

# Indikatoren zur Risikolage im Finanzsystem

**Mai 2024**

Themengruppe Volkswirtschaft

Stand 7. Mai 2024



# Allgemeine Lage

## Weiterhin verhaltene Perspektiven für die Welt- wirtschaft

- Die Lage der Weltwirtschaft hat sich im zweiten Halbjahr 2023 stabilisiert. Zum Jahresbeginn 2024 konnte die Weltwirtschaft sogar etwas an Dynamik gewinnen. Gleichwohl bleibt das weltweite Wirtschaftswachstum im langjährigen Vergleich gedrückt. Gestiegene Zinsen, eine erhöhte Inflation und anhaltend starke geopolitische Spannungen dämpfen nach wie vor die globale Wirtschaftsentwicklung.
- Der IWF erwartet für dieses und für das kommende Jahr ein globales Wirtschaftswachstum von jeweils 3,2 %. Das ist ein halber Prozentpunkt weniger als der Trend in den beiden Dekaden vor der Pandemie.
- Die deutsche Wirtschaft ist etwas besser als erwartet in das Jahr 2024 gestartet. Im 1. Quartal ist das BIP um 0,2 % (ggü. Vq.) gestiegen. Eine rasche wirtschaftliche Erholung ist aber nicht zu erwarten. Die massiven strukturellen Änderungen (Transformation der Wirtschaft, Energiewende, Demografie, Digitalisierung) belasten weiterhin die Ertrags- und Investitionsperspektiven vieler Unternehmen am Wirtschaftsstandort Deutschland.

## Kapitalmarktzinsen seit Jahresbeginn gestiegen

- Am Kapitalmarkt werden in diesem Jahr die ersten Zinssenkungen der EZB und der Fed erwartet. Während eine Leitzinssenkung der EZB am 6. Juni 2024 als nahezu sicher gilt, werden die Erwartungen für eine Zinssenkung der Fed immer weiter nach hinten verschoben.
- Die Kapitalmarktzinsen im Euroraum sind in den letzten Wochen wieder etwas gestiegen. Die Zinsstrukturkurve – also der Unterschied zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen – im Euroraum bleibt vorerst negativ (inverse Zinsstrukturkurve).

## Gewerbeimmobilien als Belastungsfaktor

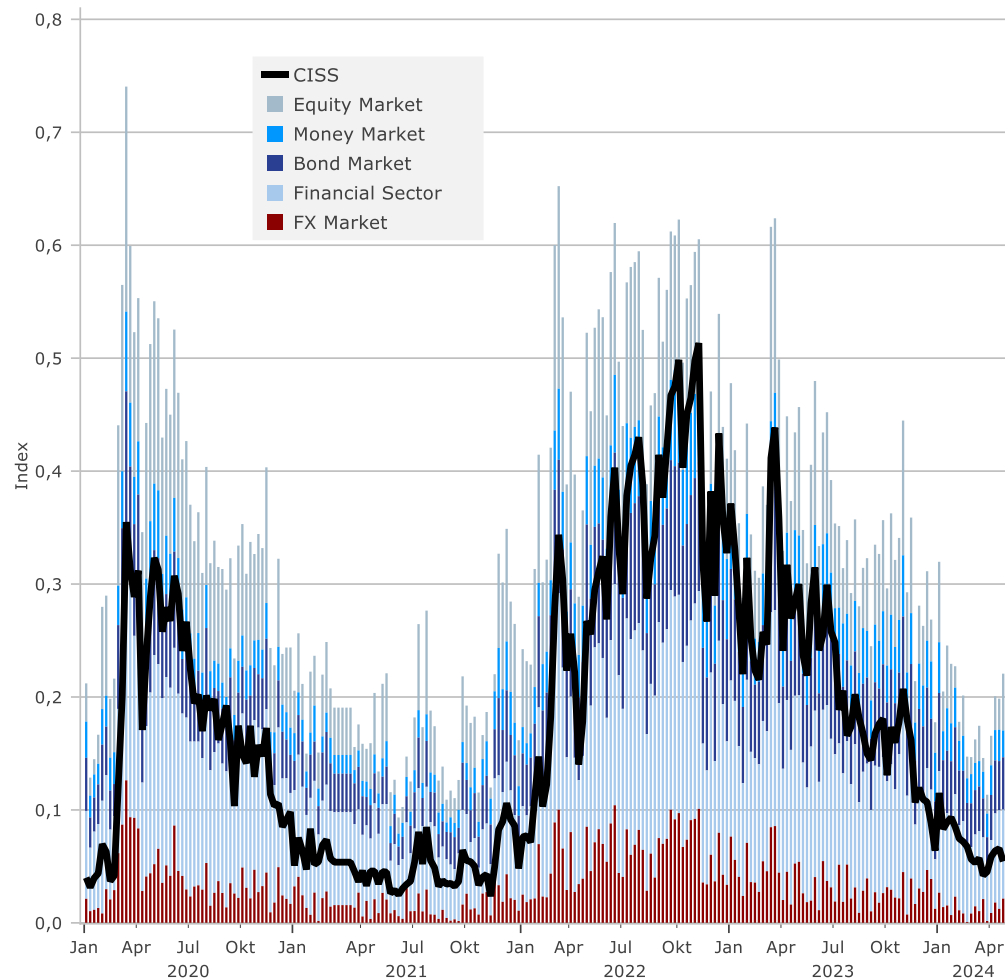
- Die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien ist schon seit längerem sowohl in den USA als auch in vielen EU-Staaten außergewöhnlich schwach. In diesem Zuge sind die Bestandspreise für Gewerbeimmobilien rückläufig.
- Die Banken sind insgesamt gut aufgestellt, um entsprechende Wertverluste bzw. mögliche Korrekturen ihrer Kreditforderungen aufzufangen. Zudem könnten von einer Bodenbildung bei den Preisen für Wohnimmobilien im Verlaufe dieses Jahres auch Stabilisierungssignale für den Gewerbeimmobilienmarkt ausgehen.

## Kreditnachfrage der Unter- nehmen weiterhin zurückhaltend

- Der Bestand an Krediten für Unternehmen und Selbstständige in Deutschland ist im 4. Quartal 2023 im Vergleich zum Vorquartal gesunken. Viele Unternehmen hielten sich weiterhin aufgrund der hohen Unsicherheiten mit Investitionen zurück. Hinzu kommt das gestiegene Zinsniveau, das die Finanzierung deutlich verteuert. Daten für die Kreditentwicklung im 1. Quartal 2024 werden Mitte Mai veröffentlicht.
- Für das 2. Quartal 2024 erwarten die deutschen Banken laut „Bank Lending Survey“ der EZB einen unveränderten Mittelbedarf seitens der Unternehmen. Für die Nachfrage nach privaten Wohnungsbaukrediten wird von einer Fortsetzung des Nachfrageanstiegs ausgegangen.

# Systemischer Stress auf vergleichsweise niedrigem Niveau

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.

- Im Frühjahr 2023 haben die Turbulenzen mehrerer US-amerikanischen Regionalbanken sowie die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS den Indikator für systemischen Stress im Euroraum kräftig steigen lassen. Seither ist dieser Indikator unter Schwankungen deutlich gesunken.
- Die seit Beginn dieses Jahres stärker in der Öffentlichkeit diskutierte Nachfrageschwäche bei Gewerbeimmobilien in mehreren Eurostaaten hat bislang keine Auswirkungen auf das systemische Stressniveau.
- Derzeit befindet sich der zusammengesetzte Indikator - trotz der anhaltend hohen geopolitischen Risiken - auf einem sehr moderaten Niveau. Im langjährigen Vergleich entspricht das aktuelle Niveau dem Durchschnitt des Zeitraums von Anfang 2017 bis zum Beginn der Pandemie im März 2020.

# Verschobene Zinserwartungen bremsen Rekordjagd am Aktienmarkt

## Aktienmärkte - internationaler Vergleich

01.01.2020 = 100



Quelle: Macrobond

- In den ersten Monaten dieses Jahres waren die Aktienkurse der großen Leitindizes auf Rekordjagd. Der Dax erreichte bis Ende März immer wieder neue Höchststände.
- Rückenwind haben die Aktienmärkte unter anderem von den Zinssenkungserwartungen in den USA und im Euroraum erhalten. Zudem hat sich die Lage der Weltwirtschaft leicht gebessert, und das BIP im Euroraum konnte in den ersten drei Monaten dieses Jahres wieder wachsen (+0,3 % ggü. Vq.), nachdem es im 3. und 4. Quartal 2023 geringfügig gesunken war (jeweils -0,1 % ggü. Vq.).
- In den USA blieben in den letzten Monaten weitere Fortschritte bei der Rückführung der Inflationsrate aus. Mit 3,5 % lag die allgemeine Teuerungsrate im März ein gutes Stück vom 2 %-Ziel der Fed entfernt.
- Die Konsequenz: Der an den Finanzmärkten erwartete Zeitpunkt für die erste Zinssenkung in den USA wurde deutlich in die Zukunft verschoben. Waren zu Beginn des Jahres im Geldmarkt Zinssenkungen der Fed von deutlich über 100 Basispunkten eingepreist, rechnen die Marktakteure für dieses Jahr im Schnitt nur noch mit einem Rückgang der Leitzinsen um 30 Basispunkte.
- Auch im Euroraum könnte der Rückgang der Inflationsrate (Disflationsprozess) allmählich ein Ende finden. Nach der von der EZB relativ klar in Aussicht gestellten Zinssenkung am 6. Juni, dürften die europäischen Währungshüter eher vorsichtig agieren und die Leitzinsen nicht auf jeder Ratssitzung senken.
- Vor allem die geänderten Leitzinserwartungen dürften die Aktienkurse zuletzt etwas gedrückt haben. Die im Euroraum besser als erwartet ausgefallenen Wachstumswahlen für das 1. Quartal 2024 dürften die Kurskorrektur aktuell aber wieder bremsen.

# Steigende Kapitalmarktzinsen seit Jahresbeginn

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



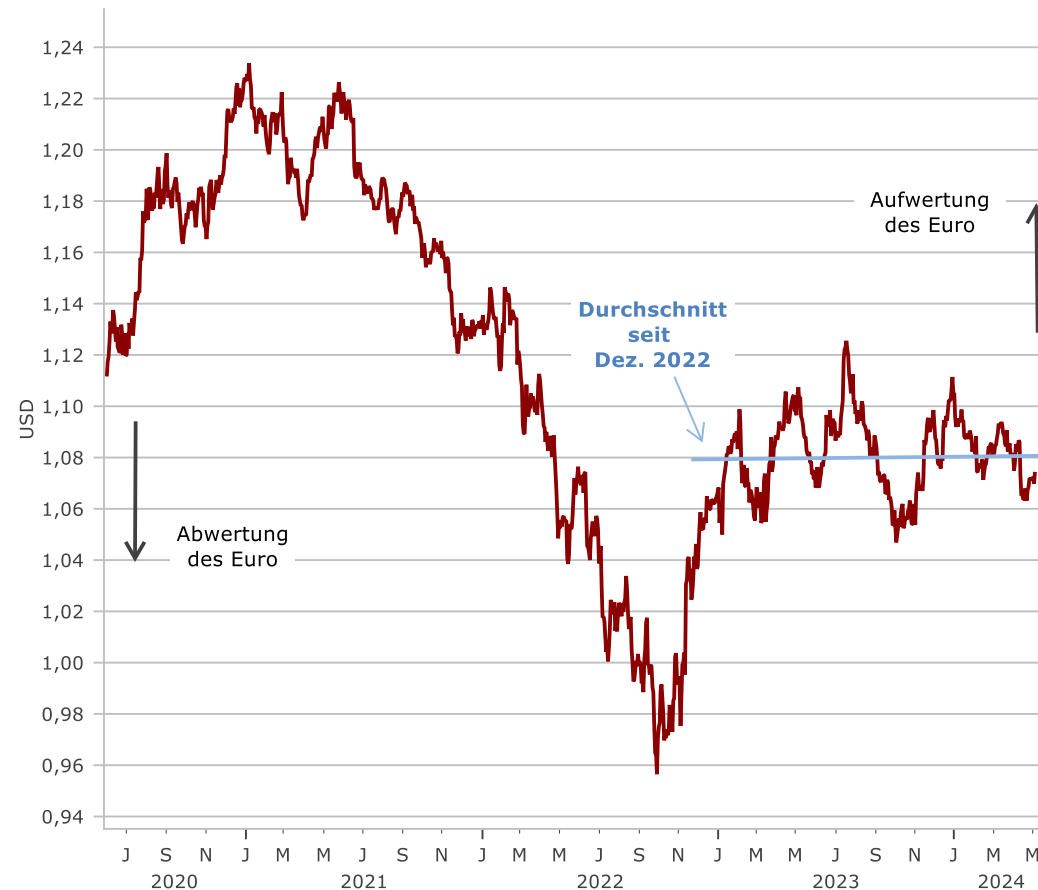
Quelle: Macrobond.

- Die hartnäckige Inflation in den USA sowie die geänderten Zinssenkungserwartungen bezüglich der amerikanischen Notenbank haben in den letzten Monaten auch die Entwicklung der europäischen Kapitalmarktzinsen geprägt.
- So war der deutliche Rückgang der Kapitalmarktzinsen Ende 2023 vor allem auf massive Zinssenkungserwartungen in den USA und die sich damals im Euroraum eintrübenden wirtschaftlichen Perspektiven zurückzuführen.
- Dementsprechend wurde der Anstieg der europäischen Kapitalmarktzinsen seit Jahresbeginn 2024 beeinflusst durch:
  - die sich zeitlich nach hinten schiebenden Zinssenkungserwartungen in den USA,
  - eine bei den Leitzinssenkungen voraussichtlich sehr vorsichtig agierende EZB sowie
  - die sich leicht bessernden Konjunkturerwartungen für den Euroraum.
- Aber auch die unverändert recht hohen Staatsdefizite in den Eurostaaten sprechen grundsätzlich gegen weiter sinkende Kapitalmarktzinsen.
- Die EZB hat im vergangenen Jahr damit begonnen, ihren Anleihebestand zu reduzieren, indem fällig werdende Tilgungsbeträge aus dem APP nicht mehr reinvestiert werden. Ab Juli 2024 soll auch der Anleihebestand aus dem PEPP um durchschnittlich 7,5 Mrd. € monatlich reduziert werden. Für sich genommen geht hiervon ein gewisser Aufwärtsdruck bei den Kapitalmarktzinsen im Euroraum aus.

# Euro-Dollar-Kurs dürfte zunächst unter dem 18-Monatsdurchschnitt bleiben

## Euro-Dollar-Wechselkurs

Preis für einen Euro in US-Dollar



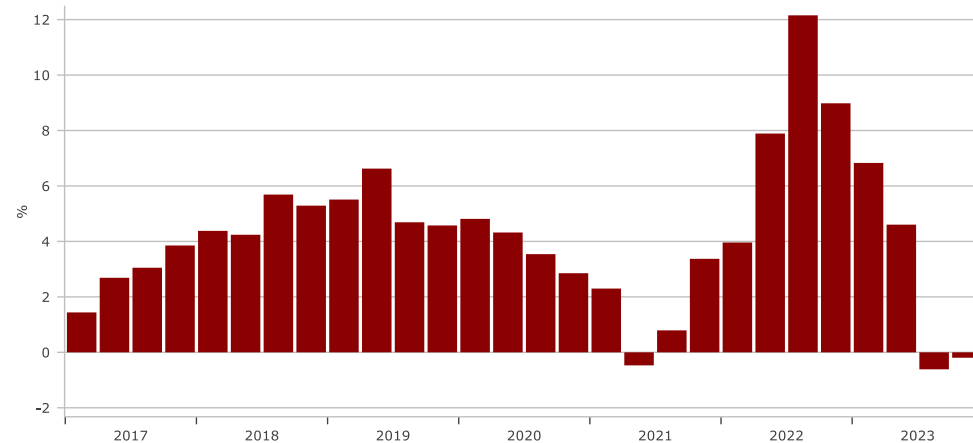
Quelle: Macrobond.

- Der Euro-Dollar-Kurs schwankt seit rund anderthalb Jahren um die Marke von 1,08 USD je Euro.
- Seit Jahresbeginn 2024 hat der Euro gegenüber dem US-Dollar im Trend allerdings leicht abgewertet.
- Ein Grund für diese Abwertung sind die geänderten Leitzinserwartungen in den USA (s. auch S. 4 und S. 5).
- Die jüngsten Inflationsdaten im Euroraum bestätigen hingegen die Erwartungen einer Zinssenkung der EZB im Juni 2024. Die EZB dürfte somit deutlich vor der Fed ihre Leitzinsen senken. Der Zinsvorsprung der USA dürfte folglich ausgeprägter bleiben als an den Finanzmärkten noch zum Jahresbeginn erwartet wurde. Dies spricht tendenziell für einen etwas höheren Dollarkurs.
- Je nachdem, wie stark die EZB die Leitzinsen in diesem Jahr senken wird und wann die Fed nachzieht, dürfte der Euro gegenüber dem US-Dollar zunächst weiter nachgeben.

# Zurückhaltende Kreditnachfrage der Unternehmen

## Kreditbestand an inländische Unternehmen und wirtschaftlich Selbstständige

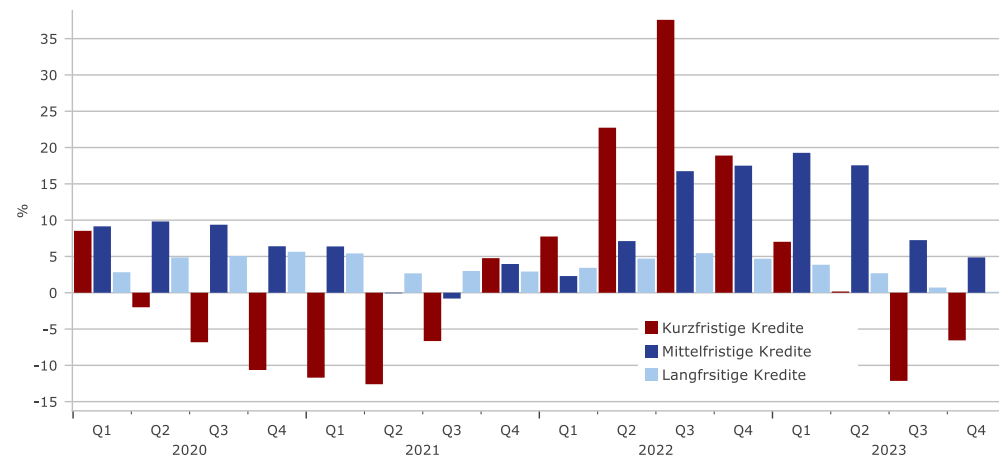
Veränderung ggü. Vorjahresquartal; ohne Wohnungsbau, Finanzierungsinstitutionen und Versicherungen



Quelle: Macrobond

## Kreditbestand an inländische Unternehmen und wirtschaftlich Selbstständige

Veränderung ggü. Vorjahresquartal; ohne Wohnungsbau, Finanzierungsinstitutionen und Versicherungen



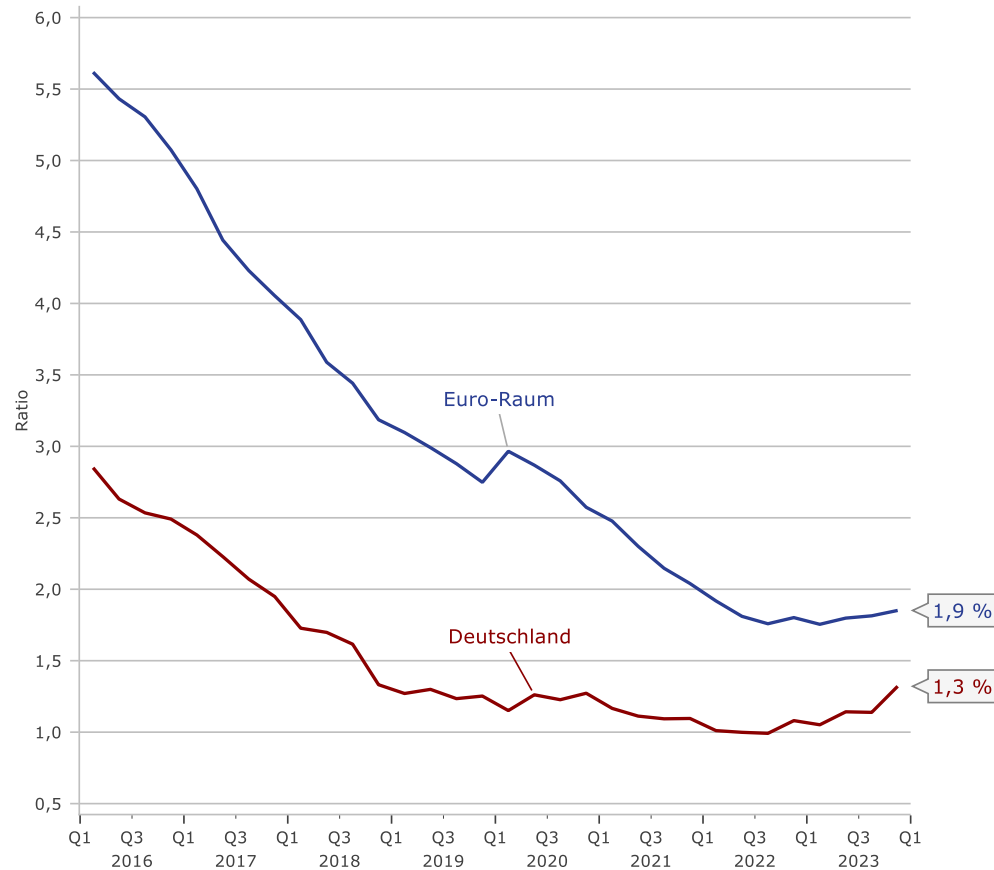
Quelle: Macrobond

- Der Kreditbestand an Unternehmen und wirtschaftlich Selbstständige ist im 4. Quartal 2023 leicht gesunken (-0,1 % ggü. Vorjahresquartal). Gegenüber dem Vorquartal ergab sich ein Rückgang des Kreditbestands um 0,3 %. Daten zur Kreditvergabe im 1. Quartal 2024 werden Mitte Mai veröffentlicht.
- Der Bestand kurzfristiger Kredite ist in den letzten drei Monaten des Jahres 2023 im Vergleich zum Vorjahresquartal erneut kräftig gesunken; der Rückgang fiel allerdings niedriger aus als noch im 3. Quartal 2023.
- Die Banken in Deutschland haben laut der vierteljährlichen EZB-Umfrage „Bank Lending Survey“ im 1. Quartal 2024 ihre Vergaberichtlinien für Unternehmenskredite (im Durchschnitt) erneut gestrafft. Allerdings blieben die Straffungen etwas hinter den Erwartungen zurück.
- Gründe für den Rückgang der Nachfrage nach Unternehmenskrediten waren das höhere Zinsniveau und der geringe Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen. Vom Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel gingen hingegen erstmals wieder positive Impulse für die Kreditnachfrage aus.
- Laut „Bank Lending Survey“ erwarten die deutschen Banken für das 2. Quartal 2024 eine unveränderte Kreditnachfrage der Unternehmen.

# Non-Performing-Loans in Deutschland: Von einem niedrigen Niveau aus deutlich gestiegen

## Non-Performing-Loans

in Prozent der Gesamtforderungen



Quelle: Macrobond

- Die Non-Performing-Loans (NPL) sind im 4. Quartal 2023 im Euroraum und in Deutschland gestiegen. Der Anstieg war in Deutschland etwas kräftiger als im gesamten Währungsraum.
- Der dennoch weiterhin geringe Anteil der NPL bei den deutschen Banken weist auf ein solides Kreditportfolio hin.
- Grundsätzlich ist die NPL-Rate ein wirtschaftlicher Spätindikator und läuft dem Konjunkturzyklus etwas hinterher.
- Im vergangenen Jahr sind die Unternehmensinsolvenzen vergleichsweise deutlich gestiegen. Bei der Einordnung dieser Entwicklung darf aber nicht übersehen werden, dass die Zahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland zuvor historische Tiefstände erreicht hat.
- In den kommenden Monaten könnte es aufgrund der geringen wirtschaftlichen Dynamik zu weiteren Ausfällen bei Unternehmenskrediten kommen. Eine dramatische Beschleunigung der Entwicklung bzw. eine „Insolvenzwelle“ ist aber nicht zu befürchten.
- Zudem haben die Banken in den letzten Quartalen mit einer tendenziell höheren Risikovorsorge auf die gestiegenen Konjunktur- und Finanzrisiken reagiert.



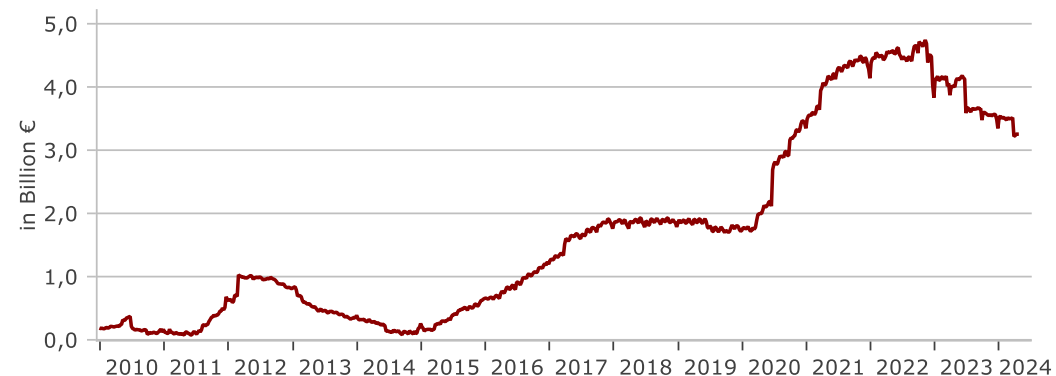
# Sonderaspekte zur Risikolage im Finanzsystem



# Geldpolitischer Rahmen: Wertpapierkäufe (strukturelles Wertpapierportfolio) sollen in Zukunft dauerhaft zur Liquiditätsversorgung dienen

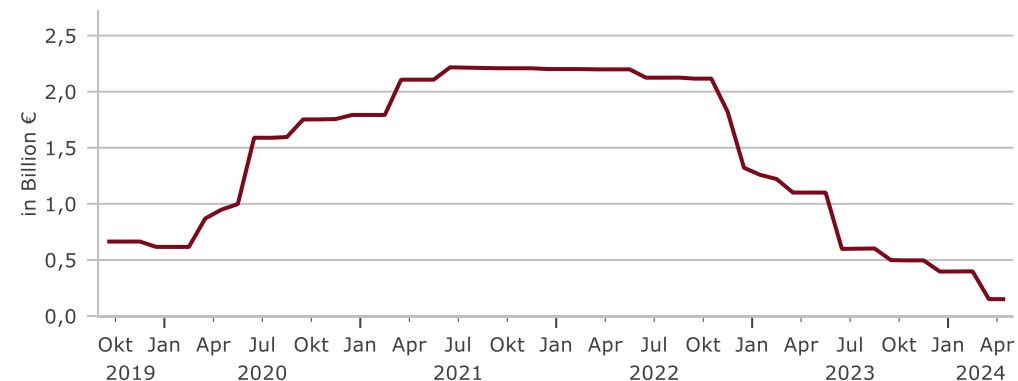
## Überschussliquidität der Europäischen Banken

Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten der EZB



Quelle: Macrobond

## Langfristige Refinanzierungsgeschäfte im Eurosystem



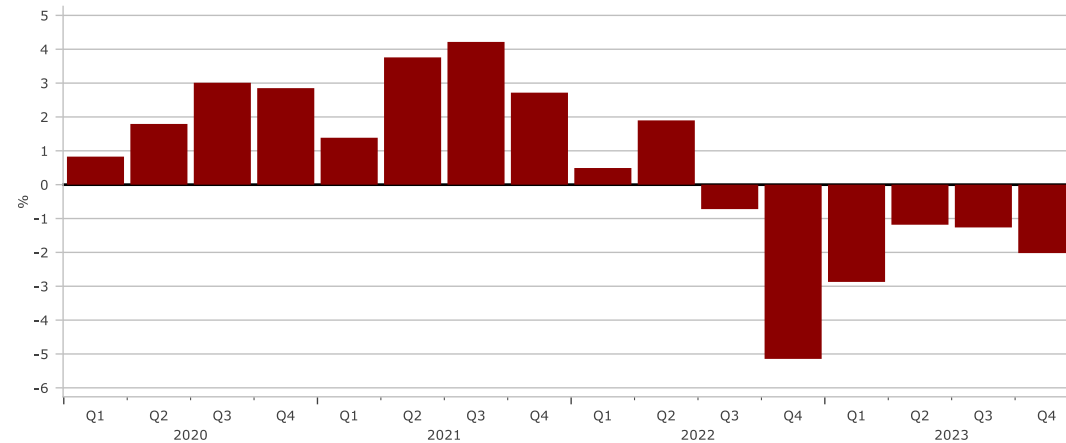
Quelle: Macrobond

- Mitte März 2024 hat die EZB ihr neues geldpolitisches Rahmenwerk veröffentlicht. Zentralbankliquidität und kurzfristige Geldmarktzinsen sollen künftig mit einem nachfrageorientierten Floor-System gesteuert werden.
- Für die Tendergeschäfte sind unterschiedliche Laufzeiten vorgesehen: von kurzfristigen TENDERN (Hauptrefinanzierungsgeschäft) bis zu strukturellen längerfristigen Refinanzierungsgeschäften.
- Der Abbau der Überschussliquidität wird wie geplant fortgesetzt. Derzeit sind nur noch knapp 150 Mrd. € aus TLTRO-III-Tendern ausstehend, die spätestens bis Dezember 2024 von den Geschäftsbanken zurückgezahlt werden.
- Der Anleihebestand aus dem APP wird in diesem Jahr um durchschnittlich rund 28 Mrd. € monatlich sinken. Zudem wird ab Juli der Anleihebestand aus dem PEPP um durchschnittlich rund 7,5 Mrd. € monatlich reduziert und die Reinvestitionen zum Jahresende 2024 vollständig eingestellt werden.
- Sobald der Abbau der Anleihebestände (APP und PEPP) hinreichend fortgeschritten ist, soll ein strukturelles Wertpapierportfolio aufgebaut werden. Das Eurosystem wird dann auch über den Ankauf von Wertpapieren dauerhaft Zentralbankliquidität zur Verfügung stellen.
- Der EZB-Rat hat sich dadurch eine sehr hohe Flexibilität gegeben. Nach Auffassung des Bankenverbandes sollten Wertpapierkäufe grundsätzlich aber nur eine ergänzende Rolle bei der dauerhaften Bereitstellung von Zentralbankgeld spielen.

# Immobilienpreise weiterhin rückläufig

## Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien in Deutschland

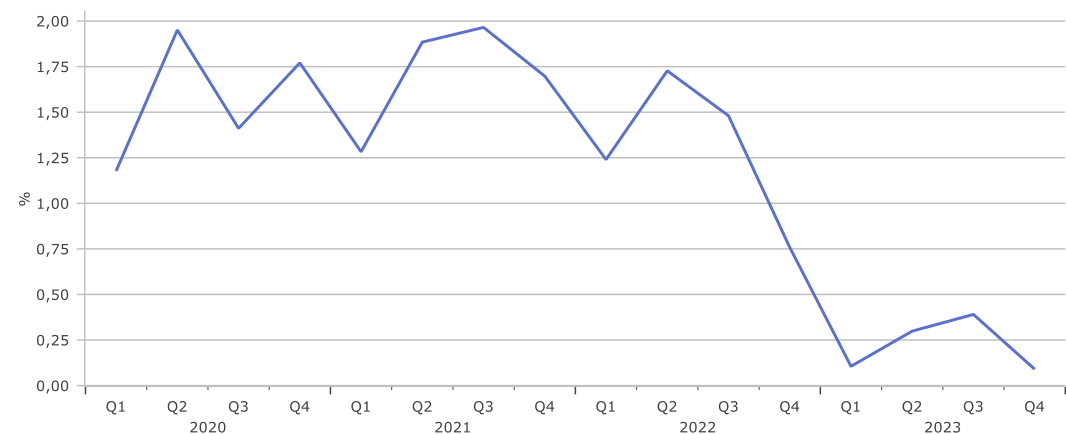
Veränderungen in Prozent ggü. Vorquartal



Quelle: Macrobond

## Wohnungsbaukredite an inländische wirtschaftlich unselbständige und sonstige Privatpersonen

Veränderung ggü. Vorquartal

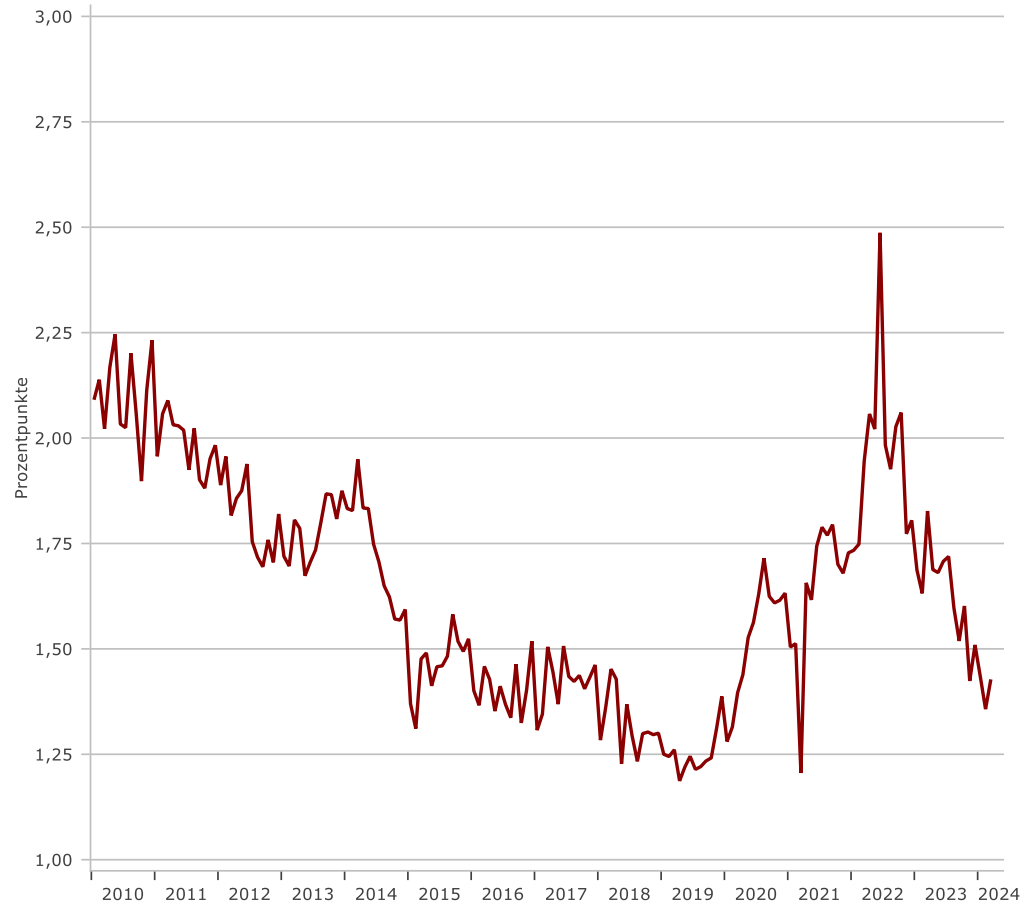


Quelle: Macrobond

- Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland sind im 4. Quartal 2023 erneut gesunken. Der Rückgang um 2 % gegenüber dem Vorquartal fiel höher aus als im dritten Vierteljahr 2023.
- Bei den Gewerbeimmobilien sind die Preise ebenfalls seit dem 3. Quartal 2022 jeweils gegenüber dem Vorquartal gesunken. Dem Finanzstabilitätsbericht der Bundesbank zufolge, bestehen im Gewerbeimmobilien-sektor erhöhte Ausfallrisiken, die die Erträge der betroffenen Banken belasten und eine höhere Risikovorsorge notwendig machen.
- Der Grund für den Rückgang der Preise ist weiterhin die geringere Nachfrage nach Immobilien aufgrund der deutlich gestiegenen Bau- und Finanzierungskosten. Bei den Gewerbeimmobilien spielen aber auch strukturelle Nachfrageaspekte („Home-Office-Regelungen“) eine Rolle.
- 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.
- Das Wachstum des Kreditbestands für den privaten Wohnungsbau hat sich im 4. Quartal 2023 (ggü. Vorquartal) etwas abgeschwächt. Dem „Bank Lending Survey“ der EZB zufolge ist die Nachfrage privater Haushalte in Deutschland nach Baufinanzierungen im 1. Quartal 2024 erstmals seit etwa zwei Jahren wieder gestiegen.

# Zinsmarge der Banken weiter gefallen

## 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 ab dem 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.
- 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 und Haushalte weiterhin verhalten, sollte sich jedoch im Laufe des Jahres auf niedrigem Niveau erholen.
- Für das Sommerhalbjahr 2024 rechnen die Banken in Deutschland laut „Bank Lending Survey“ „mit einem negativen Einfluss der Leitzinsentscheidungen auf das Zinsergebnis und ihre Ertragslage“.