

VI. Alte und neue Risiken im Finanzsektor

Seit der Krise haben eine sich wandelnde Risikowahrnehmung, neue aufsichtsrechtliche Regelungen und anhaltend niedrige Zinssätze in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften die Praktiken und Geschäftsmodelle von Finanzinstituten geprägt. Die Banken sind immer noch mit der Anpassung an die neuen Aufsichtsregelungen befasst und bemühen sich, das Vertrauen der Marktteilnehmer zurückzugewinnen, während die institutionellen Anleger traditionelle Positionen abstoßen. Parallel dazu verändert der wachsende Einfluss von Kapitalanlagegesellschaften das Systemrisiko.

Die Banken der fortgeschrittenen Volkswirtschaften schneiden weiterhin schlechter ab als die Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Banken haben einen guten Teil ihrer Gewinne für den Aufbau ihres regulatorischen Eigenkapitals verwendet, was für die Zukunft optimistisch stimmt. Doch trotz dieser Verbesserungen bleiben die Märkte skeptisch, da die Banken in einem schwierigen, durch niedrige Zinssätze und gedämpfte Wirtschaftstätigkeit geprägten Umfeld operieren. Wenn dieses Umfeld andauert, werden die Gewinne der Banken schrumpfen und ihre Zinsänderungsrisiken weiter zunehmen, was Zweifel an ihrer Widerstandsfähigkeit aufkommen lässt. Dagegen genießen die Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor das Vertrauen der Marktteilnehmer, da wachsende finanzielle Ungleichgewichte durch dynamische Bedingungen im Inland weiterhin überdeckt werden (Kapitel III).

Die lange Phase niedriger Zinssätze stellt insbesondere die institutionellen Anleger vor große Herausforderungen. Angesichts der starken Zunahme ihrer Verbindlichkeiten und einer schwachen Entwicklung der Vermögensrenditen experimentieren die Versicherungsgesellschaften mit neuen Anlagestrategien und übertragen zunehmend Risiken auf ihre Kunden. Obwohl sich diese Maßnahmen bislang bezahlt gemacht haben, reichen sie womöglich nicht aus, um künftige Probleme aufgrund der sich abflachenden Aktienbewertungen und der Erosion der Festzinsrenditen zu bewältigen. Die Pensionsfonds sehen sich mit ähnlichen Schwierigkeiten konfrontiert. Sie verzeichnen hohe und sich ausweitende Defizite, die die Realwirtschaft beeinträchtigen könnten.

Die marktbasierende Intermediation hat die von den unter Druck stehenden Banken hinterlassene Lücke geschlossen. Insbesondere die Kapitalanlagebranche ist rasant gewachsen. Die Wirtschaftstätigkeit wird dadurch zwar unterstützt, aber es entstehen auch neue Risiken. Selbst wenn Kapitalanlagegesellschaften einen geringen Fremdfinanzierungsgrad aufweisen, können ihre Anlagemandate dazu führen, dass sie wie mit Fremdmitteln operierende Investoren agieren und dadurch finanzielle Spannungen verstärken und für ihre Ausbreitung sorgen. In den letzten Jahren sind Kapitalanlagegesellschaften den Bedürfnissen renditehungriger Investoren nachgekommen, indem sie Anlagegelder in die aufstrebenden Volkswirtschaften geleitet haben. Dies hat die dortigen Finanzbooms angeheizt und möglicherweise bestehende Schwachstellen verstärkt. Ganz allgemein hat der potenzielle Einfluss von Kapitalanlagegesellschaften auf die Finanzstabilität dazu geführt, dass diese Akteure inzwischen ins Blickfeld der Regulierungsinstanzen gerückt sind.

In diesem Kapitel werden zunächst die jüngste Ertragsentwicklung und die in letzter Zeit erzielten Fortschritte der Banken im Hinblick auf die Stärkung ihrer

Widerstandsfähigkeit unter die Lupe genommen, bevor die mittelfristigen Herausforderungen für Banken beleuchtet werden. Es folgt eine ähnliche Analyse für Versicherungsgesellschaften und für Pensionsfonds. Zum Schluss werden neue Arten von Risiken, die von der Kapitalanlagebranche ausgehen, und mögliche wirtschaftspolitische Maßnahmen erörtert.

Banken: Probleme werden durch die Wahrnehmung des Marktes verstärkt bzw. überdeckt

In den fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften haben divergierende Bedingungen die Ergebnisse der Banken geprägt. Obwohl das gedämpfte Wirtschaftswachstum, die niedrigen Zinsen und hohe Prozesskosten auf die Gewinne der Banken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften drückten, gelang es ihnen, ihre Bilanzen entsprechend den überarbeiteten Regulierungsstandards zu stärken. Doch die Skepsis der Marktteilnehmer blieb bestehen und schmälerte den Finanzierungsvorteil dieser Institute – die eigentliche Grundlage ihrer Intermediationsfunktion. Die Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften dagegen genossen weiterhin das Vertrauen des Marktes und profitierten von inländischen Finanzbooms, die sich teilweise in ihrer Spätphase befinden.

Jüngste Ergebnisse und Anstrengungen zur Wiederherstellung der Finanzkraft

Die Ergebnisse des Bankensektors in den vergangenen 6 Jahren waren uneinheitlich. Während die US-Banken hohe und stabile Gewinne verbuchten, waren die Gewinne 2014 für viele europäische Institute deutlich niedriger als unmittelbar nach der Krise (Tabelle VI.1). Daneben ging der Nettozinsenertrag – die Haupteinnahmequelle von Banken – auf beiden Seiten des Atlantiks leicht zurück (Grafik VI.1 links und Mitte). Da diese Banken auf die gedrückten Erträge nicht mit einer Senkung der Betriebskosten reagierten, stieg das Kosten-Ertrags-Verhältnis von 2009 bis 2014 kontinuierlich an (blaue Linien). Bei den Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften dagegen nahm dieses Verhältnis ab, und die Gewinne – mit Ausnahme russischer Banken – blieben hoch.

Die Gewinne waren der Hauptfaktor bei den stetigen Verbesserungen der regulatorischen Eigenkapitalpositionen der Banken sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Von Mitte 2011 bis Mitte 2014 waren einbehaltene Gewinne für den Löwenanteil des Anstiegs des harten Kernkapitals (CET1) um 45% bei großen Banken verantwortlich (Grafik VI.2, rote Linie). Unterstützt von einem leichten Rückgang der risikogewichteten Aktiva stiegen die entsprechenden CET1-Quoten im selben Zeitraum von etwa 7% auf 11%. Dies stellt jedoch nur dann eine eindeutige Verbesserung der Widerstandsfähigkeit der Banken dar, wenn der Rückgang der durchschnittlichen Risikogewichte – in der Grafik angezeigt durch den zunehmenden Abstand zwischen der gelben und der blauen Linie – auf eine konservative Haltung zurückzuführen ist, die weniger risikobehaftete Schuldner bevorzugt.

Bestimmte strategische Entscheidungen weisen tatsächlich auf eine konservativere Haltung hin. Beispielsweise haben neue Kosten-Nutzen-Abwägungen nach der Krise viele Banken veranlasst, ihr Investmentbanking-Geschäft

Ertragslage von großen Banken

In Prozent der Bilanzsumme

Tabelle VI.1

	Gewinn vor Steuern				Nettozinssmarge				Wertberichtigungen für Kreditausfälle			
	2009/ 10	2011/ 12	2013	2014	2009/ 10	2011/ 12	2013	2014	2009/ 10	2011/ 12	2013	2014
Australien (4)	1,04	1,18	1,27	1,28	1,89	1,82	1,78	1,75	0,43	0,20	0,17	0,11
Deutschland (4)	0,11	0,14	0,10	0,18	0,85	0,87	0,99	0,91	0,22	0,13	0,17	0,10
Frankreich (4)	0,31	0,23	0,32	0,22	1,02	0,98	0,89	0,82	0,30	0,21	0,20	0,15
Italien (3)	0,36	-0,61	-1,32	-0,06	1,84	1,71	1,59	1,57	0,70	0,79	1,48	1,06
Japan (5)	0,14	0,55	0,59	0,70	1,01	0,89	0,83	0,81	0,37	0,10	0,08	0,02
Kanada (6)	0,84	1,05	1,05	1,06	1,63	1,63	1,65	1,60	0,34	0,20	0,17	0,16
Schweden (4)	0,48	0,64	0,74	0,75	0,96	0,87	0,95	0,88	0,29	0,06	0,07	0,06
Schweiz (3)	0,41	0,18	0,38	0,29	0,55	0,57	0,73	0,78	0,05	0,01	0,01	0,01
Spanien (3)	1,00	0,35	0,47	0,73	2,44	2,36	2,32	2,29	0,92	1,15	0,96	0,80
USA (9)	0,58	0,95	1,24	1,11	2,69	2,41	2,32	2,23	1,52	0,47	0,21	0,20
Vereinigtes Königreich (6)	0,27	0,26	0,22	0,39	1,15	1,10	1,08	1,14	0,74	0,38	0,35	0,11
Brasilien (3)	2,29	1,66	1,38	1,66	5,37	4,51	3,84	3,76	1,54	1,29	1,20	0,98
China (4)	1,51	1,78	1,86	1,83	2,12	2,37	2,38	2,45	0,26	0,27	0,25	0,33
Indien (3)	1,37	1,41	1,41	1,15	2,28	2,78	2,82	2,81	0,46	0,60	0,57	0,68
Russland (3)	1,22	2,60	2,04	0,96	5,12	4,16	4,15	3,49	2,98	0,28	0,79	1,58

Die Werte für mehrjährige Perioden sind einfache Durchschnitte; in Klammern: Anzahl der Banken.

Quellen: Bankscope; Berechnungen der BIZ.

zurückzufahren oder entsprechende Schritte anzukündigen. Diese Neuausrichtung von Geschäftsmodellen hat zu einem Abbau des Marktmacher-geschäfts geführt (Kasten VI.A). Auch die Lehren aus der Krise und eine kürzlich vorgenommene Überarbeitung der Regulierungsstandards haben Banken an den Verbriefungs-märkten zurückhaltender werden lassen (Kasten VI.B).

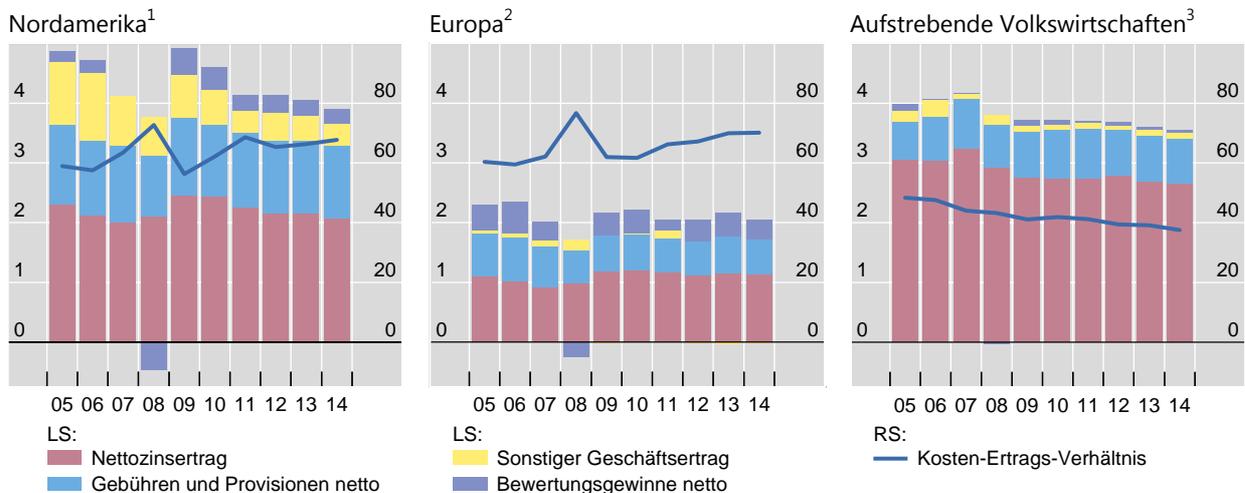
Dennoch bestehen nach wie vor Bedenken, dass der allgemeine Rückgang der Risikogewichte teilweise auf opportunistische Rechnungslegungsmethoden zurückzuführen ist. Um weniger Eigenkapital vorhalten zu müssen, sind die Banken versucht, ihre Risiken möglichst niedrig einzuschätzen. Um Anleger und Markt-beobachter zu versichern, dass Banken dieser Versuchung widerstehen, müssen Aufsichtsinstanzen in der Lage sein, die Risikoschätzungen regelmäßig, transparent und überzeugend zu beurteilen.

Was die Passivseite angeht, haben die Banken die niedrigen Zinssätze genutzt, um Wertpapiere zu emittieren, die im mittleren Segment der Kapitalstruktur liegen, sodass sie Verluste auffangen können (Grafik VI.3 links). Der Nettoabsatz von nachrangigen Schuldtiteln und Vorzugsaktien – d.h. Mezzanine-Instrumenten – kletterte 2008 auf einen Höchststand, was vor allem eine Folge der staatlich geförderten Rekapitalisierungen in den USA war. Ein Großteil des Nettoabsatzes

Gedrückte Erträge im Bankensektor

Prozent

Grafik VI.1



Für die Zahl der Banken in jeder Gruppe siehe Tabelle VI.1. Ausgewiesene Erträge im Verhältnis zur Bilanzsumme.

¹ Kanada und USA. ² Deutschland, Frankreich, Italien, Schweden, Schweiz, Spanien, Vereinigtes Königreich. ³ Brasilien, China, Indien, Russland.

Quellen: Bankscope; Berechnungen der BIZ.

stammte danach von Banken in Europa und den aufstrebenden Volkswirtschaften, mit einem vorübergehenden Einbruch 2013, der auf die Erwartung neuer Regulierungsbestimmungen in China zurückzuführen war. Ein Teil der weltweiten Mezzanine-Instrumente entfällt auf bedingte Wandelanleihen (sog. CoCo-Bonds), die auf das regulatorische Eigenkapital angerechnet werden können (Grafik VI.3 rechts). Bislang blieben CoCo-Emissionen auf eine kleine Zahl von Banken in bestimmten Ländern beschränkt.

Obwohl die meisten Mezzanine-Instrumente der Banken nicht als regulatorisches Eigenkapital anrechenbar sind, steht der jüngste Anstieg der Emissionen mit den neuen Regelungsvorstößen zur effizienteren Abwicklung von insolventen Banken in Einklang. In einem Konsultationspapier des Financial Stability Board werden Möglichkeiten aufgezeigt, wie global systemrelevante Banken (G-SIB) ihre Verlustabsorptionsfähigkeit im Hinblick auf eine Abwicklung stärken sollten. Mit diesen Vorschlägen sollen in sich geschlossene Reorganisationen von Banken sichergestellt werden, die systemweite Auswirkungen von Ausfällen und die Belastung des Steuerzahlers verringern (Kasten VI.C).

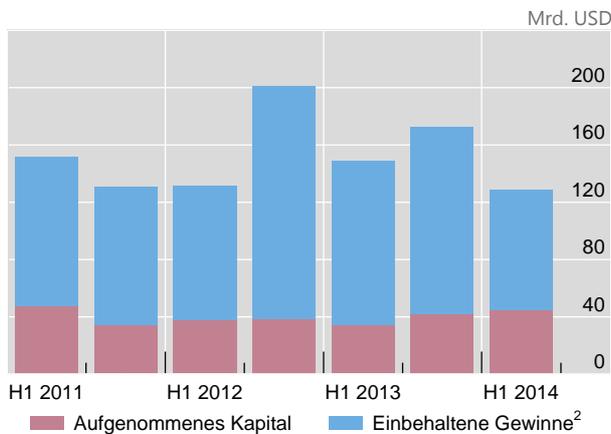
Künftige Herausforderungen und Risiken

Die anhaltend niedrigen Zinsen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sorgen für trübere Aussichten bei den Banken. Da die Aufwendungen für Einlagen und andere Finanzierungen in einem solchen Umfeld nicht weiter gesenkt werden können, sind rückläufige Renditen auf neu erworbene Wertpapiere, geringe Laufzeitprämien und fallende Kreditzinsen an den hart umkämpften Kreditmärkten mit kontinuierlich sinkenden Zinserträgen verbunden (Kasten VI.D). Der daraus resultierende Druck auf die Rentabilität dürfte die wichtigste Quelle von

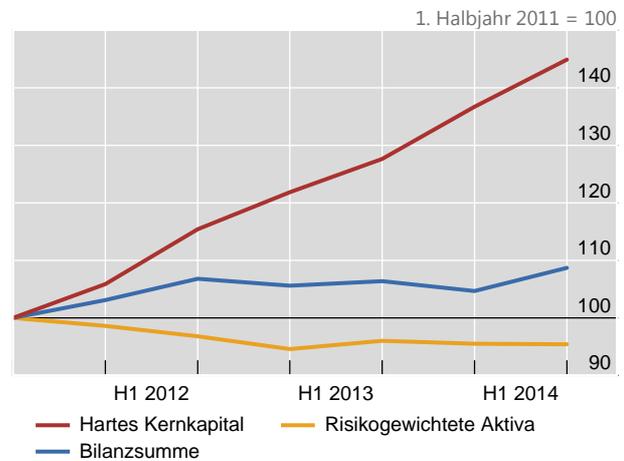
Banken bauen Kapitalpolster auf¹

Grafik VI.2

Herkunft des harten Kernkapitals



Entwicklung der regulatorischen Eigenkapitalposition der Banken³



¹ International tätige Banken mit Kernkapital von über € 3 Mrd. ² Gewinne nach Steuern abzüglich Dividenden auf Stammaktien. ³ Gemäß Definitionen von Basel III.

Quellen: Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Basel III Monitoring Report*, März 2015; Berechnungen der BIZ.

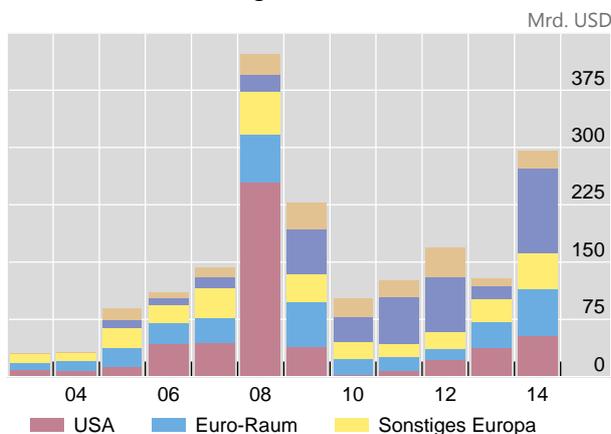
Eigenkapital – die einbehaltenen Gewinne – und dadurch die Widerstandsfähigkeit von Banken schwächen.

Anhaltend niedrige Zinsen erhöhen auch die Zinsänderungsrisiken – in diesem Falle das Zinsanstiegsrisiko – von Banken. Ebenso wie sinkende Renditen die Bewertungsgewinne bei Vermögenswerten in den letzten Jahren gestützt haben, dürfte ihre letzte Rückkehr zu normaleren Niveaus Verluste mit sich bringen. Das Eigenkapital der Banken würde kleiner werden, da der Wert ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten kaum auf Zinsschwankungen reagiert. Anders verhält es sich mit den Vorteilen von Zinsanstiegen für Lebensversicherungsgesellschaften und

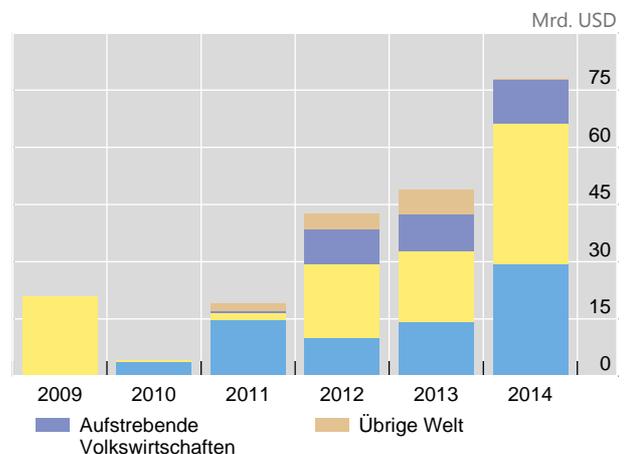
Banken erhöhen ihre Verlustabsorptionsfähigkeit

Grafik VI.3

Mezzanine-Finanzierungen¹



CoCo-Emissionen



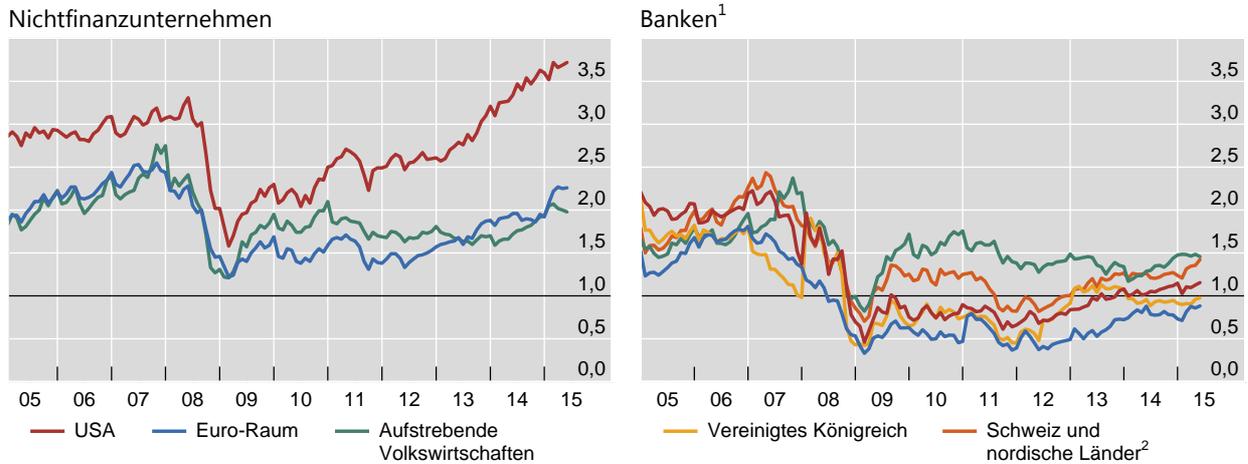
¹ Einschl. Investment-Grade-Anleihen und Vorzugsaktien.

Quellen: Bloomberg; Dealogic; Berechnungen der BIZ.

Skepsis gegenüber Banken spiegelt sich in den Aktienmärkten wider

Kurs-Buchwert-Verhältnisse

Grafik VI.4



¹ Ländergruppen berechnet als gesamte Marktkapitalisierung der einzelnen Institute mit Sitz in einer bestimmten Region, dividiert durch den entsprechenden gesamten Buchwert der Verbindlichkeiten. ² Dänemark, Norwegen, Schweden.

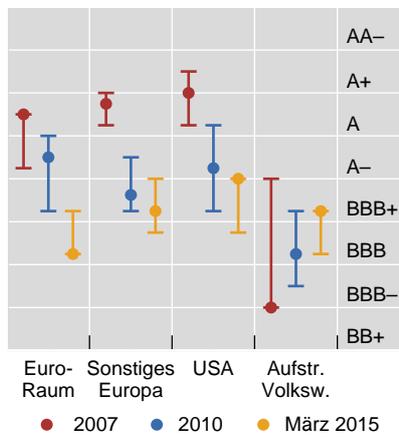
Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Datastream; Berechnungen der BIZ.

Pensionsfonds, deren Vermögenswerte in der Regel eine weit geringere Laufzeit aufweisen als ihre Verbindlichkeiten (s. weiter unten). Dass die Zinsänderungsrisiken von Banken zunehmen, unterstreicht die Bedeutung von aufsichtsrechtlichen Vorstößen zur Einführung regulatorischer Vorkehrungen gegen das Zinsänderungsrisiko im Anlagebuch.

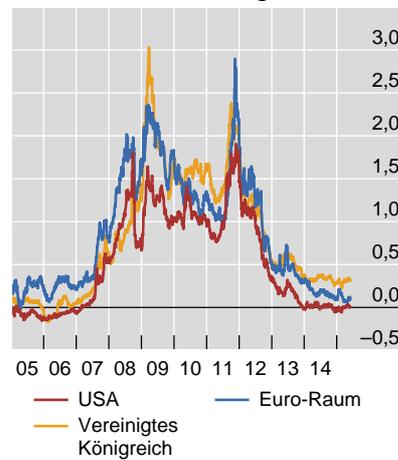
Kürzlich eingetretene Kreditausfälle deuten darauf hin, dass die Herausforderungen für einige Banken in fortgeschrittenen Volkswirtschaften über die Gewinnmarge und das Zinsänderungsrisiko hinausgehen. Insbesondere große italienische und spanische Banken haben wiederholt weit höhere Kreditausfälle verbucht als ihre Konkurrenten (Tabelle VI.1). Branchenanalysen ergaben, dass die Verluste 2014 nur teilweise den Bilanzsanierungen aufgrund der Prüfung der Aktivaqualität durch die EZB zuzuschreiben waren, und wiesen stattdessen darauf hin, dass die Verluste weiter ansteigen dürften, bevor eine Umkehr stattfinden könnte.

Preisbasierte Indikatoren lassen darauf schließen, dass die Märkte die Banken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften schlechter beurteilen als die Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Vor dem Hintergrund einer optimistischen Grundstimmung, die in den hohen Kurs-Buchwert-Verhältnissen des Nichtfinanzsektors zum Ausdruck kommt (Grafik VI.4 links), scheinen die Aktienanleger gegenüber US-, Schweizer und nordischen Banken misstrauisch und gegenüber Banken des Vereinigten Königreichs und des Euro-Raums eher pessimistisch eingestellt (rechtes Feld). Ratingagenturen teilen diese Einschätzung: Die Einzelratings – die die Widerstandsfähigkeit von Banken ohne externe Unterstützung messen – haben sich während der Subprime- und der Staatsschuldenkrise sowohl für europäische als auch für US-Banken deutlich verschlechtert und sich seither auch nicht wieder erholt (Grafik VI.5 links). Dagegen sind die Kurs-Buchwert-Verhältnisse der Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Durchschnitt hoch, und die Einzelratings verbessern sich. Allerdings bleibt abzuwarten, ob dieser Vertrauensbeweis anhält, wenn sich das dortige Umfeld eintrübt (Kapitel III).

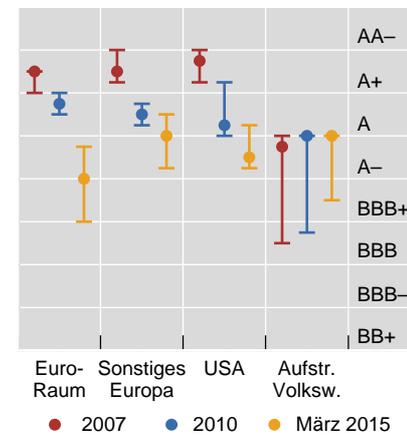
Einzelratings von Banken¹



Relative Refinanzierungskosten: Banken mit Rating A vs. Nichtfinanzunternehmen mit Rating A²



All-in-Ratings von Banken¹



¹ Die Querstriche markieren das 20. bzw. 80. mit der Bilanzsumme gewichtete Perzentil; der Punkt stellt den mit der Bilanzsumme gewichteten Median dar. Auf der Basis der Finanzkraft-Ratings (linkes Feld) und der langfristigen Emittenten-Ratings von Moody's (rechtes Feld). ² Optionsbereinigter Spread auf einen Banken-Subindex abzüglich des Spreads auf einen Subindex für Nichtfinanzunternehmen, geteilt durch den Spread auf den Subindex für Nichtfinanzunternehmen. Die Subindizes umfassen Aktiva in Landeswährung.

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Fitch Ratings; Moody's; Berechnungen der BIZ.

Weil es den Banken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den letzten Jahren nicht gelungen ist, die Märkte zu beruhigen, haben sie viel von ihrem Finanzierungsvorteil eingebüßt, der für ihren Erfolg so wichtig ist. Zwei sich selbst verstärkende Faktoren sind für diese Einbuße verantwortlich. Erstens veranlasste die Unsicherheit über die Banken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften während und nach der Finanzkrise bis 2012 die Kreditmarktteilnehmer dazu, weit höhere Prämien von ihnen zu fordern als von Nichtfinanzunternehmen mit ähnlichem Rating (Grafik VI.5 Mitte). Dieser Aufschlag hat sich zwar seither wieder verringert, doch hat er nach wie vor Gültigkeit für die Banken des Euro-Raums und insbesondere für britische Banken. Zweitens haben sich die All-in-Ratings von Banken – die sowohl die eigenständige Finanzkraft einer Bank als auch die externe Unterstützung berücksichtigen – kontinuierlich verschlechtert, während die Ratings für Nichtfinanzunternehmen seit der Krise weitgehend stabil geblieben sind (Grafik VI.5 rechts). Dass die Banken dadurch viel von ihrem Finanzierungsvorteil eingebüßt haben, könnte teilweise die Schrumpfung des traditionellen Intermediationsgeschäfts und den gleichzeitigen Anstieg marktbasierter Finanzierungsquellen erklären (s. weiter unten).

Die jüngste Staatsschuldenkrise – in Kombination mit der Behandlung von Forderungen an Staaten durch die nationalen Behörden – hat zu einem Rückgang der durch europäische Banken vergebenen Unternehmenskredite beigetragen.¹ Entgegen dem Grundgedanken der globalen Regulierungsstandards haben die nationalen Behörden ihren Banken für Positionen gegenüber Staaten weniger strenge Eigenkapitalvorschriften auferlegt als für Positionen gegenüber Unternehmen mit ähnlichen Risikomeerkmalen (Kasten VI.E). So kam es, dass, als die

¹ Siehe B. Becker und V. Ivashina, „Financial repression in the European sovereign debt crisis“, Swedish House of Finance, *Research Paper*, Nr. 14–13, 2014.

Risikoprämien für Staatsanleihen während der Staatsschuldenkrise in die Höhe schossen, sich die entsprechenden Anforderungen an das Eigenkapital und die Liquidität kaum veränderten. Vor allem die Banken des Euro-Raums nutzten die sich daraus ergebenden Gewinnchancen und ersetzten Unternehmenskredite durch Staatsanleihen. Unternehmen, die keinen Zugang zu marktbasierter Finanzierung haben, wie kleine und mittlere Unternehmen, hatten das Nachsehen.

Versicherungsgesellschaften: Probleme durch Niedrigzinsen werden angegangen

Während sich die Folgen der niedrigen Zinssätze im Bankensektor nicht ganz so stark bemerkbar machen, sorgen sie in der Versicherungsbranche bereits für große Probleme. Zum einen haben die anhaltend niedrigen Zinsen die Rentabilität der Versicherungsgesellschaften verringert, da sie auf die Renditen neuer Anlagen drücken. Zum anderen haben die neuen Rechnungslegungsvorschriften für die Abzinsung zukünftiger Verpflichtungen dazu geführt, dass die höheren Zinssätze der Vergangenheit – die bei Vertragsabschluss galten – durch die niedrigeren gegenwärtigen Zinssätze ersetzt wurden, was den Wert der Verbindlichkeiten beträchtlich ansteigen ließ. Vor diesem Hintergrund und ungeachtet der günstigen Anlegerstimmung an den Aktienmärkten weisen die Kreditratings auf Bedenken hinsichtlich der Versicherungsgesellschaften hin.

Die schwachen Ergebnisse der Sach- und Schadenversicherer 2014 waren auf gegenläufige Kräfte zurückzuführen. Beispielsweise wurde die Rentabilität in einigen Ländern durch ein rasantes Prämienwachstum gestützt (Tabelle VI.2). Von Mitte 2013 bis Mitte 2014 kam es bei den europäischen Nichtlebensversicherern zu einem leichten Rückgang der Combined Ratio auf 94% – diese wird berechnet, indem die

Rentabilität des Versicherungssektors

Prozent

Tabelle VI.2

	<i>Nichtlebensversicherer</i>						<i>Lebensversicherer</i>					
	Prämienwachstum			Anlagerendite			Prämienwachstum			Anlagerendite		
	2010/ 11	2012/ 13	2014	2010/ 11	2012/ 13	2014	2010/ 11	2012/ 13	2014	2010/ 11	2012/ 13	2014
Australien	3,4	8,0	1,6	7,2	6,2	6,0	5,8	4,9	29,7
Deutschland	-0,4	3,8	4,0	3,4	3,3	3,0	1,3	2,5	...	4,0	5,0	...
Frankreich	3,9	0,9	1,7	2,4	2,1	1,7	-5,4	-1,0	...	3,2	4,9	...
Japan	1,0	4,7	3,7	1,5	1,8	1,2	5,3	0,2	6,3
Niederlande	3,4	0,2	...	2,0	2,0	...	1,1	-8,4	-12,1	5,4	4,8	...
USA	1,5	3,1	5,9	3,7	3,4	2,9	10,3	-3,1	11,0	4,8	4,6	4,6
Vereinigtes Königreich	2,3	3,5	3,9	3,6	3,6	2,7	-0,8	-0,2	2,0

Die Werte für mehrjährige Perioden sind einfache Durchschnitte.

Quellen: Swiss Re, sigma-Datenbank; nationale Aufsichtsinstanzen.

versicherungstechnischen Verluste, Schadenaufwendungen und Ausschüttungen an die Versicherungsnehmer ins Verhältnis zu den Prämieinnahmen gesetzt werden. Bei den US-Versicherern dagegen wurden Gewinne aus dem Prämienwachstum durch höhere Ausgaben und Verluste aufgrund von Katastrophen weitgehend aufgezehrt, wodurch die Combined Ratio auf 99% stieg. Gleichzeitig haben stetig sinkende Renditen in vielen Anlagekategorien die Rentabilität der Nichtlebensversicherer in fast allen wichtigen Volkswirtschaften verringert.

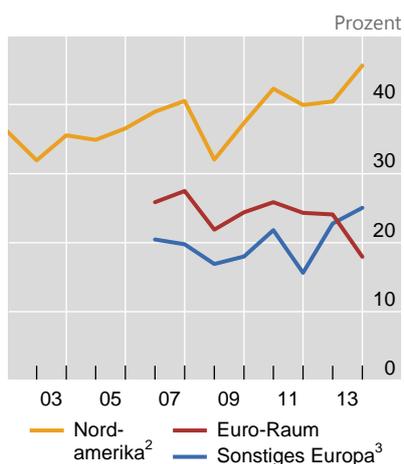
Trotz der Herausforderungen, die sich aus der starken Abhängigkeit der Lebensversicherungsgesellschaften von Anlageerträgen ergeben, verbesserten sich ihre Ergebnisse. Kostensenkungen und ein stärkerer Beitrag seitens neuer Geschäftsbereiche, insbesondere des Verkaufs von Kapitalanlageprodukten, trugen maßgeblich dazu bei. Branchenschätzungen zufolge erhöhte sich die Eigenkapitalrendite der Lebensversicherer von unter 10% 2012 auf rund 12% 2014.

Einige Trends in diesem Sektor waren auf ein konservativeres Risikomanagement zurückzuführen. Zum Beispiel weist der wachsende Anteil von Kapitalanlageprodukten an den Verbindlichkeiten nordamerikanischer, Schweizer und britischer Lebensversicherer (Grafik VI.6 links) auf eine Übertragung finanzieller Risiken auf die Kunden hin. Bei ihren Aktiva haben die europäischen Lebensversicherer die Duration ihrer Anlageportfolios verlängert (Grafik VI.6 Mitte), wodurch die geschätzte Durationslücke enger geworden ist.² Zwar deuten solche Schätzungen auf solidere Bilanzen hin, doch sind sie mit Vorsicht zu interpretieren, da Annahmen in Bezug auf Diskontierungssätze und das Verhalten der Versicherungsnehmer großen Einfluss auf das Schätzungsergebnis haben.

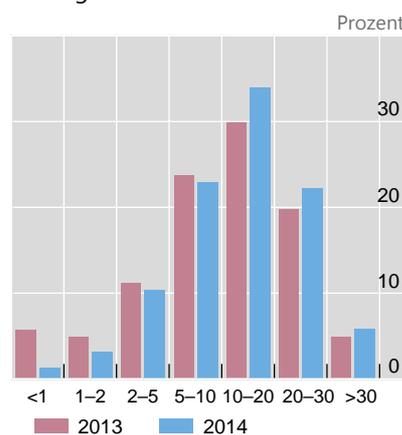
Versicherungsgesellschaften: Markteinschätzungen und Geschäftsmodelle verändern sich

Grafik VI.6

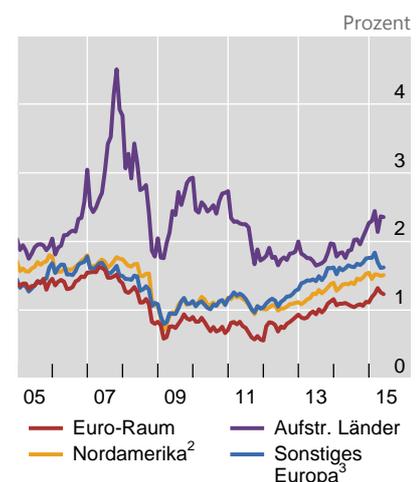
Kapitalanlageprodukte¹



Duration der Anlageportfolios verlängert sich⁴



Kurs-Buchwert-Verhältnisse



¹ Im Verhältnis zu den Verbindlichkeiten von Kranken- und Lebensversicherungsgesellschaften. Kapitalanlageprodukte beziehen sich auf Verbindlichkeiten aus Separate-Account-Verträgen (US-Gesellschaften) bzw. fondsgebundenen Verträgen (europäische Gesellschaften).
² Kanada und USA. ³ Schweiz und Vereinigtes Königreich. ⁴ Buchwert der Bestände an Staatsanleihen von OECD-Ländern, die von deutschen Versicherungsgesellschaften gehalten werden, als Anteil am Gesamtbestand, nach Laufzeitband.

Quellen: Deutsche Bundesbank; Datastream; SNL; Berechnungen der BIZ.

² Siehe Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung, *Financial Stability Report*, Dezember 2014, S. 37.

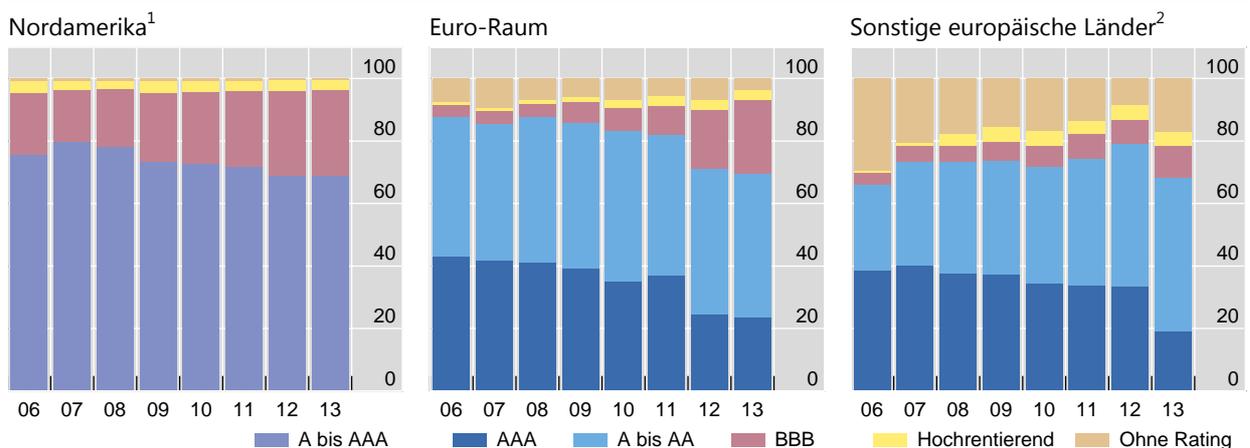
Gleichzeitig hat sich das Risikoprofil der Aktiva von Versicherungsgesellschaften in den letzten Jahren verschlechtert, dies allerdings gegenüber einer konservativen Ausgangsbasis. Aufgrund von Regulierungsvorschriften und institutionellen Mandaten sind die Versicherungsgesellschaften gezwungen, vornehmlich Wertpapiere mit Investment-Grade-Rating zu halten, doch inzwischen erstreckt sich ihr Bestand an Aktiva von den besten bis hin zu den schlechtesten Ratings in diesem Bereich (Grafik VI.7). Dies könnte teilweise auf eine sinkende Kreditqualität der ausstehenden Wertpapiere zurückzuführen sein. Ein Grund ist aber auch die gezielte Suche nach höheren Renditen. Während US-Versicherer hauptsächlich an den Märkten für Unternehmensschuldtitel und Hypotheken aktiv waren, wandten sich europäische Versicherer in ihrem Renditestreben den Staatsanleihemärkten zu. Die nationalen Behörden haben dies sogar gefördert, da sie den Versicherungsgesellschaften – wie den Banken – erlaubt haben, selbst für Staaten mit niedrigen und sich verschlechternden Ratings ein Risikogewicht von null anzuwenden.

Aktienmärkte und Ratingagenturen kommen in ihrer Einschätzung der Versicherungsbranche zu unterschiedlichen Ergebnissen. In den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind die Kurs-Buchwert-Verhältnisse seit 2011 stetig gestiegen, während sie in den aufstrebenden Volkswirtschaften seit Mitte 2014 gegenüber ihrem bereits hohen Niveau noch weiter nach oben geklettert sind (Grafik VI.6 rechts). Der Grund dafür könnte sowohl in einer stärkeren Finanzkraft als auch in einer allgemeinen Markteuphorie liegen (Kapitel II). Dagegen haben sich die Ratings der Versicherungsgesellschaften während der Finanzkrise erheblich verschlechtert und sich seither kaum erholt. Eine wahrscheinliche Erklärung könnte die Besorgnis sein, dass das Wachstum der Prämien und Gebühren – das in letzter Zeit für die Stützung der Gewinne äußerst wichtig war – früher oder später enden wird.

Versicherungsgesellschaften: Anlagen mit niedrigerem Rating gewinnen an Bedeutung

In Prozent der risikobehafteten Wertpapiere

Grafik VI.7



¹ Kanada und USA. ² Dänemark, Norwegen, Schweiz, Vereinigtes Königreich.

Quellen: SNL; Berechnungen der BIZ.

Pensionsfonds: steigende Defizite

Das Finanzmarktumfeld hat in Kombination mit dem demografischen Wandel die Pensionsfonds stark unter Druck gesetzt. Insbesondere drücken die anhaltend niedrigen Zinssätze sowohl auf die Anlagerenditen als auch auf die Diskontierungszinssätze. Durch niedrigere Diskontierungszinssätze wiederum steigt der Barwert der Verbindlichkeiten eines Fonds stärker an als jener der Aktiva, die meist eine viel kürzere Duration aufweisen. Dies führt für die Pensionsfonds zu größeren Defiziten und dürfte letztlich der Wirtschaft als Ganzes schaden.

Die Diskontierungssätze sind je nach Land sehr unterschiedlich. Branchenberichten über die Betriebsrentensysteme in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zufolge reichten sie 2013 von 4% in Nordamerika bis zu 1,5% in Japan. Grund für die Abweichungen sind Unterschiede bei den inländischen Marktbedingungen und den geltenden Rechnungslegungsvorschriften. Die meisten buchhalterischen Ansätze machen den Diskontierungszinssatz entweder an der erwarteten langfristigen Rendite der Fondsaktiva oder an den jeweiligen Marktrenditen risikoarmer Wertpapiere, beispielsweise Anleihen mit hohem Rating, fest. So oder so sinkt der Satz tendenziell mit den Anleiherenditen, allerdings je nach Land und je nach Branche innerhalb eines Landes in unterschiedlichem Ausmaß.

US-Pensionsfonds sind ein gutes Beispiel für die Auswirkungen von Rechnungslegungsvorschriften. So ist nationalen Quellen zu entnehmen, dass der durchschnittliche renditenbasierte Diskontierungszinssatz von öffentlichen Pensionsfonds 300 Basispunkte über dem Satz von privaten Pensionsfonds liegen kann. Um dies ins richtige Licht zu rücken: Ein Rückgang des Diskontierungszinssatzes um 400 Basispunkte würde die Verbindlichkeiten eines typischen US-Pensionsfonds um mehr als 80% ansteigen lassen. Die jüngsten und die noch ausstehenden Änderungen der Rechnungslegungsvorschriften in den USA sollten diesen Abstand allerdings verringern.

Angesichts extrem niedriger Zinssätze haben staatliche Maßnahmen die Situation vorübergehend entschärft. Beispielsweise ließen die Aufsichtsinstanzen 2012 höhere Diskontierungszinssätze zu, u.a. nachdem die Branche die Besorgnis geäußert hatte, dass die damaligen Sätze zu einer Entkopplung des gemeldeten Deckungsgrads von den Finanzierungsbedingungen geführt hätten, die den Vorsorgeplänen zugrunde lagen. Dabei handelte es sich entweder um direkte Maßnahmen – z.B. Untergrenzen der Abzinsungssätze in Schweden und höhere langfristige Abzinsungssätze in Dänemark – oder indirekte Maßnahmen – beispielsweise den Einsatz längerer, sich auf 25 Jahre erstreckender Zeithorizonte für die Berechnung von Bandbreiten für Diskontierungszinssätze in den USA. Ebenso entstand 2012 aufgrund von geänderten Aufsichtsvorschriften für Pensionsfonds in den USA ein Anreiz, Vorsorgeverträge an Versicherungsgesellschaften abzutreten und einmalige Kapitalauszahlungen an die Versicherten zu leisten.

Solche Änderungen von vertraglichen Verpflichtungen sind Teil einer seit Langem eingesetzten Risikomanagementstrategie der Branche. An den meisten wichtigen Märkten sind die beitragsorientierten Vorsorgepläne, bei denen die Versicherten das Anlagerisiko tragen, tendenziell stärker gewachsen als die leistungsorientierten Vorsorgepläne, die den Versicherten eine bestimmte Rente garantieren. Konkret ist der Anteil der beitragsorientierten Pläne an den gesamten Verbindlichkeiten von Pensionsfonds von geschätzten 39% 2004 auf 47% 2014 gestiegen. Dieser Trend dürfte anhalten, wenn die Pensionsfonds auf die höheren

Schätzwerte für die Lebenserwartung reagieren, die den Barwert ihrer Verpflichtungen ansteigen lassen.

Gleichzeitig haben die Pensionsfonds als Antwort auf sinkende Vermögensrenditen traditionelle Risikopositionen abgebaut und vermehrt sog. alternative Anlagen getätigt, u.a. in Immobilien, Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds und Rohstoffen. Branchenschätzungen gehen davon aus, dass der Anteil solcher Anlagen im Portfolio von Pensionsfonds von 5% 2001 auf 15% 2007 und 25% 2014 gestiegen und der Anteil von Aktien entsprechend um 20 Prozentpunkte gesunken ist. Diese Verschiebung war bei britischen Pensionsfonds besonders deutlich (Grafik VI.8 rechts). Auch US-Fonds stießen Aktien ab, doch wurde dies offenbar durch hohe Bewertungsgewinne überdeckt.

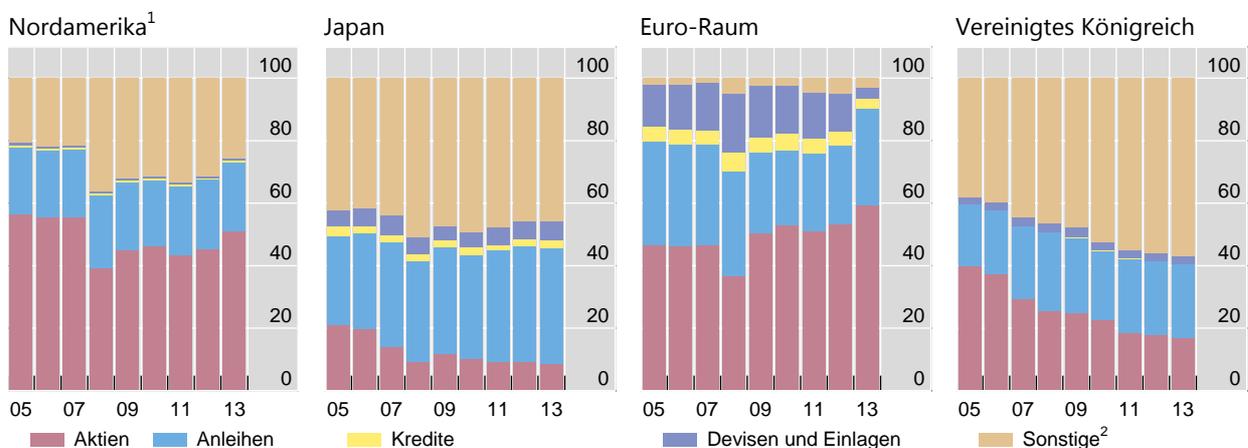
Ungeachtet der staatlichen Maßnahmen und ihrer eigenen Bemühungen stehen die Pensionsfonds vor wachsenden Problemen. Der Deckungsgrad beispielsweise lag Ende 2014 sowohl in den USA als auch in Europa unter dem Vorkrisenniveau. Und die Lage dürfte sich weiter verschlechtern, falls die niedrigen Zinssätze fortbestehen und weiter sowohl auf die Vermögensrenditen als auch auf die bei der Bewertung der Verbindlichkeiten angewandten Diskontierungszinssätze drücken. Branchenuntersuchungen von US-Pensionsfonds haben ergeben, dass ein Rückgang des Abzinsungssatzes um 35 Basispunkte, gefolgt von einem Rückgang um 60 Basispunkte und die entsprechend niedrigeren Vermögensrenditen den durchschnittlichen Deckungsgrad innerhalb von 2 Jahren um etwa 10 Prozentpunkte auf rund 70% sinken lassen würden.

Refinanzierungsprobleme von Pensionsfonds könnten weitreichende Folgen haben. Bei leistungsorientierten Vorsorgeplänen sind die Verbindlichkeiten des Fonds eine vertragliche Verpflichtung des Trägers, d.h. eines Produktions- oder Dienstleistungsunternehmens. Da untragbare Defizite früher oder später Kosten für den Träger des Vorsorgeplans bedeuten, würden sie die Gewinne dieser Unternehmen schmälern und womöglich auch ihre Solvenz beeinträchtigen. Die beitragsorientierten Vorsorgepläne können ähnliche Auswirkungen auf die Träger haben,

Pensionsfonds schichten ihr Portfolio zunehmend von Aktien in andere Vermögenswerte um

In Prozent des Finanzvermögens insgesamt

Grafik VI.8



¹ Kanada und USA. ² Einschl. Anlagen in Investmentfonds.

Quellen: OECD; Berechnungen der BIZ.

allerdings über andere Kanäle. Ein Wertverfall der Aktiva des Pensionsfonds stellt eine Einbuße des künftigen Einkommens der Versicherten dar. Wenn viele Pensionsfonds betroffen wären, käme es zu einem Anstieg der Sparquote und folglich zu einem Rückgang der Gesamtnachfrage.

Risiken im Finanzsystem haben sich seit der Krise verändert

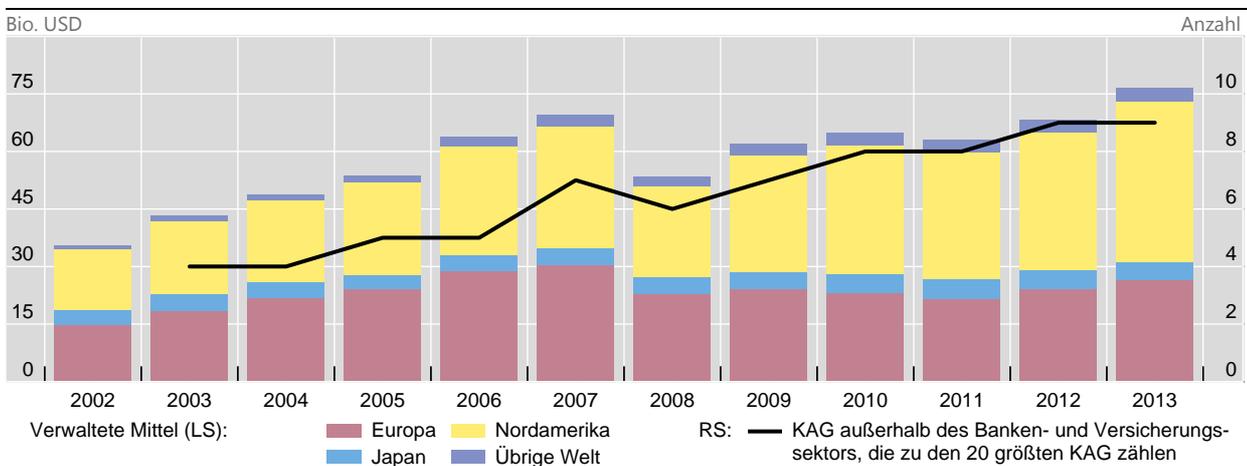
Seit der Krise hat sich das finanzielle Umfeld erheblich verändert. Während Banken im Intermediationsgeschäft an Bedeutung verloren haben, bemühen sich zunehmend Kapitalanlagegesellschaften (KAG) – u.a. Investment-, Private-Equity- und Hedge-Fonds – darum, den Bedürfnissen renditehungriger Anleger gerecht zu werden. Dies hat neue Arten von Risiken in den Vordergrund gerückt.

Die Kapitalanlagebranche ist in den letzten 10 Jahren beträchtlich gewachsen. Abgesehen von einer Unterbrechung mitten in der Krise, die hauptsächlich Bewertungsverluste widerspiegelte, stiegen die verwalteten Mittel weltweit von etwa \$ 35 Bio. 2002 auf \$ 75 Bio. 2013 (Grafik VI.9). Die Branche weist nach wie vor eine hohe Konzentration auf: Auf die 20 größten KAG entfallen 40% der Gesamtaktiva.

Die Zusammensetzung der Branche hat sich im Laufe der Zeit verändert. Nach Regionen betrachtet, ist der Marktanteil nordamerikanischer KAG im vergangenen Jahrzehnt um 11 Prozentpunkte gestiegen. Auf sie entfallen mehr als die Hälfte der verwalteten Mittel weltweit und ungefähr zwei Drittel der von den 20 größten KAG verwalteten Mittel. Nach Art der KAG betrachtet, haben unabhängige Gesellschaften rasch diejenigen von der Spitze verdrängt, deren Eigentümer Banken oder Versicherungsgesellschaften sind (Grafik VI.9, schwarze Linie).

Weil immer mehr Risiken vom Bankensektor auf sie übergehen, spielen KAG zusammen mit ihren Kunden und deren Anlageberatern eine Schlüsselrolle. Berichten zufolge legen die Anlageberater in ihren Empfehlungen großes Gewicht auf die jüngste Performance der Vermögenswerte. Da die Renditen von Vermögenswerten der aufstrebenden Volkswirtschaften nach der Krise die Renditen von Vermögenswerten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften übertrafen, dürften

Neuartige Kapitalanlagegesellschaften (KAG) treiben das Wachstum der Branche an Grafik VI.9



Quellen: Towers Watson, *The World's 500 Largest Asset Managers*, 2014; Berechnungen der BIZ.

die Empfehlungen der Anlageberater mit ein Grund für die in den letzten Jahren lebhaften Mittelströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften gewesen sein (Kapitel II).

Reichlich verfügbare Anleihefinanzierungen haben die Marktkapitalisierungsquote – Marktkapitalisierung dividiert durch die Summe von Marktkapitalisierung und Buchwert der Verbindlichkeiten – von Unternehmen in aufstrebenden Volkswirtschaften deutlich verringert. Ungeachtet dynamischer Aktienmärkte hat die enorme Aufnahme von Fremdkapital durch Banken und Nichtfinanzunternehmen in den aufstrebenden Volkswirtschaften von 2010 bis 2014 dazu geführt, dass ihre Marktkapitalisierungsquoten auf Niveaus gefallen sind, die zuletzt Ende 2008 zu beobachten waren, als sich die globale Finanzkrise auf ihrem Höhepunkt befand. Obwohl sich dieser Trend Anfang 2015 teilweise wieder umgekehrt hat, hat er die Verlustabsorptionsfähigkeit der Unternehmen beeinträchtigt und die aufstrebenden Volkswirtschaften anfällig für eine Umkehr der Finanzierungsströme gemacht.

Diese Anfälligkeit wurde begleitet von der wachsenden Abhängigkeit der aufstrebenden Volkswirtschaften von marktbasierter Finanzierung, die über international tätige KAG geleitet werden (Kapitel III). Im Allgemeinen verleiten die Geschäftsmodelle von KAG – z.B. Verwendung von Marktindizes als Benchmarks, größere Bedeutung der relativen Performance – und die angebotenen Anlagestrukturen – z.B. kollektive Anlagevehikel – zu kurzfristigem Verhalten, das angesichts negativer Schocks destabilisierend wirken kann. Dies gilt umso mehr, wenn die KAG in Vermögenswerte von aufstrebenden Volkswirtschaften investieren.³ Auf aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierte Fonds verwenden deutlich weniger und stärker korrelierte Benchmarks als auf fortgeschrittene Volkswirtschaften spezialisierte Fonds. Dadurch dürften finanzielle Schocks mit größerer Wahrscheinlichkeit gleichzeitig eine Vielzahl von Anlegern in solche Fonds treffen und gebündelte Zu- und Abflüsse nach sich ziehen.

Mittelströme, die Preisschwankungen verstärken, würden zu Instabilität führen. Dass eine solche Dynamik entstehen kann, ergibt sich aus der historischen Beziehung zwischen Renditen auf breitgefaste Indizes und Mittelströmen (Grafik VI.10 Mitte und rechts). Bei auf die USA und auf aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierten Fonds kommt es bei hohen Renditen zu Zuflüssen (Balken rechts vom Nullpunkt), die den Anstieg der aktuellen Renditen noch verstärken dürften (Balken beim Nullpunkt). In einem solchen Szenario wirken die Mittelzuflüsse stützend auf anhaltende Aktien- oder Anleihebooms. Dieser Mechanismus wirkt aber auch in die umgekehrte Richtung. In einem Abschwung lassen Mittelabflüsse unterdurchschnittliche Renditen weiter sinken und belasten die Märkte nachhaltig.

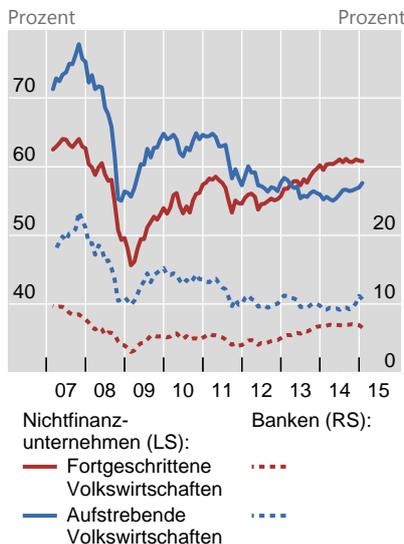
Mit Blick auf die Zukunft stellt sich die grundlegende Frage, ob KAG in der Lage sind, die Intermediationsfunktion, die zuvor die Banken innehatten, zu übernehmen. Der Erfolg von Finanzinstituten bei dieser Tätigkeit hängt davon ab, ob sie vorübergehende Verluste verkraften können. Doch diese Verlustabsorptionsfähigkeit hat in jüngster Zeit in der Kapitalanlagebranche abgenommen, da die institutionellen Anleger als letzte Risikoträger zunehmend durch private Anleger abgelöst worden sind. Letztere verfügen über kleinere Bilanzen, kürzere Anlagehorizonte und eine niedrigere Risikotoleranz, wodurch ihre Verlustabsorptions-

³ Siehe K. Miyajima und I. Shim, „Asset managers in emerging market economies“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2014.

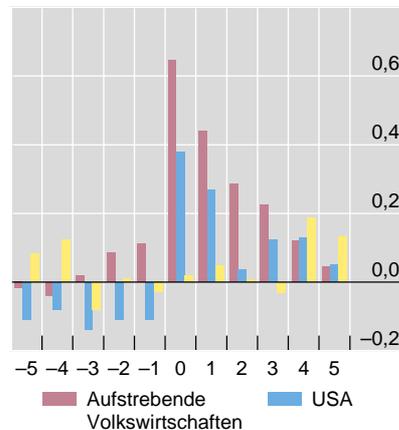
Aufstrebende Volkswirtschaften werden immer anfälliger gegenüber volatilen Mittelströmen

Grafik VI.10

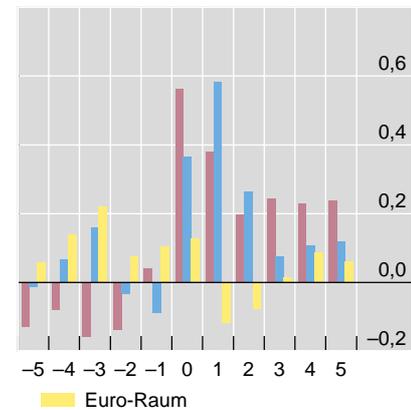
Marktkapitalisierung¹



Aktienfonds, Korrelationen Mittelströme/Erträge²



Anleihenfonds, Korrelationen Mittelströme/Erträge²



¹ Regionale Marktkapitalisierung dividiert durch die Summe der regionalen Marktkapitalisierung und des regionalen Buchwerts der Verbindlichkeiten; Durchschnitt der vorangegangenen drei Monate; auf der Basis der Stichprobe börsennotierter Unternehmen von Moody's KMV. ² Korrelation zwischen Mittelströmen und Erträgen für einen marktbreiten Index im Zeitraum von Januar 1998 (Aktien des Euro-Raums) bzw. Mitte 2000 (Aktien der USA und aufstrebender Volkswirtschaften) bzw. Mitte 2003 (Anleihen der USA und aufstrebender Volkswirtschaften) bzw. Januar 2009 (Anleihen des Euro-Raums) bis Januar 2015. Die Zahlen auf der horizontalen Achse geben an, um wie viele Monate die Mittelströme bei der Berechnung der Korrelationen den Erträgen vorausgehen (negative Zahlen) bzw. ihnen folgen (positive Zahlen).

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; EPFR; Moody's; Berechnungen der BIZ.

fähigkeit geringer ist. In der jüngsten Finanzkrise kam dies im Anlageverhalten der privaten Haushalte im Vereinigten Königreich deutlich zum Ausdruck.⁴

Diese Fragen werden umso wichtiger, je umfangreicher die von einer einzelnen KAG verwalteten Mittel sind. Die Entscheidungen einer einzigen großen KAG können Mittelströme auslösen, die womöglich erhebliche Auswirkungen auf das gesamte Finanzsystem haben. Um dem zu begegnen, haben das Financial Stability Board und die International Organization of Securities Commissions einen Vorschlag unterbreitet, wie global systemrelevante Finanzinstitute außerhalb des Banken- und des Versicherungssektors identifiziert werden können.⁵

In der jüngsten Politikdebatte wurde auf die Kapitalanlagebranche als spezifische Quelle für neue finanzielle Risiken hingewiesen. Dem Anreizsystem von KAG gilt besonderes Augenmerk, da es zu Herdenverhalten führen und die Schwankungen an den Finanzmärkten entsprechend verstärken kann. Beschränkungen für Umschichtungen im Anlageportfolio könnten solche anreizbedingten Schwankungen begrenzen und, indem sie den Anlagehorizont der KAG wirksam

⁴ Siehe A. Haldane, „The age of asset management?“, Rede an der London Business School, April 2014.

⁵ Financial Stability Board und International Organization of Securities Commissions, *Assessment methodologies for identifying non-bank non-insurer global systemically important financial institutions*, Konsultationspapier, März 2015.

verlängern, zu weniger abrupten Reaktionen angesichts vorübergehender negativer Schocks führen. Ebenso könnte eine Höchstverschuldungsgrenze der Verstärkung von Schocks entgegenwirken. Schließlich kann das Risiko von Rückerstattungen auch durch Liquiditätspuffer und – ganz im Sinne der jüngsten Revision der Vorschriften für US-Geldmarktfonds – durch Beschränkungen für rasche Rückerstattungen aus verwalteten Fonds verringert werden. Dies könnte die KAG vor abrupten Stimmungsumschwüngen der Privatanleger schützen und die Verlustabsorptionsfähigkeit der Branche stärken.

Ergänzend dazu könnten Maßnahmen ergriffen werden, um jene Institutionen wieder zu stärken, die sich in der Vergangenheit erfolgreich als Finanzintermediäre betätigt haben. Die Banken wären naheliegende Kandidaten. Die derzeitigen regulatorischen Vorstöße zur Erhöhung der Widerstandsfähigkeit von Banken und der Transparenz im Bankgeschäft würden auch deren Intermediationskapazität verbessern, nicht zuletzt indem sie zur Wiederherstellung des Marktvertrauens beitragen. Und da die Widerstandsfähigkeit eng mit der Fähigkeit verbunden ist, nachhaltige Gewinne zu erwirtschaften, würde sie auch durch wachstumsfördernde Reformen, eine zeitnahe Normalisierung der Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und weitere Bemühungen um eine Begrenzung finanzieller Ungleichgewichte in den aufstrebenden Volkswirtschaften gestärkt.

Marktmachergeschäft auf dem Rückzug: Ursachen und Folgen

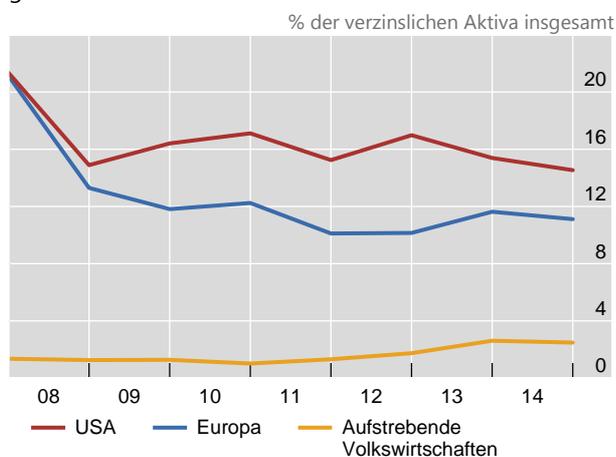
Jüngste Hinweise auf eine verringerte Marktliquidität (Kapitel II) haben das Augenmerk von politischen Entscheidungsträgern und Analysten auf wichtige Akteure für die Bereitstellung von Liquidität gelenkt: spezialisierte Händler, sog. *Marktmacher*. Es gibt verschiedene Ursachen für den wahrgenommenen Rückzug der Marktmacher. Sie haben einerseits damit zu tun, dass die Händler ihre eigene Risikoübernahme und die Tauglichkeit ihrer Geschäftsmodelle nach der Krise neu beurteilen. Andererseits stehen sie im Zusammenhang mit neuen Regulierungen, die die Kosten des Marktmachergeschäfts und anderer handelsbezogener Tätigkeiten stärker in Einklang mit den zugrundeliegenden Risiken und den Risiken, die diese Geschäfte für das Finanzsystem darstellen, bringen sollen. Wenn dieses Ziel erreicht würde, ergäbe sich ein neues Umfeld, das durch eine möglicherweise geringere, aber robustere Marktliquidität gekennzeichnet wäre.

Marktmacher bieten wichtige Liquiditätsdienstleistungen an. Indem sie ihre eigene Bilanz einbringen, sind sie bereit, als Käufer oder Verkäufer aufzutreten und die von ihren Kunden initiierten Geschäfte im Falle vorübergehender Angebot-Nachfrage-Ungleichgewichte abzuschließen. Man ist sich allgemein einig, dass unterbewertete Marktmachergeschäfte vor der Krise eine Art Liquiditätsillusion genährt haben, d.h. den falschen Eindruck, dass Liquidität stets reichlich zur Verfügung stünde. Nach der Krise wurde die Marktliquidität durch die rückläufigen Bestände der Banken an Unternehmensanleihen und anderen handelbaren Wertpapieren knapp (Grafik VI.A links; s. auch Grafik II.11 links). Ohne die Ursachen dieser jüngsten Entwicklungen zu kennen, lässt sich die Robustheit der Marktliquidität in Zukunft nicht beurteilen.

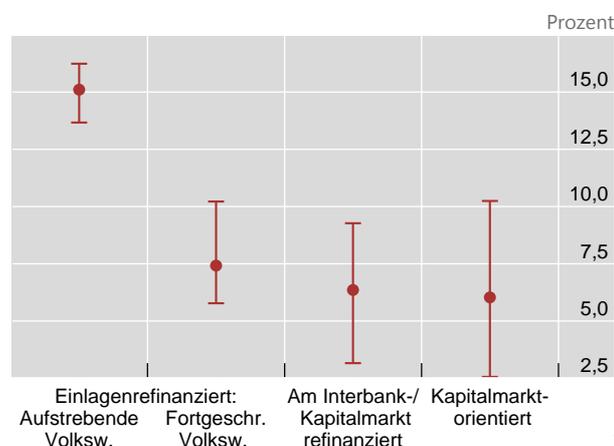
Veränderte Positionen von Händlern angesichts des rückläufigen Marktmachergeschäfts

Grafik VI.A

Handelspapiere, die von den wichtigsten Banken gehalten werden¹



Eigenkapitalrendite nach Geschäftsmodell²



¹ Stichprobe von 18 europäischen Banken, 7 US-Banken und 8 Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften. ² Bandbreite der jährlichen Eigenkapitalrendite im Zeitraum 2008–13 (Striche) und jeweiliger Mittelwert (Punkt). Siehe R. Roengpitya, N. Tarashev und K. Tsatsaronis, „Geschäftsmodelle von Banken“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2014.

Quellen: Bankscope; Berechnungen der BIZ.

Einerseits litt das Marktmachergeschäft nach der Krise teilweise unter der geringeren Risikotoleranz der Händler bei der Bewertung und Beschaffung von gelagerten Vermögenswerten.Ⓞ In vielen Ländern haben die Händler die Risikoprämien erhöht und ihr Risikomanagement angepasst, um das Kosten-Nutzen-Verhältnis alternativer Geschäftsfelder besser zu berücksichtigen. Dadurch sind die Preise von Marktmacherdienstleistungen, vor allem an weniger liquiden Märkten wie denjenigen für Unternehmensanleihen, gestiegen, wenn auch je nach Land und Kundenkategorie in unterschiedlichem Maß.

Zudem haben die Nachwehen der Krise die Banken veranlasst, ihre Geschäftsmodelle zu überdenken. Das Marktmachergeschäft ist dabei nicht gut weggekommen. In den letzten Jahren waren Banken, die hauptsächlich als Geschäftsbanken tätig sind, effizienter und haben im Allgemeinen höhere und weniger volatile Gewinne verzeichnet als jene, die sich auf das Handels- und das Investmentbankgeschäft konzentriert haben – das Geschäftsmodell, das am engsten mit Marktmacherdienstleistungen verbunden ist (Grafik VI.A rechts).^② Infolgedessen haben einige Banken ihre Handelsaktivitäten ganz oder zu einem großen Teil zurückgefahren, andere – in jüngster Zeit deutsche und britische Institute – haben eine umfassende Reorganisation ihrer Investmentbanking-Sparte angekündigt.

Einer kürzlich durchgeführten Erhebung zufolge machen die wichtigsten Händler auch regulatorische Reformen für die Veränderung des Marktmachergeschäfts verantwortlich.^③ Insbesondere weisen sie auf die einschränkende Wirkung der Höchstverschuldungs- und Eigenkapitalquoten auf Geschäftsfelder mit geringen Margen und hoher Bilanzwirkung hin, beispielsweise auf die mit Repos finanzierten Handelsgeschäfte. Sie nennen auch die steigenden Kosten für die Lagerung festverzinslicher Wertpapierbestände.

Allerdings ist die Nettowirkung auf die Marktliquidität von zusätzlichen Faktoren abhängig. Ein Faktor ist, ob der Marktmacher die kostensenkenden Effekte neuer Handelstechnologien zu nutzen vermag. Ein weiterer Faktor ist, ob andere Marktteilnehmer an die Stelle traditioneller Marktmacher treten können. Dies bestimmt auch, inwieweit die höheren Kosten des Marktmachergeschäfts an die Kunden und letztlich die gesamte Anlegerbasis weitergegeben werden.

Aus wirtschaftspolitischer Sicht stellt sich die wichtige Frage, ob die derzeitigen Trends beim Marktmachergeschäft künftige Liquiditätskrisen vermeiden helfen. Dazu müssten diese Trends den Preis von Marktmacherdienstleistungen in normalen Zeiten besser mit den hohen Kosten der versiegenden Liquidität in Krisenzeiten in Einklang bringen. Zwar würden solche Preisanpassungen wohl kaum verhindern, dass ein außergewöhnlich großer Schock die Finanzmärkte zum Erliegen bringt. Sie sollten aber die Finanzmarktakteure davon abhalten, Marktliquidität als selbstverständlich anzusehen und einen möglichen Preiseinbruch naiv auszuschließen, selbst dann noch, wenn Exzesse allmählich sichtbar werden. Weil die Anfälligkeit von Marktteilnehmern gegenüber normalen Liquiditätsschocks verringert würde, wäre es weniger wahrscheinlich, dass solche Schocks sich noch verstärken und die systemweite Liquidität untergraben.

^① Siehe Ausschuss für das weltweite Finanzsystem, „Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications“, *CGFS Papers*, Nr. 52, November 2014. ^② Siehe R. Roengpitya, N. Tarashev und K. Tsatsaronis, „Geschäftsmodelle von Banken“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2014. ^③ Siehe Anhang 4 der in der Fußnote zitierten Publikation^①.

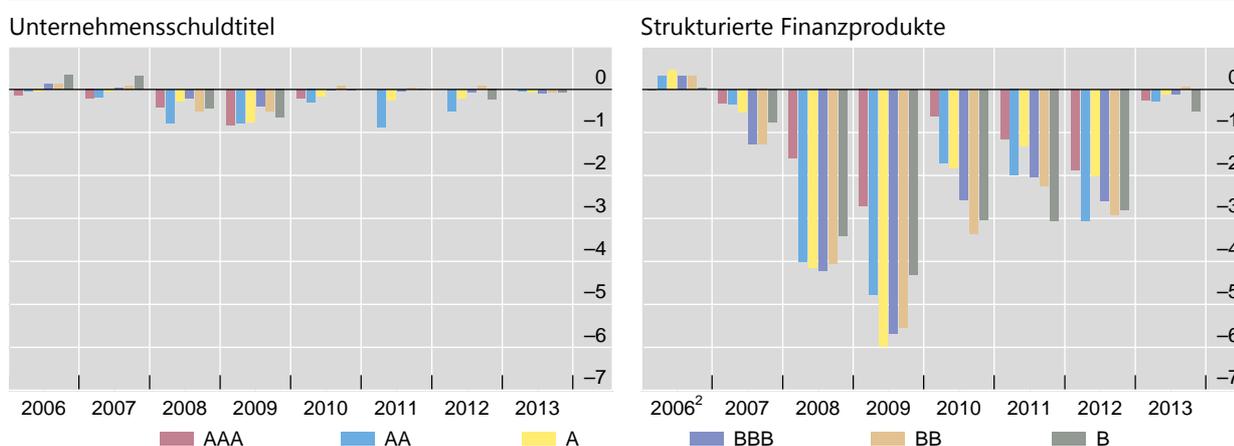
Die Risiken strukturierter Finanzierungen: aufsichtsrechtliche Maßnahmen

Die Krise machte schwerwiegende Mängel des Verbriefungsmarktes deutlich. Abrupte Ratingherabsetzungen für festverzinsliche Wertpapiere 2008/09 zwangen die Banken zu rascher Mittelaufnahme, um bestehende Positionen zu decken. Während Unternehmensanleihen durchschnittlich um weniger als eine Stufe herabgestuft wurden, betrug die entsprechende Herabstufung von Verbriefungstranchen mit ähnlichem Rating sogar 3–6 Stufen (Grafik VI.B). Und während die Herabstufungen von Unternehmensanleihen nach 2009 zurückgingen, nahmen sie für Verbriefungstranchen bis 2012 zu. Diese Diskrepanz machte deutlich, dass fehlerhafte Risikomodelle zu überhöhten Ratings bestimmter vorrangiger Tranchen geführt und dadurch deren aufsichtsrechtliches Risikogewicht künstlich verringert hatten. Außerdem stieg aufgrund der unbegründeten Annahme, dass sich Risiken mit hoher Präzision schätzen ließen, die Wahrscheinlichkeit, dass die Verbriefungstranchen im mittleren Segment der Kapitalstruktur massiv unterkapitalisiert waren.

Schwankungen in der Einschätzung des Kreditrisikos¹

Durchschnittliche Ratingänderung während eines Jahres in Anzahl Ratingstufen

Grafik VI.B



¹ Basierend auf sämtlichen von Fitch vergebenen Ratings. Die Balkenfarbe entspricht jeweils dem Rating zu Jahresbeginn, die Balkenhöhe der durchschnittlichen Ratingänderung im Jahresverlauf. Eine positive (negative) Zahl entspricht einer Heraufstufung (Herabstufung). ² Nur US-Produkte.

Quellen: Fitch Ratings; Berechnungen der BIZ.

Die jüngsten Änderungen der Verbriefungsregelung tragen diesen Erkenntnissen Rechnung.① Die neue Regelung enthält Bestimmungen, die die Einhaltung bzw. die Pflicht zur Begründung der Nichteinhaltung („comply or explain“-Prinzip) verlangen und für die Banken einen Anreiz darstellen sollen, sich nicht allein auf externe Ratings zu verlassen. Sie begrenzt auch die Zahl der verfügbaren Ansätze für die Berechnung des regulatorischen Eigenkapitals der Banken und vereinfacht deren Hierarchie. Eine wichtige Neuerung ist die Einführung regulatorischer Vorkehrungen gegen eine Unterkapitalisierung bei gleichzeitiger Wahrung der Risikosensitivität, d.h., dass für riskantere Verbriefungspositionen mehr Eigenkapital verlangt wird.

Im Sinne einer solchen risikosensitiven Regulierung sollten weniger komplexe und transparentere Verbriefungen niedrigeren Eigenkapitalanforderungen unterliegen. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht und die International Organization of Securities Commissions haben eine entsprechende Kriterienliste vorgelegt, wie einfache und transparente Pools von Vermögenswerten geschaffen werden können.②

Dennoch ist auch die Risikobewertung solcher Pools mit beträchtlicher Unsicherheit verbunden. Dies zu verkennen würde die Wahrscheinlichkeit für massiv unterkapitalisierte Tranchen beträchtlich erhöhen.

Das Besondere an Verbriefungstranchen ist, dass sie Unsicherheit bündeln können. Antoniadou und Tarashev haben in einer Untersuchung einfacher und transparenter Verbriefungen gezeigt, dass die nicht zu vermeidende Unsicherheit über die tatsächliche Ausfallwahrscheinlichkeit im zugrundeliegenden Pool von Vermögenswerten

vorwiegend in Tranchen mittleren Ranges, den sog. Mezzanine-Tranchen, zum Tragen kommt.^③ Basel II hat dies nicht berücksichtigt und Klippeneffekte entstehen lassen, bei denen geringe Schätzfehler zu übermäßig hohen Schwankungen der Eigenkapitalanforderungen für diese Tranchen geführt haben. Dadurch kam es zu massiver Unterkapitalisierung und zur Fehlbewertung von Risiken. Die Einführung von Sicherheitsvorkehrungen, die die Eigenkapitalunterlegung von Mezzanine-Tranchen erhöhen, ist daher ein willkommener Schritt zur Behebung einer wichtigen Ursache von Schwachstellen im Finanzsystem.

① Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Basel III: Änderungen der Regelung für Verbriefungen*, Dezember 2014. ② Basler Ausschuss für Bankenaufsicht und Board of the International Organization of Securities Commissions, *Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations*, Konsultationspapier, Dezember 2014. ③ A. Antoniadou und N. Tarashev, „Securitisations: tranching concentrates uncertainty“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2014.

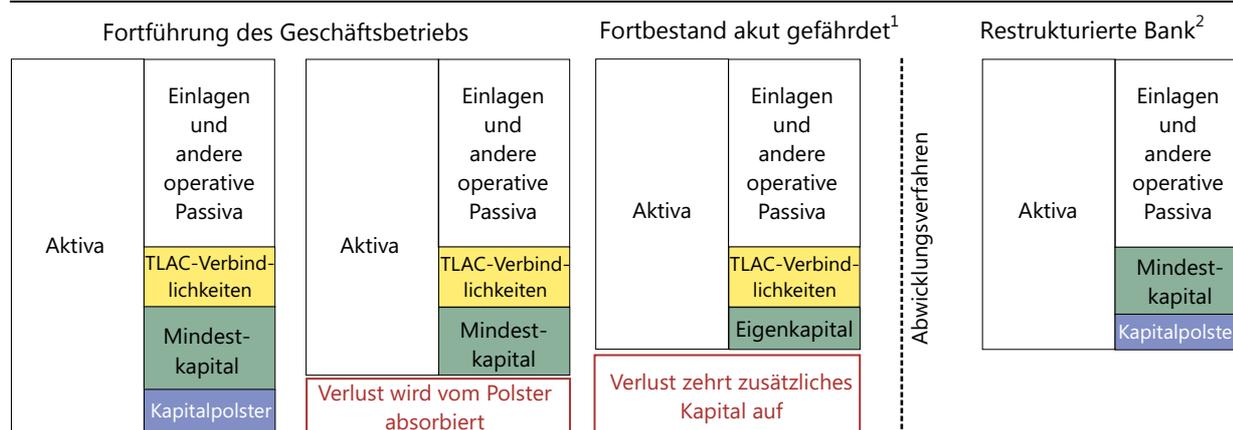
Verlustabsorptionsfähigkeit von Banken im Falle einer Abwicklung

Die Regulierungsreformen nach der Krise sollen die Anfälligkeit der Wirtschaft gegenüber Spannungen im Finanzsystem verringern. Verfolgt werden zwei sich ergänzende Ziele: die Vorgabe von Mindeststandards für die Widerstandsfähigkeit, damit die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls von Finanzinstituten sinkt, und die Eindämmung der Auswirkungen von Konkursen auf das Finanzsystem und die Wirtschaft. Mit Blick auf das erste Ziel wurden die strengeren Eigenkapital- und Liquiditätsstandards von Basel III für Banken erarbeitet, die ihren Geschäftsbetrieb fortführen. Mit Blick auf das zweite Ziel wurden Maßnahmen ergriffen, die die Effizienz der Abwicklung einer nicht überlebensfähigen Bank verbessern. Für Letzteres hat das Financial Stability Board eine Liste von Schlüsselmerkmalen wirksamer Abwicklungsverfahren herausgegeben und einen neuen Standard für die Angemessenheit der Verlustabsorptionsfähigkeit global systemrelevanter Banken (G-SIB) im Falle einer Abwicklung vorgeschlagen, die sog. Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC).^①

Die TLAC-Anforderung würde die Verlustabsorptionsfähigkeit des regulatorischen Eigenkapitals von Basel III ergänzen. Grundsätzlich würde eine normal funktionierende Bank über genügend Eigenkapital verfügen, um die Anforderungen an das regulatorische Mindestkapital und das Kapitalpolster zu erfüllen, und ausreichend hohe TLAC-Verbindlichkeiten aufweisen (Grafik VI.C, erstes Feld). Das Kapitalpolster ist das erste Auffangbecken einer Bank: Es absorbiert die anfänglichen Verluste und gestattet der Bank, ihre Intermediationsdienstleistungen ununterbrochen fortzusetzen (zweites Feld). Eine Bank, die ihren Geschäftsbetrieb fortführt, erfüllt ihre Mindestkapitalanforderungen und gilt als fähig, negative Schocks aufzufangen, indem sie ihr Kapitalpolster wieder aufbaut, beispielsweise durch einbehaltene Gewinne. Hohe und anhaltende Verluste können jedoch dazu führen, dass die Bank ihre Mindestanforderungen nicht mehr erfüllt und dass ihr folglich die Fähigkeit, die Situation zu meistern, wahrscheinlich abgesprochen wird und sie daher als nicht überlebensfähig gilt (drittes Feld). An diesem Punkt würde der Abwicklungsprozess einsetzen, in dem es zu einem „Bail-in“ der TLAC-Verbindlichkeiten, d.h. zu einer Umwandlung in Eigenkapital oder zur Abschreibung, käme. Dadurch sind die Behörden in der Lage, die notleidende Bank bzw. ein Nachfolgeinstitut, das ihren Geschäftsbetrieb übernimmt, so zu rekapitalisieren, dass das Marktvertrauen erhalten bleibt und wichtige Dienstleistungen sichergestellt sind (viertes Feld). Letztlich stellt die TLAC eine vorfinanzierte Kapitalquelle dar, die einen störungsfreien Abwicklungsprozess ermöglicht.

Funktion der TLAC bei der Abwicklung: eine schematische Darstellung

Grafik VI.C



Die Höhe der Balkenabschnitte wurde mit Blick auf die Lesbarkeit der Grafik gewählt. Sie bezieht sich weder auf tatsächliche Zahlen einer Bank noch auf die relativen Größenverhältnisse der verschiedenen Verbindlichkeiten gemäß Basel III und dem TLAC-Vorschlag.

¹ Nicht-TLAC-Verbindlichkeiten sind bei einer Abwicklung ebenfalls mit einem Verlustrisiko behaftet, entsprechend der anwendbaren Gläubigerhierarchie gemäß geltendem Abwicklungsverfahren. ² Eine Bank, die abgewickelt wird, bzw. ihr Nachfolgeinstitut hätte 1–2 Jahre Zeit, um die TLAC-Mindestanforderung zu erfüllen (falls sie/es weiterhin als G-SIB eingestuft würde).

Der TLAC-Vorschlag präzisiert, wie die Banken diese zusätzliche Verlustabsorptionsfähigkeit aufbauen sollen. Zur Erfüllung der TLAC-Anforderung für den Fall einer Abwicklung können als Kernkapital (Tier 1) oder Ergänzungskapital (Tier 2) anrechenbare Mittel herangezogen werden, doch sollte mindestens ein Drittel der Anforderung mit Schuldtiteln gedeckt werden. Um ein reibungsloses Bail-in zu ermöglichen, sollten diese Schuldtitel eine Reihe von Kriterien erfüllen. Ganz wichtig ist, dass die rechtlichen Bestimmungen die Nachrangigkeit der TLAC-Verbindlichkeiten gegenüber anderen Verbindlichkeiten mit stärkerer operativer Bedeutung – Einlagen sowie Derivat- und anderen Handelspositionen von Gegenparteien – klar festhalten. Dadurch würde das Risiko von Rechtsstreitigkeiten oder Entschädigungsansprüchen sinken. Weitere Kriterien verlangen, dass die TLAC-Verbindlichkeiten unbesichert sein und eine Restlaufzeit von über einem Jahr aufweisen sollten, damit auch dann noch genügend hohe Beträge verfügbar sind, wenn die Bank den Punkt erreicht, an dem sie nicht mehr überlebensfähig ist. Ziel des TLAC-Vorschlags ist es, zu verhindern, dass die Abwicklung einer notleidenden Bank den Steuerzahler belastet, und dafür zu sorgen, dass sie unabhängig davon, ob es sich um eine Rekapitalisierung, Reorganisation oder geordnete Liquidierung handelt, störungsfrei abläuft.

Die Höhe der TLAC-Anforderung wird mit Blick auf die bestehenden regulatorischen Messgrößen festgelegt. TLAC-Wertpapiere sollten mindestens dem höheren der beiden folgenden Kriterien entsprechen: i) 16–20% der risikogewichteten Aktiva der Bank^① bzw. ii) dem doppelten Betrag des Eigenkapitals, das für die Erfüllung der Höchstverschuldungsquote von Basel III ausreicht. Der Betrag wäre wie erwähnt ein Mindestbetrag, und die nationalen Aufsichtsinstanzen hätten die Möglichkeit, für die Banken in ihrem Zuständigkeitsbereich zusätzliche Anforderungen zu erlassen. Der Umsetzungstermin für die TLAC-Anforderung steht noch nicht fest, sie wird aber nicht vor Januar 2019 in Kraft treten.

Die Wirksamkeit der TLAC hängt in hohem Maße davon ab, dass sie andere Elemente der Regulierungsvorschriften und der Abwicklungsverfahren ergänzt. Der Vorschlag ist mit den Basel-III-Regelungen vereinbar. Er tastet die Standards für Eigenkapital und Liquidität nicht an und unterstützt deren Ziel, die Widerstandsfähigkeit von Banken, die ihren Geschäftsbetrieb fortführen, zu stärken. Die TLAC-Mittel werden erst dann angezapft, wenn die Bank nicht mehr überlebensfähig ist, damit die Abwicklungsinstanzen die Basel-III-Polster einer entsprechend reorganisierten Nachfolgebank wiederherstellen können. Zudem muss die TLAC-Anforderung gut mit den bestehenden und im Aufbau begriffenen Abwicklungsverfahren harmonisieren und auf unterschiedliche Organisationsstrukturen anwendbar sein. Bei der endgültigen Festlegung der Regeln und der Kalibrierung von Zielwerten wird es entscheidend sein, für eine ausreichend flexible Regelung zu sorgen, um die von Land zu Land und je nach Bank unterschiedlichen Abwicklungsverfahren und -strategien zu berücksichtigen.

^① Financial Stability Board, *Adequacy of loss-absorbing capacity of global systemically important banks in resolution*, Konsultationspapier, November 2014. ^② In den endgültigen Regeln wird die genaue Zahl innerhalb dieser Bandbreite genannt werden.

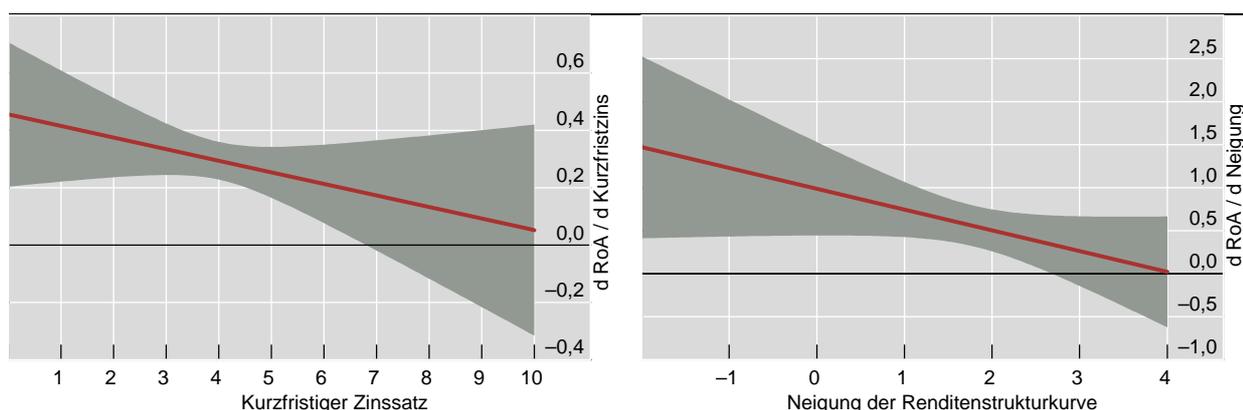
Geldpolitik und Rentabilität von Banken

Eine lang anhaltende geldpolitische Lockerung kann die Rentabilität von Banken beeinträchtigen. Niedrigere kurzfristige Zinssätze und eine flachere Renditenstrukturkurve drücken nämlich auf den Nettozinsenertrag, da sie die Margen der Banken und die Erträge aus der Fristentransformation schmälern. Dieser Effekt wird durch die positive Wirkung niedrigerer Zinssätze auf die Rückstellungen für Kreditausfälle – in Form niedrigerer Schuldendienstkosten und geringerer Ausfallwahrscheinlichkeiten – nicht wettgemacht. Ebenso wenig wird dieser Effekt durch die höheren zinsunabhängigen Erträge kompensiert, die sich aufgrund der positiven Wirkung der niedrigeren Zinssätze aus der Bewertung von Wertpapieren ergeben. Tatsächlich kommen Demirgüç-Kunt und Huizinga^① in einer Analyse aggregierter Bankdaten aus 80 Industrie- und Entwicklungsländern zu dem Schluss, dass rückläufige Zinsen im Allgemeinen die Rentabilität von Banken verringern. Alessandri und Nelson kommen in einer Untersuchung britischer Banken zu ähnlichen Ergebnissen.^②

Eine kürzlich durchgeführte Forschungsarbeit in der BIZ, in der 109 große international tätige Banken mit Sitz in 14 wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften untersucht wurden, hat dies ebenfalls bestätigt.^③ Allerdings kommt die BIZ-Studie auch zu dem Schluss, dass die Wirkung von Änderungen der Zinsstruktur – des kurzfristigen Zinssatzes und der Neigung der Renditenstrukturkurve – auf die Rentabilität von Banken stärker ausfällt, wenn die Zinssätze fallen und die Renditenstrukturkurven flacher werden. Beim kurzfristigen Zinssatz ist dieser nicht lineare Effekt u.a. auf den sinkenden „Einlageneffekt“ auf die Rentabilität von Banken bei niedrigen Zinsen zurückzuführen: Da der Einlagenzins nicht – oder nicht deutlich – unter null fallen kann, wird der Abschlag (die Differenz zwischen Markt- und Einlagenzins) bei äußerst niedrigen Leitzinsen gestaucht. Bei der Neigung der Renditenstrukturkurve ist der nicht lineare Effekt möglicherweise der Nachfrage nach langfristigen Krediten und Bankdienstleistungen und den Rückstellungen zuzuschreiben. Je niedriger der kurzfristige Zinssatz und je geringer die Neigung der Renditenstrukturkurve ist, umso größer ist ihr Einfluss auf die Gesamtkapitalrentabilität (RoA) (Grafik VI.D). Beispielsweise führt eine Senkung des kurzfristigen Leitzinssatzes von 1% auf 0% schätzungsweise zu einem Rückgang der RoA um 0,4 Prozentpunkte innerhalb eines Jahres – doppelt so viel wie bei einem Rückgang des kurzfristigen Leitzinssatzes von 7% auf 6% (Grafik VI.D links). In ähnlicher Weise schmälert ein Rückgang der Neigung der Renditenstrukturkurve von –1 auf –2 Prozentpunkte die RoA um 1,2 Prozentpunkte innerhalb eines Jahres, während der Effekt auf die RoA nur halb so groß ist, wenn die Neigung von 2 Prozentpunkten auf 1 Prozentpunkt zurückgeht (Grafik VI.D rechts).

Folgen von Änderungen der Zinsstruktur für die Gesamtkapitalrentabilität (RoA) von Banken

Grafik VI.D



RoA = Gewinn vor Steuern geteilt durch die Bilanzsumme; kurzfristiger Zinssatz = 3-Monats-Interbanksatz in Prozent; Neigung der Renditenstrukturkurve = Spread zwischen einer 10-jährigen Staatsanleihe und dem 3-Monats-Interbanksatz in Prozentpunkten. Die vertikale Achse zeigt die Ableitung der RoA in Bezug auf den kurzfristigen Zinssatz (linkes Feld) und auf die Neigung der Renditenstrukturkurve (rechtes Feld) in Prozentpunkten. Schattierter Bereich = 95%-Konfidenzband.

Quelle: Berechnungen der BIZ.

Gemäß diesen Schätzungen wurde der negative Effekt eines Rückgangs des kurzfristigen Zinssatzes auf die Rentabilität der Banken durch die höhere Neigung der Renditenstrukturkurve in den beiden ersten Jahren nach Ausbruch der Großen Finanzkrise (2009/10) mehr als ausgeglichen. Unter sonst gleichen Bedingungen haben diese Veränderungen bei den 109 untersuchten Banken insgesamt zu einem Anstieg der RoA um durchschnittlich 0,3 Prozentpunkte geführt. In den darauffolgenden vier Jahren (2011–14) trugen ein weiterer Rückgang des kurzfristigen Zinssatzes und eine Abflachung der Renditenstrukturkurve zu einem Rückgang der RoA um insgesamt 0,6 Prozentpunkte bei. Diese Ergebnisse haben auch Bestand, wenn unterschiedliche konjunkturelle Bedingungen und bankspezifische Merkmale wie Größe, Liquidität, Kapitalisierung und Marktfinanzierungsquote berücksichtigt werden.

① A. Demirgüç-Kunt und H. Huizinga, „Determinants of commercial bank interest margins and profitability: some international evidence“, *World Bank Economic Review*, Nr. 13(2), 1999, S. 379–408. ② P. Alessandri und B. Nelson, „Simple banking: profitability and the yield curve“, *Journal of Money Credit and Banking*, Nr. 47(1), 2015, S. 143–175. ③ C. Borio, L. Gambacorta und B. Hofmann, „The influence of monetary policy on bank profitability“, *BIS Working Papers*, 2015 (erscheint demnächst).

Regulatorische Behandlung von Forderungen an Staaten: Erhöhung der Risikosensitivität

Die Basler Rahmenregelungen schreiben Mindestkapitalanforderungen vor, die den zugrundeliegenden Risiken entsprechen.^① Dies ist der Grundgedanke der Rahmenregelungen. Allerdings werden in einigen Ländern bei der Umsetzung der Regelungen Forderungen an Staaten bevorzugt behandelt, vor allem im Vergleich zu Forderungen an Nichtfinanzunternehmen. Dies schwächt die Risikosensitivität der aufsichtsrechtlichen Anforderungen.^② Da die sich ergebenden Verzerrungen die Finanzstabilität gefährden können, wurden politische Initiativen ergriffen, um die Behandlung von Forderungen an Staaten bei der Regulierung von Banken zu überarbeiten.

Am deutlichsten zeigt sich die Vorzugsbehandlung bei Forderungen, die auf die Währung des staatlichen Schuldners lauten und von der Bank in derselben Währung refinanziert werden. Die nationalen Behörden haben die Möglichkeit – nicht aber die Verpflichtung –, solche Forderungen mit weit niedrigeren Risikogewichten zu belegen als Forderungen gegenüber privaten Unternehmen mit ähnlichen Risikomerkmale. Häufig, und unabhängig vom jeweiligen Länderrating, beträgt das niedrigere Risikogewicht null. Dies gilt derzeit beim Standardansatz für die Behandlung des Kreditrisikos im Anlagebuch ebenso wie bei dem geltenden und dem vorgeschlagenen neuen Ansatz für das spezifische Risiko im Handelsbuch.^③

In Bezug auf die Behandlung des Liquiditätsrisikos sind Forderungen an Staaten attraktive Anlagen und dürften dies auch bleiben. Dies zeigt sich beispielsweise am aufsichtsrechtlichen Ansatz für die Behandlung solcher Forderungen mit einem Risikogewicht von null: Im Rahmen der Liquiditätsanforderungen für Banken gelten sie ohne Einschränkung als erstklassige liquide Aktiva. Ein anderes Beispiel sind die vorgeschlagenen Regeln für das Handelsbuch, die den Banken vorschreiben, das Risiko ihrer Forderungen über bestimmte Zeiträume zu bewerten. Während das geschätzte Risiko automatisch mit dem Bewertungszeitraum zunimmt, ist dieser Zeitraum für liquidere Wertpapiere, die sich in Stresszeiten leichter verkaufen lassen, kürzer. Angesichts der hohen historischen Liquidität von Staatspapieren ist der vorgeschlagene Bewertungszeitraum nur halb oder nur ein Drittel so lang wie für Unternehmenspapiere mit gleichem Rating.

Darüber hinaus wurden Forderungen an Staaten von den Konzentrationslimits bei den Regelungen für Großkredite ausgenommen. Es überrascht daher nicht, dass sie in den Bilanzen der Banken eine wichtige Rolle spielen. In einer weltweiten Stichprobe von 30 großen Banken erhöhte sich der Anteil der Forderungen an Staaten im Anlagebuch von rund 12% 2004 auf 20% Ende 2013.^④ Und in den Ländern an der Peripherie des Euro-Raums hat der Anteil der von den Banken gehaltenen Schuldtitel des eigenen Staates in Relation zur Bilanzsumme kontinuierlich zugenommen, von 3% 2008 auf über 8% Ende 2014.^⑤

Dies hat die Wechselwirkung zwischen Banken und Staaten verstärkt. Jahrzehntlang haben sich die Banken auf implizite und explizite staatliche Unterstützung verlassen, um ihre Ratings zu verbessern und ihre Finanzierungskosten zu senken. In jüngerer Zeit erhielten die in Schwierigkeiten steckenden Staaten aufgrund der Vorzugsbehandlung von Forderungen an Staaten finanzielle Unterstützung von Banken, die ihrerseits mit Problemen zu kämpfen hatten. Die destabilisierenden Folgen dieser Wechselwirkung wurden in der Staatsschuldenkrise 2010/11 sichtbar, als sich die finanziellen Anspannungen wieder massiv verstärkten.

Diese Erfahrung hat zur Überarbeitung der aufsichtsrechtlichen Behandlung von Staatspapieren geführt. Zunächst wurde die Behandlung der staatlichen Unterstützung für Banken im Rahmen des Standardansatzes für das Kreditrisiko unter die Lupe genommen. Die vorgeschlagenen Änderungen des Ansatzes würden es einer kreditgebenden Bank verbieten, das Risikogewicht ihrer Interbankpositionen in Anbetracht des Ratings des Landes, in dem die kreditnehmende Bank ihren Sitz hat, zu reduzieren. Wenn diese Änderungen umgesetzt werden, würde die Eigenkapitalanforderung der kreditgebenden Bank – und letztlich der Kreditzinssatz – besser auf die Bonität der kreditnehmenden Bank abgestimmt.^⑥ Zudem werden die demnächst geltenden Anforderungen in Bezug auf die Höchstverschuldungsquote u.a. den Umfang von Forderungen an Staaten in Abhängigkeit von der Eigenkapitalausstattung begrenzen. Die Überarbeitung der aufsichtsrechtlichen Behandlung von Forderungen an Staaten selbst ist allerdings noch nicht abgeschlossen.

Es ist wichtig, anzuerkennen, dass die Vorzugsbehandlung von Staaten auf dem irreführenden Argument beruht, wonach die Zentralbanken bereitstünden, um die Staatsschulden in Landeswährung zu monetarisieren und damit den Zahlungsausfall zu verhindern. Wie jedoch die jüngsten Ereignisse im Euro-Raum gezeigt haben, hat dies in einem Währungsraum, in dem die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen nicht den Bedürfnissen eines bestimmten

in Schwierigkeiten steckenden Staates entsprechen, keine Gültigkeit. Gegen das Argument sprechen auch eine Reihe historischer Ausfälle bei Staatsschulden in Landeswährung, zumeist in aufstrebenden Volkswirtschaften. Und selbst wenn die Monetisierung tatsächlich einen Staatsbankrott verhindern sollte, untergräbt sie die Unabhängigkeit der Zentralbank und das Marktvertrauen in die Landeswährung. Dies wiederum könnte zu höherer Inflation und einer Währungskrise führen, die auch das Bankensystem in Mitleidenschaft ziehen würde. Diese Überlegungen unterstreichen die Berechtigung der Bemühungen, die Wahrscheinlichkeit, dass ein Staat in Schwierigkeiten geraten kann, in den regulatorischen Vorschriften für Forderungen an Staaten besser zum Ausdruck zu bringen.

① Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Basel II: Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen – Überarbeitete Rahmenvereinbarung – Umfassende Version*, Juni 2006. ② Siehe Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, „Behandlung des Länderrisikos in der Basler Eigenkapitalregelung“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2013. ③ Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Fundamental review of the trading book: outstanding issues*, Konsultationspapier, Dezember 2014. ④ Basierend auf Daten des BCBS. ⑤ Siehe European Systemic Risk Board, *Report on the regulatory treatment of sovereign exposures*, 2015. ⑥ Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Revisions to the standardised approach for credit risk*, Konsultationspapier, Dezember 2014.