

Anhaltende Niedrigzinsenphase und Herausforderungen für den Finanzmarkt

Stiftungskonferenz der Stiftung Geld und Währung
Bundesministerium der Finanzen, Berlin, 15. November 2018

Volker Wieland, Mátyás Farkas, Philipp Lieberknecht
und Tobias Tröger

IMFS und Goethe Universität Frankfurt

Niedrigzinsen und Finanzmärkte

Wieland: Zur Rolle von Geldpolitik und makroprudenzieller Politik

Farkas: Wirkungskanäle der Politik in einem Modell analysieren

Lieberknecht: Modelle nutzen, um robuste Politikregeln zu identifizieren

Tröger: Wirkung der Politik zusammen mit rechtlichen Rahmenbedingungen analysieren

1. Rolle von Geldpolitik und makroprudenzieller Politik

Volker Wieland

Sabine Lautenschläger (EZB) am 8.9.2014

Jedes dieser Politikfelder hat sein Mandat, sein Ziel und auch seine eigenen Instrumente.

Die Aufgabe der Geldpolitik ist es, Preisstabilität sicherzustellen. Zinspolitik ist hier in erster Linie das Standardinstrument (+ Maßnahmen, die nicht dem üblichen Standard entsprechen).

Ziel der makroprudenziellen Politik ist die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes. (EZB zusätzlich kapitalbasierte und liquiditätsbasierte Instrumente)

Aber selbstverständlich hat die Geldpolitik Einfluss auf die Finanzstabilität.

Probleme und Herausforderungen

Welche Zielvariablen sind wichtig und wie kann man sie messen?

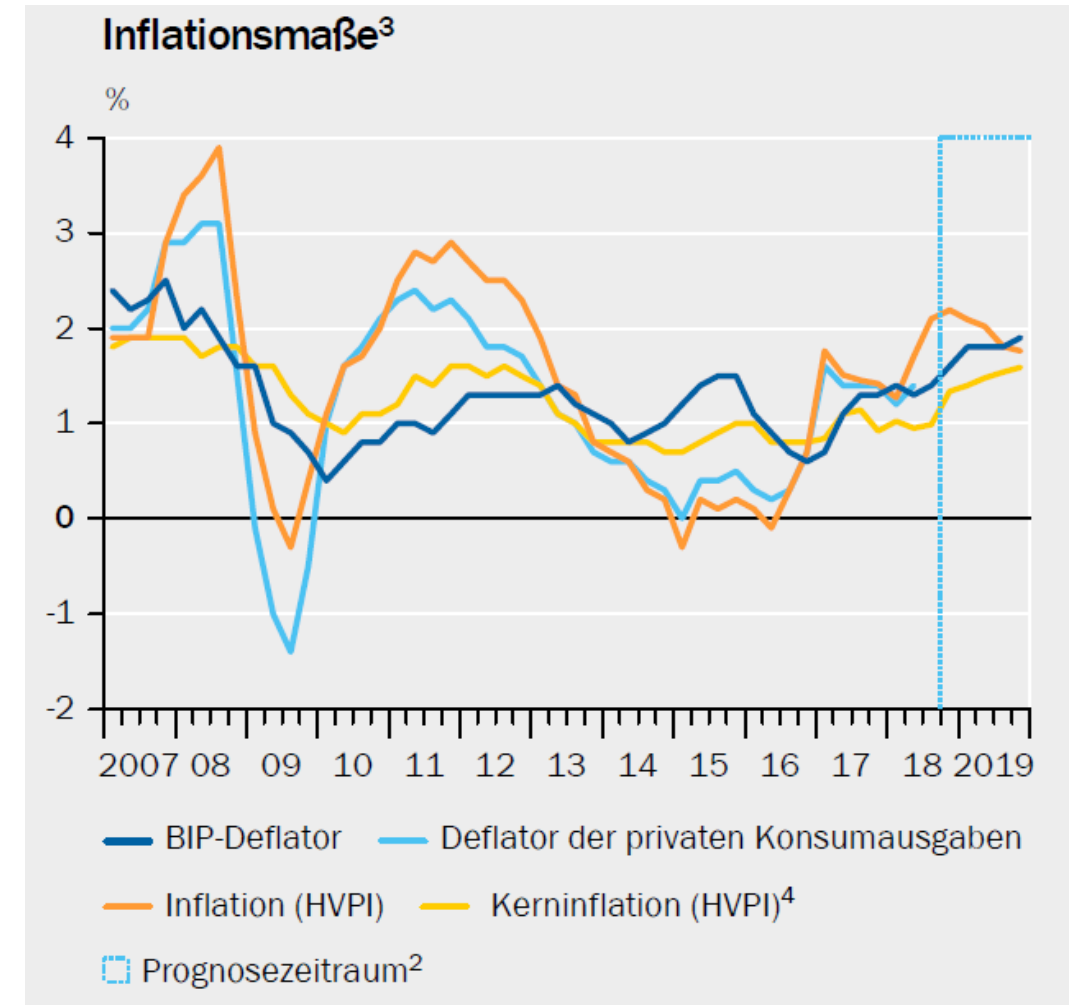
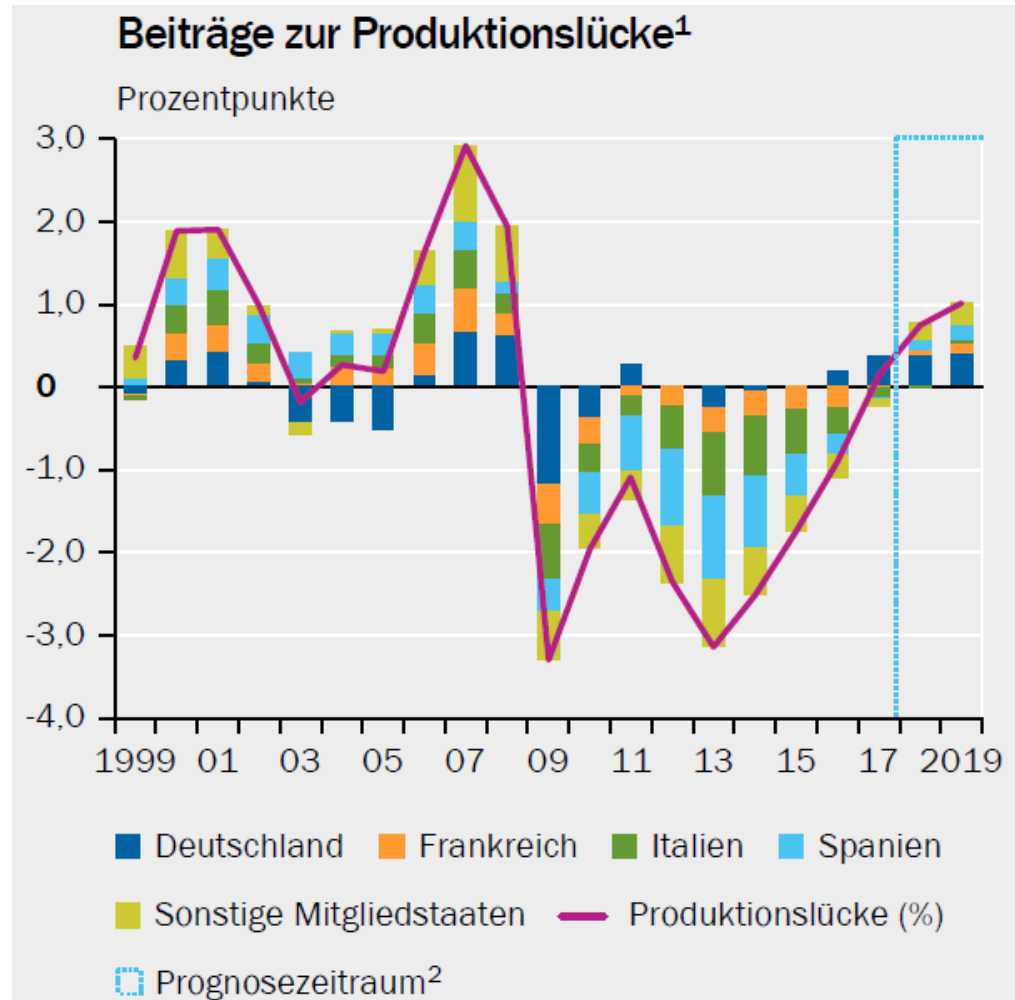
Wie hängen Realwirtschaft, Finanzsektor, Vermögenspreise und Inflation zusammen?

Wie sollen Instrumente auf Veränderungen der Zielvariablen reagieren?
Vergleichsmaßstäbe und Referenzregeln?

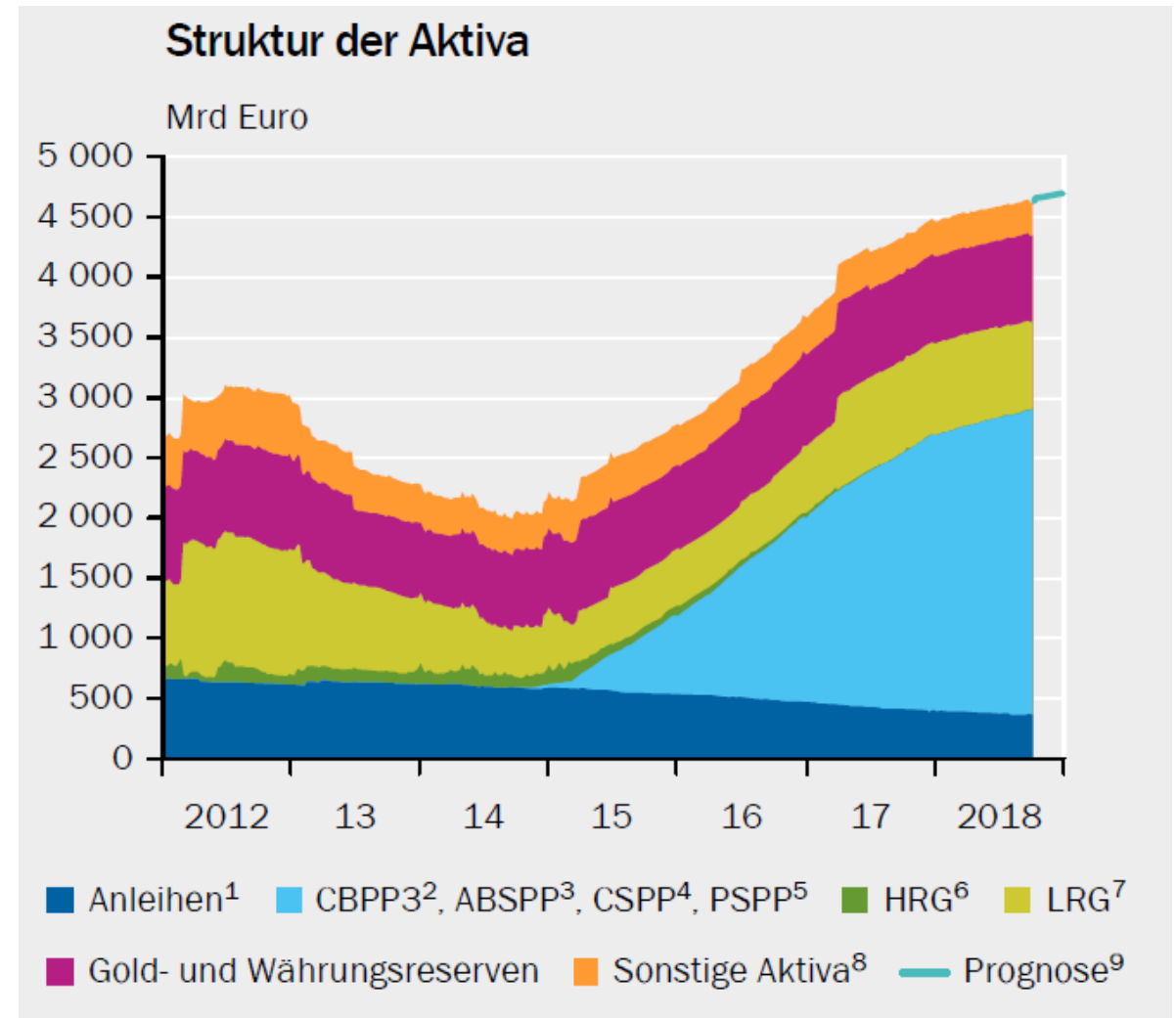
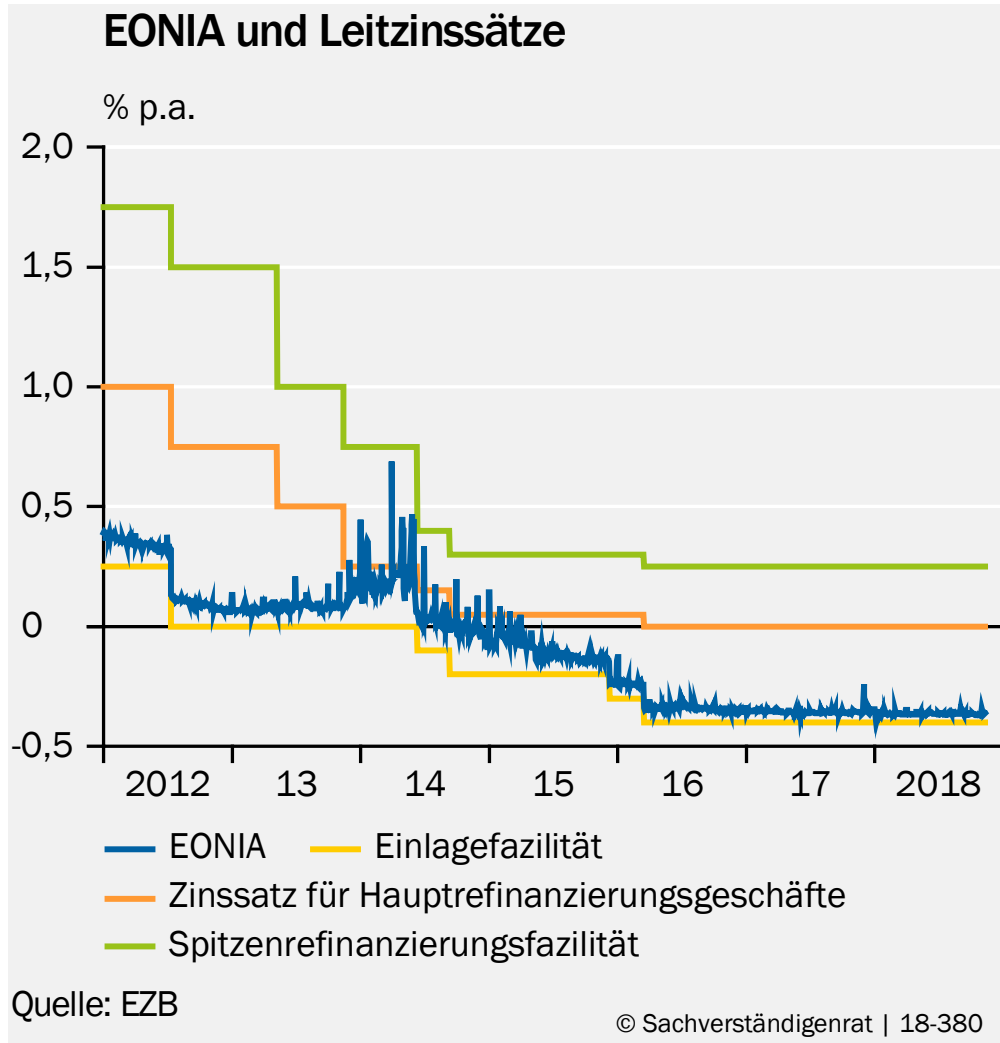
Welche Wirkung und Wechselwirkungen haben unterschiedliche Politikinstrumente?

Sind Politikinstrumente mit EU-Recht vereinbar? Hängt ihre Wirkung von rechtlichen Rahmenbedingungen ab?

BIP und Inflation im Euro-Raum



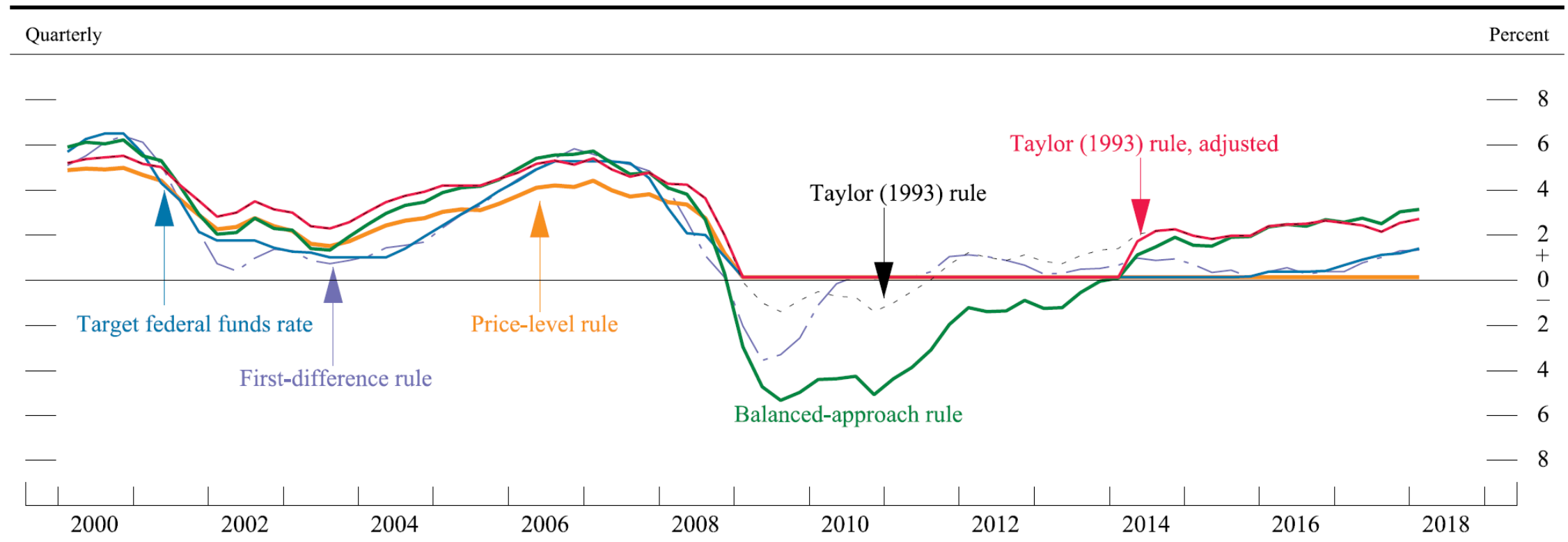
Geldpolitik im €-Raum: Strategie für Normalisierung?



Beispiel - Geldpolitische Regeln: FRB Report to Congress

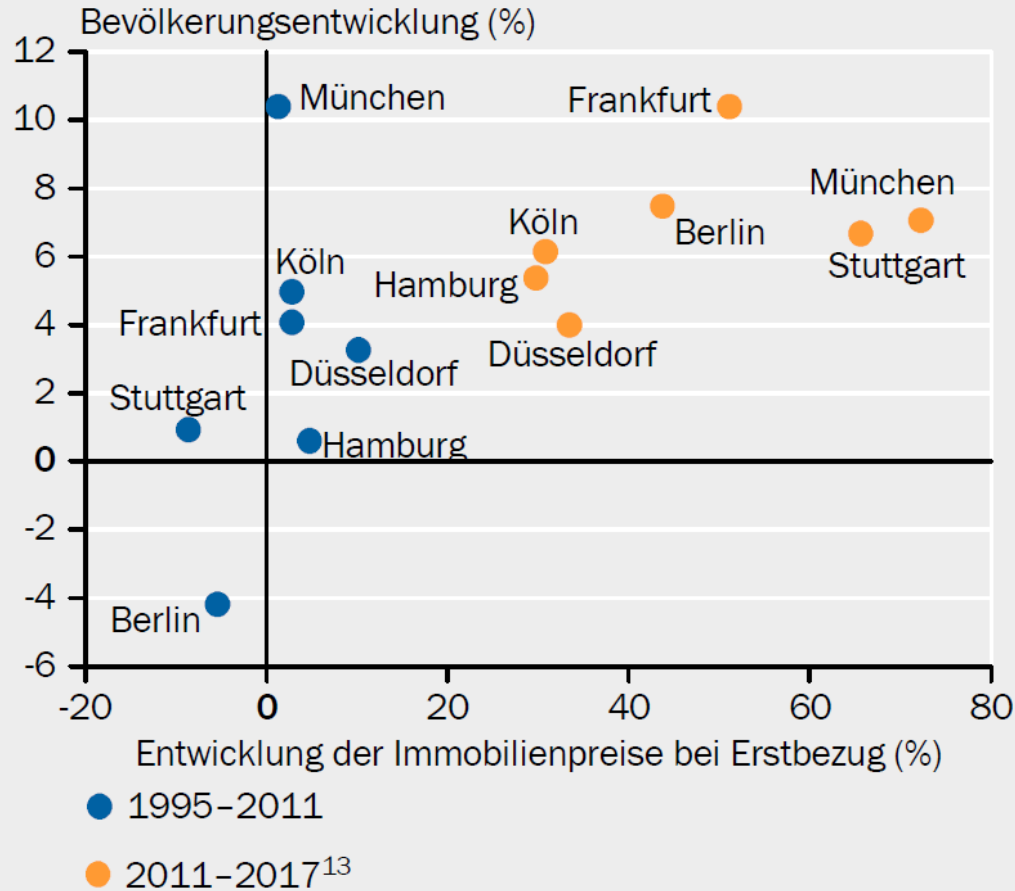
Fed Chairman Powell: *The July Monetary Policy Report gives an update on monetary policy rules and their role in our policy discussions. I continue to find these rules helpful, although using them requires careful judgment.*

B. Historical federal funds rate prescriptions from simple policy rules

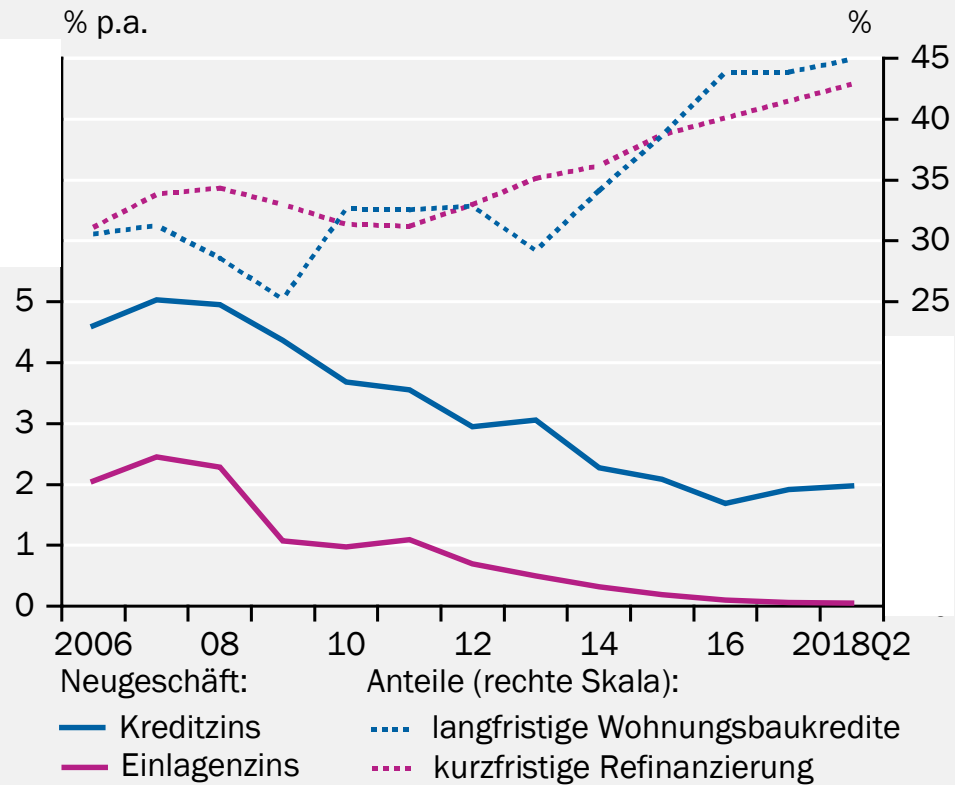


Deutschland: Immobilienpreise und Bankenrisiken

Niedrige Zinsen und demografische Faktoren verstärken den Druck auf die Immobilienpreise.



Gesunkene Zinsmargen und erhöhte Fristentransformation bergen höhere Finanzstabilitätsrisiken bei deutschen Banken.



Quellen: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 18-274

Deutschland: Makroprudenzielle Politik

Mögliche Instrumente:

Höheres Eigenkapital der Banken (CRD IV), antizyklische Kapitalpuffer

Kreditspezifische Instrumente (Loan-to-Value)

Kreditnehmerspezifische Instrumente (debt-to-income, debt-service to-income ratio)

Deutschland: Komplexe Entscheidungsprozesse, fehlende Instrumente (DTI, DSTI), potenzieller „inaction bias“

IMFS-Forschung

- Makromodelle mit Finanzsektor und Bankenrisiken entwickelt.
- Online-Modelldatenbank für Vergleiche mit über 110 Modellen aufgebaut (www.macromodelbase.com).
- Software für vergleichende Analyse von Geldpolitik, Fiskalpolitik und makroprudenzieller Politik entwickelt (online verfügbar).
- Robuste Referenzregeln für Geldpolitik und makroprudenzielle Politik analysiert.
- Rechtliche Rahmenbedingungen für OMT untersucht, ebenso wie Möglichkeiten von Banken, Negativzinsen auf Einlagen zu fordern.

2. Wirkungskanäle der Politik in einem Modell analysieren

Mátyás Farkas

Wirkung einer unerwarteten Änderung der Geldpolitik

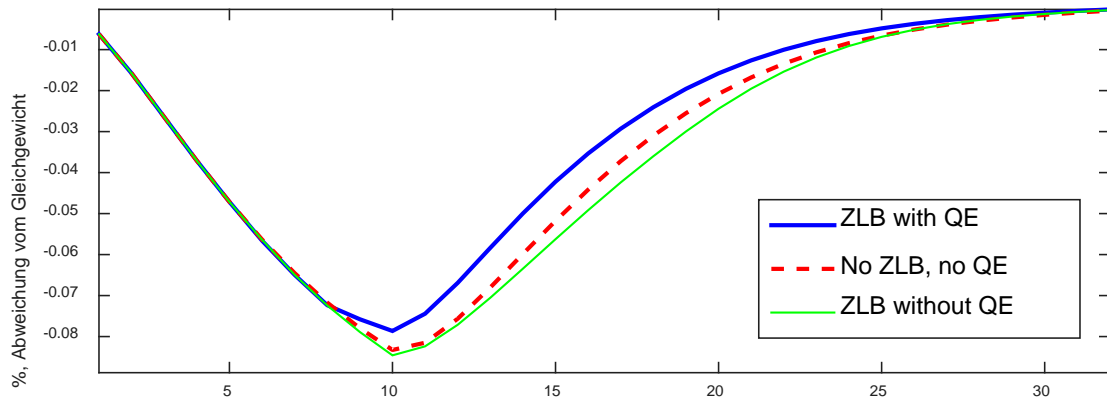
- Untersuchung der makroökonomischen Wirkung der Ankündigung von Anleihekäufen (Quantitative Easing, QE)
- Identifizierung der Langzeiteffekte mittels einer neuen empirischen Methode
 - Inflationserwartungen steigen
 - Langfristige Zinsen fallen
 - Währung wertet ab
- Empirische Analyse als Basis für theoretische Modellierung

Wirkungskanäle im Modell

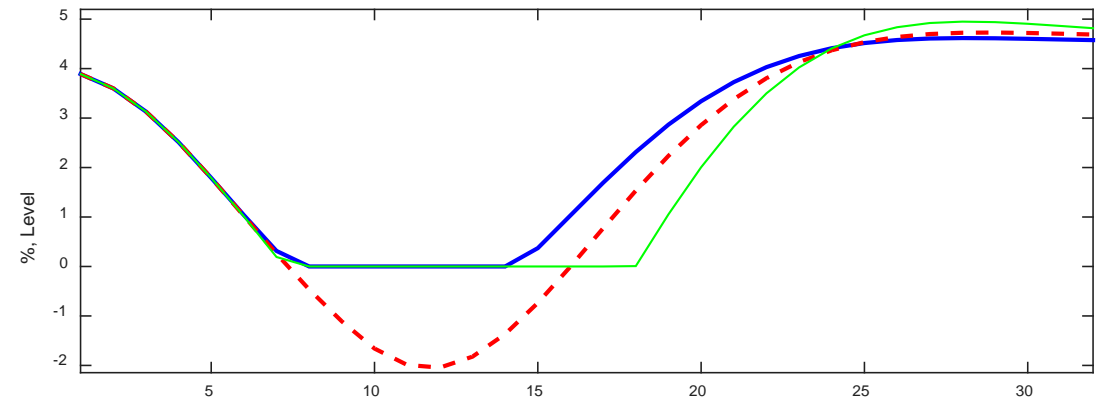
- Signalisierung: Inflationserwartungen steigen
- Implizite Bankenrekapitalisierung: Banken erzielen höheren Gewinn
- Einschränkung der Geldpolitik durch Zinsuntergrenze
- Endogenität des gesamtwirtschaftlichen Risikos: Banken überwachen weniger und gehen mehr Risiko ein.

Negativer Bankkapitalschock

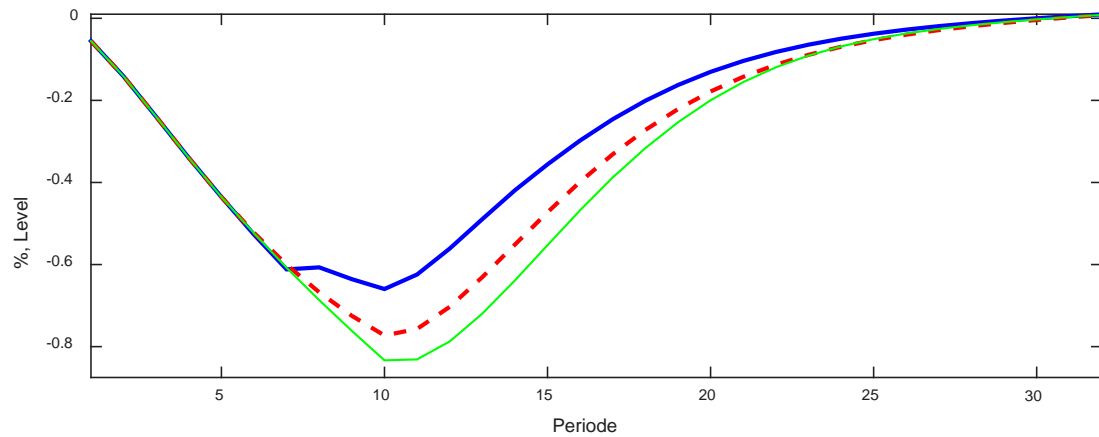
1. Bankkapital



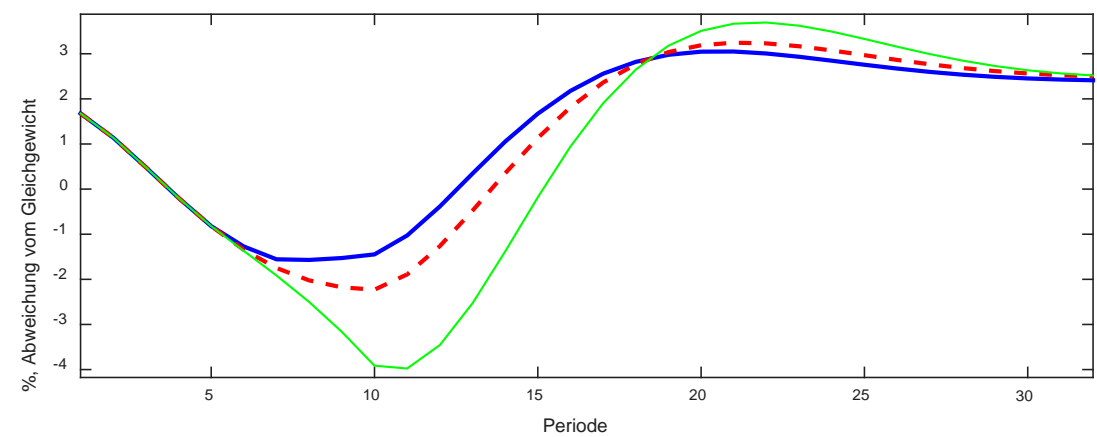
2. Leitzins (%)



3. Investitionen



4. Inflation (%)



Resultate

- Unerwarteter Rückgang von Bankkapital
- Kreditvergabe sinkt
- Investitionen fallen
- Geldpolitische Lockerung bis Leitzins von nahe Null
- QE / Anleihekäufe: Inflationserwartungen steigen (+)
- Erfolgswahrscheinlichkeit finanzieller Investitionsprojekte sinkt (-)

Rolle der makroprudenziellen Politik: Antizyklischer Kapitalpuffer sollte dem durch QE verursachten Risiko entgegenwirken.

3. Modelle nutzen, um robuste Politikregeln zu identifizieren

Philipp Lieberknecht

Modellvergleiche und robuste Politik

- Robuste Politik: Gute Performance in einer Vielzahl an Modellen
- Vielzahl an Theorien und makroökonomischen Modellen mit Finanzsektor
- Macroeconomic Model Data Base v2.3: Mehr als 30 Modelle mit Finanzmarktfriktionen
- Modellvergleiche zur Ableitung von robusten Politikempfehlungen
 - Referenzregeln für Instrumente
 - Interaktion von Geldpolitik und makroprudenzieller Politik

Referenzregeln

- Zentralbank

$$\text{Nominalzins} = a \cdot \text{Inflation} + b \cdot \text{Produktionslücke}$$

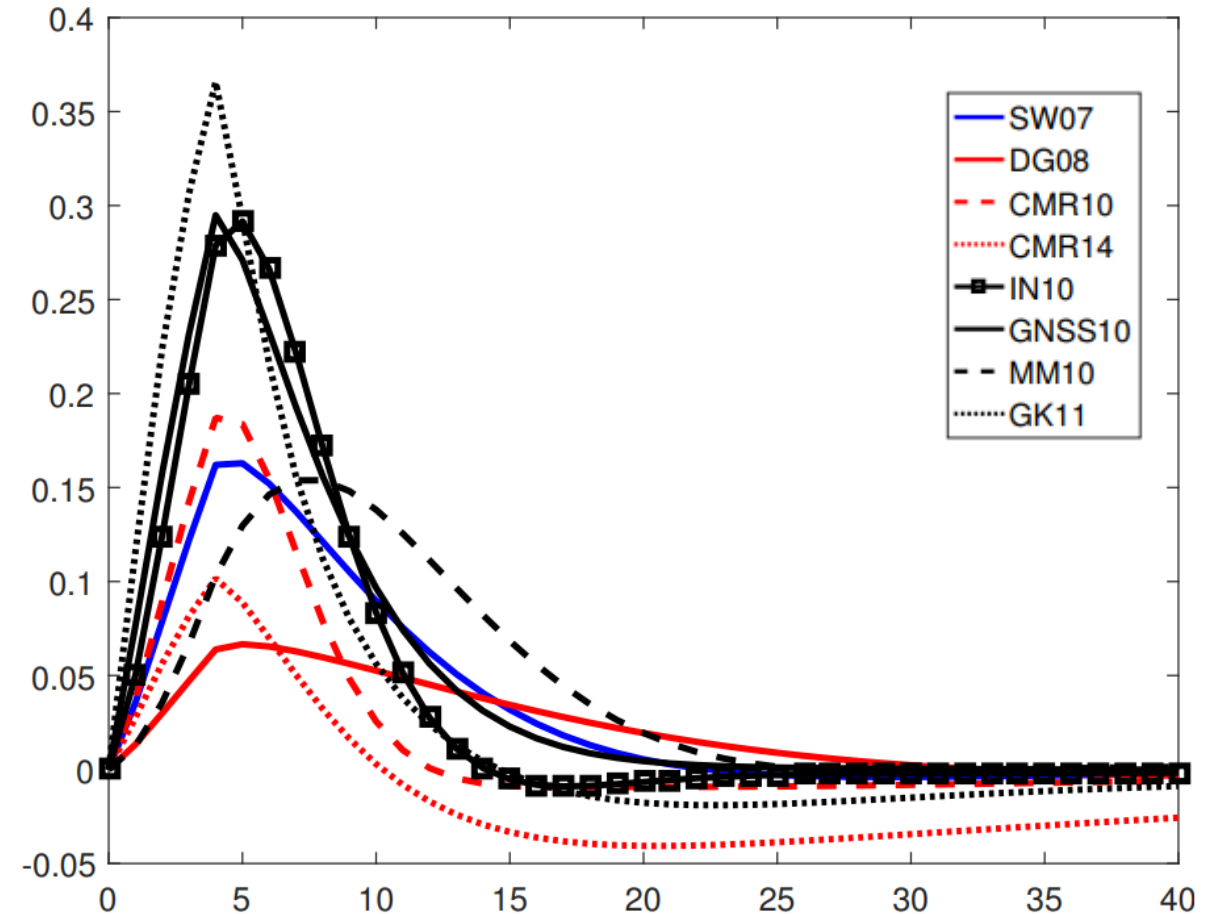
- Makroprudenzielle Politik

$$\text{Antizyklischer Kapitalpuffer} = c \cdot \text{Kreditvergabe} + d \cdot \text{Produktionslücke}$$

Unsicherheit über die Wirkung der Geldpolitik

- Wirkung einer unerwarteten Zinssenkung auf die Inflationsrate in Modellen mit Finanzmarktfriktionen

Quelle: Binder, Lieberknecht, Quintana, Wieland (2019): „Model Uncertainty in Macroeconomics: On the Implications of Financial Frictions“, in Mayes D., Siklos P. and J.E. Sturm (eds.), "The Oxford Handbook of the Economics of Central Banking"



Modellspezifische Politikempfehlungen sehr unterschiedlich

		Angewandt in Modell...		
		GNSS (2010)	MM (2010)	GK (2011)
Optimale Politik aus Modell...	GNSS (2010)	✓	~	~
	MM (2010)	~	✓	~
	GK (2011)	X	X	✓

Quelle: Binder, Lieberknecht und Wieland (2018): „Coordinating Monetary and Macroprudential Policy under Model Uncertainty“, MACFINROBODS Working Paper 11.5

Robustheit durch „Model-Averaging“

- Politik wirkt oft destabilisierend, wenn sie auf „falschem“ Modell beruht
- Robuste Regeln liefern relativ gute Performance in vielen Modellen

		Angewandt in Modell...		
		GNSS (2010)	MM (2010)	GK (2011)
Modell-gemittelte Politik		✓	✓	✓
		✓	✓	✓
		✓	✓	✓

Fazit

- Makroökonomische Modelle können zur Entwicklung von Referenzregeln genutzt werden
- Politikempfehlungen einzelner Modelle sind sehr unterschiedlich, teilweise widersprüchlich
- „Model-Averaging“ stellt geeignete Methode zur Ableitung von robusten Referenzregeln dar
- Implikationen für institutionelle Koordination zwischen Geldpolitik und makroprudenzieller Politik

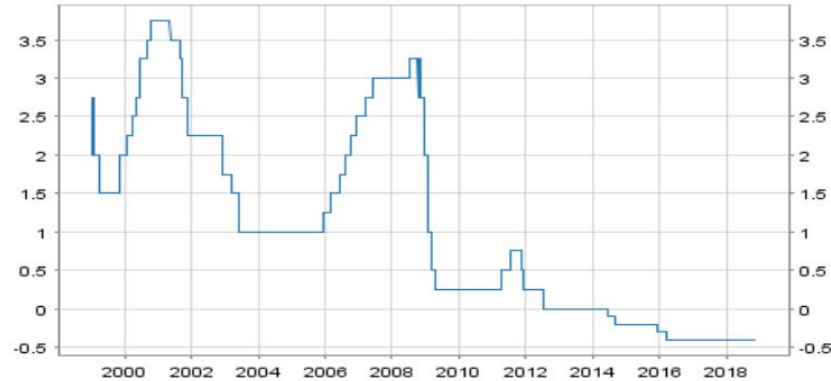
4. Wirkung der Politik beeinflusst durch rechtliche Rahmenbedingungen

Tobias Tröger

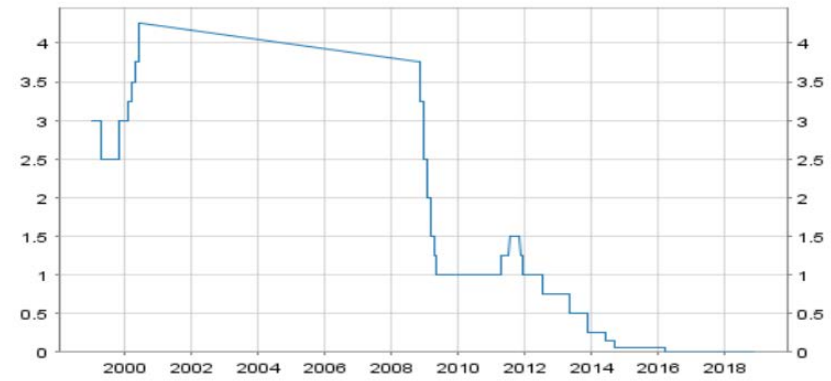
Herausforderungen des Niedrigzinsumfelds

- Geldpolitische Reaktion auf niedrige Inflation und schwaches Wachstum (Rezession) in Teilen der EWU
 - Senkung der relevanten Leitzinsen (insbes. „Strafzins“ bei Einlagenfazilität)
 - Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (QE), Investitions- und Konsumanreiz durch Vermögenseffekte (aber auch “beggar thy neighbor”)
 - Zins (Preis von Liquidität) auf historischen Tiefstständen

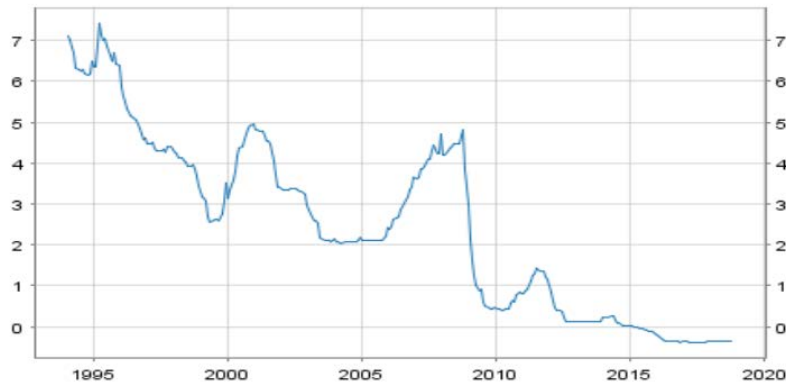
EZB-Haupt- und Marktreferenzzinssätze



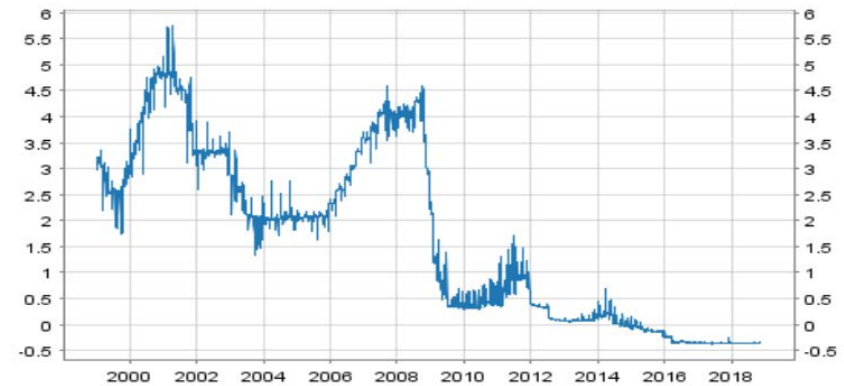
EZB - Einlagenfazilität



EZB – Hauptrefinanzierungsoperation



Euribor



Eonia

Quelle: EZB

Auswirkungen auf Einlagenkreditinstitute

- Aktivgeschäft
 - niedrigere Margen im Neugeschäft bei beschränkten Investitionsmöglichkeiten
 - Zinsanpassungsklauseln führen zu Renditeeinbußen in Bestandsverträgen
- Passivgeschäft
 - geringes Interesse an (weiteren) Mitteln ohne gewinnbringende Verwendungsmöglichkeit (Vermeidung von Liquiditätsüberschüssen)
 - hochverzinsliche Altverträge als Belastung

Zivilrechtliche Auswirkungen im Aktivgeschäft

- Makroprudenzielle Instrumente zur Verhinderung/Bekämpfung von Preisblasen in bestimmten Anlageklassen (insbes. Immobilien), *Tröger*, 16 Eur. Bus. Org. L. Rev. 575 (2015) = <https://ssrn.com/abstract=2613802>
- In hochbesicherten Kreditmärkten wirken Deckelungen (LTV, LTI, DSTI) effektiver als CRR-Kapitalpuffer (risikogewichtete Aktiva)
 - Von Finanzstabilitätsrat empfohlen und für Immobiliarkredite aufgegriffen durch autonome nationale Regelung in § 48u Abs. 1 S. 1 KWG (Finanzaufsichtsrechtsergänzungsg v. 9.6.2017, BGBl. I S. 1495, 9.6.2017)
 - Bezogen auf Kreditportfolio (nicht: individuellen Kreditvertrag)

Zivilrechtliche Reaktionen im Passivgeschäft

- Negativzinsen auf Spareinlagen, *Tröger*, NJW 2015, 657
 - Altverträge vs. Neuverträge und Möglichkeiten der Anpassung (Leistungsbestimmung, Vereinbarung in AGB etc.)
 - Beachte: typusbedingte Restriktionen (Nullgrenze) wirken im Aktivgeschäft spiegelbildlich (zugunsten) der Institute
- Beendigung von (Bau-)Sparverträgen (angeblich > 200.000 ausgesprochene Kündigungen), *Tröger/Kelm*, NJW 2016, 2839
 - OLG Stuttgart vom 23.9.2015 – 9 U 31/15 „Scala“ (in Revision für erledigt erklärt)
 - BGH vom 21.2.2017 - XI ZR 185/16 und XI ZR 272/16

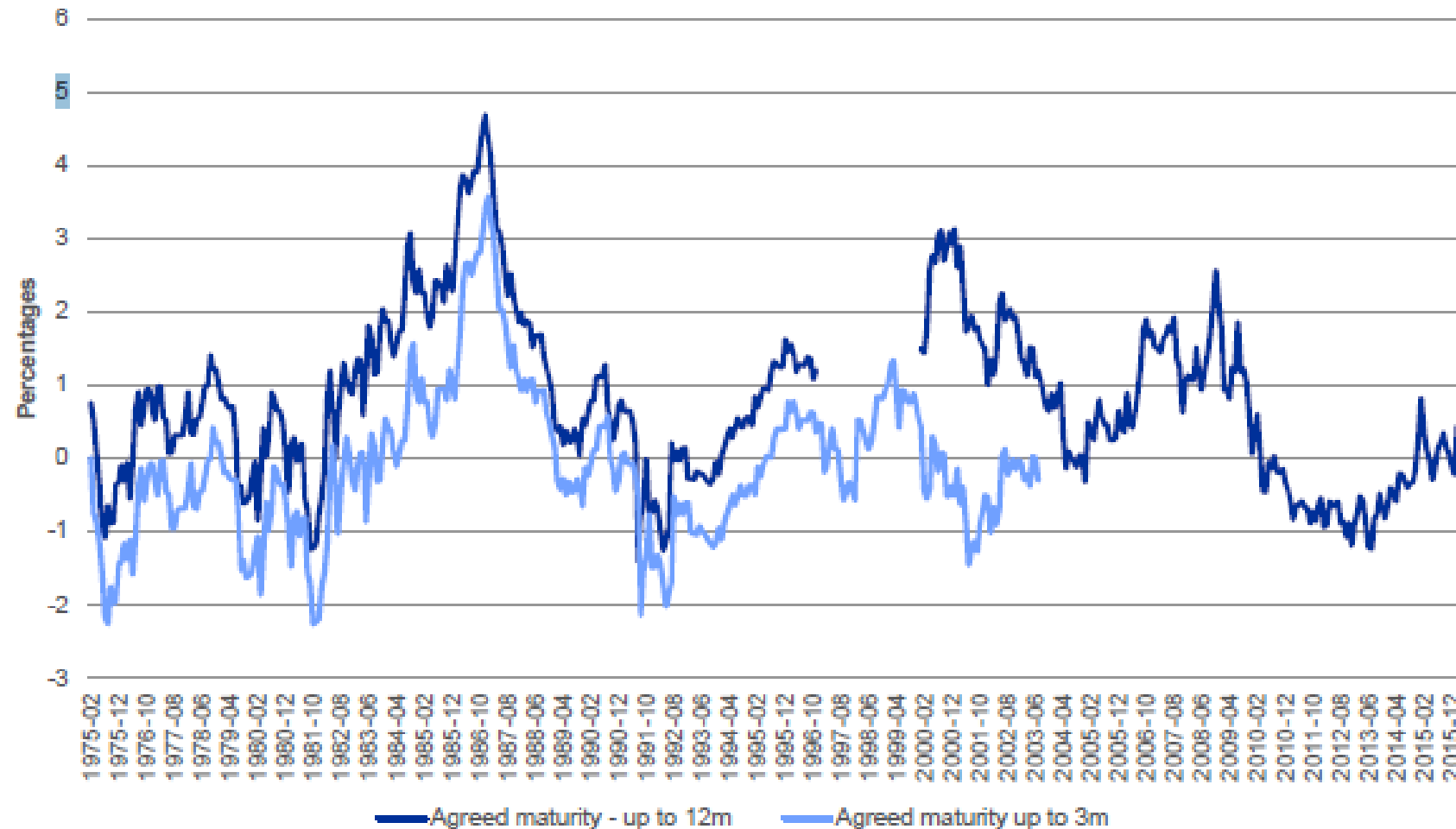
Bankeinlagen (§ 1 Abs. 1 Nr. 1 KWG) und Vertragstypen des BGB

Sichteinlagen	Fest- und Kündigungsgelder	Spareinlagen (§ 21 Abs. 4 RechKredV)
Unregelmäßige Verwahrung, § 700 BGB (auch bei Giralgeld)		Gelddarlehen, § 488 BGB
§§ 695 S. 1, 700 Abs. 1 S. 3 BGB		§ 488 Abs. 3 S. 1 BGB
Liquiditätsbeschaffungscharakter des Austauschs (entgeltliche Finanzierungs-beziehung), vgl. § 488 Abs. 1 S. 2 BGB (§ 700 Abs. 1 S. 1 BGB)		

Atypische Interessenlage im Niedrigzinsumfeld

- Mittelbeschaffungsinteresse auf Seiten der Banken entfällt (partiell)
- Treibend ist Kundeninteresse an sicherer Verwahrung (vgl. v.a. §§ 5 ff., 43 ff. EinSiG)
 - Verwahrungsleistung nicht mehr Nebenaspekt (Typenverschmelzung, § 700 BGB), sondern typusprägend
 - Einordnung als echter Verwahrungsvertrag, § 688 BGB, mit vermuteter Vergütungspflicht des Kunden

Reale Vergütung auf Einlagen in Deutschland



Quelle: EZB

Anpassungsproblem bei Bestandsverträgen

- Für Altverträge stellt ursprünglich vereinbarter Vertragstypus bindende Restriktion dar
 - Allein maßgeblich: Parteiwille im Ztpkt des Vertragsschlusses
 - § 488 Abs. 1 S. 2 BGB unstreitig abdingbar
 - Derogation der Entgeltlichkeit bedeutet nur, dass eingegangene Finanzierungsbeziehung allenfalls unentgeltlich sein kann
 - „Umstellung“ auf Vergütungspflicht des Kunden widerspricht Typus (Darlehensprägung des Einlagengeschäfts) und bedarf daher neuer vertraglicher Grundlage
 - Unregelmäßige Verwahrung und Darlehen müssen durch Typenmischvertrag eigener Art (s.o.) ersetzt werden

Zwischenfazit

- „Durchleiten“ der schlechten Rahmenbedingungen für das Aktivgeschäft in existierende Einlagenbeziehungen nur schwer möglich
- Einleger haben Entscheidungsrecht darüber, ob geänderte wirtschaftliche Zielrichtung der Geschäftsbeziehung bei „ihrer“ Bank gewünscht ist
- Konditionenwettbewerb wird befördert

Beendigung von (Bau-)Sparverträgen - Hintergrund

- Verzinsung in langlaufenden Verträgen z.Zt. über Marktniveau
 - Bausparverträge mit fixer Verzinsung (z.Zt. des Vertragsschlusses unterhalb des Marktzinseszinses für vergleichbare Einlagen)
 - Sparverträge etc. mit periodisch (quartalsmäßig) fixierter Verzinsung über Referenzzinssatz (laufzeitgestaffelter Bonuszins)
 - notwendige Erträge im Aktivgeschäft im Niedrigzinsumfeld kaum zu erwirtschaften
- „...betriebswirtschaftlich nicht länger möglich, die S-Scala Verträge mit den - angesichts des heutigen Marktniveaus - unverhältnismäßig hohen Zinsen fortzuführen...“
- Beachte: Zinssatz für Bauspardarlehen in Darlehensphase ebenfalls deutlich über Marktkonditionen

Sonderkündigungsrecht bei Bausparverträgen, § 489 Abs. 1 Nr. 2 BGB (Anwendbarkeit)

- § 489 Abs. 1 Nr. 2 BGB erlaubt Überwälzung des Zinsänderungsrisikos – nach Ablauf der Zehnjahresfrist – auf Darlehensgeber
- BGH vom 21.2.2017 - XI ZR 185/16 und XI ZR 272/16 bejaht Anwendbarkeit „in Übereinstimmung mit der herrschenden Ansicht in der Instanzrechtsprechung und Literatur“
 - Wortlaut und Systematik des Gesetzes lassen keine Beschränkung des Anwendungsbereichs auf Aktivgeschäft erkennen (insbesondere kein Verbraucherrecht, vgl. §§ 491 ff. BGB)
 - Entstehungsgeschichte und Normzweck, „wonach jeder Darlehensnehmer nach Ablauf von zehn Jahren nach Empfang des Darlehens die Möglichkeit haben soll, sich durch Kündigung vom Vertrag zu lösen“

Sonderkündigungsrecht bei Bausparverträgen, § 489 Abs. 1 Nr. 2 BGB (Anwendbarkeit)

- Entstehungsgeschichte jenseits von Bestätigungsneigungen nicht zweifelsfrei
 - Herkunft (vgl. § 247 BGB a.F.) soll – seit Verabschiedung von § 609a BGB a.F. eingeschränktes – Schutzanliegen vor „wirtschaftlicher Uebermacht des Gläubigers“ belegen (vgl. *C. Weber*)
 - BegrRegE wonach Sonderkündigungsrecht „dem Schuldner bei allen festverzinslichen Darlehen“ eingeräumt werde, soll lediglich Verallgemeinerung des auf Hypothekendarlehen begrenzten § 18 HypothekbankG a.F. legitimieren
- Teleologische Argumente entgegen BGH für Einschränkung
 - nicht Beschränkung auf Verbraucherrecht, sondern Ausscheiden von Konstellationen in denen Regelungsanliegen typisierend nicht einschlägig ist

Sonderkündigungsrecht bei Bausparverträgen, § 489 Abs. 1 Nr. 2 BGB (Anwendbarkeit)

- Nichtanwendung nur wenn *sachlicher* Anwendungsbereich betroffen, *persönlicher* aufgrund systematischer Stellung klar
- Motive zu § 609a I Nr. 3 BGB a.F. eindeutig mit Empfehlungen des Sachverständigenrats („Wirtschaftsweise“) verknüpft
- allein vom Zinsniveau abhängige Kündigungsmöglichkeit, § 247 BGB a.F. (> 6% p.a.), bereitete Schwierigkeiten bei laufzeit- und zinskongruenter Refinanzierung (simple Form des Risikomanagements erschwert)
- Gesetzgeber wollte durch Reform Steuerung von Zinsänderungsrisiken ermöglichen, nicht generelle Entlastung von Marktpreisrisiken herbeiführen

Sonderkündigungsrecht bei Bausparverträgen, § 489 Abs. 1 Nr. 2 BGB (Anwendbarkeit)

- Transformationsleistung (v.a. Fristentransformation) der Kreditinstitute, zu der auch Steuerung von Zinsänderungsrisiken gehört, ist zentrale gesamtwirtschaftliche Funktion des Sektors
- Kündigungsmöglichkeit gesamtwirtschaftlich kontraproduktiv, wenn Zinsrisiken überlegen beherrschendes Kreditinstitut (*superior risk bearer*) im Passivgeschäft Rolle des Darlehensnehmers übernimmt
- Wirkung wie Versicherung mit Folgen subjektiven Risikos (*moral hazard*)
- Volkswirtschaftliche Zusammenhänge Gesetzgeber voll bewusst → teleologische Reduktion § 489 I Nr. 2 BGB

Fazit

- Finanzbranche sollte Risiken aus Altverträgen im Niedrigzinsumfeld, die aus Geldpolitik und allgemeiner Konjunkturentwicklung resultieren, weitgehend tragen
- Anpassungen könnten dann nur durch konsensuale Lösungen erreicht werden, mit denen Kunden Rechtsposition abgekauft wird (*Coasean bargain*)
- Wettbewerbspolitisch wünschenswerter Konditionenwettbewerb, der nachhaltige Geschäftsmodelle prämiert
- BGH hat mit Anwendung von Sonderkündigungsrechten Tor zu weitreichenden Überwälzungen auf Kunden (zu) weit aufgestoßen (vgl. jetzt auch OLG Karlsruhe v. 12.6.2018 – 17 U 131/17)