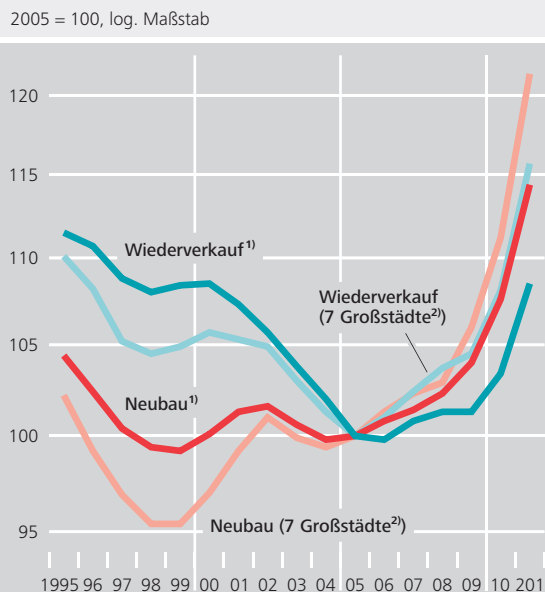
6 Vgl.: C. L. Foote, K. S. Gerardi und P. S. Willen (2012).
 7 Vgl.: K. Case, R. Shiller und A. Thompson (2012).
 8 Vgl.: T. Helbling und M. Terrones (2003), C. Cecchetti (2006) und International Monetary Fund (2004).

Preise für Wohnimmobilien in Deutschland und im Euro-Gebiet



Quellen: EZB und eigene Berechnungen für Reihenhäuser und Eigentumswohnungen auf Basis von Angaben der BulwienGesa AG. **1** Wohnimmobilienpreise in 125 Städten. Deutsche Bundesbank

Preise für Wohnimmobilien in Deutschland



Quelle: Eigene Berechnungen für Reihenhäuser und Eigentumswohnungen auf Basis von Angaben der BulwienGesa AG. **1** Wohnimmobilienpreise in 125 Städten. **2** Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart. Deutsche Bundesbank

Deutscher Gewerbeimmobilienmarkt

Im Vergleich zu Wohnimmobilien weisen Gewerbeimmobilien eine Reihe von Besonderheiten auf. Die Nachfrage hängt stärker mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zusammen und unterliegt größeren Schwankungen.¹⁾ In der Regel gelten gewerblich genutzte Immobilien im Vergleich zu Wohnimmobilien als die risikoreichere Anlageklasse.²⁾ Zudem sind ausländische Investoren am Markt für Gewerbeimmobilien aktiver. Sie streben ein regional breit gestreutes Portfolio an. Gewerbeimmobilienpreise in Deutschland zeigen bisher eine asynchrone Entwicklung im Vergleich zu anderen europäischen Ländern. Für internationale Investoren bieten deutsche Immobilien somit attraktive Diversifikationspotenziale. Insbesondere in den beiden letzten Jahren nahm die Aktivität der ausländischen Investoren auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt zu.³⁾

Trotz des derzeit günstigen konjunkturellen Umfelds steigt die Nachfrage gegenwärtig eher zögerlich. Die aktuellen Leerstandsquoten bei deutschen Büroimmobilien verbleiben auf hohem Niveau, wobei die Mieten nur leicht ansteigen (siehe Schaubild auf S. 59). Nach einer längeren Stagnationsphase im Zeitraum von 2007 bis 2010 sind die Preise für Büroflächen in großen Städten im Jahr 2011 gegenüber 2010 um 5,4% gestiegen.⁴⁾ Gleichzeitig nahm zum ersten Mal seit drei Jahren die Anzahl der Baugenehmigungen und Fertigstellungen von Büroflächen wieder zu.⁵⁾ In diesem Umfeld besteht nach Einschätzung von Marktexperten insgesamt noch ein Überangebot.⁶⁾ Allerdings verbirgt sich hinter der Durchschnittsbetrachtung ein sehr differenziertes Bild. So übertreffen beispielsweise die Mieten für Einzelhandelsflächen in Spitzenlagen von Großstädten jene in den Nebenlagen deutlich.

Die Gewerbeimmobilienmärkte könnten aufgrund ihrer Volatilität und Heterogenität ein Risiko für die Finanzinstitute darstellen, die in diesem Marktsegment als Kreditgeber agieren. Gemäß der Kreditnehmerstatistik der Deutschen Bundesbank lag der Bestand der Gewerbeimmobilienkredite deutscher Banken im Inland Ende

2011 bei knapp 178 Mrd €.⁷⁾ Das Engagement ist mit rund 7% am Gesamtkreditvolumen damit wesentlich kleiner als der Bestand an Wohnungsbaukrediten.⁸⁾ Zum ersten Quartal 2012 waren die Realkreditinstitute mit rund 48 Mrd € und Sparkassen mit etwa 45 Mrd € die führenden Kreditgeber für gewerbliche Immobilien. Ihr Anteil am Gesamtkreditvolumen deutscher Banken betrug 27% beziehungsweise 25%. Das Engagement der Landesbanken belief sich auf rund 32 Mrd €. Kreditbanken waren zuletzt mit etwa 31 Mrd € bei der Gewerbeimmobilienfinanzierung engagiert.

Allerdings ist jeder einzelne Gewerbeimmobilienkredit in der Regel um ein Vielfaches größer als ein typisches Wohnungsbaudarlehen. Somit ist das Engage-

1 Vgl.: B. Case, W. Goetzmann und K. Rouwenhorst, Global Real Estate Markets – Cycles and Fundamentals, NBER Working Paper No 7566, Februar 2000 sowie B. H. Zhu, The Importance of Property Markets for Monetary Policy and Financial Stability, Real Estate Indicators and Financial Stability, Vol 21, S. 9–29, Bank for International Settlements, April 2005.

2 Vgl.: M. Cieleback, Development of Residential Property, in: Understanding German Real Estate Markets, Ed.: T. Just und W. Maennig, Springer, 2012, S. 236–237. Gemessen an der Höhe der Standardabweichung wies die Preisentwicklung für Gewerbeimmobilien in Deutschland im Zeitraum 1991 bis 2011 eine höhere Volatilität als für Wohnimmobilien auf.

3 Vgl.: Jones Lang LaSalle, Investmentmarktüberblick, Capital Markets Newsletter, 1. Halbjahr 2012.

4 Gemäß German Property Index der BulwienGesa AG für Büroimmobilien in 125 deutschen Städten.

5 Vgl.: Statistisches Bundesamt, Baugenehmigungen, Baufertigstellungen – Lange Reihen 2011, August 2012.

6 Expertenbefragung zum Thema Gewerbeimmobilien des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumforschung.

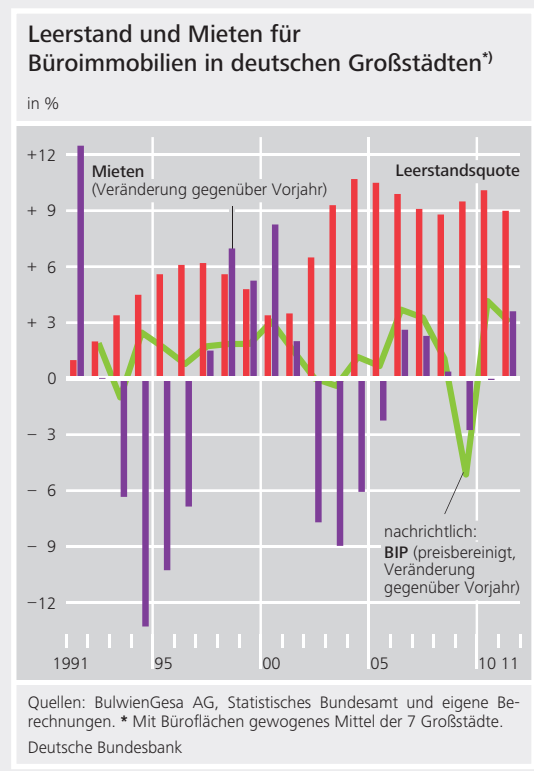
7 Berücksichtigt sind Kredite für den Kauf, die Vermietung und Verpachtung von Gewerbegrundstücken und Nichtwohngebäuden an Unternehmen aus dem Wirtschaftszweig „Grundstücks- und Wohnungswesen“ nach Klassifikation der Wirtschaftszweige 2008 sowie Ausleihungen an geschlossene Investmentfonds, wenn das Fondsvermögen überwiegend aus gewerblich genutzten Objekten besteht. Nicht enthalten sind Kredite für Dienstleistungen im Baugewerbe.

8 Das Inlandsengagement macht etwa die Hälfte des Gesamtkreditvolumens in der gewerblichen Immobilienfinanzierung deutscher Banken aus. Der Rest entfällt auf gewerbliche Immobilienkredite im Ausland, die vor allem eine große Bedeutung im Geschäft von großen, international tätigen Instituten haben.

ment einer Bank gegenüber einzelnen Kreditnehmern wesentlich höher. Auch die Ausgestaltung von Krediten unterscheidet sich in der Regel von den typischen Wohnungsbaufinanzierungen. Insbesondere werden bei der Finanzierung von Gewerbeimmobilien Kreditverträge mit kürzeren Laufzeiten vereinbart, häufig auch mit Endfälligkeit der Tilgung. Somit fallen die größten Lasten für den Kreditnehmer erst bei Kreditfälligkeit an. Die kurzen Laufzeiten setzen eine Anschlussfinanzierung voraus, was mit Refinanzierungsrisiken verbunden ist.

Das zentrale Risikomaß bei Gewerbeimmobilienkrediten ist – ähnlich wie bei Wohnimmobilienkrediten – das Verhältnis des Kreditbetrages zum Wert der Immobilie (Loan-to-Value: LTV). Außerdem werden die Rentabilität des Immobilienobjekts und das Rating sowie die wesentlichen Finanzkennzahlen des Kreditnehmers als wichtige Risikomaße herangezogen. Ende 2011 ergibt sich bei ausgewählten großen, international tätigen deutschen Banken im Durchschnitt ein vergleichsweise konservatives Bild.⁹ Fast die Hälfte des gewerblichen Immobilienengagements in Deutschland weist eine LTV-Ratio bis zu 60 % auf. Darüber hinaus finden in der Praxis verschiedene Zusatzvereinbarungen (Covenants) ihre Anwendung, die während der Laufzeit eines Immobilienkredits vom Kreditnehmer eingehalten werden müssen und das Risiko für die Banken begrenzen. So wird beispielsweise festgelegt, in welchem Umfang der Kapitaldienst und/oder der Zinsdienst des Kredites während der Laufzeit durch den Jahresnettoeinertrag des Schuldners gedeckt werden muss.¹⁰ Die Zahl der Covenant-Verletzungen aus den Gewerbeimmobilienkrediten systemrelevanter deutscher Banken ist im Jahr 2011 tendenziell leicht zurückgegangen. Für das Jahr 2012 wird im inländischen Kreditgeschäft insgesamt kein Anstieg von Covenant-Verletzungen erwartet. Allerdings ist eine Zunahme der Risiken in jenen Regionen mit rückläufiger demographischer Entwicklung und schwächeren Beschäftigungszahlen nicht ausgeschlossen. Insgesamt gilt jedoch das Engagement deutscher Banken bei Gewerbeimmobilien derzeit als unkritisch.¹¹

Neben den Banken engagieren sich laut einer Analyse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht auch immer mehr Versicherer als Kreditgeber bei der Finan-



zierung von Gewerbeimmobilien.¹² Anreize dafür gehen nicht zuletzt vom neuen europäischen Regelwerk für Versicherungsunternehmen Solvency II aus. Das Gesamtengagement deutscher Versicherer bei gewerblichen Immobilienkrediten lag Ende 2011 bei knapp 6 Mrd €, was nur 0,5 % ihres gesamten Anlageportfolios ausmacht. Damit ist das Gesamtkreditengagement deutscher Versicherer gegenüber diesem Markt noch gering. Systemische Risiken sind eher nicht zu erwarten. Bei kleineren Versicherern, deren Risikomanagement den Anforderungen des neuen Geschäftssegments unter Umständen noch nicht gewachsen ist, besteht jedoch ein gewisses Risikopotenzial.

⁹ Ergebnisse einer Sonderumfrage der Bundesbank unter den systemrelevanten Kreditinstituten.

¹⁰ Die konkrete Ausprägung von Vereinbarungen hängt vom Einzelfall ab.

¹¹ Dagegen ist die Risikolage im Auslandsengagement deutscher Kreditinstitute – insbesondere in südeuropäischen Ländern – deutlich kritischer zu sehen.

¹² Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Versicherer: Immobilienkredite und realwirtschaftliche Anlagen werden attraktiver, BaFinJournal 05/12, Mai 2012.

Fundamentale Faktoren stützen einen Teil des Preisanstiegs

Für Deutschland insgesamt könnten fundamentale Faktoren einen moderaten Anstieg der Immobilienpreise rechtfertigen. Die langfristig nachhaltige Entwicklung der Immobilienpreise wird in erster Linie von der Einkommensentwicklung und demographischen Faktoren, insbesondere der Altersstruktur und der Anzahl der Haushalte, bestimmt.⁹⁾ Generell beeinflussen darüber hinaus Konjunktorentwicklung, Kreditangebot, Zinsniveau und Fiskalpolitik sowohl die Immobiliennachfrage als auch das -angebot.

Nach einer schwachen Einkommensentwicklung in Deutschland im Zeitraum von 1999 bis 2007 stiegen die Einkommen in den letzten Jahren stärker an. Im Jahr 2011 nahmen die Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer um 3,3% zu und damit so stark wie seit 1993 nicht mehr.¹⁰⁾ Auch die Einkommenserwartungen befinden sich seit Mitte 2010 auf hohem Niveau.¹¹⁾

Das historisch niedrige Zinsniveau wirkt über verschiedene Kanäle auf die Immobilienpreise. So kann in einer Niedrigzinsphase bei gleichen Kosten ein höherer Fremdkapitalbetrag eingesetzt werden. Zudem wirken das derzeitige Niedrigzinsumfeld und seine Begleitumstände über Vorzieheffekte und das Kapitalanlagemotiv als Sonderfaktoren auf den deutschen Immobilienmarkt, insbesondere in Ballungsgebieten.

Längerfristig dürfte die Wohnraumnachfrage in Deutschland von der ungünstigen demographischen Entwicklung gedämpft werden, auch wenn der Anstieg der Anzahl der Haushalte dem noch entgegenwirkt. Demographische Faktoren wie Zu- und Abwanderung, kombiniert mit unterschiedlicher wirtschaftlicher Dynamik, treiben auch die regionalen Unterschiede in der Preisentwicklung.

Kapitalanlagemotiv gewinnt in Ballungsräumen an Bedeutung

In den Ballungsgebieten dürften Sonderfaktoren eine wesentliche Rolle bei der derzeitigen Entwicklung am Immobilienmarkt spielen.

Die Preissteigerungen sind zum größten Teil auf einen deutlichen Nachfrageanstieg in diesen Regionen zurückzuführen. Es ist davon auszugehen, dass das niedrige Zinsniveau und das dadurch motivierte Vorziehen von Immobilienkäufen zu zusätzlicher Nachfrage geführt haben. Zur Nachfragebelebung dürfte auch das schwierigere Anlageumfeld maßgeblich beigetragen haben. Kapitalanlageentscheidungen prägen die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise in Deutschland derzeit auffällig stark. Ein Indiz hierfür ist, dass die Nachfrage in den vergleichsweise liquiden und transparenten Teilmärkten, wie dem für Etagenwohnungen in Ballungsräumen, besonders kräftig gestiegen ist.

Vor dem Hintergrund der Unsicherheit an den Kapitalmärkten sowie der niedrigen Verzinsung risikoarmer Anlagen erscheinen viele traditionelle Spar- und Anlageformen weniger attraktiv. Auch Investoren aus dem Ausland scheinen vermehrt auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt aktiv zu sein. Nicht zuletzt fördert

In deutschen Ballungsräumen fördert die Flucht in als sicher empfundene Anlagen den aktuellen Preisanstieg.

ein gesunkenes Vertrauen gegenüber dem Finanzsystem seit Ausbruch der Finanzkrise die Umschichtung von Finanz- in Realvermögen. Damit rückt der Immobilienmarkt in Deutschland verstärkt in den Blick von Investoren, denen vor allem an einer Realwertsicherung des Vermögens gelegen ist. Speziell

⁹ Vgl.: European Central Bank (2003).

¹⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2012a), S. 52.

¹¹ Gemessen am Einkommenserwartungsindikator der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK); Stand: August 2012.

in deutschen Ballungsräumen fördert die Flucht in als sicher empfundene Anlagen den aktuellen Preisanstieg.

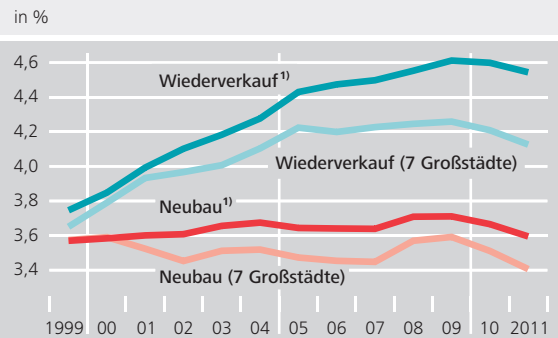
Als Indiz für mögliche Preisübertreibungen kann die Entwicklung der Mietrenditen in den größeren Städten herangezogen werden. Übersteigt das Wachstum der Preise jenes der Mieten, schmälert dies die Mietrenditen und macht Immobilieninvestitionen weniger attraktiv. In den Jahren 2005 bis 2009 erhöhten sich die Mietrenditen für Wohnungen bei stagnierenden Immobilienpreisen und leicht anziehenden Mieten (siehe Schaubild 5.3).¹²⁾ Seit dem Jahr 2010 ist eine Trendwende zu erkennen: Die Immobilienpreise stiegen stärker als die Mieten, sodass die Mietrenditen sanken. Sollte sich diese Tendenz verstärken, könnten Immobilieninvestitionen zu Vermietungszwecken die gewünschte Rendite nicht erwirtschaften.

Die gestiegene Nachfrage in Ballungsräumen löste auch deutliche Preisreaktionen aus, da sich das marktfähige Angebot aufgrund des schwachen Wohnungsbaus im letzten Jahrzehnt verringert hatte. Grundsätzlich zeichnet sich Deutschland allerdings durch eine vergleichsweise hohe Flexibilität des Wohnungsangebots aus.¹³⁾ Dies lässt sich an der deutlichen Belebung des Wohnungsbaus in den vergangenen zwei Jahren als Reaktion auf die Preissteigerungen erkennen.¹⁴⁾ Eine relativ rasche Mengenausweitung kann zu einem Abschmelzen des Nachfrageüberhangs führen und sich damit dämpfend auf die Preisentwicklung auswirken. Jedoch ist dieser Ausgleichsmechanismus in innerstädtischen Lagen geschwächt, da das Angebot nur in begrenztem Maße ausgeweitet werden kann.

Insgesamt erscheint bisher das Rückschlagspotenzial der deutschen Immobilienpreise gemessen am langfristigen Durchschnitt als beherrschbar. Allerdings können ange-

Preisübertreibungen können in einzelnen regionalen Teilmärkten nicht ausgeschlossen werden.

Mietrenditen für Eigentumswohnungen in Deutschland Schaubild 5.3



Quelle: Eigene Berechnungen für Eigentumswohnungen auf Basis von Angaben der BulwienGesa AG. ¹ Brutto-Anfangsrenditen in 125 Städten.
 Deutsche Bundesbank

sichts eines starken Nachfrageüberhangs Preisübertreibungen in einzelnen regionalen Teilmärkten nicht ausgeschlossen werden.

Schuldenfähigkeit der privaten Haushalte robust

Entscheidend aus Sicht der Finanzstabilität sind die Tragfähigkeit der Verschuldung der privaten Haushalte und die damit verbundenen Kreditrisiken der Banken. Sie hängen auch von der Ausgestaltung der Kreditverträge ab.

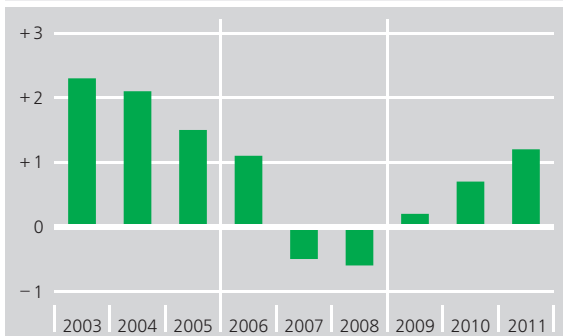
¹² Die Mietrendite errechnet sich als Quotient aus Jahresmiete pro Quadratmeter und dem Preis pro Quadratmeter korrigiert um einen Aufschlag für die Erwerbsnebenkosten in Höhe von 10%. Den Berechnungen liegen Eigentumswohnungen zugrunde, bei denen im Referenzzeitraum neue Mietverträge abgeschlossen wurden. Immobilien mit bestehenden Mietverträgen sind in der Berechnung nicht berücksichtigt.

¹³ Vgl.: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2006).

¹⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2012a), S. 58.

Inländische Wohnungsbaukredite^{*)} Schaubild 5.4

Jahresendstände; Veränderung gegenüber Vorjahr in %



* Kredite an wirtschaftlich selbständige und unselbständige Privatpersonen, bereinigt um nicht transaktionsbedingte Veränderungen des Bestandes.

Deutsche Bundesbank

Kreditwachstum noch moderat

Insgesamt ist die Gesamtverschuldung der privaten Haushalte in Relation zum verfügbaren Einkommen seit dem Jahr 2001 rückläufig und erreichte im Jahr 2011 einen Wert von rund 95%.¹⁵⁾ Im Bereich

Der Zuwachs an Wohnimmobilienkrediten in Deutschland blieb moderat.

der privaten Immobilienkredite stieg die Nachfrage in den vergangenen Quartalen jedoch deutlich an.¹⁶⁾

Der Bestand der Wohnungsbaukredite deutscher Banken weitete sich im Jahr 2011 entsprechend stärker aus als im Vorjahr (siehe Schaubild 5.4). Damit besteht der Aufwärtstrend, der im Jahr 2009 einsetzte, fort. Zur Ausweitung der Kreditvergabe trugen hauptsächlich die Regionalbanken, die Kreditgenossenschaften und die Sparkassen bei. Gleichwohl blieb der Zuwachs an Wohnimmobilienkrediten in Deutschland auch im Jahr 2011 mit rund 1,2% noch moderat. Dies ist vor allem verglichen mit dem Kreditwachstum der neunziger Jahre als niedrig einzuschätzen. Allerdings können Anfangsphasen von Preisübertreibungen auch mit einem niedrigen Kreditwachstum einhergehen.¹⁷⁾

Auf Basis der Daten über das Wachstum der Wohnimmobilienkredite im Inland insgesamt lassen sich indes keine Aussagen über die regionalen Teilmärkte treffen.

Weiter steigende Nachfrage nach Krediten erwartet

Zudem rechnen die Banken mit einem weiteren Anstieg der Nachfrage privater Haushalte nach Krediten, wie die im Rahmen des Bank Lending Survey des Eurosystems in Deutschland erhobenen Daten zeigen.¹⁸⁾ Laut Einschätzung der befragten Institute sind seit dem Jahr 2009 die Aussichten auf dem Wohnungsmarkt ein wichtiger Treiber für den Nachfrageanstieg (siehe Schaubild 5.5). Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass Interessenten den jüngsten Preistrend fortschreiben, die Nachfrage zusätzlich ausweiten und mit einer höheren Verschuldung reagieren.

Konservative Immobilienfinanzierung begrenzt Risiken

Verschiedene Studien zeigen, dass eine konservative Gestaltung der Immobilienfinanzierung die Immobilienmärkte weniger anfällig für Preisblasen macht oder zumindest die Folgekosten von Preiskorrekturen begrenzt.¹⁹⁾

¹⁵ Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen des Statistischen Bundesamtes und eigene Berechnungen.

¹⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2012b), S. 38.

¹⁷ Vgl.: L. Agnello und L. Schuknecht (2009).

¹⁸ Die aggregierten Umfrageergebnisse für Deutschland finden sich im Einzelnen unter: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Kerngeschaeftsfelder/Geldpolitik/volkswirtschaft_bank_lending_survey.html.

¹⁹ Vgl.: J. C. Dagher und N. Fu (2011), European Central Bank (2009), J. Dokko et al. (2011), C. Mayer, K. Pence und S. M. Sherlund (2009) sowie J. Duca, J. Muellbauer und A. Murphy (2010).

Längere Zinsbindung vorherrschend

Deutschland zeichnet sich bisher durch eine vergleichsweise konservative Ausgestaltung der Immobilienkreditvergabe aus. So weisen über 70 % der neu vergebenen Kredite eine Zinsbindung von über fünf Jahren auf.²⁰⁾ Eine lange Zinsbindung schützt die Kreditnehmer besser vor Zinsänderungsrisiken und damit vor Unsicherheiten über die zukünftige Belastung. Angesichts der aktuell niedrigen Zinsen ist dies besonders relevant. Die Zinsbelastung ist in Relation zum verfügbaren Einkommen seit Jahren rückläufig und befindet sich seit dem Jahr 2009 auf einem historisch niedrigen Stand von gut 3 %.²¹⁾

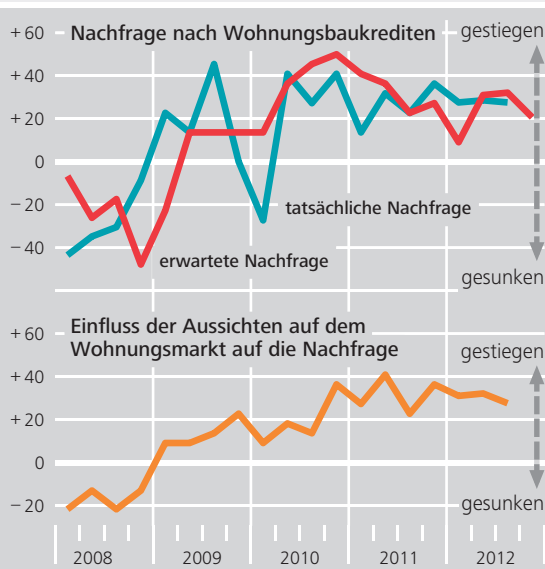
Die Ergebnisse einer Sonderumfrage der Hauptverwaltung der Deutschen Bundesbank in Bayern mit Schwerpunkt auf die Ballungsgebiete München, Nürnberg und Regensburg zeigen gleichwohl, dass in einigen Ballungsgebieten der Anteil der variabel verzinsten Wohnimmobilienkredite in den Jahren 2009 bis 2011 leicht angestiegen ist. Diese Entwicklung birgt Risiken, wenn die betroffenen Kreditnehmer sich bei einem unerwarteten Anstieg der Zinsen mit steigenden Belastungen konfrontiert sehen. Aber auch eine Zinsbindung schützt nur während der Kreditlaufzeit vor Änderungen des allgemeinen Zinsniveaus. Wird während der Laufzeit nur wenig getilgt, kann sich bei der Anschlussfinanzierung die Belastung deutlich erhöhen. Gerade vor dem Hintergrund der aktuell niedrigen Zinsen besteht die Gefahr, dass Kreditnehmer die durch eine Kreditaufnahme eingegangenen Risiken unterschätzen.²²⁾

In der derzeitigen Situation sind angesichts des ungewöhnlichen Zinsumfelds auch die Risiken für die Kreditinstitute aus der Refinanzierung der Kredite und damit aus der Fristentransformation zu beachten.²³⁾

Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten der privaten Haushalte in Deutschland²¹⁾

Schaubild 5.5

Salden²¹⁾ in %



* Gemäß Bank Lending Survey. ¹ Saldo aus der Summe der Angaben „gestiegen“ und „gesunken“ in % der gegebenen Antworten.
 Deutsche Bundesbank

Fremdfinanzierungsanteil begrenzt

In Deutschland ist der Fremdfinanzierungsanteil bei Immobilienkäufen typischerweise geringer als im internationalen Vergleich.²⁴⁾ Kredite in Höhe von oder über dem Beleihungswert scheinen eher unüblich zu sein. Dies hängt auch mit der in Deutschland üblichen Refinanzierungsform für Hypothekendarlehen, dem Pfandbrief, zusammen: Nur Hypotheken bis zur Höhe der ersten 60 % des Beleihungswertes einer Immobilie qualifizieren sich für den Deckungs-

²⁰ Stand: Juni 2012.

²¹ Stand: 10. September 2012.

²² Eine Umfrage in den USA zeigt, dass viele Kreditnehmer selbst bei einfachen Hypotheken die Kosten und Risiken ihres Kreditvertrages nicht verstehen. Vgl. dazu: J. Lacko und J. Papalardo (2010).

²³ Siehe hierzu auch das Kapitel: „Niedrige Zinsen und Renditesuche: Versicherer und Banken vor Herausforderungen“, S. 41 ff.

²⁴ Vgl.: European Central Bank (2009).

stock des deutschen Pfandbriefs.²⁵⁾ Darüber hinausgehende Kreditengagements müssen von der Bank stärker mit Eigenkapital unterlegt werden und sind in der Refinanzierung teurer. Ein geringerer Fremdfinanzierungsanteil erhöht die Widerstandsfähigkeit der Kreditnehmer gegenüber Preiseinbrüchen und senkt das Risiko eines Kreditausfalls. Insgesamt weisen die privaten Haushalte im Durchschnitt derzeit eine robuste Schuldentragfähigkeit auf. Sowohl die Höhe der Belastungen als auch die konservative Ausgestaltung der Kreditverträge unterstützen dies.

Allerdings zeigt sich bei regional tätigen Kreditinstituten in der Regel eine lokale Konzentration im Immobilienkreditgeschäft. Angesichts der Gefahr

Bei regional tätigen Banken zeigt sich eine lokale Konzentration im Immobilienkreditgeschäft.

von Preisüberreibungen in regionalen Teilmärkten kann dies zu Klumpenrisiken führen, die bei regional tätigen Instituten nicht

in den Eigenmittelanforderungen berücksichtigt werden. Zudem kann ein Anhalten der Preissteigerungen über sinkende Beleihungsausläufe in den Portfolios der Kreditinstitute zu geringeren Kapitalanforderungen führen. Insgesamt könnte dadurch die Widerstandsfähigkeit der Banken, gemessen an den regulatorischen Eigenmittelmessungen, überschätzt werden.

Mikro- und makroprudenzielle Instrumente stehen künftig zur Verfügung

Die weitere Entwicklung am deutschen Immobilienmarkt wird sowohl aus mikro- als auch makroprudenzieller Sicht sorgfältig beobachtet. Bei einer Gefährdung der Stabilität des deutschen Finanzsystems können Instrumente eingesetzt werden, um dieser frühzeitig zu begegnen. Neben verschiedenen Varianten zur Erhöhung der Kapitalunterlegung²⁶⁾ sind auch direkte Eingriffe in die Ausgestaltung

der Kreditvergabestandards, wie beispielsweise ein Absenken der Beleihungsgrenzen, denkbar.

■ Quellenverzeichnis

Agnello, L. und L. Schuknecht (2009), Boom and Busts in Housing Markets, Determinants and Implications, ECB Working Paper No 1071, Juli 2009.

Case, K., R. Shiller und A. Thompson (2012), What Have They Been Thinking? Home Buyer Behavior in Hot and Cold Markets, NBER Working Paper No 18400, September 2012.

Cecchetti, C. (2006), Measuring the Macroeconomic Risks Posed by Asset Price Booms, NBER Working Paper No 12542, September 2006.

Dagher, J. C. und N. Fu (2011), What Fuels the Boom Drives the Bust: Regulation and the Mortgage Crisis, IMF Working Paper WP/11/215, September 2011.

Deutsche Bundesbank (2012a), Monatsbericht, Februar 2012.

Deutsche Bundesbank (2012b), Monatsbericht, Mai 2012.

Dokko, J., B. M. Doyle, M. T. Kiley, J. Kim, S. M. Sherlund, J. Sim und S. Van den Heuvel (2011), Monetary Policy and the Global Housing Bubble, Economic Policy Vol 26 No 66, S. 233–283, April 2011.

Duca, J., J. Muellbauer und A. Murphy (2010), Housing Markets and the Financial Crisis of 2007–2009:

²⁵ Gemäß §14 Pfandbriefgesetz.

²⁶ Siehe hierzu auch das Kapitel: „Fortschritte bei der Reform der Finanzmarktregulierung“, S. 81 ff.

Lessons for the Future, *Journal of Financial Stability*, Vol 6 (4), S. 203–217, Dezember 2010.

European Central Bank (2003), *Structural Factors in the EU Housing Markets*, ECB Report, März 2003.

European Central Bank (2009), *Housing Finance in the Euro Area*, ECB Occasional Paper Series No 101, März 2009.

Foote, C. L., K. S. Gerardi, und P. S. Willen (2012), *Why Did So Many People Make So Many Ex Post Bad Decisions? The Causes of the Foreclosure Crisis*, Federal Reserve Bank of Boston Public Policy Discussion Paper No 12-2, Juli 2012.

Geanakoplos, J., R. Axtell, J. D. Farmer, P. Howitt, B. Conlee, J. Goldstein, M. Hendrey, N. M. Palmer und C. Yang (2012), *Getting at Systemic Risk via an Agent-Based Model of the Housing Market*, *American Economic Review* 102(3), S. 53–58, März 2012.

Glaeser, E. L., J. D. Gottlieb und K. Tobio (2012), *Housing Booms and City Centers*, *American Economic Review* 102(3), S. 127–133, Mai 2012.

Helbling, T. und M. Terrones (2003), *When Bubbles Burst*, IMF World Economic Outlook, April 2003.

International Monetary Fund (2004), *The Global House Price Boom*, World Economic Outlook, September 2004.

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

Lacko, J., und J. Pappalardo (2010), *The Failure and Promise of Mandated Consumer Mortgage Disclosures: Evidence from Qualitative Interviews and a Controlled Experiment with Mortgage Borrowers*, *American Economic Review* 100(2), S. 516–521, Mai 2010.

Mayer, C., K. Pence und S. M. Sherlund (2009), *The Rise in Mortgage Defaults*, *Journal of Economic Perspectives* Vol 23 No 1, S. 27–50.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2006), *Widerstreitende Interessen – Ungenutzte Chancen*, Jahresgutachten 2006/07, Dezember 2006.

Schularick, M. und A. Taylor (2012), *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008*, *American Economic Review* 102(2), S. 1029–1061, April 2012.

Schattenbankensystem: in Deutschland klein, aber global vernetzt

Seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 ist das weltweite Schattenbankensystem in den Fokus der Öffentlichkeit und der Regulierungsbehörden gerückt. Sowohl Probleme bei Aktivitäten, wie der Verbriefung von Krediten, als auch bei dem Schattenbankensystem zuzurechnenden Akteuren, wie unzureichend regulierte Finanzunternehmen und Geldmarktfonds, haben zur Destabilisierung des weltweiten Finanzsystems beigetragen. In Deutschland haben Verknüpfungen mit Anlagezweckgesellschaften im Ausland zu massiven Verlusten bei einzelnen Banken geführt und staatliche Rettungsmaßnahmen erforderlich gemacht. Das Schattenbankensystem kann jedoch auch wichtige ökonomische Funktionen im Finanzsystem erfüllen: So kann es für den regulären Bankensektor eine wichtige alternative Refinanzierungsquelle sein und spezialisierte Aufgaben übernehmen, welche die Effizienz im Finanzsystem erhöhen.

Bei den in Deutschland ansässigen Akteuren des Schattenbankensystems sind gegenwärtig nur geringe Risiken erkennbar. Zudem ist das Schattenbankensystem in Deutschland vergleichsweise klein. Die Gründe dafür sind zunächst in dem breiten Ansatz des deutschen Kreditwesengesetzes und anderer Finanzmarktregulierungen zu suchen. Darüber hinaus sind aber auch steuerliche Gründe und Unterschiede in der Verwaltungspraxis wesentliche Ursachen dafür, dass Schattenbankeneinheiten eher in ausländischen Finanzzentren als in Deutschland angesiedelt sind.

Die Risiken durch Verknüpfungen des deutschen Finanzsektors mit dem globalen Schattenbankensystem sind dagegen als bedeutsam einzustufen. Neben der Existenz indirekter Ansteckungskanäle, insbesondere über die Finanzmärkte, ergeben sich Risiken durch direkte Verbindungen, zum Beispiel durch die Kreditvergabe oder über Tochtergesellschaften. Probleme im globalen Schattenbankensystem können sich daher auch auf das deutsche Finanzsystem übertragen.

Deutsches Schattenbankensystem vergleichsweise klein

Um den Aufbau systemischer Risiken frühzeitig identifizieren und angemessene Gegenmaßnahmen ergreifen zu können, müssen alle bedeutenden Teile des Finanzsystems überwacht werden. Dabei sind nicht nur die Kreditvergabe über das klassische Bankensystem zu beobachten, sondern auch alternative Arten der Kreditintermediation. Auch sie bergen Risiken, die insbesondere aus der Fristen- und Liquiditätstransformation resultieren.

Um sicherzustellen, dass keine wesentlichen Risiken im Finanzsystem übersehen werden, und auch um neue Formen der Kreditintermediation zu erfassen, hat sich zur Beschreibung des Schattenbankensystems international ein breiter Ansatz durchgesetzt. Danach lässt sich das Schattenbankensystem allgemein definieren als „ein System der Kreditintermediation, in dem Akteure und Aktivitäten von außerhalb des regulären Bankensystems involviert sind“.¹⁾ Diese Definition stellt neben den Akteuren (Einheiten des Schattenbankensystems) auch auf bestimmte Formen der Kreditintermediation im Finanzsystem ab. Das impliziert, dass auch Aktivitäten mit Beteiligung des regulären Bankensystems unter diese Definition fallen, wenn sie Teil einer entsprechenden Kreditintermediationskette sind.

Offene Investmentfonds größte Schattenbankeneinheit in Deutschland

Gemäß der weiten Definition zählen zu den deutschen Schattenbankeneinheiten insbesondere im Inland aufgelegte Investmentfonds (einschl. Hedgefonds, Geldmarktfonds und Exchange Traded Funds (ETFs)) sowie Verbriefungszweckgesellschaften.

Investmentfonds können Teil einer Kreditintermediationskette sein, indem sie in Schuldverschreibungen,

verschiedene Kreditformen und Bankeinlagen investieren.²⁾ Grundsätzlich können alle Fondsarten als Teil des Schattenbankensystems angesehen werden, da Fonds bis zu 49 % ihres Investmentvermögens in anderen Anlagen als den namensgebenden Vermögensgegenständen der entsprechenden Fondsgattung halten können.³⁾ Die Klassifizierung als Schattenbankeneinheit bedeutet jedoch zunächst nur, dass diese Fonds in die generelle Beobachtung der für die Mikro- und Makroaufsicht zuständigen Aufsichtsbehörden einbezogen werden, um einen Überblick über die im Finanzsystem stattfindende Kreditintermediation zu erhalten. Dagegen zielt die aktuell geführte Regulierungsdiskussion zum Schattenbankensystem konkret auf einzelne Fondskategorien wie Geldmarktfonds und ETFs sowie auf bestimmte Aktivitäten von Investmentfonds ab.

In Deutschland aufgelegte Offene Investmentfonds stellen die mit Abstand größte Einheit des deutschen Schattenbankensystems dar (siehe Schaubild 6.1). Gemäß den Angaben der monatlichen Statistik über Investmentfonds der Bundesbank verfügten sie im September 2012 über ein Fondsvermögen von 1 267 Mrd €, von dem drei Viertel auf Spezialfonds entfielen, die für institutionelle Anleger aufgelegt werden.⁴⁾

Investmentfonds sind auf vielfache Weise mit anderen Marktteilnehmern verbunden. Als Kapitalgeber von Banken, Unternehmen und öffentlichen Haus-

1 Definition des Financial Stability Board (FSB), vgl.: Financial Stability Board (2011) sowie J. Keller (2012).

2 Hinzu kommt, dass Investmentfonds in begrenztem Ausmaß Kredite aufnehmen, ihr Marktrisikopotenzial durch den Einsatz von Derivaten vervielfachen können und dass sie über Wertpapierleih- bzw. -pensionsgeschäfte mit dem Bankensektor verknüpft sind.

3 Regelung in Art. 2 der Richtlinie der BaFin zur Festlegung von Fondskategorien gemäß § 4 Abs. 2 Investmentgesetz vom 30. Juni 2011.

4 Spezialfonds sind, nach der noch geltenden Definition in § 2 Abs. 3 Investmentgesetz, Fonds, deren Anteile aufgrund schriftlicher Vereinbarung mit der Kapitalanlagegesellschaft ausschließlich von Anlegern gehalten werden, die nicht natürliche Personen sind.

halten erfüllen sie eine wichtige Finanzierungsfunktion. Rasche Änderungen des Anlageverhaltens von

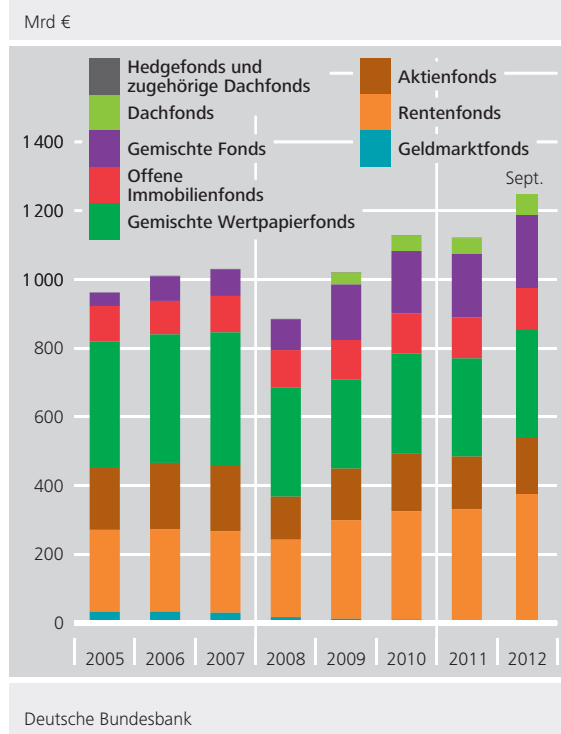
Rasche Änderungen des Anlageverhaltens von Investmentfonds können Einfluss auf Refinanzierungsbedingungen nehmen und Fristenänderungsrisiken erhöhen.

Investmentfonds können daher Einfluss auf die Refinanzierungsbedingungen nehmen und Fristenänderungsrisiken erhöhen. Darüber hinaus können sich Ansteckungsrisiken ergeben, insbesondere bei Spezialfonds, wenn massive Wertverluste die institutionellen Anleger belasten.⁵⁾

Als Geschäftspartner von Banken hielten Spezialfonds im September 2012 Schuldverschreibungen inländischer Kreditinstitute mit einem Marktwert von 50,5 Mrd €. Während diese Vermögenswerte in den Vorjahren stetig zurückgingen,⁶⁾ haben sie sich in jüngster Zeit wenig verändert. Insgesamt ist die Refinanzierungsstruktur für Banken über Investmentfonds kurzfristiger geworden, was sich durch die gestiegene Rolle von Bankguthaben zeigt.⁷⁾

Von Spezialfonds gehaltene Wertpapiere stammten im September 2012 zu 70 % (Marktwert von 594 Mrd €) von ausländischen Emittenten (siehe Tabelle 6.1). Hiervon entfielen 78 % auf Schuldverschreibungen und 13 % auf Aktien. Diese Fonds sowie letztlich die Halter der ausgegebenen Fondsanteile sind somit anfälliger gegenüber Problemen bei ausländischen Finanzintermediären und Staaten. Risiken durch Anlagepositionen in Ländern, die von der Staatsschuldenkrise besonders betroffen sind, bestehen in erster Linie durch Positionen in irischen, italienischen und spanischen Schuldverschreibungen, wobei nur bei letzteren ein deutlicher Rückgang der Positionen erkennbar ist.⁸⁾ Das im September 2012 in spanischen Schuldverschreibungen investierte Fondsvermögen ist im Vergleich zu Ende 2011 um 15 %⁹⁾ zurückgegangen.

Verteilung des Fondsvermögens Offener Investmentfonds in Deutschland Schaubild 6.1



5 Der Anteil der institutionellen Investoren am Fondsvermögen der Spezialfonds beträgt für Kreditinstitute 14 %, für Versicherungsunternehmen 36 %, für Altersvorsorgeeinrichtungen 18 %, für sonstige Finanzintermediäre 9 %, für Sozialversicherungen 2 %, für Private Organisationen ohne Erwerbszweck 5 % und für Ausländer 0,5 %; Stand: September 2012.

6 Ende 2009 hielten Spezialfonds noch inländische Bankschuldverschreibungen im Wert von 57,6 Mrd €.

7 Im September 2012 verfügten Spezialfonds über Bankguthaben von 47 Mrd € bei inländischen Kreditinstituten, verglichen mit 36 Mrd € im September 2010. Der relative Anteil von Bankguthaben an der Summe von Bankguthaben und Bankschuldverschreibungen bei bzw. von inländischen Kreditinstituten stieg von 41 % im September 2010 auf 48 % im September 2012. Gleichzeitig sind die inländischen Banken mit 134 Mrd € in inländischen Spezialfonds investiert.

8 Die Bestände an Wertpapieren aus Griechenland, Portugal und Zypern sind vergleichsweise unbedeutend.

9 Marktwerte; die Nominalwerte im September 2012 waren im Vergleich zu Ende 2011 um 12 % niedriger.

Ausgewählte Wertpapiere des Auslandsportfolios deutscher Spezialfonds^{*)}

Tabelle 6.1

Marktwerte

Land	Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand			Schuldverschreibungen anderer Emittenten			Aktien		
	Dezember 2011	September 2012		Dezember 2011	September 2012		Dezember 2011	September 2012	
		Mrd €	Mrd €		Veränderung in %	Mrd €		Mrd €	Veränderung in %
Gesamt	116,2	129,9	+ 11,8	279,7	335,0	+ 19,8	72,4	77,6	+ 7,1
darunter:									
Frankreich	27,8	30,9	+ 10,9	45,4	57,2	+ 26,0	12,6	12,6	+ 0,0
Irland	2,1	1,5	- 27,1	11,1	12,3	+ 11,6	0,5	0,6	+ 31,2
Italien	15,2	17,2	+ 13,3	11,5	12,9	+ 12,5	3,1	3,2	+ 3,6
Niederlande	9,3	9,4	+ 0,9	42,3	50,8	+ 20,0	4,8	4,8	- 1,4
Spanien	5,4	3,7	- 31,0	23,8	21,1	- 11,7	4,6	3,5	- 23,7
USA	6,3	7,7	+ 22,6	36,1	39,8	+ 10,4	12,7	14,4	+ 13,0
Vereinigtes Königreich	2,6	2,7	+ 3,2	34,9	39,4	+ 13,0	9,9	10,8	+ 9,3

* Das Auslandsportfolio deutscher Spezialfonds beträgt im September 2012 insgesamt 593,9 Mrd € gegenüber 510,4 Mrd € Ende 2011. Neben den angeführten Wertpapieren sind auch Anteile an Investmentfonds enthalten. Spezialfonds sind Fonds, deren Anteile aufgrund schriftlicher Vereinbarung mit der Kapitalanlagegesellschaft ausschließlich von Anlegern gehalten werden, die nicht natürliche Personen sind.

Deutsche Bundesbank

Massive Abflüsse bei Geldmarktfonds

Die oftmals im Blickpunkt der Diskussion um das Schattenbankensystem stehenden Hedgefonds und Geldmarktfonds spielen in Deutschland nur eine geringe Rolle. Das Fondsvermögen von in Deutschland ansässigen Hedgefonds betrug im September 2012 nur rund 1,6 Mrd €; Ende 2006 lag es bei

Hedgefonds und Geldmarktfonds spielen in Deutschland nur eine geringe Rolle.

1 Mrd €. Das Fondsvermögen der Geldmarktfonds betrug im September 2012 nur noch 5,4 Mrd €, verglichen mit 33 Mrd € Ende 2006. Seit dem

Jahr 2007 ist es bei Geldmarktfonds zu massiven Mittelabflüssen gekommen.¹⁰⁾ Ein wesentlicher Treiber waren konzentrierte risikobehaftete Portfolios einzelner Fonds sowie zuletzt auch das stark gesunkene Zinsniveau. Auch die Verwerfungen bei ameri-

kanischen Geldmarktfonds in der Finanzkrise haben zu den Mittelabflüssen beigetragen.

Offene Immobilienfonds mit Konstruktionsschwächen

Offene Immobilienfonds stehen zwar nicht im Mittelpunkt der Diskussion über Schattenbankeneinheiten. Allerdings zeigten sich in der jüngsten Vergangenheit konstruktionsbedingte Schwächen. Der kurzfristigen Rückgabeoption von Fondsanteilen stehen langfristige, illiquide Anlagen in Form von Immobilien gegenüber. Dies impliziert in erheb-

¹⁰⁾ Die Nettoabflüsse seit Dezember 2006 betragen in der Summe rd. 23 Mrd €. Verstärkt wird dieser Effekt durch eine Änderung der Definition von Geldmarktfonds im Juli 2011, die zu Reklassifizierungen von Investmentfonds führte. Ein großer Teil des Rückgangs des Fondsvermögens um 2,6 Mrd € von Juni 2011 auf Juli 2011 ist auf diesen Sachverhalt zurückzuführen.

lichem Maße eine Liquiditäts- und Fristentransformation mit entsprechenden Risiken für Anleger und verbundene Kreditinstitute. Diese Schwächen sollten mithilfe der ab 2013 geltenden Rückgabefristen, die im Rahmen des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes eingeführt wurden, künftig gemildert werden.

Der Markt für Offene Immobilienfonds in Deutschland besteht aus Publikums- und Spezialfonds mit einem Fondsvermögen von rund 85 Mrd € beziehungsweise 36 Mrd € im September 2012. Während bei Publikumsfonds das Fondsvermögen im Vergleich zu Ende 2011 leicht um 1,5% sank, stieg das der Spezialfonds weiter deutlich um 9,4% an. Aktuell sind mehr als ein Viertel des Fondsvermögens der Offenen Publikums-Immobilienfonds durch Schließungen für die Anleger nicht mehr verfügbar.¹¹⁾ Wie sich der Markt aufgrund der aktuell diskutierten möglichen Regulierung¹²⁾ in Deutschland entwickeln wird – ob beispielsweise Fonds für professionelle Anleger in Zukunft verstärkt in anderen Ländern der EU aufgelegt werden¹³⁾ – lässt sich vor dem Hintergrund der noch nicht feststehenden Ausgestaltung der künftigen Regulierung derzeit nicht beurteilen. Trotz dieser Unsicherheiten ist weiterhin ein positives Mittelaufkommen zu beobachten.

Ansteckungspotenziale für Kreditinstitute bestehen unter anderem aus ihrer Kreditvergabe an Offene

Reputationsrisiken üben Druck auf die eng verbundenen Institute aus, Vermögenswerte notleidender Immobilienfonds auf ihre Bilanz zu nehmen.

Publikums-Immobilienfonds.¹⁴⁾ Die risikogewichteten Aktiva der systemrelevanten Kreditinstitute gegenüber Immobilienfonds, deren Anteilscheinrücknahme ausgesetzt ist beziehungsweise die sich in Auflösung

befinden, betragen im Juni 2012 2,6 Mrd €.¹⁵⁾ Obgleich systemische Risiken derzeit nicht zu erkennen sind, können Verluste für einzelne Institute

belastend sein. Zusätzlich sind Reputationsrisiken nicht zu unterschätzen. Sie üben Druck auf die eng verbundenen Institute aus, Vermögenswerte notleidender Immobilienfonds auf ihre Bilanz zu nehmen.

Exchange Traded Funds wachsen

Weitere dem Schattenbankensystem in Deutschland zuzurechnende Einheiten sind Verbriefungszweckgesellschaften (Financial Vehicle Corporations) und ETFs. Bei diesen Einheiten haben sich die Fondsvermögen unterschiedlich entwickelt. Die Aktiva der in Deutschland ansässigen Verbriefungszweckgesellschaften verringerten sich von Juni 2011 bis Juni 2012 um gut 8% auf 58,4 Mrd €. Das von inländischen ETFs¹⁶⁾ aufgelegte Fondsvermögen betrug im September 2012 33 Mrd € (davon waren lediglich 0,5 Mrd € als synthetische Variante¹⁷⁾ aufgelegt). Es nahm gegenüber September 2011 um gut 12% zu und entwickelte sich damit im Gleichschritt mit dem Gesamtvermögen inländischer Wertpapierfonds.

11 Anhaltend hohe Rückzahlungsforderungen führten dazu, dass derzeit fünf Immobilienfonds ihre Anteilscheinrückgabe ausgesetzt haben und zwölf Immobilienfonds endgültig abgewickelt werden. Quelle: Fondsverband BVI; Stand: August 2012.

12 Das Bundesministerium der Finanzen hat am 20. Juli 2012 einen Diskussionsentwurf für ein Umsetzungsgesetz über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) vorgelegt. In diesem Entwurf ist vorgesehen, dass künftig Immobilienfonds nicht mehr als offene, sondern nur noch als geschlossene Fonds aufgelegt werden können. Bereits bestehenden Offenen Immobilienfonds soll Bestandsschutz gewährt werden.

13 Diese Produkte könnten dann aufgrund eines „EU-Passes“ in Deutschland an professionelle Anleger vertrieben werden.

14 Kredite dürfen nur bis zur Höhe von 30% des Verkehrswertes der im Sondervermögen befindlichen Immobilien aufgenommen werden.

15 Die betroffenen Immobilienfonds sind überwiegend in gewerblich genutzten Immobilien investiert, wobei der Fokus mehrheitlich auf Bürogebäuden liegt. Die Anlageobjekte befinden sich bei den meisten Fonds hauptsächlich in Deutschland und dem europäischen Raum. Quelle: Unternehmensangaben.

16 ETFs werden in Deutschland als Aktien- oder Rentenfonds klassifiziert und sind somit in den Zahlen zu Investmentfonds enthalten.

17 Bei synthetischen ETFs werden anstatt des direkten Kaufs der Bestandteile des nachzubildenden Index Swappeschäfte abgeschlossen, welche die Wertentwicklung des Index replizieren. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2011), S. 33.

Deutsches Schattenbankensystem relativ klein

Das Nettovermögen der statistisch erfassten Schattenbankeneinheiten in Deutschland lag im September 2012 bei insgesamt rund 1,3 Billionen €. Diese

Das Nettovermögen der Schattenbankeneinheiten entspricht in Deutschland etwa 15 % der Bilanzsumme des regulären Bankensektors.

Zahl kann jedoch nur als eine grobe Schätzung eingestuft werden.¹⁸⁾ Sie entspricht in Deutschland etwa 15 % der Bilanzsumme des regulären Bankensektors (in der

Abgrenzung der monatlichen Bilanzstatistik rd. 8,6 Billionen € im September 2012). Ein Vergleich zur Größe ausländischer Schattenbankensysteme ist grundsätzlich schwierig, da verschiedene Definitionen und Arten der Ermittlung verwendet werden.¹⁹⁾ Die Federal Reserve Bank of New York²⁰⁾ benutzt beispielsweise die Verbindlichkeiten aus Flow-of-Funds-Daten, um die Größe des US-Schattenbankensystems zu schätzen. Sie kommt dabei auf 15 Billionen US-\$,²¹⁾ was etwa 110 % der Verbindlichkeiten des regulären US-Bankensektors entspricht. Trotz der unterschiedlichen Berechnungsmethoden legen diese Zahlen nahe, dass das Schattenbankensystem in Deutschland im globalen Vergleich klein ist.

Schattenbankenaktivitäten in Deutschland: breites Erfassen wünschenswert

Neben Einheiten können auch bestimmte Aktivitäten an den Finanzmärkten dem Schattenbankensektor zugerechnet werden. Aus systemischer Risikoperspektive sind sowohl Wertpapierpensionsgeschäfte, Wertpapierleihen und Wiederverwendung von Sicherheiten als auch Verbriefungen als relevant einzustufen.

Wertpapierpensionsgeschäfte (Repurchase Agreements, kurz Repos) und Wertpapierleihgeschäfte stellen bedeutende Aktivitäten an den Finanzmärk-

ten dar und sind potenziell Teil des Schattenbankensystems.²²⁾ Wie bei Schattenbankeneinheiten ist auch hier eine möglichst breite Erfassung dieser Aktivitäten wünschenswert.

Ein wesentliches Element dieser Märkte besteht in ihrem Beitrag zur Prozyklizität.²³⁾ Zudem können sich Risiken über die Ausgestaltung der Geschäftsmodelle bei Schattenbankeneinheiten ergeben. Basieren diese auf kurzfristiger Refinanzierung über Wertpapierpensionsgeschäfte, kann dies in Zeiten von Marktstress zu massiven Liquiditätsproblemen führen.²⁴⁾

Wertpapierpensions- und Wertpapierleihgeschäfte bedeutsam

Die Bundesbank erhebt im Rahmen ihrer monatlichen Bilanzstatistik Daten zu Repos, Reverse Repos und Wertpapierleihgeschäften von in Deutschland ansässigen Banken.²⁵⁾ Der weit überwiegende Teil

¹⁸ Die verwendeten statistischen Quellen wurden nicht zur Erfassung des Schattenbankensystems ausgelegt, was die Gesamtbetrachtung erschwert. Zusätzlich verhindert die unterschiedliche Frequenz der verwendeten Erhebungen eine stichstagsgenaue Aggregation.

¹⁹ K. Bakk-Simon et al. benutzen die Gruppe Sonstige Finanzintermediäre (ohne Investmentfonds, einschl. Geldmarktfonds) als Näherungswert für das im Euro-Gebiet ansässige Schattenbankensystem und ermitteln eine Schätzgröße von 10,8 Billionen € für das zweite Quartal 2011. Investmentfonds würden zusätzlich 5,6 Billionen € beitragen. Vgl.: K. Bakk-Simon et al. (2012).

²⁰ Vgl.: Z. Poszar et al. (2012).

²¹ Stand: drittes Quartal 2011.

²² Findet eine Transaktion zwischen zwei Schattenbankeneinheiten statt, wird es als reine Schattenbankenaktivität betrachtet. Aber auch eine Transaktion zwischen einer Bank und einer Schattenbankeneinheit kann als eine Schattenbankenaktivität eingestuft werden. Geschäfte, die direkt zwischen Finanzinstituten aus dem regulären Bankensektor stattfinden, sind grundsätzlich nicht dem Schattenbankensystem zuzurechnen.

²³ Vgl. z. B.: Committee on the Global Financial System (2010) und Financial Stability Board (2012).

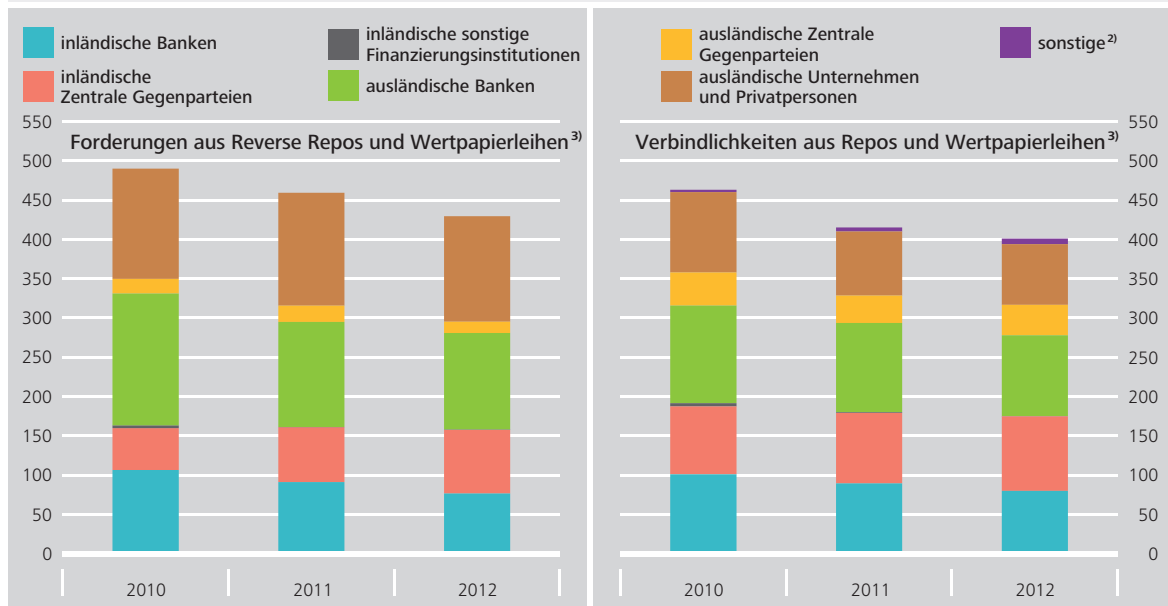
²⁴ Ein Beispiel für das Risiko aus dem regulären Bankensektor ist der Fall der Investmentbank Lehman Brothers.

²⁵ Ein Reverse Repo ist ein Repo-Geschäft von der Seite des Sicherheitennehmers aus betrachtet. Es wird jedoch nicht zwischen Repos und Wertpapierleihen (bzw. zwischen Reverse Repos und Wertpapierleihen) unterschieden. Wertpapierleihgeschäfte mit unbaren Sicherheiten werden nicht erfasst.

**Forderungen und Verbindlichkeiten deutscher Banken¹⁾
 aus Wertpapierpensions- und -leihgeschäften**

Schaubild 6.2

Mrd €, Durchschnitt¹⁾



* Einschl. Auslandsfilialen, ohne Auslandsstöchter. **1** Für 2010 Juni bis Dezember, für 2011 Januar bis Dezember, für 2012 Januar bis August. **2** Öffentliche Haushalte (Inland und Ausland), inländische Versicherungen und inländische sonstige Unternehmen. **3** Aufgliederung nach Gegenparteien.
 Deutsche Bundesbank

der Transaktionen im Inland auf der Aktiv- wie auch der Passivseite findet zwischen Banken selbst beziehungsweise zwischen Banken und Zentralen Gegenparteien statt (siehe Schaubild 6.2). Sie sind grundsätzlich nicht dem Schattenbankensystem zuzurechnen.²⁶⁾ Dies ist konsistent mit der Einschätzung zur geringen Größe der in Deutschland ansässigen Schattenbankeneinheiten, die somit nur eine geringe Rolle als Gegenpartei spielen. Bei ausländischen Gegenparteien ist jedoch den Unternehmen und Privatpersonen (worunter verschiedenste Schattenbankeneinheiten fallen) ein weitaus bedeutenderer Anteil zuzurechnen. Zusätzlich ist nicht auszuschließen, dass ein gewisser Anteil der ausländischen Banken als Gegenpartei in Wirklichkeit Geldmarktfonds sind. Die vorliegenden Daten weisen jedoch nicht den für belastbare Aussagen erforderlichen Detailgrad auf.²⁷⁾

Von den inländischen Banken wurden im August 2012 insgesamt offene Repo- und Wertpapierleihetransaktionen von 400 Mrd € auf der Passivseite und 439 Mrd € auf der Aktivseite gemeldet. Sowohl auf der Passivseite als auch auf der Aktivseite ist seit dem Jahr 2010 eine leicht abnehmende Tendenz der Aktivitäten im Markt festzustellen. Dies ist konsistent mit der Entwicklung im europäischen Wertpapierpensionsmarkt, der von 6,89 Billionen € im Juni 2010 auf 5,65 Billionen € im Juni 2012 abnahm.²⁸⁾ Ein Vergleich zwischen dem deutschen und dem europäischen Markt ist nur bedingt möglich, da kei-

26 Zentrale Gegenparteien werden generell nicht dem Schattenbankensystem zugerechnet. Dennoch können sie beim Prozess der Kreditintermediation eine wichtige Rolle spielen und sollten bei der allgemeinen Überwachung des Finanzsystems nicht außen vor gelassen werden.

27 Innerhalb der EWU werden Geldmarktfonds Banken zugeordnet. Außerhalb der EWU können sie sowohl Banken als auch Nichtbanken zugeordnet sein.

28 Vgl.: International Capital Market Association (2012).

ne verlässlichen Zahlen zur Größe des europäischen Marktes für Wertpapierleihe vorliegen.

Für die deutschen Banken sind Daten zu den Ursprungslaufzeiten der ausstehenden Transaktionen vorhanden. Auf der Passivseite waren im August 2012 25,6% der ausstehenden Geschäfte täglich fällig, 71,6% hatten eine Laufzeit beziehungsweise Kündigungsfrist von bis zu einem Jahr und die restlichen Transaktionen waren von längerer Laufzeit oder keiner Kategorie zugeordnet. Auf der Aktivseite hatten 96,8% der ausstehenden Transaktionen eine Laufzeit oder Kündigungsfrist von bis zu einem Jahr. Diese Anteile haben sich seit Beginn der Erhebung im Juni 2010 praktisch nicht verändert.

Nach Angaben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) haben Offene Publikumsfonds per März 2012 Wertpapiere im Umfang von 19,4 Mrd € verliehen (etwa 6% des Fondsvermögens) und sind bei Wertpapierpensionsgeschäften mit einem Wert von rund 0,2 Mrd € als Pensionsnehmer beziehungsweise Pensionsgeber beteiligt. Daten zu Spezialfonds, die einen Großteil des gesamten Fondsmarkts ausmachen, sind jedoch nicht vorhanden.

Sicherheiten werden wiederverwendet

Mit Wertpapierpensions- und -leihgeschäften ist häufig eine mögliche Wiederverwendung der zugrunde liegenden Sicherheiten verbunden.²⁹ Für den Zeitraum des jeweiligen Geschäfts gehen die Eigentumsrechte auf den Sicherungsnehmer über. Eine Wiederverwendung kann zum Beispiel in Form eines Wiederinvestments von Barsicherheiten oder als Sicherheit bei Refinanzierungsgeschäften erfolgen. Das gleiche als Sicherheit eingereichte Wertpapier kann somit zur Besicherung mehrerer Transaktionen genutzt werden.

Durch die Wiederverwendung von Sicherheiten kann es zu einer erhöhten Fristentransformation kommen. Zusätzlich erhöht sich die Anzahl der Verknüpfungen im Finanzsystem. Wie das Beispiel des US-Versicherers AIG zeigt, kann eine exzessive Wiederverwendung von Sicherheiten massive Probleme des betreffenden Finanzinstituts hervorrufen und zu Ansteckungseffekten führen.³⁰

Eine exzessive Wiederverwendung von Sicherheiten kann massive Probleme des betreffenden Finanzinstituts hervorrufen und zu Ansteckungseffekten führen.

Ein Hinweis für die Bedeutung in Deutschland lässt sich aus Geschäftsberichten ableiten, in denen einige Banken aggregierte Zahlen zur Wiederverwendung von Sicherheiten nennen. Die Auswertung der entsprechenden Angaben für vier große, international tätige Institute³¹ zeigt, dass diese Ende 2011 Sicherheiten im Wert von 431 Mrd € (Ende 2008: 316 Mrd €) erhalten haben, deren Wiederveräußerung beziehungsweise Wiederverpfändung möglich ist. Davon wurden insgesamt 309 Mrd € wiederverwendet (Ende 2008: 254 Mrd €). Diese Zunahme der Wiederverwendung in absoluten Zahlen seit 2008 lässt sich in erster Linie mit der größeren Rolle von besicherter Refinanzierung erklären; der relative Anteil hat dabei abgenommen.³²

²⁹ Es sind oft Einheiten des regulären Bankensystems involviert. Diese Aktivität ist jedoch Teil von Kreditintermediationsketten, die auch Schattenbankeneinheiten beinhalten.

³⁰ Vgl.: S. E. Harrington (2009) und Financial Stability Board (2012).

³¹ Deutsche Bank, Commerzbank, BayernLB und LBBW.

³² Zu Offenen Publikumsfonds und zu Versicherern liegen zusätzliche Erkenntnisse aus Umfragen der BaFin vor. Offene Publikumsfonds wiederverwenden jedoch keine Sicherheiten (Stand: März 2012). Gründe dafür sind sowohl ein Verbot der Wiederverwendung von unbaren Sicherheiten für Sondervermögen bzw. bei baren Sicherheiten die Einschränkung der Wiederverwendung auf geldmarktähnliche Anlagen, wozu aus Renditegründen derzeit keine Anreize bestehen. Die befragten Versicherer wiederverwenden ebenfalls keine Sicherheiten per Juni 2012 (siehe auch das Kapitel „Niedrige Zinsen und Renditesuche: Versicherer und Banken vor Herausforderungen“ auf S. 41 ff.).

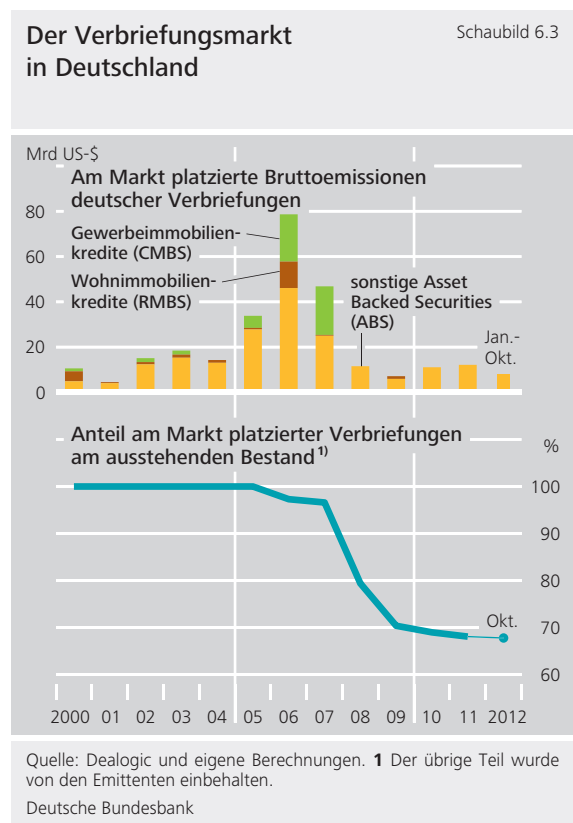
Gleichwohl handelt es sich noch um ein unvollständiges Bild. So sind die verfügbaren Informationen zu den Quellen und zur genauen Verwendung der Sicherheiten unzureichend. Verschiedene Arbeiten des Finanzstabilitätsrats (Financial Stability Board: FSB) und des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) sollen hier Abhilfe schaffen. Ziel sollte ein umfassender Einblick in die Wiederverwendung von Sicherheiten sein, um zukünftig rechtzeitig das Entstehen von daraus resultierenden Risiken erkennen zu können.

Markt für Verbriefungen eingebrochen

Eine weitere bedeutsame Schattenbankenaktivität sind Verbriefungen, die einer der Auslöser der Finanzkrise von 2007 waren. Daten zu Verbriefungen mit deutschem Basiswert³³⁾ zeigen, dass im Oktober 2012 insgesamt Verbriefungen von 226 Mrd US-\$ am Markt ausstehend waren, wovon 66 % auf nicht mit Immobilien besicherte Asset Backed Securities (ABS), 23 % auf verbrieftete Gewerbeimmobilienkredite (Commercial Mortgage Backed Securities: CMBS) und 11 % auf verbrieftete Wohnimmobilienkredite (Residential Mortgage Backed Securities: RMBS) entfielen. Seit Beginn der Finanzkrise gab es einen starken Rückgang der Aktivitäten in diesem Marktsegment. Dies wird durch die verringerten Neuemissionen deutlich, von denen zudem ein großer Anteil einbehalten wurde (siehe Schaubild 6.3).

Risiken gehen vom ausländischen Schattenbankensystem aus

Das deutsche Finanzsystem ist stark mit dem globalen Schattenbankensystem verknüpft, wodurch sich Probleme im globalen Schattenbankensektor auch auf die Finanzstabilität in Deutschland auswirken können. Direkte Verknüpfungen bestehen durch



Forderungen und Verbindlichkeiten aus Geschäftsbeziehungen (z. B. durch Wertpapierpensionsgeschäfte oder Verbriefungstransaktionen), weniger transparent auch über implizite Garantien und Liquiditätslinien (für eigene im Ausland ansässige Anlagevehikel). Indirekte Verknüpfungen können sich über die internationalen Finanzmärkte ergeben, wenn sich das Anlageverhalten der Schattenbankeneinheiten weltweit rasch verändert.

Geschäftsverbindungen zum ausländischen OFI-Sektor rückläufig

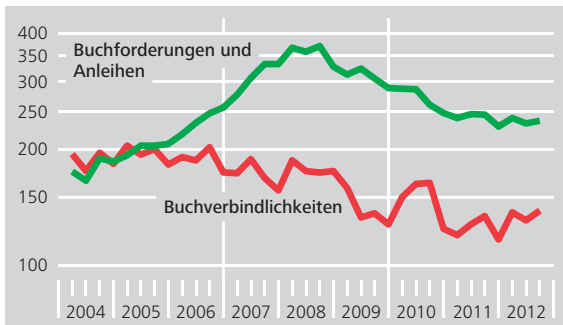
Die Forderungen und Verbindlichkeiten des deutschen Bankensektors gegenüber dem ausländischen

³³ Quelle: Dealogic. Etwa 50% der Verbriefungen mit deutschem Basiswert sind deutschen Emittenten zuzuordnen, wenn man nach der Nationalität des Mutterunternehmens differenziert.

Geschäftsverbindungen deutscher Banken zu sonstigen Finanzinstituten im Ausland

Schaubild 6.4

Mrd €, log. Maßstab



Deutsche Bundesbank

Schattenbankensystem lassen sich näherungsweise aus den Bilanzpositionen gegenüber im Ausland ansässigen „Sonstigen Finanzinstituten“ (Other Financial Institutions: OFIs) abschätzen.³⁴⁾ Im September 2012 wiesen inländische Kreditinstitute Buchverbindlichkeiten gegenüber dem ausländischen OFI-Sektor in Höhe von 138 Mrd € auf. Die Aktivseite verzeichnete 237 Mrd €, davon 115 Mrd € in Form von Anleihen ausländischer OFIs. Durch den Ausbruch der Finanzkrise und die damit verbundenen Folgen für weite Teile des Schattenbankensystems³⁵⁾ haben sich die Geschäftsverbindungen gegenüber dem ausländischen OFI-Sektor seit 2007 deutlich rückläufig entwickelt (siehe Schaubild 6.4). Auf der Aktivseite ist seit dem Höchststand im Mai 2008 mit Kreditforderungen und Anleihen in Höhe von 375 Mrd € ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen. Neben der Reduzierung des Umfangs der Aktivitäten mit dem Schattenbankensektor hat sich zudem der lokale Schwerpunkt der Geschäfte in den letzten Jahren verschoben. Während der Vorkrisenphase waren zahlreiche Gegenparteien aus dem Schattenbankensektor in Offshore-Finanzplätzen wie den Kaimaninseln beheimatet. Seit dem Jahr 2007 sind die Verbindlichkeiten gegenüber in Luxemburg ansässigen OFIs gestiegen, während die Verpflichtungen gegenüber auf den Kaimaninseln

beheimateten Schattenbankeneinheiten gesunken sind.

Schattenbankeneinheiten refinanzieren deutsche Banken

In den letzten Jahren haben sich Schattenbankeneinheiten zu einer bedeutenden Refinanzierungsquelle für das deutsche Bankensystem entwickelt. So haben sich beispielsweise deutsche Banken per Juni 2012 insgesamt 55 Mrd US-\$ von US-Geldmarktfonds geliehen; 27 % im Rahmen von Wertpapierpensionsgeschäften, 63 % in Form von unbesicherten Geschäften mit einer Laufzeit von mehr als einer Woche und die restlichen 10 % mit einer Laufzeit von unter einer Woche.³⁶⁾

Ein neuerlicher Run, wie der auf US-Geldmarktfonds im Jahr 2008, könnte zu einem abrupten Versiegen dieser Refinanzierungsquelle führen. Um ein mögliches Run-Risiko zu verringern, wäre, wie in Deutschland, eine weltweite Beschränkung auf Fonds mit variablen Anteilswerten hilfreich. Die aktuell relativ geringe Refinanzierung über US-Geldmarktfonds lässt jedoch derzeit auf ein beherrschbares Risiko schließen.

³⁴ In diese Kategorie fallen neben Schattenbankeneinheiten wie Investmentfonds, Finanzunternehmen ohne Einlagengeschäft und Verbriefungszweckgesellschaften auch Einheiten, die nicht dem Schattenbankensystem zuzurechnen sind. Dagegen werden Geldmarktfonds, die dem Schattenbankensystem angehören, gemäß dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung (ESVG1995) nicht dem OFI-Sektor zugerechnet, sondern sind Bestandteil des MFI-Sektors.

³⁵ Z. B. Wegfall der Grundlage des Geschäftsmodells zahlreicher Zweckgesellschaften durch den Zusammenbruch großer Teile des Verbriefungsmarktes.

³⁶ Quelle: Investment Company Institute; Angaben basierend auf 111 Prime Money Market Funds; Abdeckungsgrad rd. 97 %.

Ausländische Schattenbankeneinheiten sind auch deutschen Instituten zuzurechnen

Risiken in Bezug auf Verbindungen zum Schattenbankensektor ergeben sich für Kreditinstitute jedoch nicht nur aus Kontrahentenrisiken. Einige deutsche Kreditinstitute betreiben eigene Geschäftseinheiten im Ausland, die dem Schattenbankensystem zuzurechnen sind. Hierzu gehören beispielsweise Anlagezweckgesellschaften. Aus steuerlichen und regulatorischen Gründen werden diese häufig als

Deutsche Kreditinstitute betreiben eigene Geschäftseinheiten im Ausland, die dem Schattenbankensystem zuzurechnen sind.

formal unabhängige Einheiten von Tochtergesellschaften im Ausland gegründet, aber teilweise mit verbindlichen Garantien und Liquiditätslinien ihrer inländischen Mutter-

unternehmen ausgestattet. Die Erfahrungen im Rahmen der Finanzkrise haben jedoch gezeigt, dass neben verbindlichen Unterstützungsverpflichtungen, die oft nicht in der Bilanz konsolidiert waren, auch darüber hinaus Zahlungen geleistet wurden, um Reputationsschäden zu vermeiden und/oder die Auswirkungen der Verwerfungen einzudämmen. Um diese Risiken zu verringern, besteht nun nach dem Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz eine Konsolidierungspflicht für Zweckgesellschaften, falls das Mutterunternehmen bei wirtschaftlicher Betrachtung die Mehrheit der Risiken und Chancen eines Unternehmens trägt.

Vielschichtige Beziehungen zwischen deutschen Kreditinstituten und verbundenen Einheiten im Ausland bestehen auch im Zusammenhang mit börsennotierten Fonds wie ETFs. So entfiel auf die größten im Ausland ansässigen ETF-Töchter deutscher Kreditinstitute Mitte 2012 ein verwaltetes Vermögen von rund 47 Mrd €³⁷⁾ wovon ein erheblicher Teil als synthetische, Swap-basierte Variante aufgelegt war. Bei Swap-Transaktionen sind verbundene Konzerneinheiten oftmals wichtige Geschäftspartner.

Dabei kann der Konzern sein Engagement bei der Auflage synthetischer ETFs unter Umständen als Finanzierungsquelle für weniger liquide Wertpapiere aus den eigenen Beständen nutzen und sich intern günstigere als die marktüblichen Konditionen sichern. Auch bei Wertpapierleihgeschäften aus dem ETF-Vermögen kann die Gegenpartei dem eigenen Konzern angehören. Überdies übernehmen verbundene Konzerneinheiten regelmäßig die Funktion als ETF-Marktmacher, die für Liquidität sorgen. Die Handelsabteilungen im Konzern können ein zusätzliches Bindeglied zwischen den ETFs und den Investoren bilden, indem sie auf eigene Rechnung mit ETFs handeln – zum Teil mit hoher Umschlagsgeschwindigkeit. Aufgrund solcher vielschichtigen internationalen Konzernstrukturen und Aktivitäten sind in der Summe der einzelnen spezialisierten Einheiten regelmäßig mehrere nationale Aufsichtsbehörden zuständig. Umso wichtiger ist es, dass die auf Konzernebene verantwortliche Aufsichtsbehörde ein vollständiges Bild über das Gesamtrisiko behält.

Risiken durch indirekte Verbindungen über die internationalen Finanzmärkte

Neben direkten Verbindungen kann das globale Schattenbankensystem auch über indirekte Ansteckungskanäle ein Risiko für die Finanzstabilität in Deutschland darstellen. Als ein Beispiel ist der Einfluss der Hedgefonds auf die Marktliquidität zu nennen.³⁸⁾ Da Hedgefonds

Probleme im Hedgefondssektor können sich über die Marktliquidität auf deutsche Finanzunternehmen übertragen.

in einigen Marktbereichen eine große Rolle spielen, können sich Probleme im Hedgefondssektor über

37 Quellen: BlackRock, ETF Industry Association und eigene Berechnungen. Vgl. auch: Deutsche Bundesbank (2011), S. 33.
38 Vgl.: G. O. Aragon und P. E. Strahan (2012) sowie N. M. Boyson, C. W. Stahel und R. M. Stulz (2010).

die Marktliquidität indirekt auf deutsche Finanzunternehmen übertragen. Laut dem jüngsten Hedge Fund Survey der britischen Financial Service Authority beläuft sich das Bruttoengagement von Hedgefonds in Wandelanleihen (Convertible Bonds) auf 7,3% des Marktvolumens und in Rohstoffderivaten auf 6,0%, womit sie einen nicht unwesentlichen Teil dieser Märkte ausmachen.³⁹⁾ Hohe Umsatzvolumina wurden vor allem bei Devisen, Aktien und Staatsanleihen der G10-Länder mit einer Laufzeit von über einem Jahr sowie Rohstoffderivaten beobachtet, wobei die Studie keine Relation zum Gesamtumsatz herstellen kann.⁴⁰⁾

Datenlücken schließen

Der Gesamtumfang aller Verknüpfungen mit dem ausländischen Schattenbankensektor lässt sich nur schwer einschätzen.

Der ESRB oder der FSB können einen wichtigen Beitrag leisten, die Entwicklungen im globalen Schattenbankensystem zu bewerten.

Für einige Marktsegmente gibt es derzeit kaum oder keine verlässlichen Daten. Es laufen jedoch zahlreiche internationale Initiativen mit dem Ziel der Schließung von Datenlücken, der Verbesserung von Offenlegungsstandards sowie der Vereinheitlichung statistischer Datenerhebungen. Grundsätzlich lässt sich festhalten, dass viele Bereiche, die dem Schattenbankensektor zugeordnet werden, in Deutschland bereits einer Regulierung unterliegen. Die Umsetzung neuer Richtlinien und Vorgaben wird dies ausweiten und vertiefen. Zusätzlich müssen mögliche Risiken im globalen Schattenbankensektor hinsichtlich etwaiger Konsequenzen für die Finanzstabilität in Deutschland analysiert werden. Einen wichtigen Beitrag zur Bewertung von Entwicklungen im globalen Schattenbankensystem können europäische und internationale Foren wie der ESRB oder der FSB leisten.

■ Quellenverzeichnis

Aragon, G. O. und P. E. Strahan (2012), Hedge Funds as Liquidity Providers: Evidence from the Lehman Bankruptcy, *Journal of Financial Economics*, Vol 103 (3), S. 570–587, März 2012.

Bakk-Simon, K., S. Borgioli, C. Giron, H. Hempell, A. Maddaloni, F. Recine und S. Rosati (2012), Shadow Banking in the Euro Area: An Overview, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No 133, April 2012.

Boyson, N. M., C. W. Stahel und R. M. Stulz (2010), Hedge Fund Contagion and Liquidity Shocks, *The Journal of Finance*, Vol 65 (5), S. 1789–1816, Oktober 2010.

Committee on the Global Financial System (2010), The Role of Margin Requirements and Haircuts in Procyclicality, *CGFS Papers*, No 36, März 2010.

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

Financial Stability Board (2011), Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, *Recommendations of the Financial Stability Board*, Oktober 2011.

³⁹ Tatsächlich handelt es sich dabei lediglich um den Anteil der am Survey beteiligten Fonds, die per März 2012 rd. 380 Mrd US-\$ verwaltetes Vermögen repräsentierten. Laut Hedge Fund Research (HFR) hatten Hedgefonds im März 2012 insgesamt rd. 2 130 Mrd US-\$ verwaltetes Vermögen.

⁴⁰ Einer Studie von Greenwich Associates aus dem Jahr 2010 zufolge waren Hedgefonds für 19% des Handelsvolumens in amerikanischen festverzinslichen Wertpapieren verantwortlich, ein Rückgang im Vergleich zu 2007, als der Anteil bei 29% lag. Allerdings spielen sie nach wie vor in Teilmärkten eine wichtige Rolle. So machten sie z. B. 90% des Handelsvolumens in notleidenden Schuldverschreibungen aus, 64% in strukturierten Kreditprodukten und 63% in hochverzinslichen Kreditderivaten. Vgl.: Greenwich Associates (2010).

Financial Stability Board (2012), Securities Lending and Repos: Market Overview and Financial Stability Issues, Interim Report, April 2012.

International Capital Market Association (2012), European Repo Market Survey, No 23, Juni 2012.

Greenwich Associates (2010), Hedge Funds: The Comeback, August 2010.

Harrington, S. E. (2009), The Financial Crisis, Systemic Risk and the Future of Insurance Regula-

tion, The Journal of Risk and Insurance, Vol 76 (4), S. 785–819, Dezember 2009.

Keller, J. (2012), The Shadow Banking System: Economic Characteristics and Regulatory Issues, National Bank of Belgium, Financial Stability Review 2012, S. 121–134, Juni 2012.

Pozsar, Z., T. Adrian, A. Ashcraft und H. Boesky (2012), Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York Staff Papers, No 458, Februar 2012.

Fortschritte bei der Reform der Finanzmarktregulierung

In den vergangenen Jahren wurde eine grundlegende Neuordnung des internationalen Finanzsystems in die Wege geleitet. Viele regulatorische Reformprojekte befinden sich inzwischen in oder kurz vor der Umsetzungsphase. So wurde ein neuer internationaler Standard für wirksame Abwicklungsregime verabschiedet, der einen Beitrag zur Bekämpfung des Too-big-to-fail-Problems leisten soll. In der Umsetzung von Basel III in europäisches Recht sind unter anderem makroprudenzielle Instrumente vorgesehen, die es den zuständigen Behörden erlauben, einem übermäßigen Aufbau von Risiken im Finanzsystem frühzeitig entgegenzuwirken. Schließlich ist mit der Verabschiedung der EU-Verordnung zur Regulierung des außerbörslichen Derivatemarkts ein entscheidender Schritt hin zu mehr Stabilität und Transparenz in diesem Marktsegment gelungen. Zu evaluieren ist nun, inwieweit die Mängel im Finanzsystem beseitigt sind und wo mögliche Probleme mit der Konsistenz des neuen Rahmenwerks liegen.

Aktuell wird intensiv über die Einführung eines Trennbankensystems diskutiert, das durch vereinfachte Konzernstrukturen die Finanzstabilität fördern kann. Ein Trennbankensystem kann die Verflechtung innerhalb des Finanzsystems jedoch nur in begrenztem Maße auflösen.

Zeit für ein Zwischenfazit bei der Re-Regulierung

Die Finanzkrise hat deutlich gemacht, dass eine weitreichende Neugestaltung des Regelwerks des internationalen Finanzsystems („Re-Regulierung“) erforderlich ist. Unter anderem sollte der bislang vorrangig institutsspezifische (mikroprudenzielle) Ansatz der Finanzmarktregulierung um eine systemorientierte (makroprudenzielle) Perspektive erweitert werden, um explizit systemweite Risiken zu berücksichtigen.

Wichtige Fortschritte erzielt

Eine maßgebliche Rolle bei der Ausgestaltung der Regulierungsagenda spielt die G20.¹⁾ Die Regulierungsinitiativen konzentrieren sich dabei auf die Bereiche, aus denen die größten Risiken für die Stabilität des Finanzsystems drohen. Dazu zählt insbesondere die Too-big-to-fail-Problematik. Sie beschreibt die Tatsache, dass systemrelevante Finanzinstitute im Insolvenzfall vom Staat gerettet werden müssen. Erste Fortschritte bei der Reduzierung dieses Risikos konnten inzwischen verzeichnet werden. So wurde ein neuer internationaler Standard zu wesentlichen Kernelementen wirksamer Abwicklungsregime verabschiedet.²⁾ Zudem sollen, über Basel III hinaus, Kapitalzuschläge für systemrelevante Finanzinstitute (Systemically Important Financial Institutions: SIFIs) eingeführt werden, um deren Verlustabsorptionsfähigkeit zu erhöhen und die Wahrscheinlichkeit staatlicher Rettungsmaßnahmen zu verringern.

Ein weiteres Themengebiet der Finanzmarktregulierung betrifft die Prozyklizität des Finanzsystems. Mit der Umsetzung von Basel III in europäisches Recht (Capital Requirements Directive IV: CRDIV und Capital Requirements Regulation: CRR) werden verschiedene makroprudenzielle Instrumente eingeführt. Sie

sollen die zuständigen Behörden in die Lage versetzen, insbesondere dem zyklischen Aufbau von Risiken im Finanzsystem zu begegnen. Die zunächst wichtigsten Werkzeuge in diesem Zusammenhang sind der antizyklische Kapitalpuffer und die variable Kapitalunterlegung von privaten und gewerblichen Realkrediten.³⁾

Ein drittes Gebiet, das für die Entstehung und das Ausmaß der Krise bedeutend war, ist der globale außerbörsliche (Over-the-Counter: OTC) Derivatemarkt. Auch hier wurde mit der Verabschiedung der entsprechenden EU-Verordnung über OTC-Derivate, Zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (European Market Infrastructure Regulation: EMIR), wenn auch zeitlich verzögert, ein entscheidender Schritt zu einem stabileren Finanzsystem getan. Bislang weitgehend unregulierte und teilweise unbesicherte OTC-Transaktionen zwischen den Finanzmarktakteuren müssen künftig zu großen Teilen über sogenannte Zentrale Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs) besichert abgewickelt und an zentrale Transaktionsregister gemeldet werden.

Welche Fragen sind noch offen?

Mit diesen Reformprojekten sowie mit einer Reihe weiterer Regulierungsinitiativen, die sich in ganz unterschiedlichen Stadien der politischen Diskussion befinden, sind wichtige Fortschritte für mehr Finanzstabilität erzielt worden.

Neben den oben genannten Vorhaben zu Fragen der Abwicklung und des Eigenkapitals von Banken sowie der Infrastrukturen für Derivatemärkte sind in diesem Zusammenhang weitere bedeutende Regulierungsprojekte hervorzuheben. Zu diesen zählen einerseits die bereits in Kraft getretene EU-Leerver-

1 Vgl.: G20 (2009).

2 Vgl.: Financial Stability Board (2011).

3 Siehe hierzu auch die Ausführungen im Kapitel „Deutscher Wohnimmobilienmarkt in Bewegung“ auf S. 55 ff.

kaufsverordnung und andererseits die derzeit im Gesetzgebungsprozess befindlichen Regulierungsreformen bezüglich der Ratingagenturen und der Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive/Regulation: MiFID/MiFIR). Umso mehr ist zu prüfen, inwieweit angesichts dieser hervorgehobenen und zahlreicher weiterer Vorhaben die wichtigsten Probleme bereits gelöst sind und wo gegebenenfalls noch Herausforderungen liegen. Außerdem stellt sich die Frage nach der Konsistenz der verschiedenen Regelwerke. Dabei ist auf Wechselwirkungen zwischen Regulierungsinitiativen zu achten, damit es nicht zu unerwünschten Nebeneffekten kommt. Daher ist eine integrierte Sichtweise der einzelnen Regulierungsprojekte erforderlich.

Abzuwarten bleiben dabei die Auswirkungen, die die aktuell diskutierte Einführung einer Bankenunion für die europäische Finanzmarktarchitektur und den regulatorischen Rahmen mit sich bringen werden (siehe auch Kasten „Bankenunion: mittelfristig sinnvolle Ergänzung für Europa“ auf S. 84 f.). Ein einheitlicher europäischer Aufsichtsmechanismus für Kreditinstitute kann ein erster wichtiger Schritt hin zu einer stärkeren Integration der Wirtschafts- und Währungsunion sein. Eine stärker zentralisierte Bankenaufsicht könnte grenzübergreifenden Effekten besser Rechnung tragen und eine einheitliche Umsetzung harmonisierter Vorgaben ohne Berücksichtigung nationaler Interessen erleichtern. Wichtig ist, dass Haftung und Kontrolle in der Balance bleiben. Darüber hinaus muss eine Bankenunion um eine einheitliche Regulierung ergänzt werden, welche die enge Verbindung der Staats- und Bankbilanzen unterbricht und die Risikotragfähigkeit der einzelnen Banken erhöht. Zentrale Ansatzpunkte für eine mittelfristige Reform sind regulatorische Maßnahmen, um die Konzentration von Risiken auch gegenüber einzelnen Staaten zu reduzieren (z. B. über eine adäquate Risikogewichtung).

Weiterhin ist die künftige Struktur des Bankensystems aus Finanzstabilitätssicht sorgfältig zu überprüfen. Hierbei wird insbesondere die Einführung eines Trennbankensystems diskutiert, in dem das risikoreichere Investmentbankgeschäft vom traditionellen Bankgeschäft organisatorisch getrennt wird.

Makroprudenzielles Instrumentarium bald einsatzbereit

Die makroprudenzielle Politik in Deutschland und Europa nimmt Gestalt an. Sie zielt darauf ab, präventiv Fehlentwicklungen zu korrigieren und damit Gefahren für die Finanzstabilität abzuwehren. Dies ist insbesondere in einer Währungsunion mit divergierenden Wirtschaftsstrukturen und -entwicklungen in den Mitgliedstaaten bedeutsam. Dort verfügen die Mitgliedsländer nicht mehr über eigene geldpolitische Instrumente, um finanzwirtschaftlichen Ungleichgewichten und/oder regionalen oder sektoralen Überhitzungen gezielt entgegenzuwirken.

Die makroprudenzielle Politik in Deutschland und Europa nimmt Gestalt an.

Nationale Flexibilität bewahren

Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) als europäische Makroaufsicht hat in seinen grundlegenden Prinzipien makroprudenzieller Politik die Bedeutung nationaler Flexibilität festgehalten. Die Kernaussage lautet, dass den zuständigen nationalen Behörden genügend Spielraum und Flexibilität gewährt werden müsse, um sowohl präventiv vorgehen als auch auf bereits eintretende systemische Risiken reagieren zu können.

Bankenunion: mittelfristig sinnvolle Ergänzung für Europa

Als Beitrag zur Lösung der Finanzkrise und zur Sicherung und Stärkung der Finanzstabilität in Europa haben EU-Kommission und Europäische Zentralbank (EZB) Mitte 2012 die Schaffung einer Bankenunion vorgeschlagen.¹⁾ Ziel ist es insbesondere,

- einer Desintegration der europäischen Finanzmärkte in der gegenwärtigen Krise entgegenzuwirken,
- die Verflechtung zwischen nationalem Staats- und Bankensektor zu durchbrechen sowie
- der Geldpolitik zu ermöglichen, wieder ihrer eigentlichen Aufgabe, die Preisstabilität zu sichern, nachgehen zu können.

Konkret wird mit dem Begriff Bankenunion die Schaffung einer gemeinsamen europäischen Bankenaufsicht, eines gemeinsamen Abwicklungs- und Restrukturierungsmechanismus sowie eines gemeinsamen Systems der Einlagensicherung bezeichnet.

Vor diesem Hintergrund haben die Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder im Rahmen des EU-Gipfels am 29. Juni 2012 die Einrichtung eines einheitlichen Aufsichtsmechanismus für Banken des Euro-Währungsgebiets unter Einbeziehung der EZB gefordert. Daneben wurde bekräftigt, dass der Europäische Stabilitätsmechanismus (European Stability Mechanism: ESM) befähigt werden soll, Banken unter angemessenen Auflagen direkt zu rekapitalisieren, sobald ein effektiver Aufsichtsmechanismus eingerichtet worden ist. Die EU-Kommission hat daraufhin am 12. September 2012 den Entwurf einer Verordnung zur Übertragung bestimmter Bankenaufsichtsfunktionen an die EZB auf Grundlage von Artikel 127 Absatz 6 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) vorgelegt. Zeitgleich hat die EU-Kommission in einer Mitteilung ihre Vorstellungen über den Weg zu einer umfassenden Bankenunion weiter konkretisiert und Änderungen an der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA)

vorgeschlagen. Die Staats- und Regierungschefs haben die Schaffung eines gemeinsamen Aufsichtsmechanismus am 19. Oktober 2012 bekräftigt.

Eine Bankenunion kann prinzipiell dazu beitragen, das Vertrauen in den europäischen Bankensektor zu stärken und die Verbindung zwischen Staats- und Bankenbonität aufzubrechen. Sie ist jedoch als mittelfristige Strategie zur Weiterentwicklung der europäischen Finanzarchitektur und nicht etwa als kurzfristig umsetzbare Lösung der aktuellen Krise anzusehen.

Grundsätzlich kann eine einheitliche Aufsicht eine sinnvolle Ergänzung der Währungsunion darstellen. Sie trägt dem in hohem Maße integrierten europäischen Bankensektor Rechnung und kann ein wichtiges Hilfsmittel zur Herstellung gleicher Wettbewerbsbedingungen sowie zur Stärkung des Vertrauens in die Kreditinstitute der Währungsunion sein. Dazu ist es allerdings notwendig, die einheitliche europäische Aufsicht als starken und wirksamen Mechanismus für die Beaufsichtigung der Institute auszugestalten. Kontraproduktiv in diesem Sinne wäre es, die einheitliche Aufsicht lediglich als Mittel zum Zweck zu errichten, um den Banken direkten Zugang zu ESM-Mitteln zu verschaffen. Dem Zeitplan kommt eine große Bedeutung zu. Bei dieser für die EU und die Währungsunion zentralen Aufgabe muss die Funktionsfähigkeit der Aufsicht sichergestellt sein, bevor eine Kompetenzübertragung wirksam wird. Der Beschluss der Staats- und Regierungschefs vom 19. Oktober 2012, zumindest die operative Implementierung des Aufsichtsmechanismus auf den Verlauf des Jahres 2013 auszudehnen, ist deshalb ein Schritt in die richtige Richtung.

¹ Vgl.: European Commission, The Banking Union, MEMO/12/413 vom 6. Juni 2012.

Nach den Entwürfen der EU-Kommission soll der EZB die Verantwortung für die Aufsicht über alle Banken im Euro-Gebiet übertragen werden. Dies wirft die Frage auf, ob Artikel 127 Absatz 6 AEUV eine derart weite Aufgabenübertragung überhaupt zulässt. Die Übernahme von bankenaufsichtlichen Funktionen durch die EZB bedarf zudem besonderer Maßnahmen, um Interessenskonflikten zwischen Geldpolitik und Bankenaufsicht sowie einer Einschränkung der Unabhängigkeit der Zentralbank, die an sich auch Aufgaben nach Artikel 127 Absatz 6 AEUV einschließt, vorzubeugen. Zudem darf das vorrangige Ziel des Eurosystems, die Preisstabilität zu gewährleisten, nicht gefährdet werden. Der Verordnungsentwurf sieht zu diesem Zweck unter anderem die Schaffung eines separaten Aufsichtsgremiums vor, welches die Entscheidungen des letztverantwortlichen EZB-Rats vorbereiten und umsetzen sowie bestimmte Aufgaben eigenständig wahrnehmen soll. Inhaltlich ist die Einrichtung eines solchen Gremiums zu begrüßen. Allerdings ist es zweifelhaft, ob die Einräumung von Entscheidungsbefugnissen auf ein neues Organ neben dem EZB-Rat im Einklang mit dem europäischen Primärrecht steht. Zudem ist es aufgrund der fiskalischen Auswirkungen bankenaufsichtlicher Entscheidungen angebracht, die Stimmen der Mitglieder nach dem EZB-Kapitalschlüssel zu gewichten, und nicht nach dem sonst im Eurosystem vorherrschenden Prinzip der einfachen Mehrheit mit einer Stimme pro Ratsmitglied. Mit Blick auf den Binnenmarkt wäre es außerdem sinnvoll, dass der einheitliche europäische Aufsichtsmechanismus alle Mitgliedstaaten der EU umfasst. Falls sich dies nicht realisieren lässt, bedarf es praktikabler Beteiligungsmechanismen für EU-Länder außerhalb des Eurogebiets. Auch hier muss der durch das europäische Primärrecht vorgegebene Rahmen beachtet werden.

Klärungsbedürftig ist der Umgang mit Altlasten in den Bilanzen der Banken, die zukünftig einer Zentralaufsicht unterliegen und damit Zugang zu ESM-Mitteln erhalten. Entscheidet sich die Politik, diese bilanziellen Altlasten zu vergemeinschaften, stellt dies einen

Transfer dar, der nicht verschleiert werden darf – auch und gerade nicht über eine Bankenunion. Entscheidet sich die Politik gegen solche Transfers, wofür viel spricht, müssten die Risiken in diesen Altfällen von den betreffenden Nationalstaaten getragen werden.

Der gemeinsame Aufsichtsmechanismus sollte möglichst zeitnah durch einen europäischen Abwicklungs- und Restrukturierungsmechanismus begleitet werden. Ein dauerhaftes Nebeneinander von gemeinsamer europäischer Aufsicht und nationalen Abwicklungsregimen ist kritisch zu beurteilen, da fiskalische Konsequenzen für die Mitgliedstaaten entstehen können, die sie selbst nicht beeinflussen können. Haftung für Bankrisiken (national) und Kontrolle der Kreditinstitute (europäisch) fielen dann auseinander. Beispielsweise könnten bei aufsichtlichem Versagen auf europäischer Ebene nationale Abwicklungsmittel in Anspruch genommen werden. Insoweit wäre eine konsistente europäische Regelung folgerichtig.

Eine umfassende Bankenunion birgt gleichwohl das Risiko einer Vergemeinschaftung der Folgen wirtschaftspolitischer und fiskalischer Fehlentwicklungen insbesondere über eine übermäßige Finanzierung des Staates durch die nationalen Bankensysteme. Ein solches Unterlaufen der Nicht-Haftungsklausel auf dem Wege einer Bankenunion sollte durch eine ergänzende Regulierung verhindert werden. Zentrale Ansatzpunkte für eine mittelfristige Reform sind regulatorische Maßnahmen, um die Konzentration von Risiken auch gegenüber einzelnen Staaten zu reduzieren (z.B. über eine adäquate Risikogewichtung). Zudem sind Kontroll- und Eingriffsrechte der europäischen Ebene in die Wirtschafts- und Fiskalpolitiken der Mitgliedstaaten im Fall von gravierenden Regelverletzungen notwendig. Eine einheitliche europäische Einlagensicherung mit unterliegender Fiskalgarantie ist mit dem gegenwärtigen Integrationsrahmen inkompatibel und sollte zunächst von geringerer Priorität sein.

Die Entscheidung über den Einsatz sowie die Dosierung der Maßnahmen sollte den von den

Die Entscheidung über den Einsatz und die Dosierung der Maßnahmen sollte den nationalen makroprudenziellen Behörden vorbehalten sein.

jeweiligen Mitgliedstaaten bestimmten nationalen makroprudenziellen Behörden vorbehalten sein. Dies entspricht nicht zuletzt dem Prinzip der Subsidiarität und steht auch nicht in Konflikt mit dem Konzept eines

einheitlichen Regelwerks, da auch hier gilt, dass Gleiches gleich, Ungleiches aber ungleich behandelt werden muss.

Für ein Mindestmaß an nationaler Flexibilität sprechen auch die Dauer und Komplexität internationaler Regulierungsinitiativen und Gesetzgebungsprozesse. Insbesondere im Krisenfall muss einzelnen Ländern die Möglichkeit offenstehen, flexibel und schnell auf neue Entwicklungen reagieren zu können. Denn die Kosten der Untätigkeit im Falle eines systemischen Risikoaufbaus verlaufen in der Regel nicht linear. Die im Rahmen der makroprudenziellen Regulierung vorrangig zu begrenzenden Extremrisiken (Tail Risks) mögen angesichts einer geringen Eintrittswahrscheinlichkeit zunächst klein erscheinen. Sie verursachen jedoch hohe Kosten, wenn sie tatsächlich eintreten.

Allerdings sind Koordinationsmechanismen auf internationaler Ebene einzuführen, um negative Folgen nationaler Politikentscheidungen für Drittländer zu vermeiden. Diese Frage gewinnt mit zunehmender Integration der Finanzmärkte an Gewicht. Im europäischen Kontext ist hier der ESRB gefordert. Die vorliegenden Gesetzesvorschläge zur CRD IV/CRR teilen ihm eine wesentliche Rolle bei der Vermeidung unerwünschter Effekte beim Einsatz makroprudenzieller Instrumente durch nationale Behörden zu.

Die ökonomische Bedeutung nationaler Flexibilität bleibt auch bei Gründung einer Bankenunion in Europa bestehen. Die vollständige Übertragung makroprudenzieller Befugnisse auf die neue europäische Aufsichtsbehörde wäre abzulehnen. Auch nach Gründung einer Bankenunion werden konjunkturelle oder makrofinanzielle Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten fortbestehen. Deshalb sind sektoral und regional differenzierte makroprudenzielle Instrumente nötig, die bereitstehen, um systemischen Risiken wirksam begegnen zu können.⁴⁾

Die ökonomische Bedeutung nationaler Flexibilität bleibt auch bei Gründung einer Bankenunion in Europa bestehen.

Nach der Empfehlung des ESRB zum makroprudenziellen Mandat nationaler Behörden ist ein institutioneller Rahmen auf der nationalen Ebene notwendig.⁵⁾ Vor diesem Hintergrund hat der Deutsche Bundestag im Oktober 2012 ein Gesetz zur Stärkung der deutschen Finanzaufsicht verabschiedet. Dieses sieht die Schaffung eines entsprechenden Gremiums vor, in dem die Bundesbank eine zentrale Rolle einnehmen wird, sowie den Einsatz von Warnungen und Empfehlungen durch dieses Gremium (siehe auch den Kasten „Die makroprudenzielle Überwachung in Deutschland“ auf S. 87).

Makroprudenzieller Werkzeugkasten wird bestückt

Eine handlungsfähige makroprudenzielle Politik erfordert adäquate Instrumente, um systemische Risiken einzudämmen. Diese können in ihrer Entstehungs- und Erscheinungsform sehr unterschiedlich sein und sowohl vom Konjunktur- und Finanzzyk-

⁴ Vgl. auch: J. de Larosière (2009), S. 32 f.

⁵ Vgl.: European Systemic Risk Board (2011).

Die makroprudenzielle Überwachung in Deutschland

Der Deutsche Bundestag hat am 25. Oktober 2012 das Gesetz zur Stärkung der deutschen Finanzaufsicht beschlossen. Die Behandlung im Bundesrat ist für den 23. November 2012 vorgesehen. Das Gesetz soll zum 1. Januar 2013 in Kraft treten. Auf europäischer Ebene überwacht der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) bereits seit Anfang 2011 die Finanzstabilität in der EU. Für nationale makroprudenzielle Mandate hat der ESRB eine Empfehlung abgegeben, die im deutschen Gesetz umgesetzt wurde. Damit entspricht die deutsche Gesetzgebung den neueren europäischen Entwicklungen.

Wesentlicher Inhalt des Gesetzes ist die Stärkung der Zusammenarbeit von Bundesbank, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und dem Bundesministerium der Finanzen (BMF) auf dem Gebiet der Finanzstabilität. Ferner geht es auch darum, die mikroprudenzielle Aufsicht besser mit der makroprudenziellen Überwachung zu verzahnen. Dazu wird ein Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) errichtet, dem jeweils drei Vertreter des BMF, der BaFin und der Bundesbank angehören. Die Beteiligung des BMF stellt sicher, dass in Krisensituationen alle zuständigen staatlichen Stellen über die bestmöglichen Informationen verfügen und handlungsfähig sind. Aus diesem Grund ist ebenfalls ein Vertreter der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA) Mitglied des Ausschusses, wenngleich ohne Stimmrecht. Der AFS tagt mindestens viermal im Jahr. Bei seinen Zusammenkünften erörtert er insbesondere die für die Finanzstabilität maßgeblichen Sachverhalte und kann Warnungen oder Empfehlungen aussprechen. Einmal im Jahr berichtet er dem Deutschen Bundestag. Eine weitere Aufgabe des AFS ist die

Beratung der Empfänger von Warnungen und Empfehlungen des ESRB.

Das Gesetz weist der Bundesbank eine herausgehobene Rolle zu. Ihr obliegt die laufende Analyse der für die Finanzstabilität maßgeblichen Sachverhalte sowie die Identifizierung und Bewertung von Risiken für die Finanzstabilität (makroprudenzielle Überwachung). Aus dieser laufenden Arbeit heraus bereitet sie die Sitzungen des AFS vor und stellt Lageberichte zur Verfügung, auf deren Grundlage ein Meinungsaustausch stattfindet. Sollte die Bundesbank aufgrund ihrer Analyse Gefahren für die Finanzstabilität identifizieren, wird sie dem AFS Vorschläge zur Abwehr oder Abmilderung in Form einer Warnung oder Empfehlung unterbreiten. Adressat einer Warnung oder Empfehlung kann die Bundesregierung, die BaFin oder eine andere öffentliche Stelle im Inland sein. Empfehlungen zeigen Maßnahmen auf, die geeignet sind, die Gefahr abzuwehren. Der Adressat ist verpflichtet, dem AFS in angemessener Frist aufzuzeigen, wie er beabsichtigt, die Empfehlung umzusetzen, oder warum er diese nicht umsetzen möchte. Die Bundesbank überwacht und bewertet die Umsetzungsmaßnahmen. Sie leitet ihre Einschätzung an den AFS weiter. Die Qualität der Analysen der Bundesbank hängt maßgeblich von den zur Verfügung stehenden Daten ab. Deshalb erhält sie ein weitgehendes Datenzugangsrecht. Um die Belastung der Auskunftspflichtigen gering zu halten, sind vorhandene Daten im Informationsaustausch von anderen Behörden zu erlangen. Daten, die durch einen Informationsaustausch nicht erlangt werden können, zum Beispiel weil sie noch nicht erhoben sind, soll die Bundesbank aufgrund einer noch zu erlassenden Rechtsverordnung erhalten können.

Makroprudenzielle Instrumente:

Tabelle 7.1

Vorgesehene nationale Handlungsspielräume^{*)}

Position	Zeitdimension	Querschnittsdimension
Institutsbezogen		– Eigenkapitalanforderungen ¹⁾ – Liquiditätsanforderungen ^{1) 2)} – Verschuldungsobergrenze (Leverage Ratio) – Eigenkapitalzuschläge für systemrelevante Finanzinstitute (SIFIs) ³⁾ – Transparenz- und Veröffentlichungsanforderungen ¹⁾ – Systemrisikopuffer ⁴⁾
Forderungsbezogen	– Anpassungsmöglichkeiten in Bezug auf Immobilienkredite (z. B. Loan-to-Value) – Risikogewichte für Forderungen innerhalb des Finanzsektors ¹⁾ – Risikogewichte für private und gewerbliche Immobilienkredite ¹⁾ – Antizyklischer Kapitalpuffer	– Begrenzung großer Risikopositionen ¹⁾

* Auf Grundlage der im EU-Finanzministerrat beschlossenen allgemeinen Ausrichtung zur Umsetzung von Basel III in europäisches Recht (CRDIV/CRR).
 1 Mögliche nationale Maßnahmen nach Art. 443 CRR; nach Genehmigungsverfahren. 2 Möglich ab Inkrafttreten der Liquidity Coverage Ratio (LCR); Anforderungen an Banken abhängig von gehaltenen Aktivaklassen. 3 Teil der Basel III-Vereinbarungen; konkrete Umsetzung in europäisches Recht noch offen. 4 Der Systemrisikopuffer soll sowohl instituts- als auch forderungsbezogen ausgestaltet werden können (Art. 124a CRDIV).

Deutsche Bundesbank

lus als auch von strukturellen Veränderungen des Finanzsystems selbst ausgehen.

Makroprudenzielle Politik benötigt daher ein wirkungsvolles Instrumentarium, das bei Bedarf aktu-

Makroprudenzielle Politik benötigt ein wirkungsvolles Instrumentarium, das bei Bedarf aktualisiert und angepasst werden kann.

alisiert und angepasst werden kann (siehe Tabelle 7.1). Es sollte insbesondere alle wesentlichen Risikotreiber berücksichtigen und neben finanzpolitischen Maßnahmen vor allem an aufsicht-

lichen Instrumenten (beispielsweise Kapital, Liquidität, Finanzierungshebel) ansetzen. Da insbesondere Banken im Zentrum des Finanzsystems stehen, ist es von erheblicher Bedeutung, wie diese Instrumente in bankregulatorischen Vorschriften verankert werden.

Ein solches Instrument ist der antizyklische Kapitalpuffer, eine Maßnahme aus dem Basel III-Regelwerk. Seine Einführung in Verbindung mit der gegenseitigen Anerkennung eines gesetzten Puffers (Reziprozitätsprinzip)⁶⁾ stellt einen Meilenstein dar (siehe auch den Kasten „Antizyklischer Kapitalpuffer für Kredite in Deutschland“ auf S. 90 f.). Darüber hinaus ermöglicht die in der EU vorgesehene Einführung eines weiteren Kapitalpuffers für systemische Risiken unter anderem, dauerhaft höhere Kapitalanforderungen an Banken zu stellen. Zudem ist vorgesehen, dass die Mitgliedstaaten zeitlich beschränkt (bis zu zwei Jahre) strengere Vorgaben für einen definierten Katalog von Anforderungen erlassen können.

⁶ Setzt Deutschland z. B. für Forderungen an heimische Kreditnehmer einen Puffer von 1 %, müssen andere Länder ihren Banken für grenzüberschreitende Forderungen gegenüber deutschen Kreditnehmern den gleichen Puffer auferlegen. Der Puffer eines Instituts setzt sich somit aus dem mit den Forderungen gewichteten Mittelwert der jeweiligen nationalen Puffer zusammen.

Zu diesem Katalog zählen die generelle Erhöhung des Mindesteigenkapitals, Beschränkungen großer Risikopositionen sowie Transparenz- und Veröffentlichungsanforderungen. Weiterhin wird die Möglichkeit eingeführt, Anforderungen und Risikogewichte für private und gewerbliche Immobilienkredite und für Forderungen innerhalb des Finanzsektors zu erhöhen. Dies ist notwendig, um neben der allgemeinen Erhöhung der Risikotragfähigkeit des Bankensystems speziellen Systemrisiken gezielt zu begegnen.

Um eine handlungsfähige nationale makroprudenzielle Politik zu gewährleisten, sieht die CRDIV/CRR auch die grundsätzliche Möglichkeit vor, Liquiditätsanforderungen bei Bedarf anzupassen. Dafür müssen sie jedoch zuerst in Kraft treten. So soll die kurzfristige Liquiditätskennzahl Liquidity Coverage Ratio (LCR), wie im Rahmen von Basel III vereinbart, voraussichtlich ab dem 1. Januar 2015 gelten. Aus makroprudenzieller Sicht positiv hervorzuheben ist, dass sie als Puffer fungieren soll, das heißt, in Zeiten hoher Belastungen auch unterschritten werden kann. Der zweite Liquiditätsstandard, die Net Stable Funding Ratio (NSFR), soll gemäß den Basel III-Vereinbarungen 2018 nach einer Überprüfungsphase in Kraft treten. Auch diese zweite, strukturelle Kennziffer hat bei stringenter Einführung das Potenzial, die Stabilität des Systems zu erhöhen.⁷⁾ Sie achtet auf ein stabileres Verhältnis von Aktiva und Passiva und dürfte insbesondere schnell entziehbare Kurzfristfinanzierungen (Wholesale Funding) zurückdrängen.

Schließlich soll mit der Leverage Ratio eine Verschuldungsobergrenze von Banken eingeführt werden. Als Beobachtungskennziffer beträgt diese gemäß den Baseler Vorgaben zunächst zeitkonstant 3 % und wird bis 2017 vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht auf etwaige Anpassungen überprüft. Auf dieser Basis wird über den endgültigen regulatorischen Einsatz der Leverage Ratio entschieden. Sie könnte helfen, übermäßige Expansionen von

Bankbilanzen zu begrenzen und sollte daher zum vereinbarten Zeitpunkt 2018 eingeführt werden.

Analysebedarf bleibt hoch

Über die beschriebenen Felder hinaus besteht weiterer regulatorischer Handlungsdruck und Analysebedarf. Dieser beruht nicht zuletzt darauf, dass sich makroprudenzielle Instrumente bisher auf die Regulierung durch Kapitalpuffer im Bankensektor konzentrieren. Dies erhöht den Anreiz, die Kapitalpufferregulierung zu umgehen oder Geschäfte aus dem Bankensystem auszugliedern. Um solche Ausweichreaktionen zu vermeiden, sollte die makroprudenzielle Regulierung eine Kombination aus verschiedenen Instrumenten nutzen. Zu untersuchen ist dabei, wie der Instrumenteneinsatz durch die richtige Zusammenstellung und Anwendung der makroprudenziellen Werkzeuge optimiert werden kann. Darüber hinaus sind Instrumente zu entwickeln, welche auf Systemrisiken abzielen, die auf den Wertpapier- oder Versicherungsmärkten sowie im Schattenbankensektor entstehen.

Die genannten makroprudenziellen Instrumente stellen lediglich eine erste, keineswegs abschließende Auswahl möglicher Werkzeuge zur Eindämmung systemischer Risiken dar. Dabei sollte nicht davon ausgegangen werden, dass alle verfügbaren Instrumente eingesetzt oder gar gleichzeitig angewendet werden. Dies ist von den identifizierten Risiken und der jeweiligen Gefahrensituation abhängig. In diesem Zusammenhang sind nicht zuletzt auch Neben- und Wechselwirkungen mit anderen Politikbereichen zu berücksichtigen. Ökonomische Analysen helfen hierbei, die Transmission und Wirkung makroprudenzieller Politik besser zu verstehen.

Die Anpassung bestehender und die Entwicklung zusätzlicher Instrumente kann die betroffenen Markt-

7 Vgl.: C. Goodhart und E. Perotti (2012).

Antizyklischer Kapitalpuffer für Kredite in Deutschland

Die operationelle Ausgestaltung des antizyklischen Kapitalpuffers wird in ihren wesentlichen Grundzügen in der Richtlinie zu Eigenkapitalanforderungen CRD IV (Capital Requirements Directive IV) festgelegt. Demzufolge bildet das Verhältnis von Kreditvolumen zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) den Ausgangspunkt für die Festlegung des Puffers. Durch die Normierung der Kredite auf die Wirtschaftsleistung soll der Einfluss normaler zyklischer Schwankungen auf das Kreditvolumen neutralisiert werden. Diese Vorgehensweise dient der Identifikation von Phasen übermäßiger Kreditvergabe, die häufig zu systemischen Risiken führen. Der antizyklische Kapitalpuffer wird dann eingesetzt, wenn das Kredit/BIP-Verhältnis seinen langfristigen Trendwert deutlich übersteigt, da dies auf eine exzessive Kreditvergabe hinweist. Um eine erste Beurteilung dieser Methodik für Deutschland zu ermöglichen, wird im Folgenden die Leitlinie des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht vom Dezember 2010 zur beispielhaften Berechnung des antizyklischen Kapitalpuffers herangezogen.

Ausgangspunkt ist ein relativ breites Kreditaggregat: Kredite inländischer Banken an inländische Unternehmen und Privatpersonen, einschließlich der von inländischen Banken gehaltenen Wertpapiere inländischer Unternehmen. Das Verhältnis dieser Kredite zum BIP wird mithilfe des Hodrick-Prescott-Filters in zwei Komponenten zerlegt: den langfristigen Trend und die zyklische Abweichung vom Trend (die sogenannte Kredit/BIP-Lücke).¹⁾ Falls die Kredit/BIP-Lücke größer ist als die Untergrenze von 2 Prozentpunkten, sollte der antizyklische Kapitalpuffer aufgebaut werden. Seine Größe errechnet sich im Baseler Vorschlag als eine lineare Funktion der Kredit/BIP-Lücke.²⁾ Der Puffer erreicht sein Maxi-

umum von 2,5 % der risikogewichteten Aktiva,³⁾ wenn die Kredit/BIP-Lücke 10 Prozentpunkte erreicht. Die Baseler Ober- und Untergrenze für die Kredit/BIP-Lücke folgen aus einer empirischen Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zu historischen Banken Krisen, die für ein Panel aus 25 Ländern durchgeführt wurde.

Das Schaubild auf Seite 91 zeigt den Verlauf der Kredit/BIP-Lücke und des antizyklischen Kapitalpuffers für Kredite in Deutschland für den Zeitraum zwischen 1960 und 2011. Während der technischen Vorlaufphase bis 1980⁴⁾ kann der Indikator nicht aussagekräftig beurteilt werden. Danach wird – von dem kurzen Überschreiten der Untergrenze Anfang der achtziger Jahre abgesehen – nur die Periode zwischen 1994 und 2001 als eine Phase übermäßiger Kreditvergabe identifiziert. Das Signal fällt hier sehr deutlich aus, da das Kredit/BIP-Verhältnis seinen langfristigen Trendwert über mehrere Jahre anhaltend

1 Der Hodrick-Prescott-Filter wird traditionell in der Konjunkturforschung eingesetzt. Sein Glättungsparameter bestimmt, wie lang der Zyklus ist und wie glatt der Trend verläuft: je größer der Parameter, desto glatter der Trend. Vgl.: Basel Committee on Banking Supervision, Guidance for National Authorities Operating the Countercyclical Capital Buffer, Dezember 2010. Hier wird ein relativ hoher Wert von 400 000 vorgeschlagen. Weitere technische Details, die bei der Umsetzung des Hodrick-Prescott-Filters beachtet werden müssen, sind die Länge der Zeitreihe und die Revision der Ergebnisse am aktuellen Rand; vgl. hierzu: R. M. Edge und R. R. Meisenzahl, The Unreliability of the Credit-to-GDP Ratio Gaps in Real Time: Implications for Countercyclical Capital Buffers, International Journal of Central Banking, Vol 7, No 4, S. 261–298.

2 Gemäß CRD IV kann die Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer nur in 0,25%-Schritten (oder einem Vielfachen davon) geändert werden. Zur Vereinfachung wird hier eine stetige lineare Funktion verwendet.

3 Das entspricht der Grenze für unbedingte Reziprozität. Der Kapitalpuffer kann aber nach nationalem Ermessen auch höher als 2,5% gesetzt werden.

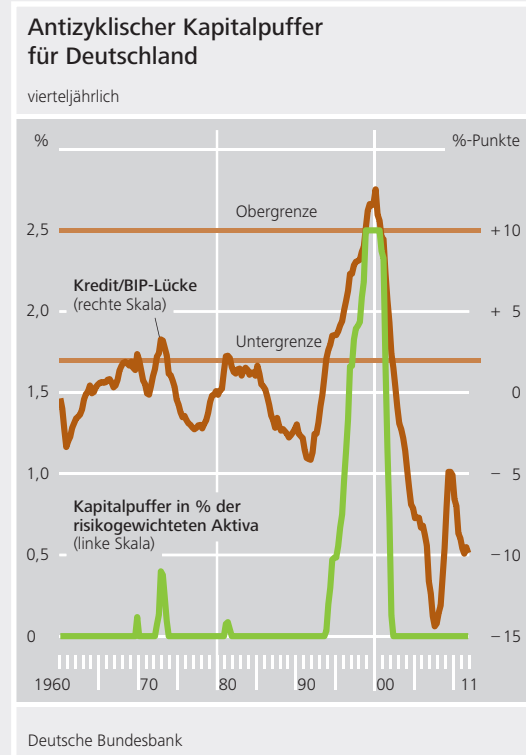
4 Die ersten 80 Quartale gingen direkt in die Berechnung des Trends ein. Danach kam, wie bei einer Echtzeit-Berechnung, jeweils eine weitere Beobachtung hinzu.

erheblich übersteigt. In dieser Zeit hätte nach der Baseler Methodik ein Kapitalpuffer für Kredite in Deutschland vorgehalten werden müssen. Dies erscheint angesichts des Anstiegs der Wertberichtigungen im deutschen Bankensektor in den Folgejahren angemessen. Die aktuelle Finanzkrise wird durch die auf inländischer Kreditvergabe basierte Kredit/BIP-Lücke nicht angezeigt, weil diese ihren Ursprung im Ausland hatte. Gleichwohl wären die international tätigen deutschen Banken der Krise nicht ohne einen antizyklischen Kapitalpuffer begegnet, weil sie einen Puffer für ihre Kreditvergabe in andere Länder hätten vorgehalten müssen.⁵⁾

Insgesamt zeigt die Kredit/BIP-Lücke für Deutschland gute Ergebnisse und schneidet nach weiteren Analysen besser ab als Indikatoren, die allein auf dem Kreditwachstum⁶⁾ basieren. Die erfreulicherweise geringe Anzahl von Bankenkrisen in Deutschland bedeutet jedoch statistisch, dass die empirische Evidenz nicht ausreicht, um die Güte dieses Indikators abschließend zu beurteilen. Deswegen müssen weitere Hilfsvariablen beobachtet werden, die Aufschluss über eine exzessive Kreditvergabe geben können. Dazu zählen insbesondere Kreditmargen sowie Daten zu Kreditstandards und der Risikobereitschaft im Finanzsektor.

Ein antizyklischer Kapitalpuffer kann nicht einfach regelgebunden eingesetzt werden. Da die Kredit- und Wirtschaftszyklen nicht synchron zueinander verlaufen, kann zum Beispiel eine positive zyklische Abweichung vom Trend durch ein zurückgehendes BIP zustande kommen und somit ein falsches Signal zum Pufferaufbau im wirtschaftlichen Abschwung senden.

Andererseits könnte die Kredit/BIP-Lücke schon allein wegen der Verzögerungen in der Datenverfügbarkeit zu spät anzeigen, wann der Puffer



freizusetzen ist. An dieser Stelle können Echtzeit-Marktindikatoren, wie Aktienkurse und Preise für Kreditausfallversicherungen und Anleihen, wertvolle Informationen liefern.

Angesichts der geschilderten Erkenntnisse erscheint eine Etablierung einer rein mechanischen Regel für die Festlegung des Puffers schwierig. Vielmehr werden regelgestützte Ermessensspielräume eine wichtige Rolle im Entscheidungsprozess rund um den antizyklischen Kapitalpuffer spielen. Den formalen Regeln kommt insofern eine zusätzliche Bedeutung zu, als sie die Rechenschaftspflicht des Entscheidungsträgers beeinflussen.

⁵ Der Puffer wird als gewichteter Durchschnitt der Puffer-Quoten für Kredite in den einzelnen Ländern berechnet.

⁶ Wie z. B. von R. Repullo und J. Saurina vorgeschlagen. Vgl.: R. Repullo und J. Saurina, The Countercyclical Capital Buffer of Basel III: A Critical Assessment, CEMFI Working Paper 1102, März 2011.

Außerbörslicher Derivatemarkt⁹⁾ Schaubild 7.1

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quelle: BIZ und eigene Berechnungen. * Berechnung anhand der Nominalwerte außerbörslich vereinbarter derivativer Kontrakte der Berichtsbanken weltweit.

Deutsche Bundesbank

teilnehmer sogar entlasten, wenn makroprudenzielle Eingriffe dadurch insgesamt zielgenauer werden. Dabei besteht eine große Herausforderung, neben der Entwicklung neuer Instrumente, nicht zuletzt

Eine große Herausforderung besteht in der korrekten Kalibrierung und Dosierung der makroprudenziellen Instrumente.

erfolgen. Europäische und internationale Gremien wie der ESRB und der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System: CGFS) beschäftigen sich gegenwärtig mit diesen Fragestellungen.

Regulierung des außerbörslichen Derivatemarkts entfaltet Wirkung später als geplant

Ein Bereich des Finanzsystems, der für die Finanzstabilität eine zentrale Rolle spielt, ist der globale außerbörsliche Derivatemarkt (siehe Schaubild 7.1).

Im Zuge der Finanzkrise rückte dieser Markt in den Fokus von Regulierung und Aufsicht. Zwischen den Jahren 2002 und 2008 wuchs der OTC-Derivatemarkt um rund 330% und entsprach 2008 mit 592 Billionen US-\$⁸⁾ in etwa dem Zehnfachen des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP)⁹⁾.

Risiken wurden ausgeblendet

Ursprünglich gingen die Regulierungsbehörden davon aus, dass auf diesem Markt nur professionelle und daher risikobewusste Akteure aktiv sind. Erwartet wurde, dass die gehandelten Derivate wie Futures, Optionen und Swaps zur Absicherung von finanziellen Risiken aus Zins-, Aktien-, Devisen-, Kredit- und Rohstoffgeschäften genutzt werden.

Dennoch hatten Zentralbanken bereits im Jahr 1998¹⁰⁾ sowie erneut im Jahr 2007¹¹⁾ Verbesserungen in der Abwicklung der OTC-Derivate angefordert, da die Risikomanagementsysteme der Marktteilnehmer nicht adäquat erschienen und sie selbst keinen genauen Überblick über die Gesamtheit ihrer Positionen hatten. Hinzu kam, dass manche Marktteilnehmer Derivate nutzten, um zusätzliche, nicht durch ihr Primärgeschäft induzierte Risiken bewusst einzugehen und der Derivatehandel bei einigen Häusern einen großen Beitrag zum Gewinn beisteuerte. Das Risiko des Ausfalls eines großen Marktteilnehmers, durch den die derivativen Absicherungsgeschäfte für seine Kontrahenten wertlos wurden, realisierte sich auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2008 mit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers. Auch die staatliche Rettung des US-Versicherungskonzerns AIG machte die Dringlichkeit einer globalen Regulierung zur Vermeidung einer erneuten Risikokonzentration deutlich.

8 Vgl.: Bank for International Settlements (2009).

9 Quelle: IWF; berechnet zu aktuellen Wechselkursen.

10 Vgl.: Committee on Payment and Settlement Systems (1998).

11 Vgl.: Committee on Payment and Settlement Systems (2007).

Regulierung nimmt Form an

Nach fast zwei Jahren Beratung trat am 16. August 2012 für die Finanzmärkte der EU die Verordnung zur Regulierung der Derivatemärkte (EMIR) in Kraft. In einem zweiten Schritt wurden bis Ende September 2012 die dazugehörigen technischen Standards erarbeitet,¹²⁾ die von der EU-Kommission noch verabschiedet werden müssen. Die Regulierung soll dazu beitragen, dass sowohl das individuelle Kontrahentenrisiko als auch das systemische Risiko des OTC-Marktes – also die Gefahr, dass der Ausfall eines Marktteilnehmers den Ausfall weiterer Akteure nach sich zieht – begrenzt und für die Aufsicht transparent werden. Hier greift insbesondere die neu eingeführte Verpflichtung, standardisierte Derivatekontrakte über Zentrale Gegenparteien abzuwickeln (Clearingpflicht). Zur Steigerung der Transparenz wird die in EMIR vorgesehene Meldepflicht an zentrale Transaktionsregister voraussichtlich im Sommer 2013 wirksam.

Zudem sollen durch die Verordnung über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen (CRR), wie bereits vom Baseler Ausschuss im Juli 2012 veröffentlicht,¹³⁾ die Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung von OTC-Derivatetransaktionen erhöht werden. Positionen, die über eine Zentrale Gegenpartei abgewickelt werden, sollen zukünftig moderat mit in der Regel 2 % Eigenkapital unterlegt werden. Deutlich höher sind die Kapitalanforderungen an weiterhin bilateral abgewickelte OTC-Derivatetransaktionen. Für diese gelten zudem strenge Anforderungen an die Nachhandlungspflichten und das Risikomanagement, damit keinerlei Anreize zur Umgehung der Clearingpflicht bestehen. Da auf internationaler Ebene bis Ende des Jahres an den einheitlichen Standards für die Besicherung und das Risikomanagement von weiterhin bilateral abgewickelten OTC-Derivatetransaktionen gearbeitet wird, stehen die konkreten Vorschriften in der EU noch aus.

Zeitliche Verzögerungen und Ausnahmen verhindern vollständige Zielerreichung

Die Unklarheit über die genaue Ausgestaltung der Vorschriften führte dazu, dass Marktteilnehmer Zentrale Gegenparteien bislang nur zögerlich freiwillig nutzten. So wurden Schätzungen für den globalen Markt zufolge zum August 2012 erst rund 40 % aller OTC-Zinsderivate und nur rund 10 % aller Kreditausfallversicherungen über Zentrale Gegenparteien abgewickelt.¹⁴⁾ Hinzu kommt, dass die mittlerweile verabschiedeten Regelungen durch einige zeitlich befristete Ausnahmen, zum Beispiel für Pensionsfonds, relativiert werden und daher teilweise erst zu einem späteren Zeitpunkt ihre volle Durchschlagskraft gewinnen.

Das Ziel der Regulierung, den OTC-Derivatemarkt zu reglementieren und dadurch einzudämmen, kann trotz Zeitverzögerung erreicht werden.

In den Krisenjahren 2008 und 2009 hat sich das Wachstum auf dem OTC-Derivatemarkt auch ohne die neuen Regelungen verlangsamt. Neben der Krise dürften hierzu technische Neuerungen wie das sogenannte Kompressionsverfahren beigetragen haben.¹⁵⁾ Seit dem Jahr 2010 wächst der OTC-Derivatemarkt jedoch wieder schneller als das weltweite BIP, eine aus Finanzstabilitätsperspektive bedenkliche Entwicklung, der die neue Regulierung entgegenwirken soll.

Die Unklarheit über die genaue Ausgestaltung der Vorschriften führt dazu, dass die Marktteilnehmer Zentrale Gegenparteien bislang nur zögerlich nutzen.

¹² Vgl.: European Securities and Markets Authority (2012).

¹³ Vgl.: Basel Committee on Banking Supervision (2012), S. 3.

¹⁴ Vgl.: Financial Stability Board (2012).

¹⁵ Bei diesem Verfahren werden ausstehende Brutto-Nominalwerte unter Beibehaltung des gleichen Risikoprofils reduziert. Dazu werden regelmäßig gegenläufige Forderungen der Marktteilnehmer aus Derivaten bestimmt, fällig gestellt und durch eine geringere Anzahl von Transaktionen ersetzt. So können Risiken, Kosten und Ineffizienzen reduziert werden, die mit der Beibehaltung unnötiger Transaktionen in den Büchern der Kontrahenten verbunden wären.

Durch die Verpflichtung zur Nutzung zentraler Gegenparteien für standardisierte Derivategeschäfte sowie die Besicherungs- und Eigenkapitalanforderungen an weiterhin bilateral abgewickelte Verträge steigen die Kosten für die Nutzung derivativer Instrumente spürbar. Ein Rückgang der Nutzung dieser Produkte ist daher insbesondere kurz- bis mittelfristig sehr wahrscheinlich,¹⁶⁾ während die langfristigen Auswirkungen schwer abzuschätzen sind. Dies hängt unter anderem von der finalen Ausgestaltung der technischen Standards, den Übergangsfristen bis zur tatsächlichen Anwendung, dem Umfang der in die Clearingpflicht einbezogenen Derivateklassen sowie dem Auslaufen der Ausnahmeregelungen ab.

Transparenz steigt

In jedem Fall können sich OTC-Derivatennutzer, Aufsicht und Öffentlichkeit in Zukunft umfassender über mögliche Risikoquellen informieren. Diese zunehmende Transparenz wird ermöglicht durch die verpflichtende Meldung aller Derivategeschäfte an Transaktionsregister. Jedoch wird auch hier das G20-Ziel, ein Gesamtbild über den OTC-Derivatemarkt zu erhalten, auf absehbare Zeit noch nicht erreicht werden.

Neben Verzögerungen aufgrund noch ausstehender regulatorischer Ausführungsbestimmungen und Übergangsfristen wird es vor allem aufgrund der Vielzahl der entstehenden Transaktionsregister eine Fragmentierung der Informationen geben.¹⁷⁾ Zudem gibt es bislang für Behörden, die mit einem Mandat zur Gewährleistung der Finanzstabilität ausgestattet sind, noch keine abschließenden Leitlinien für den gewünschten und zur Aufgabenerfüllung benötigten Datenzugriff. Der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems: CPSS) und die Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions: IOSCO) untersuchen im Auftrag des

Finanzstabilitätsrats (Financial Stability Board: FSB) die Frage des aufsichtlichen Zugangs zu Daten aus Transaktionsregistern. Als Ergebnis dieser Arbeit sollen Leitlinien den Zugang von mikro- und makroprudenzieller Aufsicht zu den benötigten Daten aus Transaktionsregistern erleichtern. Dieser Zugang wird entscheidend sein, um möglichst zeitnah die Lage des OTC-Derivatemarkts umfassend in der Finanzstabilitätsanalyse berücksichtigen zu können.

Umsetzung international forcieren

Ein weiteres Ziel der EU-Regulierung ist die Verlagerung des Handels von dafür geeigneten Derivaten auf transparente Handelsplattformen. Hierfür ist es insbesondere notwendig, Derivategeschäfte zu standardisieren. Marktteilnehmer gehen davon aus, dass der Anteil börsengehandelter Derivate am insgesamt gehandelten Derivatevolumen bis zum Jahr 2015 bei bis zu 30 % liegen wird.¹⁸⁾ Die Nutzung von Zentralen Gegenparteien für bilateral angebotene Derivategeschäfte wird nach Einschätzung von Marktteilnehmern deutlich zunehmen. Vieles wird davon abhängen, inwieweit die bisher mit sehr unterschiedlichen Geschwindigkeiten vorangetriebene Umsetzung der Finanzmarktreform in nationale Regelungen harmonisiert und in allen Jurisdiktionen verfolgt wird. Am OTC-Derivatemarkt ist es für die Marktteilnehmer besonders leicht, Geschäfte in weniger regulierte Jurisdiktionen zu verlagern. Hierdurch wird jedoch der Regulierungserfolg konterkariert und eventuell sogar die Entstehung neuer Risikokonzentrationen gefördert.

Angesichts des weiterhin hohen Volumens und der starken Vernetzung des OTC-Derivatemarkts ist es von großer Bedeutung für die Finanzstabilität, den

¹⁶ Vgl.: Goethe-Universität Frankfurt/PricewaterhouseCoopers (2012).

¹⁷ Vgl.: Financial Stability Board (2012).

¹⁸ Vgl.: Goethe-Universität Frankfurt/PricewaterhouseCoopers (2012).

Regulierungsprozess weiter voranzutreiben und auch Jurisdiktionen, die bisher wenig Bereitschaft zeigen, auf eine Regulierung des OTC-Derivate-markts zu verpflichten, um Regulierungsarbitrage zu vermeiden.

Auf Konsistenz der Regulierung kommt es an

In Bezug auf die grundlegende Neugestaltung des Regelwerks des internationalen Finanzsystems („Re-Regulierung“) gilt es, eine systemische Sichtweise einzunehmen. Eine Herausforderung ist dabei, dass die Regulierung des Finanzsystems bislang sektorspezifisch angelegt ist. Dies lässt sich an der weitgehend unabhängig voneinander stattfindenden Entwicklung von Regulierungsstandards und -grundsätzen im Banken-, Versicherungs- und Wertpapiersektor erkennen. Bei jeder sektoralen Regulierungsreform müssen die Regulierungsbehörden implizite Annahmen über das Verhalten der anderen Sektoren treffen, wodurch leicht eine zu statische Betrachtung entsteht. In der Realität herrschen dagegen dynamische Wechselwirkungen vor. Gleichzeitig sind die

Die Grenzen zwischen den verschiedenen Sektoren des Finanzsystems sind in den vergangenen Jahren zunehmend verschwommen.

Grenzen zwischen den verschiedenen Sektoren des Finanzsystems in den vergangenen Jahren zunehmend verschwommen, was eine sektorspezifische Sichtweise immer mehr limitiert.¹⁹⁾

Systemische Perspektive der Regulierung notwendig

Auf europäischer Ebene wird aktuell an einer Vielzahl von Gesetzesvorschlägen gearbeitet, die sich

in sehr unterschiedlichen Stadien der Entwicklung befinden. Zu den wichtigsten Regulierungsvorhaben auf EU-Ebene zählen in diesem Zusammenhang die Umsetzung der Eigenkapitalvorschriften nach Basel III in europäisches Recht (CRD IV/CRR) und das neue Solvenzregime für den europäischen Versicherungssektor (Omnibus II/Solvency II). Beide Vorhaben befinden sich in den Trilog-Verhandlungen zwischen dem Europäischen Parlament, dem Rat der EU und der EU-Kommission. Im Stadium eines Gesetzgebungsvorschlags der EU-Kommission befinden sich die Richtlinie zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen (Recovery and Resolution Directive: RRD) sowie die Richtlinie über Einlagensicherungssysteme. Weiterhin von Relevanz sind die neuen Standards für global systemrelevante Banken, die im November 2011 durch den Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht verabschiedet worden sind,²⁰⁾ und die Verordnung zur Regulierung der Derivatmärkte (EMIR).

Anreize für Regulierungsarbitrage vermeiden

Eines der wichtigsten Argumente für eine systemische Sichtweise auf unterschiedliche, aber mittelbar oder unmittelbar dieselben Regulierungsobjekte betreffenden Regulierungsinitiativen ist die Vermeidung von Regulierungsarbitrage. Dies gilt nicht nur für die internationale Dimension,²¹⁾ sondern auch für die Verlagerung von Geschäften und Risiken zwischen den Sektoren des Finanzsystems, in erster Linie dem Banken-, Versicherungs- und Schattenbankensektor.²²⁾ Zum Beispiel können die Neu-

¹⁹ Vgl. auch: The Joint Forum (2010), S. 11.

²⁰ Die Anforderungen an die zusätzliche Verlustabsorptionsfähigkeit für SIFIs sollen ab 1. Januar 2016 bis Ende 2018 schrittweise eingeführt werden und am 1. Januar 2019 vollständig in Kraft treten.

²¹ D.h. die systematische Verlagerung von Geschäftsbereichen oder Transaktionen in weniger streng regulierte Jurisdiktionen.

²² Siehe hierzu auch die Ausführungen des Kapitels „Schattenbankensystem: in Deutschland klein, aber global vernetzt“ auf S. 67 ff. Vgl. auch: I. Ötke-Robe und C. Pazarbaşıoğlu (2010), S. 26 sowie International Monetary Fund (2012), S. 11.

regelungen im Banken- und Versicherungssektor zu einer Migration von Risiken zwischen diesen beiden Sektoren führen. So gibt es erste Hinweise darauf, dass die unterschiedliche regulatorische Behandlung gleicher Risiken zu einer verstärkten Realkreditvergabe durch Versicherer führen kann.²³⁾

Wie stark sich die Regulierung in einem Teilbereich auf andere Bereiche des Finanzsystems und schließlich auf das Gesamtsystem auswirken kann, zeigte sich bereits im Vorfeld der Finanzkrise. So trug das Ausweichen von Geschäften und Transaktionen aus dem regulierten Bankensektor in das wenig regulierte Schattenbankensystem zur Erhöhung des Systemrisikos bei.

Ausweichbewegungen sind aus makroprudenzieller Sicht allerdings nicht grundsätzlich negativ zu bewerten. Es kann vorteilhaft sein, wenn besonders risikoreiche Geschäfte von Banken zu Akteuren abwandern, die Ausfälle besser verkraften und nicht als Too big to fail gelten. So können zum Beispiel Hedgefonds für bestimmte Geschäfte besser geeignet sein, wenn sie auf das Management zugehöriger Risikoarten spezialisiert sind.

Kumulierte Auswirkungen von Regulierung bergen Gefahren für die Finanzstabilität

Neben den Gefahren der Regulierungsarbitrage sind kumulative Wirkungen der Reformen zu beachten. Ein Beispiel ist die Summe der beschlossenen Kapitalzuschläge, die insbesondere global systemrelevante Banken über die neuen, höheren Eigenkapitalanforderungen im Rahmen von Basel III hinaus erfüllen müssen.²⁴⁾ Dazu kommen zusätzliche Kosten für die Finanzierung von Restrukturierungs- und Einlagensicherungsfonds. So müssen Kreditinstitute in Deutschland bereits seit dem Jahr 2011 durch eine Bankenabgabe Beiträge zum deutschen Restrukturierungsfonds leisten. Zusätzlich könnten sich die Beiträge der Kreditinstitute zu den Einlagen-

sicherungssystemen nach einer Auswirkungsstudie der EU-Kommission im Zuge der geplanten Reform deutlich erhöhen.²⁵⁾ Diese kumulierten Belastungen der Kreditinstitute sind durch das explizite Ziel begründet, durch die höhere Eigenkapitalausstattung sowie ausreichend vorfinanzierte Restrukturierungs- und Einlagensicherungsfonds die Gefahr staatlicher Bail-outs zu verringern. So sollen die damit verbundenen impliziten Subventionen und die Verzerrung der Kapitalallokation reduziert und langfristig ganz abgeschafft werden. Ein weiteres Beispiel für die Problematik kumulierter Wirkungen gleichgerichteter Regulierungsinitiativen sind die geplanten Neuregelungen in der CRD IV/CRR, der Krisenmanagementrichtlinie RRD und in Solvency II und ihre Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen von Banken.

Die hier aufgezählten Reformen zielen darauf ab, implizite Staatsgarantien zu verringern. Somit dürften die Finanzierungskosten künftig stärker die tatsächlichen Risiken einer Bank widerspiegeln. Dies dient der Marktdisziplin und ist somit ordnungs-

Die Finanzierungskosten dürften künftig stärker die tatsächlichen Risiken einer Bank widerspiegeln.

politisch erwünscht und aus makroprudenzieller Sicht zur Verringerung systemischer Risiken und der Sicherstellung eines konsistenten Anreizsystems notwendig. Andererseits dürften die verschiedenen Reformvorhaben die künftigen Gewinnmöglichkeiten der Banken verringern und die Finanzierungsbedingungen für Kreditnehmer verschärfen. Zwar sind günstige Kreditkonditionen kein Wert an sich, jedoch müssen die Auswirkungen der verschiedenen Regulierungsinitiativen beachtet werden. Gegebenenfalls müssen Neuregelungen in Verbindung

²³ Siehe hierzu auch Abschnitt „Anzeichen für eine Neuausrichtung der Kapitalanlagestrategie der Versicherer“ auf S. 46 ff.

²⁴ Kapitalerhaltungspuffer (bis 2,5%), antizyklischer Kapitalpuffer (in der Regel bis 2,5%), SIFI-Puffer (bis 3,5%).

²⁵ Vgl.: European Commission (2009).

mit angemessenen Übergangsfristen eingeführt werden.

Ein weiteres Spannungsfeld ist die Reservierung von Vermögenswerten (Asset Encumbrance). Diese wird einerseits durch die aus Sicht der einzelwirtschaftlichen Risikokontrolle wünschenswerte Tendenz zum Abschluss besicherter Geschäfte, andererseits aber auch durch Neuregelungen wie die LCR, die CRR, die RRD und EMIR getrieben. Im Insolvenzfall könnten dadurch auf Einlagensicherungssysteme höhere Belastungen zukommen, da unter Umständen weniger Vermögen vorhanden ist, um die Einlagen zurückzuzahlen. Gleichzeitig erschweren diese Entwicklungen die Möglichkeit, Gläubiger an der Rettung angeschlagener Banken zu beteiligen (Bail-in). Das kann nur gelingen, wenn ausreichend unbesichertes Fremdkapital vorhanden ist, das sich in Eigenkapital umwandeln lässt.²⁶⁾

Wechselwirkungen beeinträchtigen die Wirksamkeit von Regulierungen

Neben Regulierungsarbitrage und kumulierten Wirkungen müssen auch mögliche Wechselwirkungen zwischen Regulierungsinitiativen beachtet werden. Teilweise laufen die verschiedenen Vorhaben Gefahr, gegenläufige Effekte zu verursachen oder widersprüchliche Anreize zu setzen. Diese fehlende

Fehlende Konsistenz kann die angestrebten Wirkungen der Neuregelungen verringern.

Konsistenz kann dazu führen, dass die angestrebten Wirkungen der Neuregelungen verringert werden oder ganz ausbleiben.

Ein Beispiel könnte das Zusammenspiel von CRDIV/CRR und SolvencyII sein. Während die Regelungen der CRDIV/CRR bezwecken, die Bankenfinanzierung auf eine stabilere, langfristige Basis zu stellen (vor allem mittels der Liquiditätsvorschrift NSFR), behandelt SolvencyII unter bestimmten Voraussetzungen Bankanleihen

mit kurzen Laufzeiten bevorzugt. Zumindest bei Nutzung der in der Regulierung vorgegebenen Standardformel²⁷⁾ steigen die Eigenmittelanforderungen bei größerer Duration der von Versicherungsunternehmen gehaltenen Bankschuldverschreibungen relativ stark an. Da Versicherer zu den bedeutendsten Investoren in Bankanleihen zählen, könnte eine signifikante Verschiebung der Vermögensallokation im Versicherungssektor zulasten von Bankschuldverschreibungen den Bankensektor treffen und zu einer Erhöhung der Finanzierungskosten der Banken führen. Aufgrund der derzeit noch fehlenden endgültigen Kalibrierungen und empirischer Evidenz kann indes noch kein endgültiges Urteil über die Effekte der zeitgleichen Implementierung zweier so bedeutender Regulierungsinitiativen wie CRDIV/CRR und SolvencyII gefällt werden.

Ähnliches gilt für die Krisenmanagementrichtlinie RRD und die geplanten Vorgaben zur LCR in der CRDIV/CRR. Hier sieht der Entwurf zur RRD die Ausnahme kurzfristiger Verbindlichkeiten vom Bail-in vor und setzt damit Anreize für eine kurzfristige Finanzierung, die dem Ziel der LCR (und auch der NSFR) diametral entgegenstehen. Teilweise entstehen sogar Widersprüche innerhalb einzelner Regulierungsvorhaben. So steht zu befürchten, dass die Kapital- und Liquiditätsregulierung von Staatsanleihen gegenläufige Anreizwirkungen verursacht: Auf der einen Seite könnten die geplante Leverage Ratio als Beobachtungskennziffer und die öffentliche Diskussion der Angemessenheit des in der Standardformel vorgesehenen Risikogewichts von 0% zu einem Abbau von Staatsanleihen im Portfolio der sich daran orientierenden Banken führen. Andererseits dürfte die Anerkennung von Staatsanleihen als „High Quality Liquid Assets“ im Rahmen der LCR Anreize bieten, Staatsanleihen zu halten oder Bestände aufzubauen. Wechselwirkungen können weiterhin zwischen den Richtlinien zum Krisenmanagement und

²⁶ Vgl.: J. Zhou et al. (2012), S. 21 f.

²⁷ Versicherern steht es frei, alternativ zur Standardformel von der Aufsicht zertifizierte interne Modelle zu nutzen.

zur Reform der Einlagensicherung auftreten, wo über eine Einbeziehung von ungesicherten Einlagen oder der Einlagensicherungsfonds in die Restrukturierung eines Kreditinstituts diskutiert wird.

Risiken unerwünschter Nebeneffekte nehmen zu

Beachtet werden müssen weiterhin auch unerwünschte Nebeneffekte von Regulierungsreformen. Angesichts der Vielzahl entsprechender Großprojekte auf europäischer Ebene und der damit einhergehenden zunehmenden Komplexität ist dieser Aspekt aktuell von besonderer Relevanz.²⁸⁾ Ein anschauliches Beispiel stellt die Problematik von Homogenität und Heterogenität im Finanzsystem dar. So können systemische Risiken durch eine verringerte Diversität im System infolge von gleichgerichteten Regulierungsmaßnahmen entstehen. Dazu zählen korrelierte Risikopositionen, beispielsweise durch die Bevorzugung bestimmter, hochqualitativer Staatsanleihen. Solvency II und Basel III erhöhen zum Beispiel für sich genommen die Anreize zu Investitionen in Staats-

Systemische Risiken können durch eine verringerte Diversität infolge von gleichgerichteten Regulierungsmaßnahmen entstehen.

anleihen und gedeckte Schuldverschreibungen. Dadurch kann es zu einem Angleichen der Portfolios von Banken und Versicherern kommen, was die Verknüpfung der Sektoren erhöhen und beide Gruppen für ähnliche Risiken anfällig machen würde. Weitere systemische Risiken könnten durch eine potenzielle Verstärkung der Prozyklizität entstehen, falls sich die Ausgestaltung der antizyklischen Maßnahmen in CRD IV und Solvency II (gleichzeitig) als fehlerhaft erweisen sollte.²⁹⁾ Liegen diesen makroprudenziellen Mechanismen mangelhafte Annahmen, Modelle oder Indikatoren zugrunde, können die ursprünglich antizyklisch angelegten Maßnahmen in Addition die Prozyklizität im Finanzsystem sogar verstärken.

Wissenslücken schließen

Diese Beispiele zeigen, dass möglicherweise eine fehlende Gesamtsicht bei verschiedenen regulatorischen Vorhaben besteht. Das impliziert einen Bedarf an Auswirkungsstudien, die dieser Gesamtsicht Rechnung tragen. Dies ist eine große Herausforderung, auch angesichts bislang fehlender Leitung durch akademische Arbeiten.³⁰⁾

Makroprudenzielle Strukturpolitik: Too big to fail nicht gelöst

Neben der Problematik der Konsistenz der verschiedenen Regulierungsinitiativen stellen sich auch Fragen nach einer möglicherweise stabileren Struktur des Finanz- und insbesondere des Bankensystems. Trotz erster Fortschritte auf diesem Gebiet ist das Too-big-to-fail-Problem noch nicht gelöst. Es besteht weiterhin die Gefahr, dass der Zusammenbruch besonders großer, komplexer, vernetzter, global tätiger oder in der Art ihrer Geschäftstätigkeit schwer ersetzbarer Institute das gesamte Finanzsystem in Mitleidenschaft zieht. Daher hat eine Debatte eingesetzt, ob über die laufenden regulatorischen Reformen hinaus auch auf strukturpolitische Maßnahmen zurückgegriffen werden sollte. Im Zentrum steht dabei die Diskussion um die Einführung eines Trennbankensystems, also die Trennung des Einlagen- und Kreditgeschäfts vom Eigenhandel beziehungsweise Investmentbanking.

²⁸ Vgl.: A. G. Haldane (2012), S. 11.

²⁹ CRD IV: Kapitalerhaltungspolster und antizyklischer Puffer; Solvency II: Antizyklische Prämie, Matching Adjustment und Equity Dampener.

³⁰ Vgl. z. B.: A. Al-Darwish et al. (2011), S. 53, die einen allgemein anerkannten Katalog unerwünschter Nebeneffekte von Regulierung anführen.

Trennbankensystem kann zu mehr Finanzstabilität beitragen

Das wichtigste Argument für die Einführung eines Trennbankensystems ist die Vermeidung von Ansteckungseffekten. Durch die Abtrennung des Einlagen- und Kreditgeschäfts vom Kapitalmarktgeschäft soll das Übergreifen einer Krise in einem der beiden Geschäftsbereiche auf den jeweils anderen verhindert werden. Banken sollen sich auf das klassische Einlagen- und Kreditgeschäft mit Privatkunden und Unternehmen konzentrieren und dabei die Versorgung der Realwirtschaft mit Krediten sicherstellen. Institute, die riskante Geschäfte ohne Bezug zur Realwirtschaft durchführen, sollen hingegen von den Einlagensicherungssystemen ausgeschlossen und im Falle einer Schieflage nicht mehr zulasten der Steuerzahler durch den Staat aufgefangen werden.

Durch die Abtrennung der Geschäftsbereiche könnte folglich ein verbesserter Einlagenschutz erreicht werden, da Einleger vor den im Investmentbanking immanenten Risiken bewahrt blieben. Dies ist wünschenswert, nicht zuletzt da die Heranziehung der Einlagensicherung im Extremfall direkte fiskalische Konsequenzen haben kann. Gleichzeitig würde der aus dem Zugang zu geschützten Einlagen resultierenden Moral-Hazard-Problematik entgegengewirkt. Für Banken bestünde nicht länger die Möglichkeit, Risiken, die sie im Rahmen des Investmentbanking eingehen, auf die Einlagensicherungssysteme abzuwälzen. Die Finanzierung risikoreicher Geschäfte aus gesicherten Einlagen würde erschwert.

Vernetzung im Finanzsektor bleibt jedoch bestehen

Zu beachten ist aber, dass die Vernetzung innerhalb des Finanzsektors und die daraus resultierende Systemrelevanz einzelner Institute durch die Einführung eines Trennbankensystems nicht vollstän-

dig aufgelöst werden kann. Selbst bei einer sauberen organisatorischen Trennung bleiben ökonomische Verknüpfungen bestehen, beispielsweise über direkte Geschäftsbeziehungen der Banken untereinander sowie indirekt über Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssysteme oder die jeweiligen Anlagen in Vermögenswerte.

Zudem bestehen Probleme bei der praktischen Umsetzung, denn die Grenzen zwischen Kundengeschäften, Hedgingtransaktionen, Market Making und klassischem Eigenhandel sind fließend. Direkt mit dem Abgrenzungsproblem verbunden ist die Gefahr der Verlagerung von Geschäften und Risiken in weniger regulierte und überwachte Bereiche, beispielsweise eine Verlagerung von Eigenhandelsaktivitäten zu Hedgefonds.

Schließlich ist zu bedenken, dass ein reines Trennbankensystem zu volkswirtschaftlichen Effizienzverlusten führen könnte, denn für das Universalbankenprinzip typische Synergiepotenziale und Diversifikationsmöglichkeiten³¹⁾ blieben ungenutzt – wobei das Ausmaß dieser Effekte nur schwer abzuschätzen ist.

Reformvorhaben in den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich

Bei der Diskussion um ein Trennbankensystem ist auf historisch gewachsene Strukturen und Finanzierungsgewohnheiten nationaler Finanzsysteme zu achten. So greifen die vorliegenden Reformvorschläge auch unterschiedliche Aspekte auf. Die

Die Vernetzung innerhalb des Finanzsektors kann durch die Einführung eines Trennbankensystems nicht vollständig aufgelöst werden.

³¹ Zu Aspekten der Einkommensdiversifizierung deutscher Banken vgl. z. B.: R. Busch und T. Kick (2009).

Vereinigten Staaten zielen mit der Volcker Rule im Rahmen des Dodd-Frank Acts darauf ab, den Eigenhandel von Banken zu verbieten und bestimmte Anlageformen beispielsweise in Hedge- und Private-Equity-Fonds stark einzuschränken. Im Vereinigten Königreich ist, Empfehlungen der unabhängigen Vickers-Kommission folgend, hingegen geplant, Einlagen- und Dispositions kreditgeschäfte britischer Banken rechtlich, organisatorisch und operationell von anderen Aktivitäten, insbesondere vom Kapitalmarktgeschäft, abzuschirmen (Ringfencing). Die Trennung soll dabei allerdings nicht vollständig, sondern durch Gründung von Tochterunternehmen erfolgen.³²⁾

Die Volcker- und Vickers-Überlegungen stehen in engem Zusammenhang mit der kapitalmarktorientierten Ausrichtung angelsächsischer Finanzsysteme. Hingegen sind Unternehmen in Kontinentaleuropa und insbesondere in Deutschland vor allem über Bankkredite finanziert und fragen Dienstleistungen „aus einer Hand“ nach. Daraus resultiert zumeist ein enges und langfristiges Verhältnis zwischen Banken und ihren Kunden (Hausbankprinzip). Die daraus entstehenden Vorteile in der Informationsproduktion können vor allem von Universalbanken genutzt werden.³³⁾

Vorschläge der Liikanen-Gruppe

Diesem Umstand trägt die Expertengruppe zur Reform der EU-Bankenstruktur unter Vorsitz des finnischen Notenbankpräsidenten Erkki Liikanen Rechnung.³⁴⁾ Sie spricht sich in ihrem im Oktober 2012 vorgelegten Bericht dafür aus, Eigenhandel und andere hochriskante Handelsaktivitäten (vor allem alle Aktiva und Derivategeschäfte aus dem Market Making sowie Ausleihungen an Hedgefonds) vom Einlagengeschäft abzutrennen, sobald gewisse Schwellenwerte überschritten werden. Eigenhandel und Handelsaktivitäten sollen in separate rechtliche Einheiten gegliedert werden. Diese müssten sich selbstständig finanzieren und könnten nicht mehr

auf Retaleinlagen zurückgreifen. Zwischen dem Einlageninstitut und der Handelseinheit sollen Vermögensverschiebungen nur unter den Bedingungen des Interbankenmarkts möglich sein, um Risikotransfers zu vermeiden. Die Abtrennung soll aber konzernintern unter dem Dach einer Holdinggesellschaft erfolgen können, sodass das Universalbankmodell im Kern erhalten bliebe.

Die Vorschläge der Liikanen-Gruppe im Bereich der Abtrennung von Bankgeschäften dürften weniger weitreichende Auswirkungen haben als die der Volcker Rule (völliges Verbot des Eigenhandels) oder der Vickers-Kommission (pauschales Ringfencing des Einlagengeschäfts ohne Definition von Schwellenwerten). Insbesondere die Geschäfte, die dem Einlagenkreditinstitut erlaubt werden sollen, sind deutlich weiter gefasst als etwa im Vickers-Vorschlag und umfassen unter anderem auch Hedging für Nichtbanken (z. B. Devisen- oder Zinsswapgeschäfte) oder Underwriting.

Unstrittig ist, dass zu komplexe Konzerne kaum abwickelbar sind und daher eine – implizite – Bestandsgarantie haben. Gelingt eine Vereinfachung der Konzernstrukturen, stellt dies einen Gewinn für die Finanzstabilität dar. Die organisatorische Trennung von Geschäftsbereichen und transparentere Gestaltung der Strukturen kann Anreiz- und Informationsproblemen entgegenwirken, die mit der Unternehmensgröße überproportional zunehmen. Somit würde auch die Transparenz und Steuerbarkeit der Finanzinstitute erhöht, was sowohl für die Unternehmensleitung, für Aufsichts- und Verwaltungsräte als auch für die staatliche Institutsaufsicht

Eine Vereinfachung der Konzernstrukturen würde einen Gewinn für die Finanzstabilität darstellen.

32 Vgl.: Independent Commission on Banking (2011).

33 Vgl.: C. Schenone (2004).

34 Vgl.: High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector (2012).

förderlich ist. Dies spricht für sich genommen für eine Abtrennung. Es lässt sich jedoch nicht endgültig abschätzen, wie hoch die Stabilitätsgewinne, auch im Vergleich zu möglichen Effizienzverlusten, durch eine entsprechende Trennung von Unternehmenseinheiten sein werden.

Entwicklung glaubhafter Abwicklungsregime unverzichtbar

Direkt mit der Diskussion um die Einführung eines Trennbankensystems verbunden ist die Entwicklung glaubhafter Abwicklungsregime, die einen Marktaustritt von Finanzinstituten ohne Beeinträchtigung der Systemstabilität und ohne Einsatz von Steuergeldern ermöglichen.

Diesbezüglich konnte bereits einiges erreicht werden. Ein wichtiger Schritt ist ein neuer internationaler Standard für Abwicklungsregime, der vom FSB erarbeitet und von der G20 verabschiedet wurde. Diese „Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions“ bestimmen erstmals auf globaler Ebene wesentliche Ausgestaltungsmerkmale nationaler Abwicklungsregime. Sie müssen nun auf nationaler Ebene konsistent und fristgerecht in Gesetzestexte und Vorschriften überführt werden. Beispielsweise soll jedes G20-Land künftig Behörden mit entsprechenden Funktionen für die Sanierung und Abwicklung betrauen. Darüber hinaus werden die grenzüberschreitende Kooperation nationaler Aufsichts- und Abwicklungsbehörden gestärkt und Vorgaben zur Sanierungs- und Abwicklungsplanung sowohl für Institute als auch Behörden gemacht.

Auch der im Juni dieses Jahres veröffentlichte Richtlinienentwurf der EU-Kommission zur Schaffung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen ist ein wichtiger Schritt, um eine geordnete Abwicklung bei Gewährleistung der Kontinuität kritischer Funk-

tionen zu ermöglichen. Er enthält weitgehende Eingriffsbefugnisse für die Abwicklungsbehörden und sieht die Bewertung der Abwicklungsfähigkeit aller Institute und Institutsgruppen vor. Wichtig ist, bei der Umsetzung der EU-Richtlinie auf Kompatibilität mit dem Rahmenwerk des FSB zu achten, um Inkonsistenzen und neue Probleme im Falle der Schieflage eines Instituts zu vermeiden.

■ Quellenverzeichnis

Al-Darwish, A., M. Hafeman, G. Impavido, M. Kemp und P. O'Malley (2011), Possible Unintended Consequences of Basel III and Solvency II, IMF Working Paper WP/11/87, August 2011.

Bank for International Settlements (2009): OTC Derivatives Market Activity in the Second Half of 2008, Mai 2009.

Basel Committee on Banking Supervision (2012): Capital Requirements for Bank Exposures to Central Counterparties, Juli 2012.

Busch R. und T. Kick (2009), Income Diversification in the German Banking Industry, Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Series 2: Banking and Financial Studies, No 09/2009, August 2009.

Committee on Payment and Settlement Systems (1998), Report on OTC Derivatives: Settlement Procedures and Counterparty Risk Management, Publications No 27, März 1998.

Committee on Payment and Settlement Systems (2007), New Developments in Clearing and Settlement Arrangements for OTC Derivatives, Publications No 77, März 2007.

- European Commission (2009), Joint Research Centre: Possible Models for Risk-based Contributions to DGS, Juni 2009.
- European Securities and Markets Authority (2012), Draft Technical Standards under the Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories, September 2012.
- European Systemic Risk Board (2011), Recommendations of the ESRB on the Macro-prudential Mandate of National Authorities, Dezember 2011.
- Financial Stability Board (2011), Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, November 2011.
- Financial Stability Board (2012), OTC Derivatives Market Reform, Fourth Progress Report on Implementation, Oktober 2012.
- G20 (2009), Abschlusserklärungen des G20-Gipfels in London vom 2. April 2009 und in Pittsburgh vom 24./25. September 2009.
- Goethe-Universität Frankfurt/PricewaterhouseCoopers (2012), The Future of Capital Markets, Survey on the Impact of Regulation, Mai 2012.
- Goodhart, C. und E. Perotti (2012), Preventive Macroprudential Policy, DSF Policy Paper No 20, Februar 2012.
- Haldane, A. G. (2012), The Dog and the Frisbee, Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 36th Economic Policy Symposium, "The Changing Policy Landscape", Jackson Hole, Wyoming, August 2012.
- High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector (2012), Final Report, Oktober 2012.
- Independent Commission on Banking (2011), Final Report, September 2011.
- International Monetary Fund (2012), Global Financial Stability Report, Oktober 2012.
- Larosière, J. de (2009), Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Februar 2009.
- Ötker-Robe, I. und C. Pazarbaşıoğlu (2010), Impact of Regulatory Reforms on Large and Complex Financial Institutions, IMF Staff Position Note SPN/10/16, November 2010.
- Schenone, C. (2004), The Effect of Banking Relationships on the Firm's IPO Underpricing, Journal of Finance Vol 59 (6), S. 2903 ff., Dezember 2004.
- The Joint Forum (2010), Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation, Key Issues and Recommendations, Januar 2010.
- Zhou, J., V. Rutledge, W. Bossu, M. Dobler, N. Jassaud und M. Moore (2012), From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions, IMF Staff Discussion Note SDN/12/03, April 2012.

Übersicht über Veröffentlichungen der Bundesbank zum Thema Finanzstabilität

Diese Übersicht informiert über ausgewählte Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank zum Thema Finanzstabilität aus neuerer Zeit. Die Finanzstabilitäts- und Monatsberichte stehen in deutscher und in englischer Sprache zur Verfügung, die Diskussionspapiere werden in der Regel nur in englischer Sprache veröffentlicht. Die Veröffentlichungen werden an Interessenten kostenlos abgegeben und sind über die Abteilung Kommunikation zu beziehen. Sie stehen zudem im Internet zur Verfügung. Außerdem kann gegen Kostenerstattung eine monatlich aktualisierte Datei mit circa 40 000 veröffentlichten Zeitreihen der Bundesbank auf CD-ROM oder zum Herunterladen im Bundesbank-ExtraNet über die Abteilung Statistische Informationssysteme, mathematische Methoden bezogen werden. Bestellungen werden schriftlich unter den im Impressum angegebenen Anschriften erbeten. Eine Auswahl von Zeitreihen steht auch im Internet zum Herunterladen bereit.

■ Finanzstabilitätsberichte

Finanzstabilitätsbericht November 2011
Finanzstabilitätsbericht November 2010
Finanzstabilitätsbericht November 2009
Finanzstabilitätsbericht November 2007
Finanzstabilitätsbericht November 2006
Finanzstabilitätsbericht November 2005

■ Aufsätze aus Monatsberichten

Oktober 2012	Finanzkrise und Zahlungsbilanzentwicklungen in der Europäischen Währungsunion
September 2012	Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2011 – Der Internationale Währungsfonds in einem veränderten globalen Umfeld
Juli 2012	Die neuen CPSS-IOSCO-Prinzipien für Finanzmarktinfrastrukturen
April 2012	Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken: vom institutionellen Fundament zur glaubwürdigen makroprudenziellen Überwachung
März 2012	Nationale und internationale Finanzmarktschocks und die Realwirtschaft aus empirischer Sicht
Januar 2012	Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung
Dezember 2011	Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2010

■ Diskussionspapiere

- 28/2012 Diversification and determinants of international credit portfolios: evidence from German banks
- 27/2012 Early warning indicators for the German banking system: a macroprudential analysis
- 26/2012 Determinants of the interest rate pass-through of banks – evidence from German loan products
- 25/2012 An affine multifactor model with macro factors for the German term structure: changing results during the recent crisis
- 24/2012 Identifying time variability in stock and interest rate dependence
- 22/2012 Relationship lending in the interbank market and the price of liquidity
- 19/2012 Competition for internal funds within multinational banks: foreign affiliate lending in the crisis
- 17/2012 Determinants of bank interest margins: impact of maturity transformation
- 16/2012 Credit risk connectivity in the financial industry and stabilization effects of government bailouts
- 14/2012 The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the financial crisis
- 12/2012 Trend growth expectations and U.S. house prices before and after the crisis
- 11/2012 Credit portfolio modeling and its effect on capital requirements
- 10/2012 Capital regulation, liquidity requirements and taxation in a dynamic model of banking
- 09/2012 Bank regulation and stability: an examination of the Basel market risk framework
- 06/2012 Maturity shortening and market failure
- 05/2012 Regulation, credit risk transfer with CDS, and bank lending
- 04/2012 Stress testing German banks against a global cost-of-capital shock
- 03/2012 Executive board composition and bank risk taking
- 02/2012 Assessing macro-financial linkages: a model comparison exercise