



**679 Bericht** von Pia Hüttl und Matthias Kaldorf

## Sicherheitenliste der EZB fördert Kreditvergabe, aber Finanzintegration bleibt begrenzt

- EZB führte 2007 eine einheitliche Sicherheitenliste für Banken ein
- Positiver Effekt auf inländische Kreditvergabe, weniger auf grenzüberschreitende Kreditvergabe
- Reale Hindernisse wie Insolvenzgesetze und kulturelle Unterschiede hemmen die Finanzmarktintegration

**684 Interview** mit Pia Hüttl

**688 Kommentar** von Lukas Menkhoff

## Kinderstartgeld – gute Gründe, aber auch viele Fragen

### Der „Weltmarkt“ und seine gegenwärtige konjunkturelle Verfassung

| Welthandel         |                  |                  |       |            |                  |       |  |         |                  |       |
|--------------------|------------------|------------------|-------|------------|------------------|-------|--|---------|------------------|-------|
| Werte und Volumen  |                  |                  |       |            |                  |       |  |         |                  |       |
| Jahr               | Werte            |                  |       |            |                  |       | Preisindex<br>(Index der<br>Durchschnitts-<br>werte) | Volumen |                  |       |
|                    | Europa           | Außer-<br>europa | Welt  | Europa     | Außer-<br>europa | Welt  |  | Europa  | Außer-<br>europa | Welt  |
|                    | Milliarden RM/DM |                  |       | 1936 = 100 |                  |       |  |         |                  |       |
| 1947               | 160,4            | 255,4            | 415,8 | 286,4      | 512,9            | 393,0 | 363,2  | 78,9    | 141,4            | 108,4 |
| 1948               | 194,6            | 284,2            | 478,8 | 347,5      | 570,7            | 452,6 | 393,1  | 88,2    | 145,7            | 115,3 |
| 1949               | 204,2            | 280,5            | 484,7 | 364,6      | 563,3            | 458,1 | 370,7  | 98,2    | 152,5            | 123,8 |
| 1950               | 191,4            | 285,7            | 477,1 | 341,8      | 573,7            | 450,9 | 316,2  | 106,0   | 184,1            | 142,8 |
| 1951               | 265,8            | 387,7            | 653,5 | 474,6      | 778,5            | 617,7 | 385,7  | 120,4   | 205,0            | 160,2 |
| 1952               | 260,1            | 376,6            | 636,7 | 464,5      | 756,2            | 601,8 | 381,5  | 118,6   | 202,0            | 157,9 |
| 1953 <sup>1)</sup> | 257,1            | 369,5            | 626,6 | 459,1      | 742,0            | 592,2 | 362,9  | 126,0   | 205,1            | 163,2 |

Quelle: Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland 1954. — <sup>1)</sup> Vorläufig.

© DIW Berlin 1954

Die gegenwärtige internationale konjunkturelle Situation erscheint vielfach geheimnisvoll und schwer erklärlich. Fast in allen Industrieländern — auch dort, wo das Produktions- und Beschäftigungsniveau etwas unter den Stand vom Frühjahr 1953 gesunken ist, wie in den Vereinigten Staaten von Amerika und in Kanada — verharrt die Konjunktur auf einem Stand, den man nur als Hochkonjunktur bezeichnen kann, und in einigen Ländern, wie der Bundesrepublik und Großbritannien, strebt die Entwicklung immer neuen Höhepunkten zu. Und trotzdem mehren sich die Symptome einer gewissen Verhärtung: Die Auflockerung der internationalen Handelshemmnisse scheint ins Stocken gekommen zu sein; vor allem hat die Entwicklung zur Einführung der allgemeinen Währungsconvertibilität — zweifellos der Schlußstein jeder echten und dauerhaften Welthandelsliberalisierung — zunächst jedenfalls ihre Richtung gewechselt und führt wieder deutlich ab vom Ziel.

Aus dem DIW Wochenbericht Nr. 44 vom 29. Oktober 1954

#### IMPRESSUM

#### DIW BERLIN

DIW Berlin — Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e. V.

Mohrenstraße 58, 10117 Berlin

[www.diw.de](http://www.diw.de)

Telefon: +49 30 897 89-0 E-Mail: [kundenservice@diw.de](mailto:kundenservice@diw.de)

91. Jahrgang 30. Oktober 2024

#### Herausgeber\*innen

Prof. Dr. Tomaso Duso; Sabine Fiedler; Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.;

Prof. Dr. Peter Haan; Prof. Dr. Claudia Kemfert; Prof. Dr. Alexander S. Kritikos;

Prof. Dr. Alexander Kriwoluzky; Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.;

Prof. Dr. Carsten Schröder; Prof. Dr. Katharina Wrohlich

#### Chefredaktion

Prof. Dr. Pio Baake; Claudia Cohnen-Beck; Sebastian Kollmann;

Kristina van Deuverden

#### Lektorat

Dr. Theresa Bührl

#### Redaktion

Rebecca Buhner; Dr. Hella Engerer; Petra Jasper; Adam Mark Lederer;

Frederik Schulz-Greve; Sandra Tubik

#### Gestaltung

Roman Wilhelm; Stefanie Reeg; Eva Kretschmer, DIW Berlin

#### Umschlagmotiv

© imageBROKER / Steffen Diemer

#### Satz

Satz-Rechen-Zentrum Hartmann + Heenemann GmbH & Co. KG, Berlin

Der DIW Wochenbericht ist kostenfrei unter [www.diw.de/wochenbericht](http://www.diw.de/wochenbericht)

abrufbar. Abonnieren Sie auch unseren Wochenberichts-Newsletter unter

[www.diw.de/wb-anmeldung](http://www.diw.de/wb-anmeldung)

ISSN 1860-8787

Nachdruck und sonstige Verbreitung — auch auszugsweise — nur mit

Quellenangabe und unter Zusendung eines Belegexemplars an

den Kundenservice des DIW Berlin zulässig ([kundenservice@diw.de](mailto:kundenservice@diw.de)).

## Sicherheitenliste der EZB fördert Kreditvergabe, aber Finanzintegration bleibt begrenzt

Von Pia Hüttl und Matthias Kaldorf

- EZB vereinheitlichte 2007 die Liste der Vermögenswerte, die Banken als Sicherheiten bei der Zentralbank hinterlegen können
- Analyse zeigt, dass betroffene Banken ihre Kreditvergabe ausgeweitet haben und risikobereiter geworden sind
- Die mit diesen Banken verbundenen Unternehmen verzeichnen einen Anstieg ihrer Investitionen
- Positiver Effekt auf die grenzüberschreitende Kreditvergabe beschränkt sich aber auf Teilnahme an Konsortialkrediten
- Effekte auf Finanzmarktintegration sind beschränkt, reale Hindernisse wie Unterschiede in Insolvenzgesetzen bleiben bestehen

**Die Anerkennung ausländischer Kredite als Sicherheit bei der Europäischen Zentralbank 2007 hat nicht zu einer besseren Finanzmarktintegration im Euroraum geführt – die Hürden bleiben bestehen**



### ZITAT

„Wir stellen fest, dass die EZB die Finanzmarktintegration nur sehr limitiert fördern kann. Da ist die Politik gefragt. Man sollte zum Beispiel die Bankenunion endlich finalisieren. Das gilt auch für die europäische Einlagensicherung. Das würde die Finanzmarktintegration vorantreiben und grenzüberschreitende Kredite einfacher machen.“

— Pia Hüttl —

### MEDIATHEK



Audio-Interview mit Pia Hüttl  
[www.diw.de/mediathek](http://www.diw.de/mediathek)

# Sicherheitenliste der EZB fördert Kreditvergabe, aber Finanzintegration bleibt begrenzt

Von Pia Hüttl und Matthias Kaldorf

## ABSTRACT

Können Zentralbanken einen wirksamen Beitrag zur Finanzmarktintegration leisten? Im Januar 2007 hat die Europäische Zentralbank (EZB) erstmals eine einheitliche Liste der Vermögenswerte, die Banken als Sicherheiten verpfänden können, eingeführt und dabei auch grenzüberschreitende Bankkredite aufgenommen. Dieser Wochenbericht untersucht, wie sich diese Änderung auf das Verhalten der Banken im Euroraum ausgewirkt hat. Die Analyse zeigt: Die betroffenen Banken haben ihre Kreditvergabe ausgeweitet und sind risikobereiter geworden, während die mit diesen Banken verbundenen Unternehmen einen Anstieg ihrer Gesamtverschuldung und ihrer Investitionen verzeichnen. Der Effekt auf die grenzüberschreitende Kreditvergabe ist positiv. Er beschränkt sich jedoch auf Kredite, die von mehreren Banken an ein Unternehmen bewilligt werden (Konsortialkredit), wovon eins meist ein inländisches ist. Somit hat der Sicherheitenrahmen nur beschränkt zur Finanzmarktintegration beigetragen. Die Ergebnisse legen nahe, dass stattdessen starke reale Hindernisse für die grenzüberschreitende Kreditvergabe, wie kulturelle und sprachliche Unterschiede und Unterschiede im Unternehmensinsolvenzrecht, bestehen.

Ein wichtiges politisches Ziel im Euroraum ist eine stärkere Integration der Finanzmärkte, um die gemeinsame Währungsunion resilienter gegen Krisen zu machen.<sup>1</sup> Seit der Einführung des Euros wächst der Interbankenmarkt, also die Kreditvergabe von Bank zu Bank innerhalb des Euroraums. Eine direkte, grenzüberschreitende Kreditvergabe von Banken an die Realwirtschaft hinkt jedoch weitgehend hinterher. Dies beeinträchtigt potenziell die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen und damit das Wirtschaftswachstum.<sup>2</sup> Daher sind die europäischen Kapitalmärkte im Vergleich zur Größe des Euroraums unterentwickelt. Auch haben die globale Finanzkrise von 2008 und die europäische Schuldenkrise von 2011 gezeigt, wie anfällig der Euroraum für asymmetrische Schocks ist.

Da Unternehmen weiterhin stark von Banken abhängen, sollte eine Finanzmarktunion die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen von der Gesundheit des lokalen Bankensektors entkoppeln und somit zur Risikoteilung innerhalb des Euroraums beitragen. In diesem Fall würden nationale Grenzen keine Rolle mehr spielen: Ein deutsches Unternehmen könnte nicht nur wie bisher bei deutschen, sondern auch französischen oder spanischen Banken für ähnliche Konditionen einen Kredit bekommen. Während Konsens darüber besteht, dass internationale Mechanismen zur Risikoteilung als makroökonomisch wünschenswert gelten, ist das Wissen über die mikroökonomischen Aspekte der Finanzmarktintegration begrenzt. Insbesondere ist unklar, welche Instrumente zu ihrer erfolgreichen Umsetzung beitragen können,<sup>3</sup> und welche Rolle die Geldpolitik in diesem Zusammenhang spielen kann.<sup>4</sup>

**1** Mario Draghi (2024): The future of European competitiveness: In-depth analysis and recommendations. Technical Report (online verfügbar, abgerufen am 8. Oktober 2024). Dies gilt auch für alle anderen Onlinequellen, soweit nicht anders vermerkt).

**2** Dieser Wochenbericht stützt sich auf einen kürzlich erschienenen Aufsatz: Pia Hüttl und Matthias Kaldorf (2024): The transmission of bank liquidity shocks: Evidence from the Eurosystem collateral framework. Discussion Paper Deutsche Bundesbank. No. 04 (online verfügbar). Dieser Wochenbericht gibt die persönliche Meinung des Autors wieder und spiegelt nicht unbedingt die Ansichten der Deutschen Bundesbank oder des Eurosystems wider.

**3** ECB Committee on Financial Integration (2024): Financial Integration and Structure in the Euro Area. Technical Report (online verfügbar).

**4** Carlo Altavilla et al. (2024): A research program on monetary policy for Europe. Journal of Monetary Economics (im Erscheinen).



## Erweiterung der zulässigen Sicherheiten wirkt als positiver Schock auf Banken

Die Sicherheitenpolitik einer Zentralbank befasst sich mit der Liste der Vermögenswerte, die Banken als Sicherheit hinterlegen können, um sich finanzielle Mittel von der Zentralbank zu beschaffen (Kasten). Bis 2006 bestimmten die jeweiligen nationalen Zentralbanken des Euroraums den Umfang der Sicherheitenlisten, also der zugelassenen Vermögenswerte. Im Januar 2007 hat die Europäische Zentralbank (EZB) diese nationalen Sicherheitenlisten durch eine einheitliche, für den gesamten Euroraum geltende Liste ersetzt. Diese im Juni 2005 angekündigte Änderung betraf eine Vielzahl an Vermögenswerten, auch Unternehmenskredite, wobei zum ersten Mal grenzüberschreitende Kredite berücksichtigt wurden. Die Erweiterung der zulässigen Sicherheiten erhöhte die Gesamtliquidität der Banken und kann als positiver Liquiditätsschock für den Bankensektor interpretiert werden. Außerdem liegt die Einführung des einheitlichen Sicherheitenrahmens deutlich vor der globalen Finanzkrise und der europäischen Schuldenkrise. Somit eignet sich dieser Schock sehr gut, um die Auswirkungen eines einheitlichen Sicherheitenrahmens auf die Finanzintegration im Euroraum, die Risikobereitschaft der Banken und den Unternehmenssektor zu analysieren.

Um die Effekte des Schocks zu testen, wurden zunächst die am stärksten betroffenen Banken identifiziert. Dafür wurden Daten auf Kreditebene aus dem Konsortialkreditmarkt verwendet. Diese wurden von WRDS-Thomson-Reuters LPC DealScan bezogen. Die Daten auf Kreditebene wurden mit Bank- und Firmenbilanzdaten aus S&P SNL Financials und S&P Compustat zusammengeführt. In diesem Markt werden Kredite hauptsächlich von einer federführenden Bank und mehreren teilnehmenden Banken an eine einzelne Firma vergeben. Diese Kredite sind die wichtigste Form der grenzüberschreitenden Kreditvergabe im Euroraum.<sup>5</sup> Um eine Bank als „betroffen“ einzustufen, wurde für jede Bank der Anteil der grenzüberschreitenden Kredite am Gesamtkreditvolumen berechnet, die sie vor der Ankündigung der einheitlichen Liste im Juni 2005 vergeben hatte. Liegt dieser Anteil über dem Median aller Banken, so hat sich die Liquidität dieser Bank durch die einheitlichen Sicherheiten stark verbessert und sie gilt damit als „betroffen“.

## Vereinheitlichter Sicherheitenrahmen im Euroraum fördert Kreditvergabe an Unternehmen

Ob sich das Kreditangebot betroffener Banken nach der Erweiterung des Sicherheitenrahmens von dem der nicht betroffenen Banken unterscheidet, wird mit einem Differenz-von-Differenzen-Ansatz getestet.<sup>6</sup> Die Analyse zeigt,

<sup>5</sup> Sebastian Doerr und Philip Schaz (2021): Geographic Diversification and Bank Lending During Crises. *Journal of Financial Economics* 140(3), 768–788.

<sup>6</sup> Dabei werden umfassende Kontrollvariablen auf Kredit- und Bankenebene verwendet sowie ein umfangreicher Satz fixer Effekte, um für die Kreditnachfrage zu kontrollieren. Asim I. Khwaja und Atif Mian (2008): Tracing the Impact of Bank Liquidity Shocks: Evidence from an Emerging Market. *American Economic Review* 98(4), 1413–1442.

### Kasten

#### Der Sicherheitenrahmen einer Zentralbank

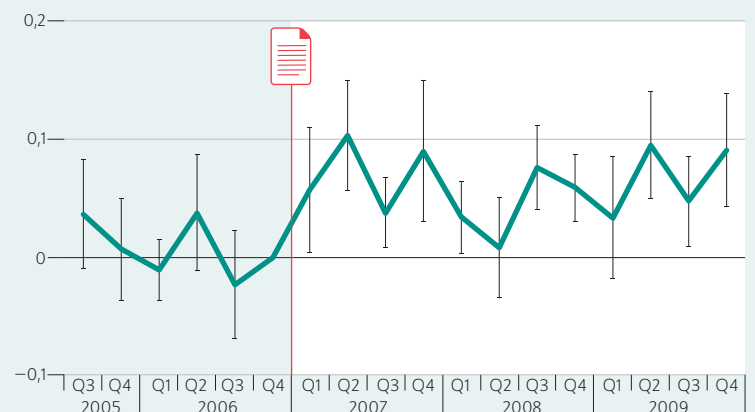
Ein Sicherheitenrahmen der Zentralbank sorgt dafür, dass finanzielle Mittel, die von der Zentralbank an den Bankensektor gewährt werden, durch geeignete Vermögenswerte gedeckt sind. Eine Sicherheitenliste legt fest, welche Vermögenswerte Banken als Sicherheit bei der Zentralbank hinterlegen können. Da Zentralbanken im Gegensatz zu privaten Banken nicht mit Liquiditätsengpässen konfrontiert sind, können sie ein breiteres Spektrum an Sicherheiten akzeptieren, auch solche, die weniger liquide sind.

Ein gut strukturierter Sicherheitenrahmen ist entscheidend für die Stabilität des Finanzsystems, da er Banken ermöglicht, in Krisenzeiten auf Liquidität zurückzugreifen, ohne gleichzeitig die Zentralbank einem übermäßigen Risiko auszusetzen.

Der Sicherheitenrahmen der EZB ist im Vergleich zu anderen Zentralbanken besonders breit gefasst. Während zum Beispiel ein Großteil der Sicherheitenpolitik der US-amerikanischen Zentralbank Federal Reserve über hochliquide Staatsanleihen abgewickelt wird, bietet die EZB eine breite Palette von Vermögenswerten. Dadurch soll gewährleistet sein, dass – in Abwesenheit eines europäischen „safe assets“ – genügend Sicherheiten bei den unterschiedlichen Banken im Euroraum vorhanden sind.

Abbildung 1

### Entwicklung der Kreditvergabe betroffener Banken im Vergleich zu nicht betroffenen Banken Geschätzter Koeffizient auf Basis logarithmierter Kreditvolumina



Anmerkung: Die Schätzungen beruhen auf logarithmierten Kreditvolumina, womit die Ergebnisse näherungsweise in Prozent angegeben werden können. Die vertikalen Linien stellen das Konfidenzintervall auf dem 95-Prozent-Niveau dar.

Lesehilfe: Im ersten Quartal 2007 führte die Erweiterung der Sicherheitenliste zu einem rund fünf Prozent höheren Kreditvolumina von betroffenen Banken im Vergleich zu nicht betroffenen Banken.

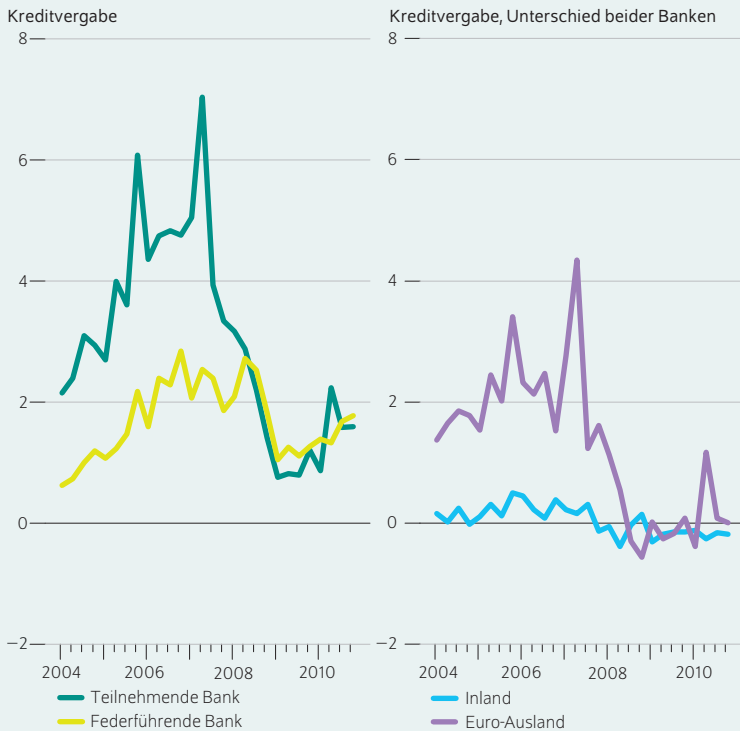
Quelle: Eigene Berechnungen basierend auf DealScan (Konsortialkredite), S&P Compustat und CapitalIQ.

© DIW Berlin 2024

Nach Einführung der einheitlichen Sicherheitenliste 2007 steigt das Kreditangebot der betroffenen Banken im Vergleich zu nicht betroffenen.

Abbildung 2

**Kreditvergabe über die Zeit von federführenden und teilnehmenden Banken in Konsortialkrediten**  
In Milliarden US-Dollar



Quelle: Eigene Berechnungen basierend auf Dealscan.

© DIW Berlin 2024

Die Kreditvergabe der teilnehmenden Banken brach in der Finanzkrise um mehr als 80 Prozent ein (links), vor allem aufgrund von Banken aus dem Euro-Ausland (rechts).

dass sich das Kreditangebot betroffener und nicht betroffener Banken vor der Einführung der einheitlichen Sicherheitenliste nicht signifikant unterscheidet. Danach steigt das Kreditangebot der betroffenen Banken im Vergleich zu dem der nicht betroffenen jedoch um etwa vierzehn Prozent (Abbildung 1). Genauer gesagt erhalten Unternehmen nach der Einführung der einheitlichen Sicherheitenliste höhere Kreditvolumina von den bereits vor der Einführung stark in grenzüberschreitenden Krediten engagierten Banken.

Die Analyse wird von zwei zusätzlichen Tests gestützt. Im ersten wird untersucht, ob internationale Banken, die in der EU, aber außerhalb des Euroraums tätig sind, ihr Kreditangebot ausweiten, wenn sich der Sicherheitenrahmen ändert. Im zweiten wird analysiert, ob Banken auch andere Arten von Krediten ausweiten, wie zum Beispiel revolving Kreditlinien.<sup>7</sup> In beiden Tests sollten keine Auswir-

<sup>7</sup> Bei einem revolving Kredit hat der Kreditnehmer die Möglichkeit, innerhalb eines festgelegten Zeitraums mehrmals Geld zu erhalten und wieder zurückzuzahlen. Der Kredit kann je nach Bedarf beliebig oft abgerufen werden, bis zu einem vorher festgelegten Höchstbetrag. Das gesamte geliehene Geld inklusive Zinsen muss erst am Ende der Kreditlaufzeit zurückgezahlt werden.

kungen auf die Kreditvergabe zu erwarten sein, da die Banken im ersten Test nicht von der EZB-Politik betroffen sind und im zweiten Test diese Art von Krediten nicht als Sicherheiten zugelassen wurden. Und in der Tat wurden keine Effekte festgestellt.

**Auswirkungen auf die grenzüberschreitende Kreditvergabe im Euroraum sind hingegen schwach**

Zudem wird analysiert, ob sich die Einführung der einheitlichen Sicherheitenliste auch auf die grenzüberschreitende Kreditvergabe ausgewirkt hat. Die Struktur von Konsortialkrediten, welche von mehreren Banken an ein Unternehmen bewilligt werden, wovon eins meist ein inländisches war, spielt dabei eine wichtige Rolle (Abbildung 2).

Die Analyse wird für drei verschiedene Teilstichproben durchgeführt, die auf dem Standort der Unternehmen basieren: Inland, Euroraum-Ausland, anderes Ausland. Wie erwartet gibt es keine Anzeichen für ein zusätzliches Kreditangebot an Unternehmen außerhalb des Euroraums, da diese nicht von der Einführung der einheitlichen Liste betroffen waren. Hingegen unterscheidet sich die Konsortialkreditvergabe ins Euroraum-Ausland von federführenden und teilnehmenden Banken deutlich voneinander: Betroffene teilnehmende Banken erhöhen ihr Kreditangebot an Unternehmen im Euroraum-Ausland, während sie ihr inländisches Kreditangebot nicht ändern. Betroffene federführende Institute verzeichnen hingegen einen geringen Anstieg der grenzüberschreitenden Kreditvergabe und leiten stattdessen den größten Teil des zusätzlichen Kreditangebots an inländische Unternehmen weiter. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass der Schock für grenzüberschreitende Kredite lediglich eine indirekte Rolle gespielt hat. Die Kreditvergabe erfolgt durch die Beteiligung an Konsortialkrediten – und nicht durch die Stärkung direkter, grenzüberschreitender Beziehungen zwischen Unternehmen und Banken.

Welche Art von Finanzintegration gefördert werden sollte, prägt auch die aktuelle Diskussion über die europäische Banken- und Kapitalmarktunion. Die grenzüberschreitende Kreditvergabe wurde weitgehend vom Interbankenmarkt dominiert,<sup>8</sup> der sich während der europäischen Schuldenkrise als fragile Finanzierungsquelle erwies. Die grenzüberschreitende, direkte Kreditvergabe von Banken an Unternehmen war hingegen sehr begrenzt. Die Analyse auf Kreditebene ermöglicht es, zwischen grenzüberschreitenden, direkten Beziehungen zwischen Banken und Unternehmen und grenzüberschreitenden, indirekten Beziehungen mittels Konsortialkreditbeteiligung zu unterscheiden.

Das gesamte Kreditangebot der teilnehmenden Banken brach während der Finanzkrise um mehr als 80 Prozent ein, während die federführenden Banken den Unternehmen

<sup>8</sup> Mathias Hoffmann et al. (2022): Small firms and domestic bank dependence in Europe's great recession. *Journal of International Economics* 137.

wesentlich stabilere Finanzmittel zur Verfügung stellen (Abbildung 2). Dieser Rückgang war auf die grenzüberschreitende indirekte Kreditvergabe zurückzuführen.

### Risikobereitschaft der Banken sowie Beschäftigung und Investitionen der Unternehmen steigen an

Ein letzter Schritt der Analyse zeigt, dass betroffene Banken ihre Risikobereitschaft auf dem Markt für Konsortialkredite erhöhen. Unternehmen im Dienstleistungssektor erhalten mehr Kredite, und die Ausfallwahrscheinlichkeit des Kreditportfolios der betroffenen Banken nimmt nach dem Schock zu.

Bemerkenswert ist, dass die Unternehmen nicht einfach von den nicht betroffenen zu den betroffenen Banken wechseln, sondern dass sie insgesamt ein Kreditwachstum verzeichnen. Bei Unternehmen, die vor dem Schock in großem Umfang Kredite bei den betroffenen Banken aufnahmen, stieg die Beschäftigung und die Investitionen an: Der neue Sicherheitenrahmen wirkt sich auf die Realwirtschaft aus.

### Fazit: Zentralbankpolitik überwindet wesentliche Hürden für weitere Finanzmarktintegration nicht

Vor der globalen Finanzkrise war die grenzüberschreitende Kreditvergabe im Euroraum weitgehend auf den Interbankenmarkt beschränkt, während Unternehmen weiterhin

auf inländische Banken angewiesen waren.<sup>9</sup> Es ist jedoch unklar, welche Instrumente effektiv zur Finanzmarktintegration beitragen.

Die Studie konzentriert sich auf ein potenzielles Instrument zur Steigerung der direkten grenzüberschreitenden Kreditvergabe. Im Jahr 2007 führte die EZB eine Liste von einheitlichen Sicherheiten ein, wobei auch alle Kredite, die an Unternehmen im Euroraum vergeben werden, zugelassen wurden. Dieser einheitliche Sicherheitenrahmen sollte gleiche Wettbewerbsbedingungen im Euroraum schaffen.<sup>10</sup> Die Ergebnisse zeigen, dass die Sicherheitenliste zwar einen positiven Effekt auf die Kreditvergabe der Banken hatte, jedoch nicht auf die erwünschte grenzüberschreitende Kreditvergabe. Lediglich indirekt über Konsortialkrediten hat die Sicherheitenliste die Finanzmarktintegration positiv beeinflusst. Das liegt vermutlich vor allem an realen Hindernissen wie länderspezifische Insolvenzgesetze oder mangelnde geografische Nähe. Von einer echten Finanzmarktintegration ist der Euroraum aber noch weit entfernt. Hierbei ist die Politik gefragt. Man sollte beispielsweise endlich die Bankenunion finalisieren. Das würde die Finanzmarktintegration vorantreiben und grenzüberschreitende Kredite einfacher machen.

<sup>9</sup> Hoffmann et al. (2022), a. a. O.

<sup>10</sup> ECB (2006): The Single List in the Collateral Framework of the Eurosystem. Monthly Bulletin, May, 75–87.

## INTERVIEW



Pia Hüttl, wissenschaftliche Mitarbeiterin der  
Abteilung Makroökonomie im DIW Berlin

# Finanzmarktintegration braucht politische Weichenstellungen

1. **Frau Hüttl, seit seiner Gründung verfolgt der Euroraum eine gemeinsame Geldpolitik, doch der Bankensektor bleibt fragmentiert. Was bedeutet das für das Bankgeschäft und die Kreditvergabe an europäische Unternehmen?** Seit der Einführung des Euro betrifft die Finanzmarktintegration eher den Interbankenmarkt, in dem sich europäische Banken untereinander Geld leihen und nationale Grenzen keine Rolle mehr spielen. Allerdings kommt es seltener vor, dass eine Bank Kredite an ausländische Firmen vergibt, also dass zum Beispiel eine deutsche Bank einem spanischen Unternehmen einen Kredit gewährt. Das wäre eine direkte, grenzüberschreitende Integration der Finanzmärkte, und da hängt der Euroraum weit hinterher.
2. **2007 hat die Europäische Zentralbank (EZB) die nationalen Sicherheitenlisten durch eine einheitliche Liste für den gesamten Euroraum ersetzt und grenzüberschreitende Kredite als Sicherheiten anerkannt. Was hat sich die EZB von diesem Schritt versprochen?** Hier geht es um die Sicherheitenpolitik der Zentralbank. Vereinfacht gesagt, leiht die Zentralbank anderen Banken Mittel und verlangt dafür gewisse Sicherheiten. 2007 wurde die Liste an Vermögenswerten, die als Sicherheiten akzeptiert werden, vereinheitlicht und erweitert. Dadurch können alle europäischen Banken, ganz egal wo ihr Unternehmenssitz ist, die gleichen Vermögenswerte als Sicherheiten verwenden, wenn sie mit der EZB Geschäfte abwickeln. Mit der Erweiterung hat die EZB gewisse Vermögenswerte wie zum Beispiel auch grenzüberschreitende Unternehmenskredite in diese Sicherheitenliste mit aufgenommen. Das ist für uns ein wichtiger Aspekt, weil er die Finanzmarktintegration betrifft.
3. **Welche Auswirkungen hat der neue Sicherheitenrahmen auf die grenzüberschreitende Kreditvergabe im Euroraum?** In unserer Analyse haben wir Banken klassifiziert, die davon betroffen waren. Das sind Banken, die schon vorher grenzüberschreitend tätig waren. Im Vergleich mit anderen Banken, die nicht international tätig waren, stellen wir fest, dass die betroffenen Banken mit der Einführung

dieses Sicherheitenrahmens etwa 14 Prozent mehr Kredite vergeben. Die Maßnahme hat sich also positiv auf die Kreditvergabe im Euroraum ausgewirkt.

4. **Führt das dazu, dass mehr grenzüberschreitende Kredite an Unternehmen im europäischen Ausland vergeben werden?** Das haben wir uns auch angeschaut und die Kreditvergabe je nach Hauptsitz der Unternehmen unterteilt. Was wir sehen, ist aber, dass der Großteil dieser Kredite an inländische Unternehmen und nur ein Bruchteil davon ans Ausland vergeben wird. Das heißt, es gibt nur einen sehr limitierten Effekt auf eine grenzüberschreitende Finanzmarktintegration.
5. **Ist es also noch immer kompliziert, wenn zum Beispiel ein italienisches Unternehmen einen Kredit von einer französischen Bank bekommen will?** Man hätte erwarten können, dass es einfacher wird, aber wir beobachten immer noch eine indirekte Kreditvergabe. Und zwar würde das italienische Unternehmen das Geld über einen Konsortialkredit bekommen und eine ausländische Bank würde in diesem Konsortium mitmachen. Das hat nichts mit einer direkten Verbindung zu tun, in der man eine Beziehung aufbaut und vielleicht auch weitere Kredite tätigen könnte.
6. **Wie könnte man die Situation verbessern und die Finanzmarktintegration in Europa effektiv fördern?** Wir stellen fest, dass die EZB die Finanzmarktintegration nur sehr limitiert fördern kann. Da ist die Politik gefragt. Man sollte zum Beispiel die Bankenunion endlich finalisieren. Das gilt auch für die europäische Einlagensicherung. Das würde die Finanzmarktintegration vorantreiben und grenzüberschreitende Kredite einfacher machen.

Das Gespräch führte Erich Wittenberg.

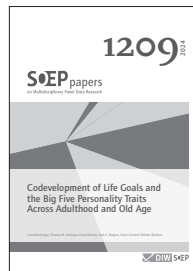


Das vollständige Interview zum Anhören finden Sie auf  
[www.diw.de/interview](http://www.diw.de/interview)



SOEP Papers Nr. 1209

2024 | Laura Buchinger, Theresa M. Entringer, David Richter, Gert G. Wagner, Denis Gerstorf, Wiebke Bleidorn



## Codevelopment of Life Goals and the Big Five Personality Traits Across Adulthood and Old Age

Since the new millennium, research in the field of personality development has focused on the stability and change of basic personality traits. Motivational aspects of personality and their longitudinal association with basic traits have received comparably little attention. In this preregistered study, we applied bivariate latent growth curve modeling to investigate the codevelopment of nine life goals and the Big Five traits. We tested age, perceived control, gender, educational background, and regional socialization as potential moderators of codevelopment. Data came from the German Socio-Economic Panel

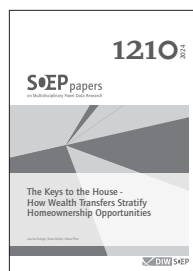
study (N = 55,040, age range: 18-103 years) and span a study period of 13 years. During this period, the Big Five traits and life goals were assessed four times. Our findings suggest that development in broader life goal domains (e.g., self-fulfillment) is more strongly connected to personality development across the life span, whereas changes in specific goals (e.g., having children) are more closely tied to trait changes during young and middle adulthood. The strongest codevelopment was found between Openness and agentic goals with a focus on personal growth followed by codevelopment between Agreeableness and communal goals. Developmental stage and educational background moderated the codevelopment of Conscientiousness and economic achievement as well as family-related goals. Contrary to previous research, we found that Neuroticism codeveloped with communal life goals (i.e., having a happy relationship/marriage). Our findings reinforce theoretical frameworks that highlight the role of changing opportunities, constraints, and developmental tasks across adulthood.

[www.diw.de/publikationen/soeppapers](http://www.diw.de/publikationen/soeppapers)



SOEP Papers Nr. 1210

2024 | Jascha Dräger, Nora Müller, Klaus Pfaff



## The Keys to the House - How Wealth Transfers Stratify Homeownership Opportunities

This study investigates how actual and anticipated intergenerational wealth transfers (i.e., inter-vivo gifts and inheritances) contribute to social stratification in the transition to homeownership. Utilizing discrete-time survival analysis on data from the German Socio-Economic Panel Study (N=13,018), we find that individuals whose parents were manual workers or service workers are less likely to become homeowners. Receiving inheritances or inter-vivo gifts substantially increases the probability of becoming a homeowner, with the effect being most pronounced in the transfer year and diminishing rapidly after that.

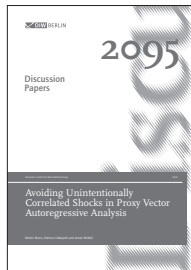
Anticipated future transfers also increase homeownership probability before transfer receipt. Anticipated and received together transfers explain up to 56% of the variation in homeownership transition rates by parental socio-economic status but the importance of transfers for the transition to homeownership varies strongly across class contrasts. Ignoring expected transfers leads to a significant underestimation of the importance of transfers on the effect of parental SES on homeownership.

[www.diw.de/publikationen/soeppapers](http://www.diw.de/publikationen/soeppapers)



Discussion Papers Nr. 2095

2024 | Martin Bruns, Helmut Lütkepohl, James McNeil



## Avoiding Unintentionally Correlated Shocks in Proxy Vector Autoregressive Analysis

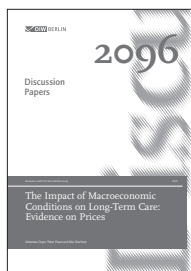
The shocks in structural vector autoregressive (VAR) analysis are typically assumed to be instantaneously uncorrelated. This condition may easily be violated in proxy VAR models if more than one shock is identified by a proxy variable. Correlated shocks may be obtained even if the proxies are uncorrelated and satisfy the usual relevance and exogeneity conditions individually. Examples from the recent proxy VAR literature are presented. It is shown that assuming uncorrelated proxies that satisfy the usual relevance and exogeneity conditions individually actually over-identifies the shocks of interest and a Generalized Method of Moments (GMM) algorithm is proposed that ensures orthogonal shocks and provides efficient estimators of the structural parameters. It generalizes an earlier GMM proposal that works only if at least  $K - 1$  shocks are identified by proxies in a VAR with  $K$  variables.

[www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere](http://www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere)



Discussion Papers Nr. 2096

2024 | Johannes Geyer, Peter Haan, Mia Teschner



## The Impact of Macroeconomic Conditions on Long-Term Care: Evidence on Prices

The price for institutional long-term care is a central determinant of the demand for formal and informal long-term care. In this paper, we show how macroeconomic conditions affect these prices. The analysis is based on administrative data that contains rich information on the universe of nursing homes and ambulatory care services and about all recipients of long-term care benefits in Germany. For identification, we exploit variation in macroeconomic conditions measured by the unemployment rate across districts and over time, applying a panel data approach with facility and time fixed effects. Our empirical results

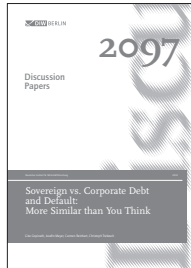
show that a higher unemployment rate increases prices for permanent long-term care as well as for prices of accommodation and meals in nursing homes. We provide empirical evidence for the mechanism of these price effects. While we find that employment, working hours, and quality of care in nursing homes are not significantly affected by macroeconomic conditions, our results show that a higher unemployment rate increases the price of nursing homes through a change in the composition of patients: it induces a shift from care recipients with a low degree of impairment to patients with high demands for labor-intensive care. We also document a substitution of low-impairment care from nursing homes toward ambulatory and informal home care.

[www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere](http://www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere)



Discussion Papers Nr. 2097

2024 | Gita Gopinath, Josefin Meyer, Carmen Reinhart, Christoph Trebesch



## Sovereign vs. Corporate Debt and Default: More Similar than You Think

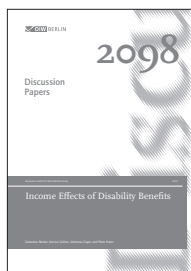
Theory suggests that corporate and sovereign bonds are fundamentally different, also because sovereign debt has no bankruptcy mechanism and is hard to enforce. We show empirically that the two assets are more similar than you think, at least when it comes to high-yield bonds over the past 20 years. Based on rich new data we compare risky US corporate bonds ("junk" bonds) to risky emerging market sovereign bonds 2002-2021 (EMBI bonds). Investor experiences in these two asset classes were surprisingly aligned, with (i) similar average excess returns, (ii) similar average risk-return patterns (Sharpe ratios), (iii) a similar default frequency, and (iv) comparable haircuts. A notable difference is that the average default duration is higher for sovereigns. Furthermore, the time profile of bond returns and default events differs. One explanation is that the two markets co-move differently with domestic and global factors. US "junk" bond yields are more closely linked to US market conditions such as US stock market returns, US stock price volatility (VIX), US industrial production, or US monetary policy.

[www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere](http://www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere)



Discussion Papers Nr. 2098

2024 | Sebastian Becker, Annica Gehlen, Johannes Geyer, Peter Haan



## Income Effects of Disability Benefits

We provide novel evidence about the incentive and welfare effects of an increase in the generosity of disability benefits. Importantly, a unique policy variation in Germany allows us to isolate the income effect of a change in benefit generosity. We leverage this quasi-experimental policy variation using an RD design to estimate the effect of increasing disability benefits on employment, earnings, labor market transitions, and mortality outcomes using administrative data on the universe of new disability benefit recipients. Contrary to previous literature, our analysis reveals no significant impact on the employment and earnings of DI recipients due to the increased benefits. However, we find a sizable effect of

the probability of returning to the labor market. We find no effects on recipient mortality six years after benefit award, but estimates imply a notable reduction in poverty risk, highlighting meaningful welfare implications of increased generosity.

[www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere](http://www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere)



LUKAS MENKHOFF



# Kinderstartgeld – gute Gründe, aber auch viele Fragen

Lukas Menkhoff ist Senior Research Associate in der Abteilung Makroökonomie im DIW Berlin. Der Kommentar gibt die Meinung des Autors wieder.

Die Wirtschaftsweisen haben jüngst ein Kinderstartgeld vorgeschlagen. Demzufolge sollen Kinder zwischen sechs und 18 Jahren monatlich zehn Euro erhalten, die am Kapitalmarkt anzulegen sind, bevorzugt in Aktien. Die Motivation für diesen Vorschlag ist der im internationalen Vergleich geringe Anteil deutscher Anleger\*innen am Kapitalmarkt. Deutsche sparen überwiegend in festverzinslichen Anlagen, wie Termingeldern und Spareinlagen, die zwar vor Verlusten geschützt sind, aber eben auch vergleichsweise geringe Renditen abwerfen.

Dieses Verhalten ist verteilungspolitisch problematisch, denn renditestärkere Anlagen werden primär von den bereits wohlhabenderen Haushalten gehalten. Dadurch wird die Vermögensverteilung in Deutschland ungleicher. Es ist ehrenwert, diesen Zustand ändern zu wollen und konkrete Vorschläge zu unterbreiten. Fraglich ist allerdings, wie weit der Vorschlag eines Kinderstartgelds trägt, um das Problem wirksam anzugehen.

Der Ansatzpunkt für das Kinderstartgeld ist wohlbegründet. Finanzielles Verhalten „verbessert“ sich mit größerem finanziellem Wissen, aber auch mit einschlägigen Erfahrungen. So kann ein frühzeitiger Umgang mit Aktienanlagen die Hürde reduzieren, generell in Aktien oder anderen Kapitalmarktprodukten anzulegen. Tatsächlich hängen Finanzentscheidungen von Erwachsenen mit davon ab, ob sie als Kinder ihr Taschengeld planen konnten und ihre Eltern mit ihnen über Geldthemen gesprochen haben. Insofern kann man erwarten, dass ein Kinderstartgeld ebenfalls Früchte trägt. Allerdings entscheiden zwischen dem 6. und 14. Lebensjahr die Eltern über die Anlage des Geldes. Auch bei Erwachsenen verbessern Erfahrungen im Umgang mit Geld ihre Finanzentscheidungen; im besten Fall kann man hier also eine doppelte Dividende erwarten.

Neben diesen Vorteilen gibt es aber drei problematische Aspekte des Vorschlags. Erstens ist nicht klar, ob die Höhe der Beträge, 120 Euro im Jahr, ausreichend motivieren, sich gründlicher mit Anlagealternativen zu beschäftigen. Wie der Sachverständigenrat konzidiert, entscheiden viele Berechtigte in solchen Situationen nichts, so dass eine festgelegte Standard-

anlage zum Tragen kommt. Dies mag rational sein, führt aber dazu, dass das eigentliche Ziel verfehlt wird. Von daher wären deutlich höhere Beträge vorteilhaft.

Zweitens ist die Haltedauer des Kinderstartgelds recht kurz, vielleicht zu kurz, um Kursschwankungen von Aktien auszugleichen. Zwar läuft das Programm je Kind über zwölf Jahre, aber die tatsächliche Bindungsdauer des Kapitals liegt unter sechs Jahren. Über solche Perioden schneiden Aktienmärkte oft schlechter ab als sichere Anlagen, so dass die Erfahrungen möglicherweise negativ sind. Insofern wäre eine längere Haltedauer, wie bei einem Start von Geburt an, hilfreich.

Drittens ist der finanzielle Aufwand in der gegenwärtigen Haushaltslage ein starkes Gegenargument. Selbst wenn im Einführungsjahr weniger als 100 Millionen Euro aufzubringen sind, die Haushaltslage wird zukünftig nicht einfacher werden.

Zwei Alternativen sind denkbar. Aufkommensneutralität wäre erreichbar, sofern Studiengebühren eingeführt würden. Wenn diese zum Beispiel 1000 Euro pro Semester betragen, im Durchschnitt zehn Semester lang studiert wird und die Hälfte eines Jahrgangs studiert, macht das Kinderstartgeld in der Summe rund 5 000 Euro pro Kind aus. Dies kann wie ein kleines Grunderbe funktionieren. Es deckt zum Beispiel die Hälfte künftiger Studiengebühren.

Manche Wirkungen eines Kinderstartgelds lassen sich anders erreichen. Sofern es um das Anlegen in Aktien geht, könnte man die geplante Aktienrente (oder einen Teil davon) entsprechend ausgestalten. Dies würde vielen Erwachsenen Erfahrungen im Umgang mit Aktienanlagen bringen. Bei Kindern kann man sich in der Schule altersgerechte Spiele oder Geschichten vorstellen, die in der künftigen nationalen Strategie für Finanzbildung verankert werden. In jedem Fall ist das Anliegen wichtig, möglichst früh und umfassend den informierten Zugang zur Anlage an Kapitalmärkten zu erleichtern.

Der Beitrag ist am 17. Oktober 2024 bei Focus Online erschienen.