

Specialized Financial Intermediation – Stability Implications for Financial Systems and Real Estate Markets

Dr. Manuel Molterer

Schwere Rezessionen und Finanzkrisen haben meistens ihren Ursprung in Immobilienmärkten. Historische Erfahrungen haben gezeigt, dass ein Hypothekenboom und ein massiver Anstieg von Immobilienpreisen gesamte Ökonomien destabilisieren können und als valide Indikatoren für zukünftige Finanzkrisen dienen. Somit erwächst das größte Risiko für Finanzsysteme aus Immobilienmärkten und deren Finanzierung (Dam et al., 2011; Jones et al., 2016; Jordá et al., 2015, 2016).

Diese Erkenntnis wird untermauert durch den Fakt, dass Immobilienvermögen generell den vorwiegenden Anteil an Haushaltsvermögen darstellt. Dies gilt auch für das Finanzsystem in Deutschland, in welchem der Hauptanteil der Verschuldung von privaten Haushalten immobilienbezogen ist. Laut einem Bericht der Deutschen Bundesbank vom September 2017 umfasst der Markt für Immobilienkredite in Deutschland rund 1.296,7 Mrd. Euro, die an Privathaushalte sowie inländische Unternehmen vergeben sind. Dies macht rund 50 Prozent der Gesamtkreditvergabe des Bankenwesens aus (Deutsche Bundesbank, 2017). Robuste Immobilienmärkte sind daher der Kern gesunder Finanzsysteme und Ökonomien. Somit ist die Stabilität von Immobilienmärkten von großer Bedeutung für die Stabilität von Finanzsystemen, und damit auch von hoher Relevanz für Politik, Regulatorik, Aufsicht und Zentralbankwesen.

Die globale Finanzkrise im Jahr 2007/08, welche ihren Ursprung im sog. US-Subprime-Hypothekenmarkt hat und sich von dort aus auf das weltweite Finanzsystem ausgebreitet hat, hat die Bedeutung der Immobilienmärkte und deren Finanzierung deutlich gemacht. Als zusammenfassende Erkenntnis aus dieser Krise plädieren Shiller (2008) und Stiglitz (2014) für eine weltweite Reform des Finanzsystems und dessen grundlegenden Prinzipien. Interessanterweise hat sich der deutsche Immobilienmarkt in dieser Phase im internationalen Vergleich als sehr robust erwiesen. (vgl. bspw. Voigtländer, 2012; European Central Bank, 2015; Dahl and Góralczyk, 2017). Der deutsche Immobilienmarkt zeigte nur geringfügige Preisschwankungen und einen durchwegs funktionierenden Markt für die Finanzierung. Wie ist diese Stabilität zu erklären?

Dies ist verschiedenen Charakteristika der Immobilienfinanzierung in Deutschland zuzuschreiben, z.B. Tilgung, konservative Kreditvergabestandards, vergleichsweise niedrige Beleihungsausläufe und der Verzicht auf sog. „Mortgage Equity Withdrawals“. Darüber hinaus und besonders in Zusammenhang mit der Stabilität sind die geringe (Preis-)Zyklizität, die Vielfalt der finanzierenden Kreditinstitute und die dadurch vorherrschende

Diversität des deutschen Immobilienmarkts und dessen Finanzierung von besonderer Bedeutung für die weitere Forschung.

Diese Arbeit verweist in diesem Kontext auf einen hoch spezialisierten Typ von Finanzintermediär in Deutschland, die Bausparkasse. Diese spezielle Form der Finanzintermediation ist im Bereich der Immobilienfinanzierung engagiert und bietet spezifische und in Deutschland sehr populäre Vertragsformen zur Eigenkapitalbildung und Darlehensvergabe an, sog. Bausparverträge. Sowohl die Institute als auch deren Produktangebot unterscheiden sich deutlich von klassischen Hypothekenbanken und deren Produktangebot. Bausparkassen sind als Kollektiv organisiert und setzen durch ihre produktspezifischen Eigenschaften für deren Vertragsinhaber antizyklische Anreize zur Marktentwicklung.

Die Doktorarbeit leistet einen Beitrag zur Forschungsfrage, inwiefern die strukturellen Eigenschaften und Unterschiede von Spezialfinanzintermediären, in diesem Fall Bausparkassen, und ihr produktspezifisches Vertragsangebot Implikationen auf die Stabilität von Immobilienmärkten und Finanzsysteme haben. Die einzelnen Studien der Doktorarbeit umfassen dabei vier wesentliche Dimensionen des Bausparwesens: 1) das Finanzprodukt (Bausparvertrag) und dessen Vertragsgestaltung, 2) das Institut (Bausparkasse) und dessen Widerstandskraft gegenüber makroökonomischen Schocks, 3) die Effektivität von Bausparverträgen im Markt, und 4) die Dimension der Regulatorik und Implikationen für die Politik aus den jüngsten Anpassungen des Bausparkassengesetzes („Bausparkassengesetzesnovelle“).

Die erste Studie befasst sich mit der Fragestellung, inwiefern die Vertragsgestaltung von Bausparverträgen durch die Schaffung spezifischer Anreizstrukturen in einer Ökonomie die Stabilität von Immobilienmärkten beeinflussen kann. Das einleitend in der Doktorarbeit aufgezeigte Theoriemodell wird durch die empirischen Ergebnisse gestützt, dass Bausparverträge für deren Vertragsinhaber antizyklische Anreize schaffen. Der empirische Nachweis in dieser Arbeit berücksichtigt sowohl die Kredit- (zuteilte Bauspardarlehen für wohnwirtschaftliche Zwecke) als auch die Einlagenseite von Bausparverträgen.

Die einen Bausparvertrag konstituierende Kombination aus Spar- und Darlehensvertrag zu einer bei Vertragsabschluss festgelegten Zinsgarantie führt dazu, dass Vertragsinhaber von Bausparverträgen stets gegensätzliche Anreizstrukturen gemessen an den Finanzierungskosten am Markt und in Bezug auf den Immobilienerwerb haben. Durch diese antizyklischen Anreizmechanismen stellen Bausparkollektive stets einen Gegenpol zu Nicht-Bausparern im Markt dar, d.h. in Boomphasen mit einer tendenziellen Überhitzungstendenz eher dämpfend und in Rezessionsphasen eher nachfragefördernd. Auf der Einlagenseite zeigen die Ergebnisse ebenfalls ein gegensätzliches Verhaltensmuster, denn Spareinlagen steigen in einem sinkenden Hypothekenzinsumfeld. Ein Erklärungsansatz hierfür ist, dass Bausparer – trotz des eigentlich attraktiven Finanzierungsumfelds im Immobilienmarkt – ihre Eigenkapitalbasis stärken, um in Umfeldern von steigenden

Finanzierungskosten ihren komparativen Vorteil durch den Bausparvertrag ausschöpfen zu können (bei tendenziell auch sinkendem Immobilienpreisniveau).

Diese spezielle Form der Immobilienfinanzierung wirkt damit auf Immobilienmärkte ausgleichend und stabilisierend. Dies folgt den Implikationen des Theoriemodells, dass die inhärente Zinsoption des Bausparvertrags gegensätzliche Anreize („im Geld“ versus „aus dem Geld“) zu vorherrschenden Marktbedingungen schafft. Damit bieten Bausparverträge für deren Vertragsinhaber antizyklische Investmentstrategien. Die gesamtwirtschaftliche Betrachtung lässt den Rückschluss zu, dass Bausparkassen mit ihrem speziellen Finanzprodukt, dem Bausparvertrag, zu einer Zinsglättung im Gesamtmarkt beitragen. Das Bausparsystem unterstützt damit eine eher zurückhaltende Nachfrage in Boom-Phasen und stimuliert die Nachfrage in einem rückläufigen Nachfrageumfeld. Diese ausgleichenden Mechanismen am Markt schützen vor extremen Marktausschlägen und hoher Volatilität und dienen als stabilisierende Säule im Immobilienmarkt und damit auch im übergreifenden Finanzsystem.

Aufgrund der vertragsinhärenten stabilisierenden Vertragscharakteristika von Bausparverträgen ist die Forschungsfrage von hoher Relevanz, ob diese stabilisierenden Mechanismen auf Produktebene zu Lasten der institutionellen Stabilität gehen. Institutionelle Stabilität ist – wie die jüngste Vergangenheit eindrucksvoll gezeigt hat – ebenso relevant wie die durch deren Finanzprodukte selbst erbrachte.

Daher analysiert die zweite Studie der Doktorarbeit die Stabilität der Bausparkassen als Finanzinstitute selbst, unter Berücksichtigung der Dynamiken des makroökonomischen Umfelds. Mit dieser Studie wird die Perspektive der produktbasierten Ebene um die institutionelle Ebene ergänzt. Bausparkassen eignen sich als Proxy für diese Analyse zu Spezialfinanzintermediären in besonderem Maße, da sie – im Vergleich zum Universalbankenwesen – einen klar abgrenzbaren Geschäftsfokus (Immobilienfinanzierung) haben. Zudem, wie eine Vielzahl an Studien bestätigt, ist dieser Fokus von hoher Relevanz, da funktionierende Immobilienmärkte elementar für die Stabilität von Bank- und Finanzsystemen sind (Koetter and Poghosyan, 2010), als auch die Haupttreiber vergangener Finanzkrisen waren (Jordá et al., 2015). Im Kontext von Krisen ist die Widerstandsfähigkeit von Finanzinstituten gegenüber makroökonomischen Schocks von hoher Relevanz (vgl. bspw. Dovern et al., 2010; Dia, 2013). Die Deutsche Bundesbank nimmt hierauf in ihrem Finanzstabilitätsbericht 2017 explizit Bezug (Deutsche Bundesbank, 2017a) und weist darauf hin, dass das anhaltende Niedrigzinsumfeld das Risiko einer Überbewertung an den Immobilienmärkten und allgemeine Überhitzungstendenzen das Risiko für Unruhen auf den Finanzmärkten erhöhen. Diese Doktorarbeit greift im Kontext dieser Fragestellung zwei wesentliche Literaturstränge auf:

1) Eine Vielzahl an wissenschaftlichen Studien analysiert die Stabilität des allgemeinen Bankensystems (vgl. bspw. Dovern et al., 2010; Blank and Dovern, 2010; Dia, 2013; Arnould and Dehmej, 2016). Allerdings vermisst man in diesem Forschungsstrang bis heute eine klare Differenzierung nach den diversen Geschäftsmodellen im Banken-

wesen und daraus resultierende Unterschiede. Diese Differenzierung ist gerade im stark diversifizierten Drei-Säulen-Bankensystem in Deutschland von besonderem Interesse, v.a. da diese strukturelle Vielfalt ebenfalls zur Gesamtstabilität des Banken- und Finanzsystems beitragen kann (Schmidt and Tyrell, 2004). Diverse Studien haben zum Ergebnis, dass Banken mit hohem Diversifikationsgrad im Krisenfall weniger fragil sind (vgl. bspw. Uhde and Heimeshoff, 2009; Shim, 2013; Nucera et al., 2017). Die vorliegende Analyse führt einen empirischen Nachweis, in welcher Form die Spezialfinanzintermediation einen Beitrag zur Stabilität im Bankenwesen leistet. Dabei nutzt die Studie – auch im Sinne der Vergleichbarkeit der Ergebnisse – den identischen methodischen Ansatz (Vektor-Autoregressive Modelle, VAR) wie Dovern et al. (2010), die eine Art Stresstest durchführen, um die Widerstandskraft des aggregierten Bankensektors in Deutschland zu analysieren. Diese Studie erweitert dieses Modell um diverse für den Immobilienmarkt spezifische Variablen und wendet diese Methode im Bausparksektor an.

2) Dieser Forschungsansatz wird in der vorliegenden Studie um einen zweiten wesentlichen Faktor der Stabilität des Bankensystems erweitert: der Einlagenfinanzierung. Die letzte globale Finanzkrise 2007/08 war ebenfalls geprägt durch eine bedeutende Kreditklemme sowie unzureichende Einlagenfinanzierung (Diamond and Rajan, 2009), was die Relevanz ausreichender Einlagen in Liquiditätskrisen deutlich aufgezeigt hat. De Jonghe (2010) führt aus, ausgehend von der regulatorischen Perspektive, dass Banken mit dauerhaft hohem verfügbarem Anteil an Kundeneinlagen (Bodensätzen) ein tendenziell niedrigeres systemisches Risiko darstellen. Dieser Argumentation folgend analysiert diese Studie, inwiefern sich das Management der Einlagenfinanzierung im Bausparkassensektor unter Stresseinflüssen verhält. Dieser „Flight-to-Quality“-Mechanismus zeigt (vgl. bspw. Rösch and Kaserer, 2013), inwieweit Privatkunden in Stress- und Krisensituationen Vertrauen in diese spezielle Form der Finanzintermediation haben und einen Abzug von Einlagen forcieren oder vermeiden. Hiermit ergänzen wir auf institutioneller Ebene die Forschungsergebnisse von Schlueter et al. (2015), die nachweisen, dass auf Vertragsebene das System der finanziellen Anreize wirksam ist, um Einlagen zu steuern. Diese Studie analysiert die Stabilität der Einlagenfinanzierung auf der Institutsebene in makroökonomischen Schocksituationen.

Basis der Untersuchungen ist ein bislang einzigartiger Datensatz in der Forschung, welcher 41 Jahre (1975-2016) detaillierte Finanz- und Geschäftsberichtsdaten der gesamten deutschen Bausparindustrie umfasst. Diese Analyse leistet einen Beitrag zur Forschungsfrage, inwiefern das Spezialbankenwesen, in Form der Bausparkassen, die gesamte Bankenindustrie mit Blick auf Stressresistenz und Stabilität beeinflusst. Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass sowohl die institutionelle Beschaffenheit des Bausparkassensektors als auch das Geschäftsmodell gesamthaft resistent gegenüber makroökonomischen Schocks sind. Sowohl der Leistungsproxy (Eigenkapitalrendite) als auch der Stressproxy (Abschreibungen) zeigen keine oder geringfügige Signifikanz auf makroökonomische Schocks. Dies zeigt sich sowohl in der standardisierten Modellspezifikation

nach Dovern et al. (2010), als auch in der angepassten Modellspezifikation für den Immobilienmarkt. Die gleiche Resistenz ist auch mit Blick auf die Analysen der Einlagenfinanzierung zu beobachten.

Diese Stabilität auf institutioneller Ebene kann auf das Geschäftsmodell von Bausparkassen zurückgeführt werden, aber auch auf die erhöhte Kapitalmarktunabhängigkeit basierend auf den Charakteristika eines Bausparkollektivs. Damit zeigt sich nicht nur eine stabilisierende Wirkung durch die spezifischen Anreizmechanismen eines Bausparvertrags, sondern auch eine hohe Resistenz gegenüber makroökonomischen Schocks auf Instruktionsebene.

Weitere Studien der Forschungsarbeit thematisieren auf der Marktebene die Effektivität von Bausparverträgen. Die Ergebnisse zeigen, dass Bankberatung in Deutschland die aufgezeigten Bedarfe der Investoren nicht vollumfänglich deckt. Dies bedeutet, dass Bankberatung keine Garantie darstellt, die jeweilige Portfoliozusammensetzung von Privathaushalten mit deren tatsächlichen Planungszielen in Einklang zu bringen. Auf der Ebene der Regulatorik untersucht eine vierte Studie die Konsequenzen aus der Bausparkassengesetzesnovelle mit Inkrafttreten im Jahr 2017. Die Studie untersucht unter Kreditrisikoaaspekten die Hinzunahme von Aktien in die Anlageportefolios der Bausparkassen gemäß der von der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) vorgegebenen Stresstestsystematik.

Die Bedeutung von Immobilienmärkten für die globale Stabilität von Ökonomien und Finanzsystemen ist signifikant. Die Konstitution sowie Stabilität dieser Märkte muss deshalb die stetige Aufmerksamkeit in Politik, Regulatorik, Aufsicht sowie Zentralbankwesen erhalten. Die Konsequenzen der globalen Finanzkrise in 2007/08, die ihren Ursprung in den Immobilienmärkten fand, hat dies deutlich gemacht. Speziell unter den heutigen Rahmenbedingungen eines fortwährenden Niedrigzinsumfelds, in welchem das Risiko sich überhitzender Immobilienmärkte steigert, ist es von besonderer Relevanz, stabilisierende Mechanismen – sowohl auf Produkt- als auch Instruktionsebene – zu verstehen, die ausgleichend auf Nachfragemärkte wirken und dabei die Stabilität auf Immobilien- und damit Finanzmärkten stärken können.

Diese Forschungsarbeit leistet einen empirischen Nachweis, dass das Spezialbankwesen, hier am Beispiel des Bausparwesens, mit seinem hoch spezialisierten Geschäftsmodell im Bereich der Immobilienfinanzierung, einen positiven Beitrag zur Gesamtstabilität von Immobilien- und damit Finanzsystemen leistet.

Literatur:

- Arnould, G. and Dehmej, S. (2016). Is the European banking system robust? An evaluation through the lens of the ECB's Comprehensive Assessment. *International Economics*, (147):126–144.
- Blank, S. and Dovern, J. (2010). What macroeconomic shocks affect the German banking system?: Analysis in an integrated micro-macro model. *Journal of Financial Economic Policy*, 2(2):126–148.
- Dahl, J. and Góralczyk, M. (2017). Recent Supply and Demand Developments in the German Housing Market. *European Economy Economic Briefs*, 025(May):1–20.

- Dam, N. A., Hvolbøl, T. S., Pedersen, E. H., Sørensen, P. B., and Thamsborg, S. H. (2011). The Housing Bubble that Burst: Can House Prices be Explained? And Can Their Fluctuations be Dampened? *Monetary Review*, Danmarks Nationalbank, 1st Quarter (1):47–70.
- De Jonghe, O. (2010). Back to the basics in banking? A micro-analysis of banking system stability. *Journal of Financial Intermediation*, 19(3):387–417.
- Deutsche Bundesbank (2017a). *Financial Stability Review 2017*. Deutsche Bundesbank Eurosystem, November 2017:1–109.
- Deutsche Bundesbank (2017b). *Statistical Section – Banks. Monthly Report*, 69(11):1–148.
- Dia, E. (2013). How do banks respond to shocks? A dynamic model of deposit-taking institutions. *Journal of Banking & Finance*, 37(9):3623–3638.
- Diamond, D. W. and Rajan, R. G. (2009). The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies. *American Economic Review*, 99(2):606–610.
- Dovern, J., Meier, C.-P., and Vilsmeier, J. (2010). How resilient is the German banking system to macroeconomic shocks? *Journal of Banking & Finance*, 34(8):1839–1848.
- European Central Bank (2015). *Economic Bulletin - The state of the house price cycle in the euro area*. ECB Economic Bulletin, 6:58–73.
- Koetter, M. and Poghosyan, T. (2010). Real estate prices and bank stability. *Journal of Banking & Finance*, 34(6):1129–1138.
- Jones, T., Gatzlaff, D., and Sirmans, G. S. (2016). Housing Market Dynamics: Disequilibrium, Mortgage Default, and Reverse Mortgages. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 53(3):269–281.
- Jordá, O., Schularick, M., and Taylor, A. M. (2015). Betting the house. *Journal of International Economics*, 96(S1):2–18.
- Jordá, O., Schularick, M., and Taylor, A. M. (2016). The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles. *Economic Policy*, 31(85):107–152.
- Nucera, F., Lucas, A., Schaumburg, J., and Schwaab, B. (2017). Do negative interest rates make banks less safe? *Economics Letters*, 159(C):112–115.
- Röscher, C. G. and Kaserer, C. (2013). Market liquidity in the financial crisis: The role of liquidity commonality and flight-to-quality. *Journal of Banking & Finance*, 37(7):2284–2302.
- Schlueter, T., Sievers, S., and Hartmann-Wendels, T. (2015). Bank funding stability, pricing strategies and the guidance of depositors. *Journal of Banking & Finance*, 51(C):43–61.
- Schmidt, R. H. and Tyrell, M. (2004). What Constitutes a Financial System in General and the German Financial System in Particular?. In: Krahen, J.P. and Schmidt, R.H., editors, *The German Financial System*, chapter 2, pages 19–67. Oxford University Press.
- Shiller, R. J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*. Princeton University Press.
- Shim, J. (2013). Bank capital buer and portfolio risk: The influence of business cycle and revenue diversification. *Journal of Banking & Finance*, 37(3):761–772.
- Stiglitz, J. E. (2014). The Lessons of the North Atlantic Crisis for Economic Theory and Policy. In: Akerlof, G., Blanchard, O., Romer, D., and Stiglitz, J., editors, *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*, volume 1, chapter 29, pages 335–347. MIT Press.
- Uhde, A. and Heimeshoff, U. (2009). Consolidation in banking and financial stability in Europe: Empirical evidence. *Journal of Banking & Finance*, 33(7):1299–1311.
- Voigtländer, M. (2012). *The Stability of the German Housing Market*. MPRA Paper 43315, University Library of Munich, Germany.