

Indikatoren zur Risikolage im Finanzsystem

Dezember 2023

Themengruppe Volkswirtschaft

Stand 6. Dezember 2023



Allgemeine Lage

Geopolitische Belastungen

- weiterhin nur verhaltene
Perspektiven für die Welt-
wirtschaft

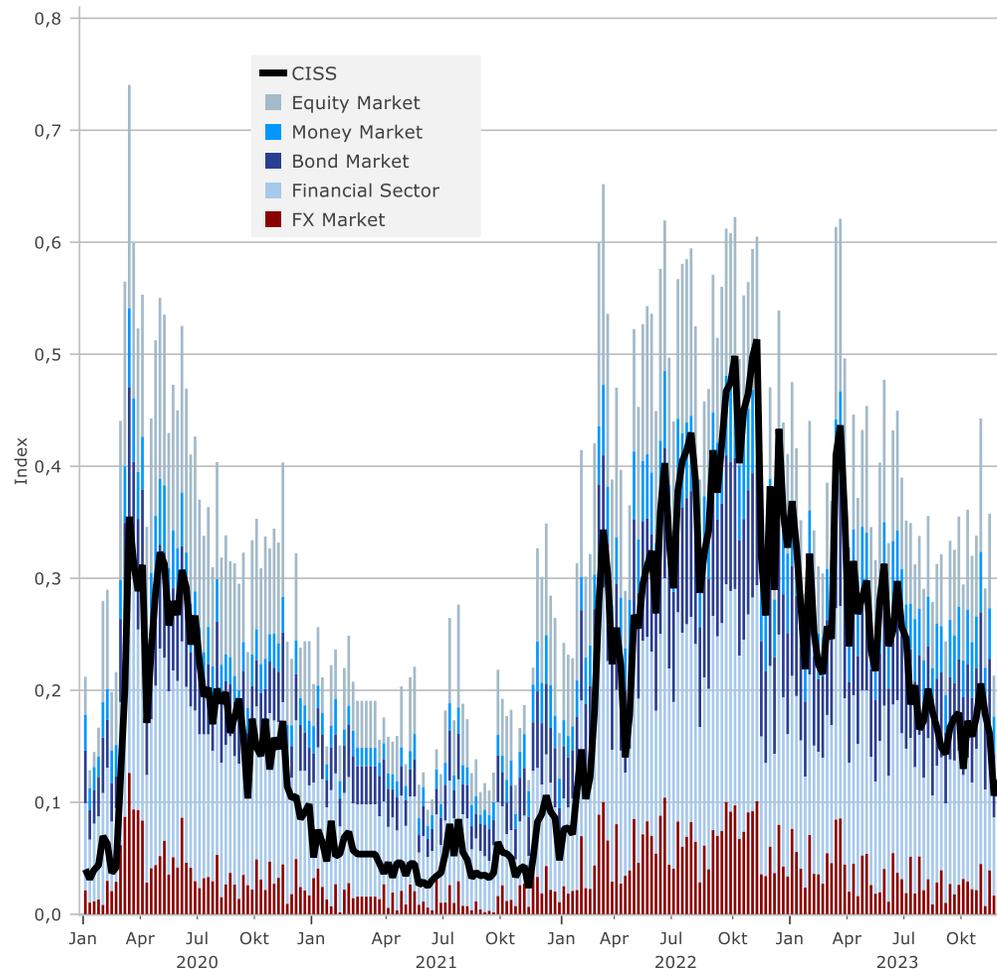
Kapitalmarktzinsen zuletzt wieder gesunken

Kreditnachfrage der Unter- nehmen rückläufig

- Die Weltwirtschaft entwickelt sich weiterhin nur sehr verhalten. Nach wie vor dämpfen die erhöhte Inflation, gestiegene Zinsen sowie starke geopolitischen Spannungen die wirtschaftliche Entwicklung.
 - Die zahlreichen geopolitischen Spannungen beeinflussen im besonderen Maße die globalen Energie- und Rohstoffpreise und sorgen für zusätzliche Unsicherheiten bei Investitionen. Sie bremsen aber auch die globalen Güter- und Kapitalströme und schüren „De-Globalisierungs-Sorgen“.
 - Laut IWF-Prognose wird das globale Wirtschaftswachstum in diesem und im nächsten Jahr mit jeweils rund 3 % unterhalb des längerfristigen Wachstumstrends (knapp 4 %) bleiben.
-
- Nach der Fed hat zuletzt auch die EZB eine Zinspause eingelegt. Der Hauptrefinanzierungssatz der EZB liegt derzeit bei 4,5 %. Von den Marktakteuren wird dieses Zinsniveau als Höhepunkt des gegenwärtigen Straffungskurses gesehen; ab Mitte 2024 werden zum Teil bereits erste Zinssenkungen im Euroraum eingepreist.
 - Nach einem starken Anstieg im Oktober 2023 sind die Kapitalmarktzinsen zuletzt wieder deutlich gesunken. Die Zinsstrukturkurve - also der Unterschied zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen – ist im Euroraum und den USA allerdings weiterhin negativ (inverse Zinsstrukturkurve).
 - Eine inverse Zinsstrukturkurve gilt häufig als Vorbote für eine Rezession; zudem beeinträchtigt sie die Fristentransformation im Bankgeschäft.
-
- Der Bestand an Krediten für Unternehmen und Selbstständige in Deutschland - eine nominale Größe - ist im dritten Quartal 2023 im Vergleich zum Vorquartal gesunken. Viele Unternehmen halten sich nach wie vor aufgrund der hohen Unsicherheiten mit Investitionen zurück. Hinzu kommt das gestiegene Zinsniveau.
 - Für das vierte Quartal 2023 erwarten die deutschen Banken laut Bank Lending Survey der EZB einen weiteren Rückgang der Kreditnachfrage der Unternehmen.

Systemischer Stress lässt nach

Composite Indicator of Systemic Stress (CISS)



Quelle: Macrobond

Composite Indicator of Systemic Stress (CISS)

- Der CISS ist ein, aus verschiedenen Einzelindikatoren zusammengesetzter Indikator für den systemischen Stress im Euroraum.
 - Er wird von der EZB wöchentlich berechnet.
-
- Der Indikator für systemischen Stress (CISS) im Euroraum ist unter teilweise kräftigen Schwankungen seit Herbst 2022 gesunken.
 - Der russische Krieg in der Ukraine und seine Folgen haben den Indikator bis Mitte November 2022 auf einen Wert steigen lassen, der nennenswert über dem Niveau zu Beginn der Corona-Pandemie (März 2020) lag.
 - Im Frühjahr 2023 kam es aufgrund der Turbulenzen im Bankensektor zu einem kurzfristigen, kräftigen Anstieg des Indikators. Dieser temporäre Anstieg wurde vor allem durch die Teilkomponenten für den Aktienmarkt, den Finanzsektor und den Devisenmarkt getrieben.
 - Seit Ende März ist der Indikator unter Schwankungen wieder deutlich gesunken, verbleibt allerdings nach wie vor auf einem erhöhten Niveau.

Aktienmärkte: Jahresendrally im Gang?

Aktienmärkte - internationaler Vergleich

01.01.2020 = 100

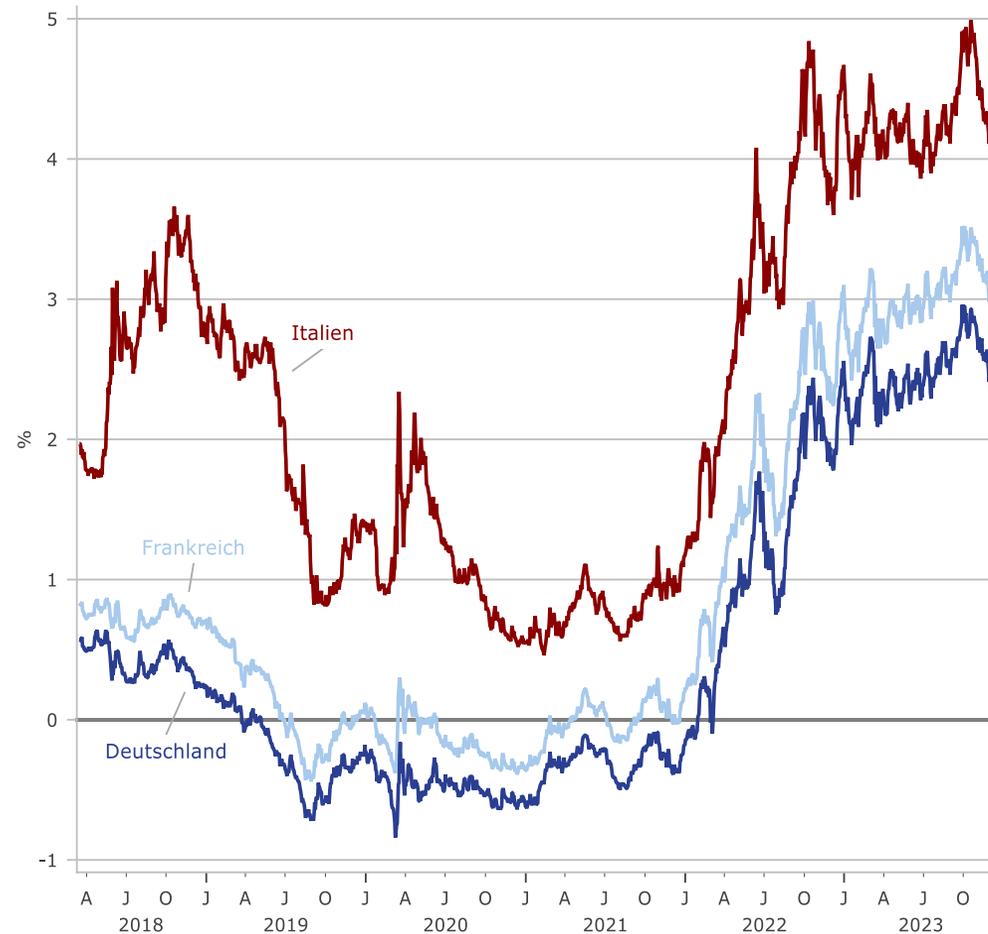


Quelle: Macrobond

- Seit Oktober 2022 konnten sich die Aktienmärkte in den USA und Europa wieder deutlich erholen.
- Der Dax ist in der ersten Jahreshälfte 2023 um rund 16 % gestiegen. Der Rücksetzer im Spätsommer konnte in den letzten beiden Monaten wieder kompensiert werden. Am 6. Dezember notierte der DAX auf einem neuen Allzeithoch.
- In Deutschland und im Euroraum dürften das Ausbleiben der zuvor befürchteten Energieengpässe und die allmähliche Beruhigung bei den Lieferengpässen die Kurserholung seit Herbst letzten Jahres unterstützt haben.
- Zwischen August und Ende Oktober 2023 haben die Aktienkurse aufgrund des Anstiegs der langfristigen Zinsen, unter anderem verbunden mit den aufkeimenden Sorgen über die Entwicklung der Staatsfinanzen (Budgetstreit in den USA, Aufwärtskorrektur der Defizitpläne in einigen Eurostaaten) nachgegeben.
- Diese Entwicklung fand im November ein Ende. Seither zeichnet sich – sowohl in Europa als auch in den USA - eine vergleichsweise starke Jahresendrally ab.

Kapitalmarktzinsen sinken

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond.

- Nachdem der EZB-Rat die Leitzinsen in zehn Schritten in Folge um insgesamt 450 Basispunkte angehoben hat, hat er im Oktober 2023 eine „Zinspause“ eingelegt; das Zinsniveau blieb unverändert.
- Die Akteure an den Finanzmärkten sehen im gegenwärtigen Zinsniveau den Höhepunkt des aktuellen Straffungsprozesses erreicht. Die EZB betont allerdings ihre „Datenabhängigkeit“ und hält sich damit die Möglichkeit für weitere Zinserhöhungen offen.
- An den Märkten wird mehrheitlich mit einer ersten Zinssenkung der EZB ab Sommer 2024 gerechnet. Aus heutiger Sicht sollte die EZB eine Zinssenkung jedoch erst dann in Betracht ziehen, wenn die Inflation tatsächlich die Zielmarke erreicht hat. Hierfür sprechen auch die negativen Erfahrungen der 1970er Jahre, als viele Notenbanken den Kampf gegen die Inflation zu früh für beendet erklärt hatten.
- In den vergangenen Wochen kam es zu einem Rückgang der Renditen für 10-jährige Staatsanleihen. Dies dürfte auf den unerwartet deutlichen Rückgang der Inflationsraten zurückzuführen sein. Einige Investoren und Marktakteure erwarten inzwischen bereits im ersten Halbjahr 2024 eine erste Zinssenkung der EZB. Die europäischen Währungshüter halten diese Markterwartungen jedoch für überzogen.
- Seit Anfang Juli werden fällig werdende Tilgungsbeträge aus dem APP-Aufkaufprogramm von der EZB nicht mehr reinvestiert. Ihr Anleihebestand sinkt dadurch um durchschnittlich etwa 27 Milliarden € monatlich. Für sich genommen geht hiervon ein gewisser Aufwärtssdruck bei den Kapitalmarktzinsen im Euroraum aus.

Euro-Dollar-Kurs pendelt seit Jahresbeginn um die 1,08 Dollar-Marke

Euro-Dollar-Wechselkurs

Preis für einen Euro in US-Dollar



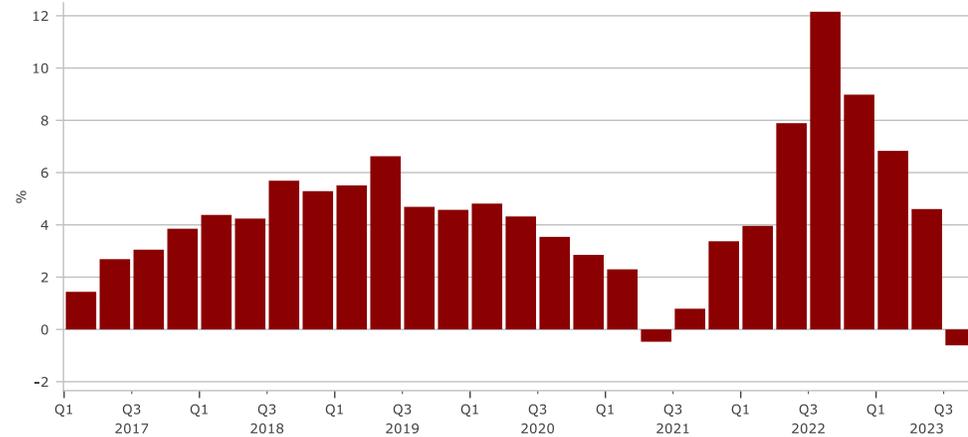
Quelle: Macrobond.

- Der Außenwert des Euro ist seit Mitte 2021 stark gesunken. Gegenüber dem US-Dollar ist der Euro Ende August 2022 erstmals seit fast 20 Jahren wieder unter die Parität gefallen.
- Die im Sommer 2022 einsetzenden Leitzinserhöhungen der EZB sowie erste Konjunktursorgen in den USA haben dem Euro ab Herbst 2022 wieder Rückenwind gegeben. Mitte Juli 2023 hatte der Euro-Dollar-Kurs die Marke von 1,12 überschritten.
- Das vorübergehende Nachgeben des Euro-Wechselkurses ab Mitte Juli dürfte unter anderem darauf zurückzuführen sein, dass die Wahrscheinlichkeit einer „weichen Landung“ der US-Konjunktur gestiegen ist und sich die Aussicht auf eine erste Zinssenkung der US-Notenbank zeitlich nach hinten, in das Jahr 2024 hinein, geschoben haben. Hinzu kam die im Vergleich zu den USA schwächere konjunkturelle Entwicklung im Euroraum.
- In den letzten zwei Monaten hat der Euro gegenüber dem Dollar allerdings wieder Boden gutgemacht. Dies dürfte zum einen darauf zurückzuführen sein, dass kurzfristig keine weiteren Zinserhöhungen der US-Notenbank zu erwarten sind. Mehr noch: An den Märkten wird erwartet, dass die Fed mit einem zeitlichen Vorlauf vor der EZB die Leitzinsen senken wird.
- Die Entwicklung des Euro-Dollar-Kurs dürfte besonders stark von den relativ offenen („datenabhängigen“) Zinsentscheidungen der Notenbanken abhängen.

Geringe Kreditnachfrage der Unternehmen

Kreditbestand an inländische Unternehmen und wirtschaftlich Selbstständige

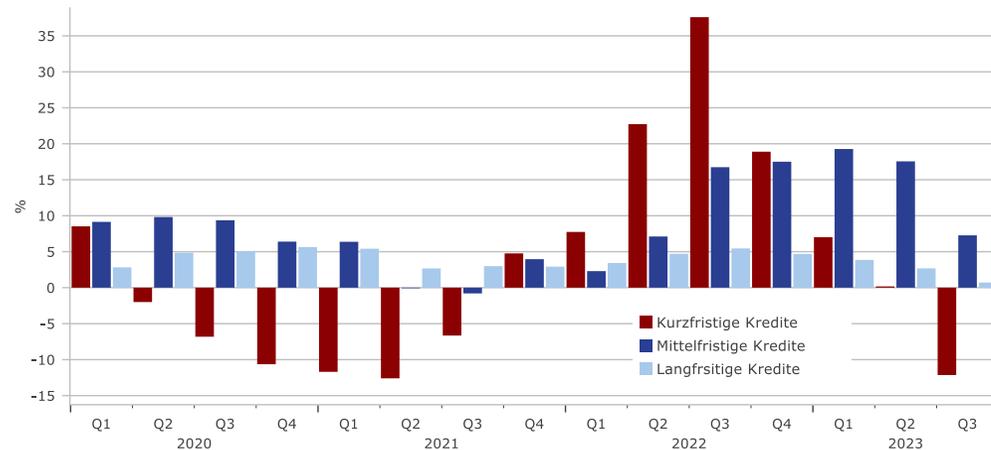
Veränderung ggü. Vorjahresquartal; ohne Wohnungsbau, Finanzierungsinstitutionen und Versicherungen



Quelle: Macrobond

Kreditbestand an inländische Unternehmen und wirtschaftlich Selbstständige

Veränderung ggü. Vorjahresquartal; ohne Wohnungsbau, Finanzierungsinstitutionen und Versicherungen



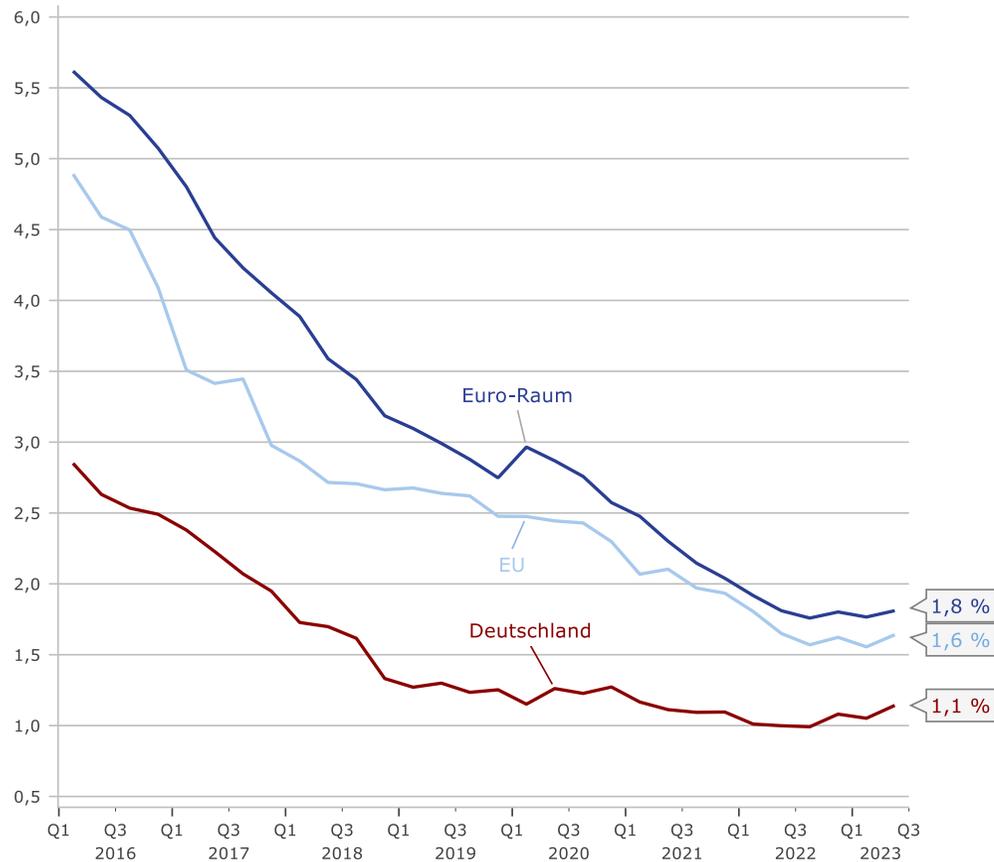
Quelle: Macrobond

- Der Kreditbestand an Unternehmen und wirtschaftlich Selbstständige ist im dritten Quartal 2023 gesunken (-0,5 % ggü. Vorjahresquartal). Gegenüber dem Vorquartal ergab sich ein Rückgang des Kreditbestands um 0,6 %.
- Der Bestand kurzfristiger Kredite ist im dritten Vierteljahr im Vergleich zum Vorjahresquartal deutlich gesunken. Die Daten unterstreichen die weiterhin geringe Kreditnachfrage der deutschen Unternehmen.
- Die Banken in Deutschland haben laut einer regelmäßigen Umfrage der EZB (Bank Lending Survey) im dritten Quartal 2023 ihre Vergaberichtlinien für Unternehmenskredite (im Durchschnitt) erneut gestrafft.
- Gründe für die gedämpfte Nachfrage nach Unternehmenskrediten sind vor allem die Investitionszurückhaltung der Unternehmen sowie das allgemein höhere Zinsniveau.
- Laut Bank Lending Survey der EZB erwarten die deutschen Banken für das vierte Quartal 2023 einen weiteren Rückgang der Kreditnachfrage der Unternehmen.

Non-Performing-Loans leicht gestiegen

Non-Performing Loans

in Prozent der Gesamtforderungen



Quelle: Macrobond

- Die Non-Performing-Loans (NPL) sind im zweiten Quartal 2023 im Euroraum, der EU und in Deutschland geringfügig gestiegen. Daten für das dritte Vierteljahr werden voraussichtlich erst im Januar 2024 veröffentlicht.
- Trotz des jüngsten Anstieges deutet der weiterhin sehr geringe Anteil der NPL bei den deutschen Banken auf ein solides Kreditportfolio hin.
- Grundsätzlich ist die NPL-Rate ein wirtschaftlicher Spätindikator und läuft dem Konjunkturzyklus etwas hinterher.
- Seit Herbst 2022 sind die Unternehmensinsolvenzen gegenüber dem jeweiligen Vorjahresquartal wieder gestiegen. Bei der Einordnung dieser Entwicklung darf aber nicht übersehen werden, dass die Zahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland zuvor historische Tiefstände erreicht hat und sich derzeit wieder den Werten vor der Pandemie annähert.
- In den kommenden Monaten könnte es aufgrund des erwarteten BIP-Rückgangs im zweiten Halbjahr 2023 zu weiteren Ausfällen bei Unternehmenskrediten kommen. Eine Insolvenzwelle ist jedoch nicht zu befürchten.
- Zudem haben die Banken mit einer tendenziell höheren Risikovor-sorge auf die gestiegenen Konjunktur- und Finanzrisiken reagiert.

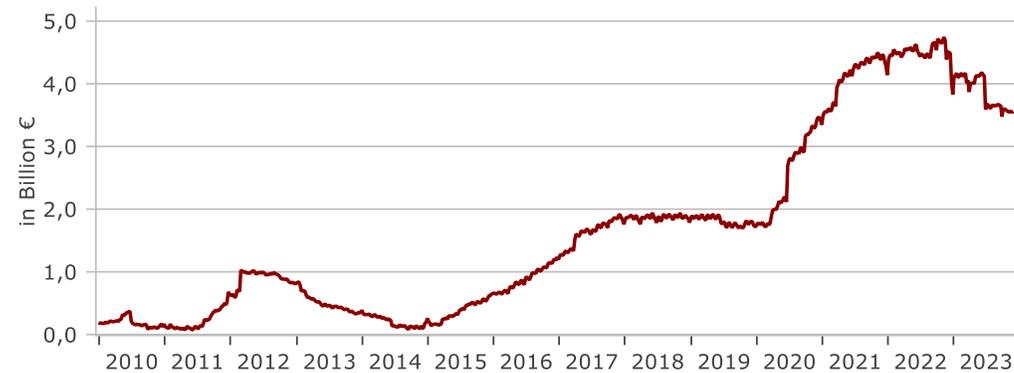
Sonderaspekte zur Risikolage im Finanzsystem



Überschussliquidität geht langsam zurück

Überschussliquidität der Europäischen Banken

Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten der EZB



Quelle: Macrobond

Langfristige Refinanzierungsgeschäfte im Eurosystem



Quelle: Macrobond

- Die längerfristigen Refinanzierungsprogramme und die umfangreichen Anleihekaufprogramme der EZB haben zu einer hohen Überschussliquidität im Euroraum geführt (aktuell rund 3,6 Billion €).
- Im Rahmen der Rückzahlungen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) ist die Überschussliquidität gesunken. Derzeit sind noch 500 Milliarden € aus TLTRO-III-Tendern ausstehend, die spätestens bis Dezember 2024 zurückgezahlt werden.
- Fällig werdende Tilgungsbeträge aus dem APP werden zudem nicht mehr reinvestiert, wodurch der Anleihebestand um durchschnittlich rund 27 Milliarden € monatlich sinkt. Im Rahmen des PEPP fällig werdende Beträge sollen hingegen bis Ende 2024 reinvestiert werden.
- Derzeit überprüft die EZB ihr operatives Rahmenwerk zur Steuerung kurzfristiger Zinsen. Dabei beschäftigt sie sich auch mit der Frage, wie viel Überschussliquidität strukturell benötigt wird. Die Ergebnisse der Überprüfung werden im Frühjahr 2024 erwartet.

Debatte um Erhöhung der Mindestreserve

Mindestreserve (MR)

Pflichteinlage auf bestimmte Kundeneinlagen der Geschäftsbanken im Eurosystem (EZB und nationale Notenbanken)

MR-Basis

- sofort verfügbare Einlagen
- Einlagen mit Laufzeit bis 2 Jahre
- Einlagen mit Kündigungsfrist bis 2 Jahre
- Bankschuldverschreibungen bis 2 Jahre
- Geldmarktpapiere

Verzinsung

- 0 % (seit 20. Sept. 2023)
- zuvor: Hauptrefinanzierungssatz und zwischen Dez. 2022 und 19. Sept. 2023 Einlagefazilität

MR-Satz

- 1 % (seit Januar 2012)
- zuvor 2 %

MR-Soll

- Durchschnittserfüllung (in der Regel 6 Wochen-Periode)
- Periode 20.9. bis 31.10.2023:

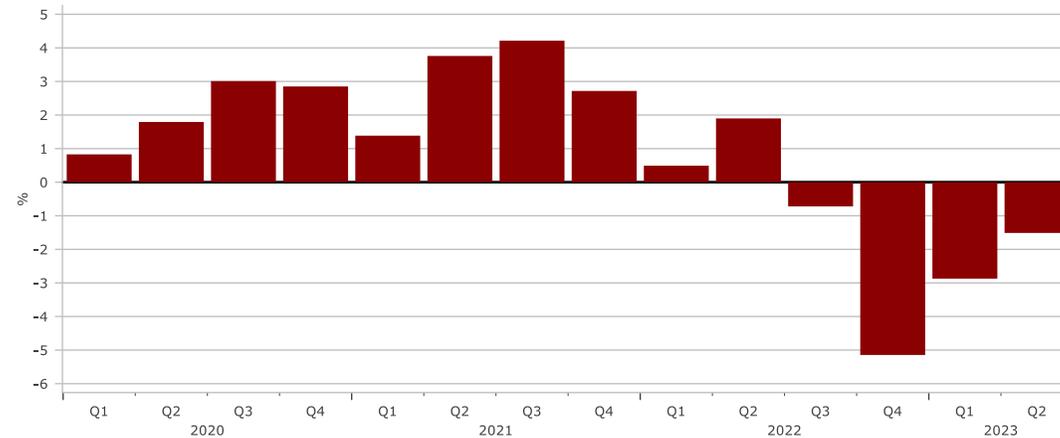
Euroraum	rund 165 Mrd. €
Deutschland	rund 45 Mrd. €

- In der Debatte um die Reduktion der Überschussliquidität und drohende Bilanzverluste im Eurosystem wird eine mögliche Erhöhung der Mindestreserve diskutiert. Seit dem 20. September 2023 wird die Mindestreserve, die Banken bei der Zentralbank halten müssen, nicht mehr verzinst.
- Durch diese Entscheidung reduzieren sich die Zinszahlungen des Eurosystems an die Geschäftsbanken im Euroraum in den kommenden zwölf Monaten um 6,6 Mrd. € (DE: 1,8 Mrd. €).
- Eine Erhöhung der unverzinsten Mindestreserve würde die Ertragsperspektiven der Banken belasten und Zentralbankgeld bei der Notenbank binden. Dadurch könnten auch die längerfristigen Kreditvergabemöglichkeiten beeinträchtigt werden.
- Eine Entscheidung über die Höhe der Mindestreserve wird im Zuge der Ergebnisse der Überprüfung des operativen Rahmenwerks im Frühjahr 2024 erwartet.

Rückgang der Immobilienpreise schwächt sich ab

Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien in Deutschland

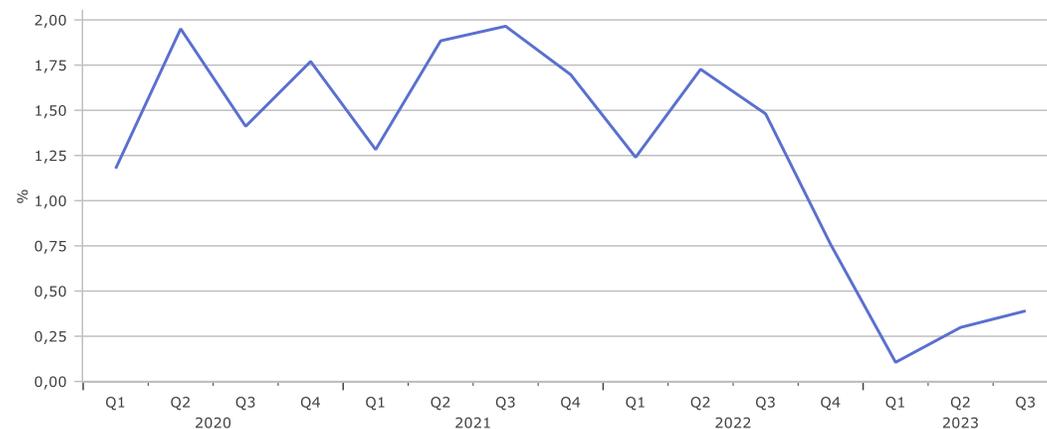
Veränderungen in Prozent ggü. Vorquartal



Quelle: Macrobond

Wohnungsbaukredite an inländische wirtschaftlich unselbständige und sonstige Privatpersonen

Veränderung ggü. Vorquartal

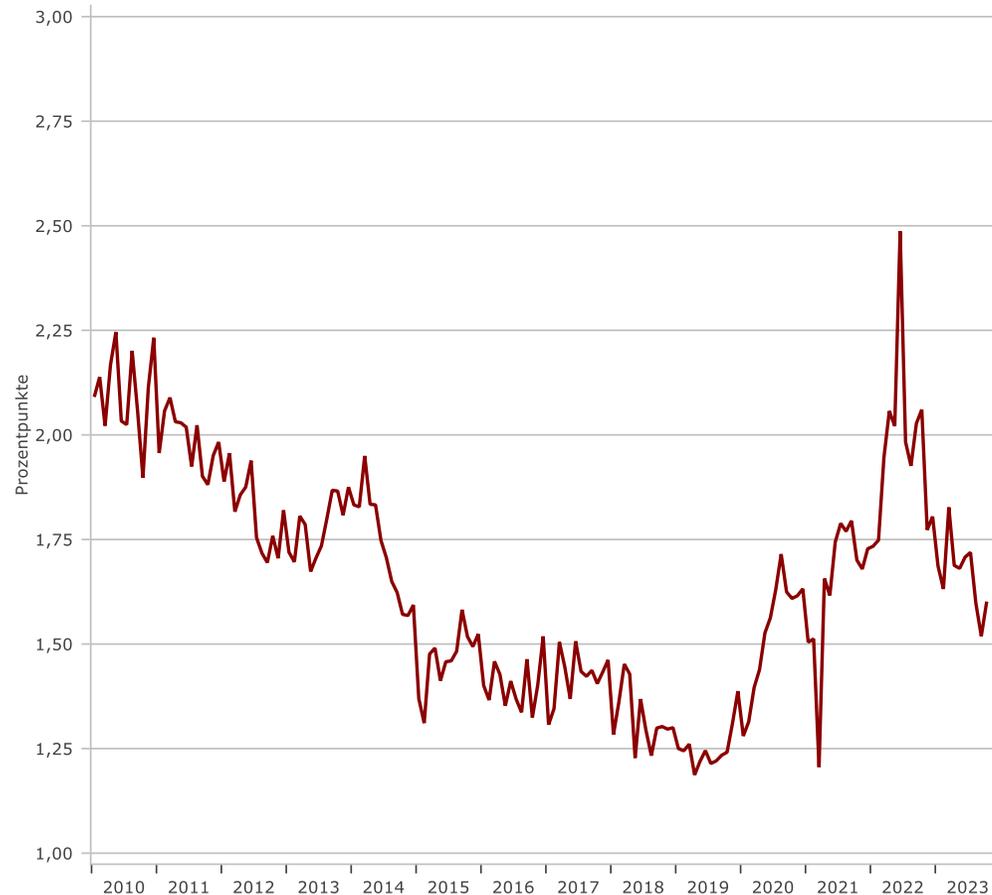


Quelle: Macrobond

- Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland sind im zweiten Quartal 2023 erneut gesunken. Der Rückgang um 1,5 % gegenüber dem Vorquartal fiel allerdings geringer aus als noch zu Jahresbeginn. Daten für die Preisentwicklung in Q3 2023 werden am 22. Dezember veröffentlicht.
- Bei den Gewerbeimmobilien sind die Preise ebenfalls seit dem dritten Quartal 2022 jeweils gegenüber dem Vorquartal gesunken. Laut des Finanzstabilitätsberichts der Bundesbank bestehen im Gewerbeimmobiliensektor erhöhte Ausfallrisiken.
- Der Grund für den Rückgang der Preise ist weiterhin die geringere Nachfrage nach Immobilien aufgrund der deutlich gestiegenen Bau- und Finanzierungskosten. Anziehende Kapitalmarktzinsen und die kräftigen Leitzinserhöhungen der EZB haben zu deutlich höheren Kreditzinsen im vergangenen Jahr geführt. Zudem haben sich auch die Kreditvergaberichtlinien verschärft. Auch aufsichtsrechtliche Kapitalpuffer haben die Kreditzinsen verteuert.
- Die Nachfrage nach privaten Wohnungsbaukrediten in Deutschland ist laut dem Bank Lending Survey der EZB im dritten Quartal 2023 weiter zurückgegangen.
- Das Wachstum des Kreditbestands für den privaten Wohnungsbau hat im dritten Quartal 2023 gegenüber dem zweiten Vierteljahr leicht zugelegt. Insgesamt könnten dies erste Anzeichen für eine allmähliche Bodenbildung der Kreditnachfrage für den privaten Wohnungsbau sein.

Zinsmarge der Banken gesunken

Zinsmarge für neu ausgereichte Kredite an Unternehmen und Haushalte



Quelle: Macrobond

- Der sprunghafte Anstieg der Zinsmarge seit Beginn des russischen Krieges in der Ukraine war offenbar vorrangig auf eine höhere Risikobewertung zurückzuführen. Er wurde dann im Sommer 2022 durch den Beginn der Leitzinswende im Euroraum unterstützt.
- Dieser Anstieg wurde inzwischen wieder korrigiert. Zum einen durch die üblicherweise mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung den Leitzinsen folgenden Zinsanpassungen bei den Einlagezinsen der Finanzinstitute. Dieser Prozess wird sich aller Voraussicht nach noch fortsetzen.
- Zum anderen aber auch wegen der Abflachung der Zinskurve (Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen), denn ein großer Teil der Zinsmarge der Banken hängt mit der Fristentransformation zusammen. So ist beispielsweise der Anstieg der längerfristigen Kreditzinsen der Banken hinter dem besonders kräftigen Anstieg der Leitzinsen zurückgeblieben. Zudem ist die Kreditnachfrage der Unternehmen weiterhin sehr zurückhaltend.
- Die Zinsmarge der Banken war von Mitte 2014 bis zu Beginn der Pandemie besonders niedrig. Ein Grund dafür war die Negativzinspolitik der EZB. Die sehr niedrige Zinsmarge zeigt, dass der negative Leitzins im breiten Einlagengeschäft von den Banken lange Zeit kaum auf die Sparer überwältzt wurde.