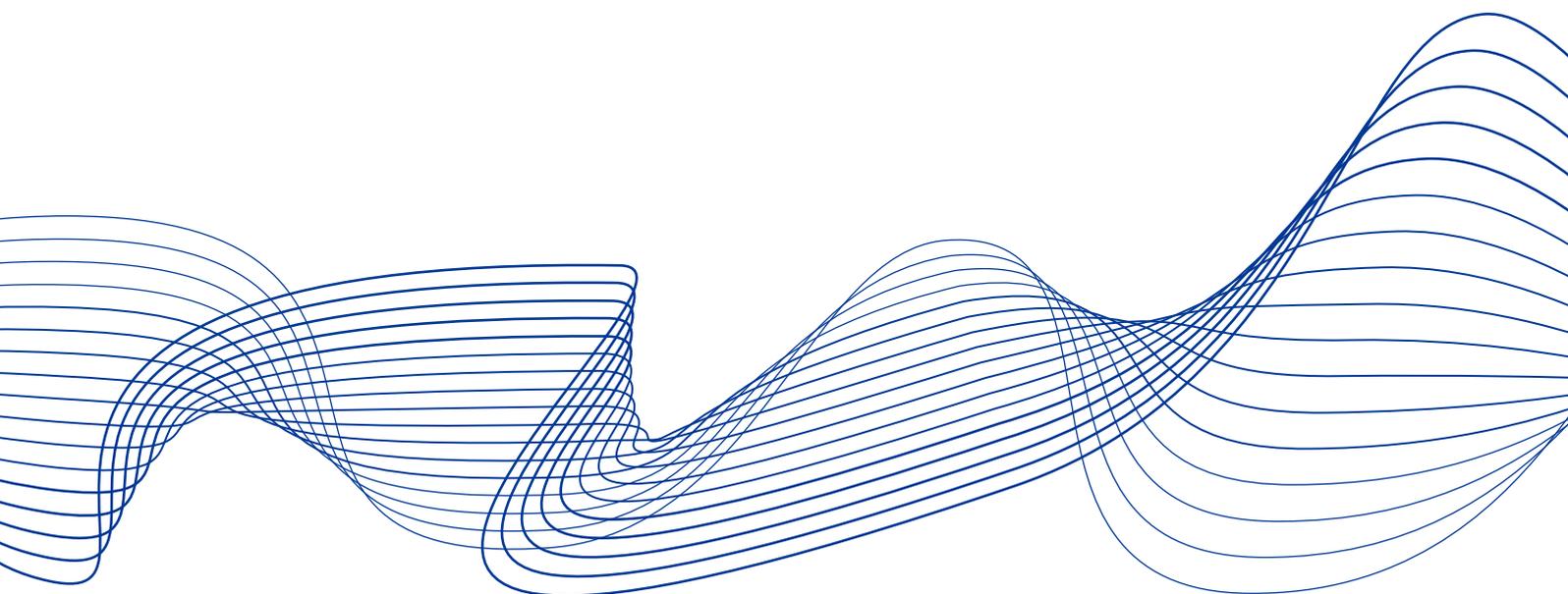


# Jahresbericht

2016



**ESRB**

Europäischer Ausschuss für Systemrisiken

Europäisches Finanzaufsichtssystem

# Inhalt

<b>Vorwort</b>	<b>2</b>
<b>Zusammenfassung</b>	<b>4</b>
<b>Kapitel 1 – Systemische Risiken im Finanzsystem der Europäischen Union</b>	<b>7</b>
1 Neubewertung der Risikoprämien an den internationalen Finanzmärkten	11
2 Bilanzschwächen bei Banken, Versicherern und Pensionseinrichtungen	17
3 Herausforderungen im Bereich der Schuldentragfähigkeit der Sektoren Staat, Unternehmen und private Haushalte	23
4 Vom Schattenbankensystem ausgehende Schocks und Ansteckungseffekte	30
<b>Kapitel 2 – Maßnahmen zur Abwendung systemischer Risiken</b>	<b>36</b>
1 Warnungen und Empfehlungen des ESRB	36
2 Beiträge des ESRB zum makroprudenziellen Rahmenwerk der EU	39
3 Überblick über die nationalen Maßnahmen	51
<b>Kapitel 3 – Gewährleistung der Umsetzung und Rechenschaftspflicht</b>	<b>61</b>
1 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlungen des ESRB	61
2 Berichterstattung an das Europäische Parlament und sonstige institutionelle Aspekte	67
3 Institutioneller Rahmen	70
<b>Anhang – Veröffentlichungen auf der Website des ESRB vom 1. April 2016 bis zum 31. März 2017</b>	<b>72</b>
<b>Abkürzungen und Impressum</b>	<b>77</b>



## Vorwort



*Mario Draghi, Vorsitzender des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken*

Der vorliegende sechste Jahresbericht des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board – ESRB) deckt den Zeitraum vom 1. April 2016 bis zum 31. März 2017 ab. Im abgelaufenen Berichtsjahr setzte der ESRB die genaue Beobachtung von Anfälligkeiten im Finanzsystem der Europäischen Union (EU) fort und trug zur diesbezüglichen politischen Debatte bei. Ein besonderes Augenmerk richtete er auf zwei übergeordnete Risikobereiche. Der erste steht im Zusammenhang mit Risiken, die ihre Ursache in einem Umfeld anhaltend niedriger Zinssätze haben. Die Ergebnisse der vom ESRB und der EZB gemeinsam durchgeführten Analyse dieser Risiken wurden in einem Bericht mit dem Titel „Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system“ veröffentlicht. Aufgrund dieser Analyse betrachtet der ESRB das identifizierte Risiko von Bilanzschwächen

bei Banken, Versicherern und Pensionseinrichtungen als eines der beiden größten Risiken für die Finanzstabilität in der EU und stellt es auf eine Stufe mit dem Risiko einer Neubewertung der Risikoprämien an den internationalen Finanzmärkten.

Der zweite Risikobereich betrifft Verwundbarkeiten in Bezug auf den Wohnimmobiliensektor. Der ESRB kam auf Grundlage einer zukunftsgerichteten EU-weiten Beurteilung zu dem Schluss, dass in acht Mitgliedstaaten mittelfristige Anfälligkeiten bestehen, und sprach öffentliche Warnungen an diese Mitgliedstaaten aus. Er gab zudem eine Empfehlung zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten mit dem Ziel der Schaffung eines stärker harmonisierten Rahmens für die Überwachung der Entwicklungen an Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten in der EU heraus.

Im Berichtszeitraum erweiterte der ESRB außerdem seine Kapazitäten für die Überwachung des Nichtbankenfinanzsektors. So veröffentlichte er insbesondere die erste Ausgabe des jährlichen Berichts „EU Shadow Banking Monitor“, der Ursachen und verstärkende Mechanismen systemischer Risiken aufzeigt. In diesem Zusammenhang leistete der ESRB einen prägenden Beitrag zur Debatte über makroprudenzielle Maßnahmen, die über den Bankensektor hinausgehen. So legte er beispielsweise kurzfristige Handlungsoptionen und eine langfristige Agenda in diesem Bereich fest.

Darüber hinaus war der ESRB als Gastgeber einer Reihe von Konferenzen und Workshops maßgeblich daran beteiligt, die Debatte über makroprudenzielle Politik voranzutreiben. Insbesondere hielt er im September seine erste Jahreskonferenz ab, die sich schwerpunktmäßig mit dem Kurs der makroprudenziellen Politik und einigen der wichtigsten Themen auf der Agenda der makroprudenziellen Entscheidungsträger befasste. Dazu zählen beispielsweise das Niedrigzinsumfeld, die Auswirkungen der Verpflichtung zum zentralen Clearing für die Erhöhung der Sicherheit des Handels mit standardisierten außerbörslichen Derivaten und der augenscheinliche Mangel an sicheren Vermögenswerten an den Märkten.



Abschließend möchte ich Stefan Ingves, Präsident der Sveriges riksbank, herzlich für die Unterstützung des ESRB in den letzten sechs Jahren in seiner Funktion als Vorsitzender des Beratenden Fachausschusses (Advisory Technical Committee – ATC) danken. Der neue Vorsitzende des ATC, Philip R. Lane, Präsident der Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, wird das Amt ab August 2017 übernehmen.

Frankfurt am Main im Juli 2017

Mario Draghi  
Vorsitzender des ESRB



## Zusammenfassung

Obgleich sich die europäischen und globalen Konjunkturaussichten gegen Ende des Berichtsjahrs verbesserten, war dieses durch ein Umfeld geringen Wirtschaftswachstums und niedriger Zinsen geprägt. Der ESRB stellte (gemeinsam mit der EZB) beträchtliche Ressourcen für die Analyse der Auswirkungen dieses Umfelds auf die Finanzstabilität in der EU bereit und veröffentlichte einen Bericht zu den makroprudenziellen Fragen, die sich aus niedrigen Zinssätzen ergeben. Darüber hinaus bewog das wachsende Schattenbankensystem in der EU den ESRB dazu, seine Überwachungsanstrengungen zu verstärken und die erste Ausgabe des jährlichen Berichts „EU Shadow Banking Monitor“ zu veröffentlichen, der Ursachen und verstärkende Mechanismen systemischer Risiken aufzeigt.

Der ESRB konnte nach wie vor vier Hauptrisiken für die Finanzstabilität in der EU feststellen:

1) eine Neubewertung der Risikoprämien an den internationalen Finanzmärkten, 2) Bilanzschwächen bei Banken, Versicherern und Pensionseinrichtungen, 3) Herausforderungen im Bereich der Schuldentragfähigkeit der Sektoren Staat, Unternehmen und private Haushalte sowie 4) von den Nichtbankenfinanzsektoren ausgehende und auf das gesamte Finanzsystem übergreifende Schocks und Ansteckungseffekte. Ein abrupter Wiederanstieg der globalen Risikoprämien wurde – wie bereits im vorherigen ESRB-Jahresbericht – weiterhin als ein besonders bedeutendes Risiko für die Stabilität des Finanzsystems angesehen. Das von geringem Wachstum und niedrigen Zinsen gekennzeichnete Umfeld bewog den ESRB, Bilanzschwächen bei Banken, Versicherern und Pensionseinrichtungen als ebenso bedeutsam einzustufen.

Zusätzlich zu seinem Mandat der makroprudenziellen Aufsicht über das Finanzsystem der EU verfügt der ESRB über ein Mandat, Warnungen auszusprechen, wenn erhebliche Systemrisiken festgestellt werden und auf diese aufmerksam gemacht werden muss. Vor diesem Hintergrund analysierte der ESRB die mittelfristigen Anfälligkeiten im Zusammenhang mit dem Wohnimmobiliensektor in den EU-Mitgliedstaaten. Auf Grundlage seiner Beurteilung sprach der ESRB öffentliche Warnungen an acht Staaten (Belgien, Dänemark, Finnland, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Schweden und das Vereinigte Königreich) aus. Dabei handelte es sich um die ersten öffentlichen Warnungen, die vom ESRB seit seiner Einrichtung ausgesprochen wurden. Der ESRB stellte auch erhebliche Lücken bei den zur Analyse des Immobiliensektors verfügbaren Daten fest. Er verabschiedete daher eine Empfehlung zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten mit dem Ziel der Schaffung eines stärker harmonisierten Rahmens für die Überwachung der Entwicklungen an Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten der EU.

Die wichtigsten vom ESRB identifizierten Risiken für die Finanzstabilität bildeten die Basis für die Ausgestaltung adverser Szenarien für die EU-weiten Stresstests der Europäischen Aufsichtsbehörden. Über den Berichtszeitraum hinweg erarbeitete der ESRB adverse Szenarien für den Stresstest der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority – ESMA) für zentrale Gegenparteien und den Stresstest der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) für betriebliche Versorgungseinrichtungen. Einzelheiten zu diesen Szenarien werden im vorliegenden Jahresbericht erläutert. Die Szenarien, die der ESRB Anfang 2016 für den Bankenstresstest der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority – EBA) und den Versicherungsstresstest der EIOPA bereitstellte, wurden im Jahresbericht 2015 des ESRB beschrieben.



Das abgelaufene Berichtsjahr war zugleich das erste Anwendungsjahr des im Dezember 2015 vom ESRB eingeführten Rahmens zur freiwilligen gegenseitigen Anerkennung (Reziprozität). Belgien und Estland waren 2016 die ersten Länder, die eine gegenseitige Anerkennung zweier ihrer Maßnahmen gemäß dem neuen Rahmen beantragten. Die daraufhin gegenüber allen Mitgliedstaaten ausgesprochene Empfehlung des ESRB, beide Maßnahmen gegenseitig anzuerkennen, führte schließlich zu einer beträchtlichen Zunahme von reziproken Maßnahmen in der EU.

Der ESRB leistete auch einen Beitrag zum Konsultationsdokument der Europäischen Kommission zur Überarbeitung des makroprudenziellen Rahmens der EU. Der ESRB hob hervor, dass er weiterhin unabhängig, aber dennoch eng mit der EZB verbunden bleiben sollte. Er sprach sich dafür aus, dass der Verwaltungsrat weiterhin ein breites Spektrum an Mitgliedern umfassen sollte, und betonte, dass das makroprudenzielle Instrumentarium umfassend und leicht einsetzbar sein sollte. Darüber hinaus unterbreitete er Verbesserungsvorschläge in Bezug auf die Ausgestaltung bestimmter Instrumente zur Bewältigung der strukturellen und zyklischen Dimensionen systemischer Risiken. Ferner regte der ESRB an, dass makroprudenziellen Entscheidungsträgern in allen EU-Mitgliedstaaten Instrumente zur Bekämpfung systemischer Risiken, die ihren Ursprung hauptsächlich in Wohnimmobilienkrediten haben, zur Verfügung stehen sollten. Weiterhin erkannte der ESRB die Notwendigkeit an, einen Rechtsrahmen für die über den Bankensektor hinausgehenden makroprudenziellen Maßnahmen zu erstellen.

Außerdem leistete der ESRB einen Beitrag zum makroprudenziellen Rahmen für das Bankwesen. Erstens legte er der EBA seinen Standpunkt bezüglich der Einführung einer Anforderung zum Verschuldungsgrad dar. Seiner vorläufigen Analyse nach sieht der ESRB kaum Hinweise auf einen negativen Einfluss der Anforderung zum Verschuldungsgrad auf die Marktliquidität. Zweitens trug der ESRB zum von der EBA koordinierten regelmäßigen Bericht über die zyklischen Effekte von Eigenkapitalanforderungen bei. Wenngleich die Analyse durch einige Faktoren erschwert wurde, gab es dem Bericht zufolge nur schwache Hinweise auf die Existenz von aus der Eigenkapitalverordnung und der Eigenkapitalrichtlinie (CRR/CRD IV) herrührenden prozyklischen Effekten. Es wurde daher vorgeschlagen, den gegenwärtigen risikobasierten Rahmen für die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen von Banken beizubehalten. Drittens vermittelte der ESRB der EBA seinen Standpunkt zur Definition einer strukturellen Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio – NSFR). In dieser Rückmeldung wurde die NSFR als das beste verfügbare Instrument zur Bewältigung struktureller Probleme im Zusammenhang mit der Liquiditäts- und Fristentransformation von Banken bezeichnet. Es wurde darauf hingewiesen, dass das endgültige Ziel der europäischen Behörden daher die Umsetzung einer glaubwürdigen und soliden NSFR-Anforderung in der EU sein sollte.

Ferner trug der ESRB zur Weiterentwicklung des makroprudenziellen Rahmenwerks über den Bankensektor hinaus bei. Er veröffentlichte im Juli 2016 ein Strategiepapier mit kurzfristigen Handlungsoptionen und einer langfristigen politischen Agenda zur Minderung von Risiken für die Finanzstabilität, die mit dem Nichtbankensektor zusammenhängen. Im abgelaufenen Berichtsjahr machte der ESRB Fortschritte in Bezug auf einige im Strategiepapier aufgeführte zentrale Aufgaben. Erstens ergriff er Maßnahmen zur Schaffung innovativer makroprudenzieller Instrumente zur Bekämpfung der Prozyklizität von Einschusszahlungen und Risikoabschlägen, insbesondere bei Wertpapierfinanzierungsgeschäften und Derivaten. Zweitens zeigte der ESRB eine makroprudenzielle Perspektive für die Aufsicht über zentrale Gegenparteien und Versicherungsgesellschaften auf, wobei er vor allem Erkenntnisse für die laufende Überprüfung von Rechtsvorschriften lieferte.



Die Zahl der Maßnahmen mit makroprudenziellem Bezug stieg 2016 gegenüber dem Vorjahr beträchtlich an. Erstmals legten alle Mitgliedstaaten den antizyklischen Kapitalpuffer vierteljährlich fest und führten die jährliche Überprüfung der Einstufung und Festlegung der Kapitalpufferquoten für andere systemrelevante Institute durch. Bei den Instrumenten, die keiner turnusmäßigen Überprüfung unterliegen, ergriff rund die Hälfte der Mitgliedstaaten makroprudenzielle Maßnahmen mit besonderem Schwerpunkt auf Instrumenten zur Eindämmung von Risiken im Zusammenhang mit dem Wohnimmobiliensektor.

Im Berichtszeitraum setzte der ESRB die Beurteilung der Umsetzung früherer ESRB-Empfehlungen fort. Die Prüfung der Umsetzung der Empfehlung des ESRB zur Finanzierung von Kreditinstituten ergab, dass die Adressaten die Empfehlung in sehr hohem Maße befolgten. Die Prüfung der Umsetzung der ESRB-Empfehlung zu den Zwischenzielen und Instrumenten makroprudenzieller Maßnahmen führte zu dem Ergebnis, dass alle Mitgliedstaaten die vom ESRB vorgeschlagenen Zwischenziele verfolgen und hierfür spezifische makroprudenzielle Instrumente einsetzen. Der Abschluss der Umsetzungsbeurteilung der ESRB-Empfehlung zu Geldmarktfonds wurde verschoben, um der Finalisierung der EU-Verordnung zu Geldmarktfonds Rechnung tragen zu können.

Der ESRB veranstaltete auch eine Reihe von Konferenzen und Workshops, um die Debatte über makroprudenzielle Politik voranzutreiben. Insbesondere hielt er seine erste Jahreskonferenz ab, in deren Rahmen Diskussionsteilnehmer den Kurs der makroprudenziellen Politik und einige der zentralen Themen auf der Agenda der makroprudenziellen Entscheidungsträger erörterten – wie das Niedrigzinsumfeld, die Auswirkungen der Verpflichtung zum zentralen Clearing für die Erhöhung der Sicherheit des Handels mit standardisierten außerbörslichen Derivaten und den augenscheinlichen Mangel an sicheren Vermögenswerten.



# Kapitel 1 – Systemische Risiken im Finanzsystem der Europäischen Union

**Der ESRB hat im Berichtszeitraum vier Hauptrisiken für die Finanzstabilität in der Europäischen Union (EU) identifiziert.** Bei diesen Risiken, die in Tabelle 1 zusammengefasst sind, handelt es sich um 1) eine Neubewertung der Risikoprämien an den internationalen Finanzmärkten, 2) Bilanzschwächen bei Banken, Versicherern und Pensionseinrichtungen, 3) Herausforderungen im Bereich der Schuldentragfähigkeit der Sektoren Staat, Unternehmen und private Haushalte sowie 4) von den Nichtbankenfinanzsektoren ausgehende und auf das gesamte Finanzsystem übergreifende Schocks und Ansteckungseffekte. Diese vier Risiken sind miteinander verbunden und könnten sich, sofern sie zum Tragen kommen, gegenseitig verstärken. Ihnen allen liegt das von einem geringen Wirtschaftswachstum und damit einhergehenden niedrigen Zinssätzen geprägte Umfeld zugrunde, wenngleich sich die Konjunkturaussichten für Europa und weltweit gegen Ende des Berichtszeitraums verbessert haben. Die vom ESRB identifizierten Risiken für die Finanzstabilität bildeten die Grundlage für die Ausarbeitung der adversen Szenarios verschiedener EU-weiter Stresstests (siehe hierzu auch Abschnitt 2.4 in Kapitel 2).

**Eine abrupte und drastische Neubewertung der Risikoprämien an den internationalen Finanzmärkten wurde als das schwerwiegendste Risiko für die Finanzstabilität in der EU eingestuft.** Wie bereits im letzten ESRB-Jahresbericht ist ein abrupter Wiederanstieg der weltweiten Risikoprämien nach wie vor das größte Risiko für die Finanzstabilität. Dieses Risiko spiegelt eine exzessive Risikobereitschaft vor dem Hintergrund einer historisch niedrigen Verzinsung der Ersparnisse und der Suche der Finanzanleger nach Rendite sowie gestiegene geopolitische und wirtschaftspolitische Unsicherheiten wider. Eine Neubewertung der Risikoprämien an den internationalen Finanzmärkten könnte sich negativ auf die Solvenz der Banken und anderen Finanzinstitute in der EU auswirken.

**Die Risiken im Hinblick auf Bilanzschwächen bei Banken, Versicherern und Pensionseinrichtungen wurden in die höchste Risikokategorie hochgestuft.** Hauptursache für diese verschärfte Risikoeinschätzung war das anhaltende Niedrigzinsumfeld und die damit verbundenen Herausforderungen für bestimmte Geschäftsmodelle. Zwar hat sich die Marktstimmung mit Blick auf die Banken in der EU im Herbst 2016 aufgehellt, doch stellten die Anfälligkeiten, die sich aus der schlechten Ertragskraft, Überkapazitäten und dem hohen Bestand an notleidenden Aktiva in einigen Ländern ergaben, weiterhin Herausforderungen dar, die es zu bewältigen gilt. Außerdem könnten die Profitabilität und Solvenz der Finanzinstitute, die Zinsgarantien bieten (insbesondere Lebensversicherer und Pensionseinrichtungen), in einem Umfeld mit über längere Zeit niedrigen Zinsen und Renditen unter Druck geraten.

**Auch von noch ungelösten Problemen im Bereich der Schuldentragfähigkeit von Staaten, Unternehmen und privaten Haushalten gingen weiterhin Risiken für die Finanzstabilität in der EU aus.** Vor dem Hintergrund eines niedrigen Nominalwachstums bildeten die hohen Schuldenstände einiger EU-Mitgliedstaaten immer noch eine zentrale Schwachstelle. Im Fall eines Anstiegs der weltweiten Risikoprämien oder der risikolosen Zinssätze könnte dies zu einem größeren Risiko für die Finanzstabilität werden. Der ESRB untersucht, ob die Schaffung von mit Staatsanleihen besicherten Wertpapieren (Sovereign Bond-Backed Securities – SBBSs) eine wichtige Rolle bei der Entflechtung von Staaten und Banken spielen könnte, falls derartige Risiken zum Tragen kämen, ohne dass die Staatsschulden der Mitgliedstaaten der EU vergemeinschaftet würden.



**Weitere Herausforderungen für die Finanzstabilität ergaben sich aus potenziellen vom Schattenbankensektor ausgehenden Schocks und Ansteckungseffekten.** Das Schattenbankensystem in der EU ist 2016 weiter gewachsen. Allerdings gab es erhebliche Unterschiede zwischen den EU-Ländern, was die Größe des Systems im Verhältnis zum Bankensektor betrifft. In einer Stresssituation könnte die starke Vernetzung des Schattenbankensektors mit anderen Teilen des Finanzsystems zu Übertragungs- und Ansteckungseffekten führen. Wenngleich weitere Anstrengungen zur Verbesserung der Überwachung von Risiken außerhalb des Bankensystems unternommen wurden, fehlt es an ausreichend harmonisierten, granularen Daten für eine umfassende Risikoüberwachung des Schattenbankensektors.

**Tabelle 1**  
**Überblick über die Hauptrisiken für die Finanzstabilität in der EU**

<b>1</b>	<p><b>Neubewertung der Risikoprämien an den internationalen Finanzmärkten</b></p> <p>Anfälligkeiten: Fehlbewertung von Risiken und exzessive Risikobereitschaft angesichts historisch niedriger Finanzierungskosten/Verzinsung und der Suche von Finanzanlegern nach Rendite</p> <p>Potenzielle Auslöser: Schocks in Bezug auf risikolose Zinssätze (wie etwa Entwicklung der Geldpolitik in den wichtigsten Währungsräumen, Inflation oder Fiskalschocks) oder auf Risikoprämien (etwa infolge geopolitischer Ereignisse oder weil Anfälligkeiten in wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften zum Tragen kommen)</p>
<b>2</b>	<p><b>Bilanzschwächen bei Banken, Versicherern und Pensionseinrichtungen</b></p> <p>Anfälligkeiten (Banken): Schwierigkeiten im Hinblick auf tragfähige Einnahmequellen vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds, Überkapazitäten und Kostenineffizienz in einigen Ländern, langsame Fortschritte bei der Abwicklung hoher Bestände an notleidenden Krediten</p> <p>Anfälligkeiten (Lebensversicherer und Pensionseinrichtungen): durch Niedrigzinsumfeld höhere Verbindlichkeiten von Lebensversicherern und Pensionseinrichtungen und Herausforderungen für langfristige Investitionen in qualitativ hochwertige Aktiva</p> <p>Potenzielle Auslöser: Neubewertung von Verbindlichkeiten mit niedrigen Zinssätzen (Lebensversicherer), schwache Verzinsung von Kapitalanlagen, Verluste bei Problemaktiva, erheblicher anhaltender Rentabilitätsdruck (Banken)</p>
<b>3</b>	<p><b>Herausforderungen im Bereich der Schuldentragfähigkeit der Sektoren Staat, Unternehmen und private Haushalte</b></p> <p>Anfälligkeiten: Hohe Verschuldung im öffentlichen und/oder privaten Sektor, schwaches Nominalwachstum</p> <p>Potenzielle Auslöser: Neubewertung an den Finanzmärkten, nicht tragfähige Haushaltsausgaben des öffentlichen Sektors, Schocks in Bezug auf die Wachstumsaussichten</p>
<b>4</b>	<p><b>Vom Schattenbankensystem ausgehende Schocks und Ansteckungseffekte</b></p> <p>Anfälligkeiten: Rasch zunehmende Größe und Komplexität des Schattenbankensektors, fehlende Daten für umfassende Risikoüberwachung, enge direkte und indirekte Beziehungen zu Banken/Versicherungen und privaten Haushalten/Unternehmen</p> <p>Potenzielle Auslöser: Neubewertung an den Finanzmärkten mit potenziellen Notverkäufen und Liquiditätsengpässen</p>

Anmerkung: Festgestellte wesentliche Risiken für die Finanzstabilität über einen Zeithorizont von bis zu drei Jahren. Gelb zeigt ein Risiko, Orange ein mittleres Risiko und Rot ein hohes Risiko an. Die Einschätzung der Schwere der einzelnen Risiken stellt eine Kombination der Wahrscheinlichkeit aus Risiko und potenzieller Wirkung dar.

**Die Entwicklung des Rahmenwerks und der Instrumente zur Erkennung systemischer Risiken wurde vom ESRB weiterverfolgt, wobei der Fokus insbesondere auf Wohnimmobilien, Niedrigzinsen und dem Nichtbankenfinanzsektor lag** (siehe Kasten 1). Im Jahr 2016 standen sowohl im Wohnimmobiliensektor der EU existierende Anfälligkeiten<sup>1</sup> (siehe den nachfolgenden Abschnitt 1 und Abschnitt 1 in Kapitel 2) als auch Aspekte der makroprudenziellen Politik, die sich aus dem Niedrigzinsumfeld und den strukturellen Veränderungen im Finanzsystem der EU ergeben<sup>2</sup> (siehe Kasten 2), im Zentrum des Interesses. Außerdem konzentrierte sich der ESRB auf die Analyse von Systemrisiken, die aus dem

<sup>1</sup> Siehe ESRB, **Vulnerabilities in the EU residential real estate sector**, November 2016.

<sup>2</sup> Siehe ESRB, **Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system**, November 2016.



Schattenbankensystem herrühren<sup>3</sup> (siehe Abschnitt 4), und auf makroprudenzielle Maßnahmen, die über den Bankensektor hinausgehen (siehe Abschnitt 2.3 in Kapitel 2).

---

#### Kasten 1

### Weiterentwicklung des Rahmenwerks und der Instrumente zur Erkennung systemischer Risiken im Jahr 2016 mit besonderem Fokus auf den Nichtbankenfinanzsektor

**Der ESRB ist für die makroprudenzielle Aufsicht über das EU-Finanzsystem sowie für die Prävention und Begrenzung des systemischen Risikos zuständig.** Seine Tätigkeit erstreckt sich somit auf eine Vielzahl von Wirtschaftsakteuren (Banken, Versicherer, Pensionseinrichtungen, Vermögensverwalter, Finanzmarktinfrastrukturen sowie andere Finanzinstitute und Märkte). Um seinen Pflichten nachkommen zu können, muss der ESRB in der Lage sein, die Entwicklung von Finanzunternehmen und Finanzaktivitäten genau zu verfolgen. Da das Wachstum im Finanzsektor in den letzten Jahren hauptsächlich außerhalb des Bankensektors stattfand – eine Entwicklung, die sich im Zuge der Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion wohl fortsetzen wird –, hat sich der ESRB darauf konzentriert, seine Risikoüberwachung über den Bankensektor hinaus weiterzuentwickeln.

**Im Juli 2016 veröffentlichte der ESRB die erste Ausgabe des EU Shadow Banking Monitor, zusammen mit seiner Methodik für die Überwachung von Finanzstabilitätsrisiken im Schattenbankensystem der EU.** Der Bericht gibt einen jährlichen Überblick über die Entwicklungen im Schattenbankensystem in der EU, wobei der Fokus auf der Beurteilung von Risiken für die Finanzstabilität liegt.<sup>4</sup> Begleitend dazu wurde ein methodisches Hintergrundpapier mit weiteren Informationen zu den Datenquellen und Risikoindikatoren veröffentlicht, die der ESRB zur Erkennung und Überwachung von Risiken und Schwachstellen innerhalb des Schattenbankensystems der EU heranzieht.<sup>5</sup> Bei der Überwachung des Schattenbankensystems verfolgt der ESRB einen intermediärsbezogenen und einen tätigkeitsbezogenen Ansatz. Im Gegensatz zum erstgenannten Ansatz, bei dem aggregierte Bilanzdaten verwendet werden, dienen beim tätigkeitsbezogenen Ansatz transaktionsbasierte Daten in höherer Frequenz als Grundlage für die Erkennung von Risiken, die verschiedene Arten von Finanzinstituten betreffen können. Im Rahmen des zweiten ESRB-Workshops zum Schattenbankensystem befassten sich die Teilnehmer insbesondere mit den diesbezüglichen Risiken für die Finanzstabilität und berieten über aufsichtliche und andere politische Maßnahmen zum Umgang mit diesen Risiken.<sup>6</sup> In diesem Zusammenhang bestätigte sich, dass ein ganzheitlicher Ansatz erforderlich ist, um die von den Instituten und Tätigkeiten im Schattenbankensystem ausgehenden Risiken vollumfänglich abbilden und beurteilen zu können.

### Der ESRB setzte die Analyse des EU-weiten Datensatzes zu Derivategeschäften, der auf Grundlage der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (European Market

---

<sup>3</sup> Siehe ESRB, **EU Shadow Banking Monitor**, Nr. 1, Juli 2016, sowie L. Grillet-Aubert, J.-B. Haquin, C. Jackson, N. Killeen und C. Weistroffer, *Assessing shadow banking – non-bank financial intermediation in Europe*, Occasional Paper Series des ESRB, Nr. 10, Juli 2016.

<sup>4</sup> Siehe ESRB, *EU Shadow Banking Monitor*, a. a. O.

<sup>5</sup> Siehe L. Grillet-Aubert, J.-B. Haquin, C. Jackson, N. Killeen und C. Weistroffer, a. a. O.

<sup>6</sup> Einzelheiten finden sich auf der Website des ESRB in der Pressemitteilung vom 26. September 2016 über den zweiten ESRB-Workshop zum Schattenbankensystem.



**Infrastructure Regulation – EMIR)<sup>7</sup> erhoben wird, fort, um das Verständnis systemischer Risiken an Derivatemärkten zu verbessern.**<sup>8</sup> Bei Betrachtung dreier der – gemessen am Nominalwert – größten Derivatemärkte (d. h. der Märkte für Zinsswaps, Kreditausfallswaps und Devisentermingeschäfte) war festzustellen, dass sich die Nominalwerte stark auf eine kleine Anzahl großer Intermediäre konzentrieren. Allgemein können potenzielle Risiken an den Derivatemärkten mithilfe des EMIR-Datensatzes deutlich besser überwacht werden. Derivate und systemische Risiken waren auch Gegenstand der ersten ESRB-Jahreskonferenz im September 2016 und wurden dort im Detail besprochen.<sup>9</sup>

**Der ESRB beschäftigte sich zudem weiterhin eingehend mit den Entwicklungen an den Immobilienmärkten aus Sicht der Finanzstabilität und verbesserte seine Methodik zur Durchführung von Risikobeurteilungen auf Länderebene.** Infolge der Analyse von Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor wurden für acht Länder Warnungen ausgesprochen, und der ESRB veröffentlichte den Bericht „Vulnerabilities in the EU residential real estate sector“ (siehe Abschnitt 1 in Kapitel 2). Die verwendete Methodik wurde im Lauf des Jahres kontinuierlich weiterentwickelt, etwa durch Maßnahmen zur Verbesserung des Verständnisses der Wechselwirkungen von Risiken und durch die Verfeinerung von Schwellenwerten, jenseits derer die Indikatoren Schwachstellen anzeigen. Grundlage für die Methodik war ein aus drei Risikofeldern (private Haushalte bzw. Kreditnehmer, Sicherheiten und Kreditgeber) bestehendes Modell, bei dem Risiken im Zusammenhang mit der Verschuldung der privaten Haushalte, dem Wert von Immobilien und der Widerstandsfähigkeit von Banken festgestellt wurden. Anschließend wurden das Zusammenwirken dieser Risiken und die potenziell zu ergreifenden Maßnahmen betrachtet. Ziel dieser verbesserten Methode war ein systematischer und umfassender Überblick über die im Zusammenhang mit Wohnimmobilien bestehenden Schwachstellen (siehe Abschnitt 1 in Kapitel 2).<sup>10</sup>

**Daneben hat der ESRB auch sein Rahmenwerk für die Überwachung der Entwicklungen in wesentlichen Drittländern weiter verstärkt.** Laut Artikel 138 der CRD IV<sup>11</sup> kann der ESRB die Festlegung einer Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer für Risikopositionen gegenüber Drittländern empfehlen. Zu diesem Zweck überwacht der ESRB die Risiken, die von einem übermäßigen Kreditwachstum in Drittländern ausgehen, welche für das EU-Bankensystem als wesentlich gelten.<sup>12</sup> Hierzu erweiterte er sein Rahmenwerk für die Überwachung grenzüberschreitender Kreditengagements zwischen den Mitgliedstaaten, um auch Kreditengagements zwischen Mitgliedstaaten und Drittländern erfassen zu können. Darüber hinaus entwickelte er einen Rahmen zur Überwachung der Entwicklungen in wesentlichen Drittländern.

---

<sup>7</sup> Siehe **Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister**, ABl. L 201 vom 27.7.2012, S. 1.

<sup>8</sup> Siehe J. Abad, I. Aldasoro, C. Aymanns, M. D'Errico, L. Fache Rousová, P. Hoffmann, S. Langfield, M. Neychev und T. Roukny, Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset, Occasional Paper Series des ESRB, Nr. 11, September 2016.

<sup>9</sup> Einzelheiten zum **Programm der ersten ESRB-Jahreskonferenz** finden sich auf der Website des ESRB.

<sup>10</sup> Siehe ESRB, Vulnerabilities in the EU residential real estate sector, a. a. O.

<sup>11</sup> Siehe **Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG**, ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 338.

<sup>12</sup> Im Einklang mit Beschluss ESRB/2015/3 führt der ESRB eine Liste mit Drittländern, die für das Bankensystem in der EU von wesentlicher Bedeutung sind. Diese umfasst aktuell die Vereinigten Staaten, Hongkong, China, die Türkei, Brasilien und Russland.



**Im Rahmen der jährlichen Überprüfung wurde das Risk Dashboard des ESRB weiterentwickelt; die Umsetzung der Änderungen erfolgte in der ersten Ausgabe des Risk Dashboard 2017.** Die wichtigste vorgeschlagene Verbesserung betraf die Einbeziehung neuer, auf Solvency-II-Daten basierender Indikatoren für den Versicherungssektor. Außerdem wurde an einer Reihe experimenteller Indikatoren zur Beschreibung von Risiken zentraler Gegenparteien in der EU gearbeitet. Ferner wurde die Erstellung einer ESRB-Heatmap (zur internen Verwendung) vorangetrieben, mit deren Hilfe der Rahmen für die Überwachung von Risiken auf Länderebene optimiert werden soll. Die Heatmap wird auch im laufenden Jahr weiterentwickelt und operationalisiert.

**Zudem schloss der ESRB eine umfassende Analyse von makroprudenziellen Fragen ab, die sich aus dem Niedrigzinsumfeld und den strukturellen Veränderungen im Finanzsystem der EU ergeben** (siehe auch Kasten 2).<sup>13</sup>

---

## **1 Neubewertung der Risikoprämien an den internationalen Finanzmärkten**

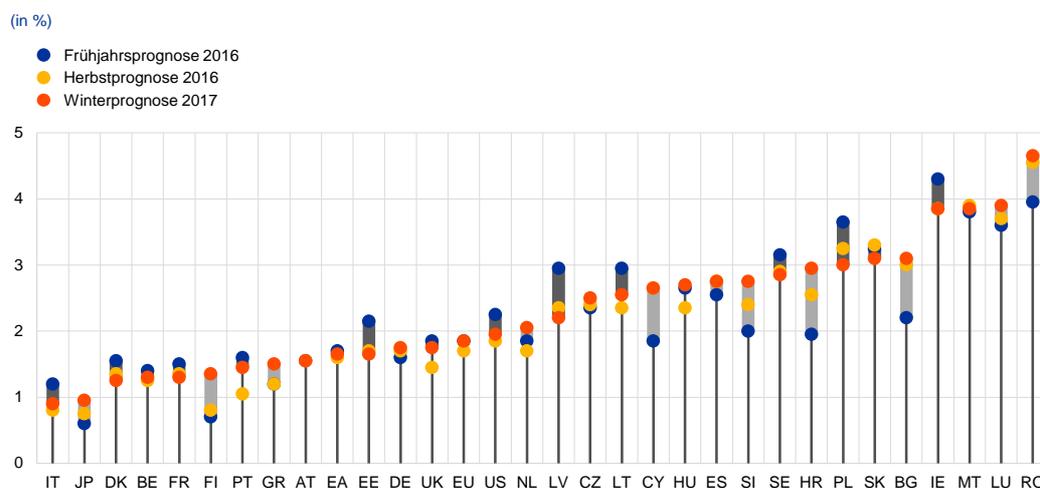
**Anfang 2016 wurden die Risikoprämien an den europäischen und internationalen Finanzmärkten angesichts verhaltener Wachstumsaussichten teilweise Neubewertet** (siehe Abbildung 1). In dieser Phase von Turbulenzen wurden an den Finanzmärkten in Europa und weltweit erhebliche Kursrückgänge verzeichnet; die Notierungen von Rohstoffen, Energieunternehmen, Unternehmensanleihen und hochverzinslichen Wertpapieren gaben spürbar nach. Zudem kam es in den Schwellenländern zu beträchtlichen Kapitalabflüssen. Zum Anstieg der Finanzmarktvolatilität Anfang 2016 kam eine allgemeine Unsicherheit im Hinblick auf die weltwirtschaftliche Belebung hinzu. So trübten sich die Wachstumsperspektiven einiger EU-Staaten weiter ein.

---

<sup>13</sup> Siehe ESRB, Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system, a. a. O.



Abbildung 1  
**BIP-Wachstumsprognose der Europäischen Kommission**



Quellen: Frühjahrsprognose 2016, Herbstprognose 2016 und Winterprognose 2017 der Europäischen Kommission.  
 Anmerkung: Die durchschnittliche BIP-Wachstumsprognose wird für jede Prognoserunde für 2016 und 2017 einzeln berechnet.

**Die langfristigen Nominalzinsen lagen angesichts des verhaltenen Nominalwachstums im gesamten Jahresverlauf 2016 nach wie vor auf einem historisch niedrigen Stand, obgleich seit Herbst 2016 umfangreiche Renditeanstiege verzeichnet wurden.** Während sich die Konjunktur in der EU im Lauf des vergangenen Jahres weiter erholte, blieben die tatsächlichen Wachstumsraten des realen BIP und die diesbezüglichen Aussichten in den meisten EU-Mitgliedstaaten gedämpft. Im Einklang mit diesem verhaltenen Wachstumsumfeld lagen die kurz- und langfristigen Nominalzinsen vor dem Hintergrund des akkommodierenden geldpolitischen Kurses wichtiger Zentralbanken weiter auf einem historisch niedrigen Stand (siehe Abbildung 2). Wenngleich sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in der EU in der Zeit von September 2016 bis März 2017 im Durchschnitt um rund 50 Basispunkte erhöhten, lagen die Renditen in den Ländern mit den niedrigsten Finanzierungskosten nach wie vor kaum im positiven Bereich.



**Abbildung 2**  
**Langfristige Nominalzinsen 2016 weiter auf historisch niedrigem Stand**

(Renditen zehnjähriger Staatsanleihen; in %)



Quelle: EZB.

**Die Risikoprämien blieben trotz Volatilitätsschüben an den Märkten in den verschiedenen Anlageklassen im Berichtszeitraum gering.**

Angesichts des Niedrigzinsumfelds hat das Verhalten der Anleger – d. h. deren anhaltende Suche nach Rendite – dazu geführt, dass sie Kredit- und Laufzeitrissen stärker ausgesetzt sind. Zugleich war das Bewertungsniveau an den Märkten für Unternehmensanleihen in der EU hoch, was einerseits niedrige risikolose Zinssätze (siehe Abbildung 2), andererseits aber auch geringe Spreads von Unternehmensanleihen (siehe Abbildung 3) widerspiegelte. Ferner deuteten Standardbewertungskennzahlen für den Aktienmarkt wie etwa das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf überhöhte Bewertungen hin (siehe Abbildung 4).

**Abbildung 3**  
**Renditeabstände hochverzinslicher Unternehmensanleihen 2016 erheblich gesunken**

(Spreads in Basispunkten)



Quelle: Bank of America Merrill Lynch.

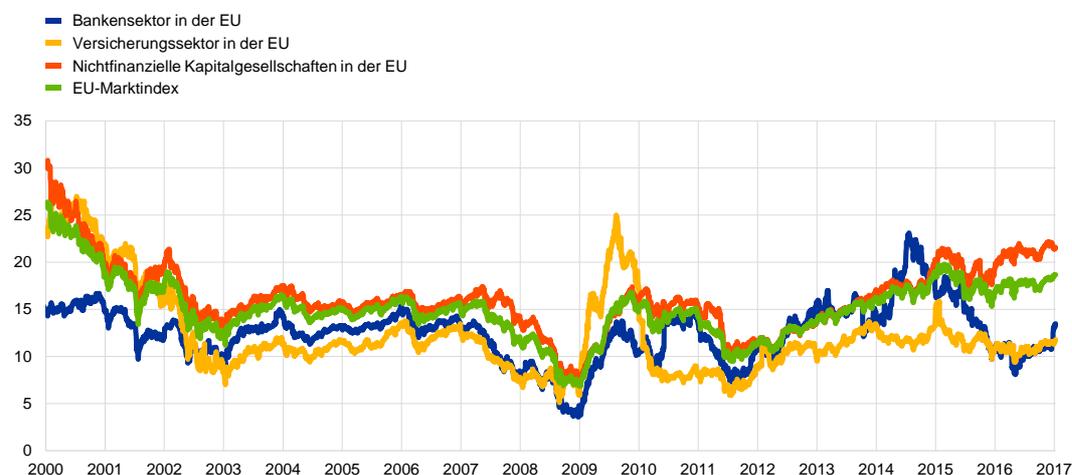
Anmerkung: Spreads in Basispunkten gegenüber deutschen Staatsanleihen sowohl für klassische Anleihen als auch für Anleihen mit Optionen. Bei den Anleihen mit Optionen wurde der Wert der Option mittels eigener Modelle herausgerechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. März 2017.



Abbildung 4

### Weiterer Anstieg des Kurs-Gewinn-Verhältnisses bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der EU im Jahresverlauf 2016

(in %)



Quellen: Thomson Reuters und Datastream.

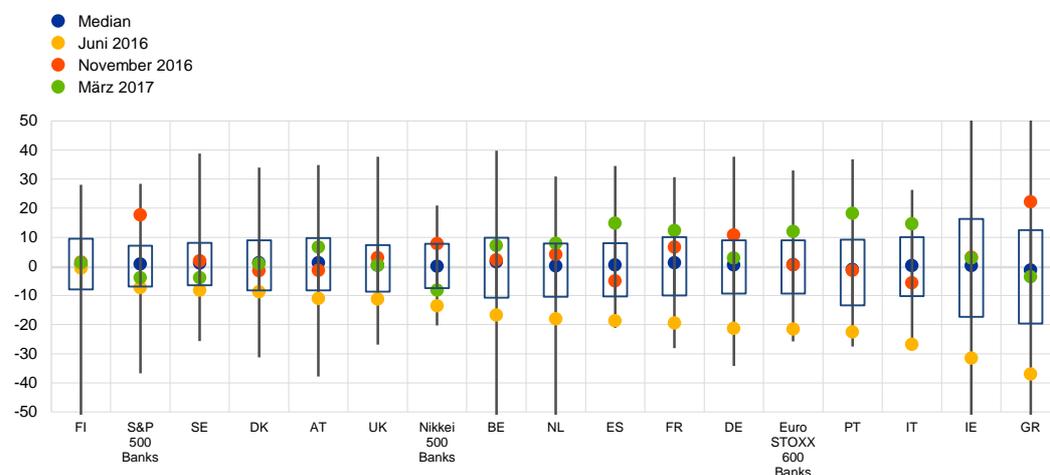
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. März 2017.

**Politische Ereignisse wie das Referendum im Vereinigten Königreich und die Wahl in den Vereinigten Staaten lösten erhebliche Schwankungen, jedoch keine Spannungen an den Märkten aus.** Nach dem Ergebnis der britischen Volksabstimmung zum Austritt aus der EU am 23. Juni 2016 verzeichneten die Finanzmärkte in der EU Kurseinbrüche (siehe Abbildung 5). Trotz im historischen Vergleich starker Schwankungen in einigen Marktsegmenten blieben die Marktinfrastrukturen widerstandsfähig. In dieser Phase kam es zu besonders großen Vermögenspreistrückgängen im EU-Bankensektor. Außerdem reagierten die Anleihemärkte deutlich auf das US-Präsidentenwahlresultat im November 2016. So stiegen die Renditen von US-Staatsanleihen infolge höherer Inflations- und Wachstumserwartungen in den Vereinigten Staaten rasch an. Dies hatte zur Folge, dass sich die Renditen in den USA und weltweit erhöhten, sodass es zu einem steileren Verlauf der Zinsstrukturkurven und zu Portfolioumschichtungen etwa von Anleihen in Aktien kam.



**Abbildung 5**  
**Deutliche Rückgänge an den Aktienmärkten nach den Ergebnissen des Referendums im Vereinigten Königreich**

(in %; Monatswerte)



Quellen: Bloomberg und EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. März 2017.

**Auch gegen Ende des Berichtszeitraums herrschte noch eine erhöhte Unsicherheit mit Blick auf die Politik und die Wirtschaftspolitik – mit dem Potenzial, bei unerwarteten Ergebnissen erhebliche Marktbewegungen auszulösen.** Der Index der wirtschaftspolitischen Unsicherheit für die EU ist in der zweiten Jahreshälfte 2016 angesichts des Referendums im Vereinigten Königreich und der US-Präsidentenwahl signifikant gestiegen. Im Gegensatz zu ähnlichen Phasen erhöhter wirtschaftspolitischer Unsicherheit in der Vergangenheit kam es jedoch zu keinem parallelen Anstieg der Volatilität an den Finanzmärkten und des Unsicherheitsindex (siehe Abbildung 6). Gegen Ende des Betrachtungszeitraums gab das Auseinanderlaufen der politischen Unsicherheit und der Marktvolatilität Anlass zur Sorge, da sich hieraus die Gefahr potenziell abrupter Marktbewegungen in der Zukunft ergab.

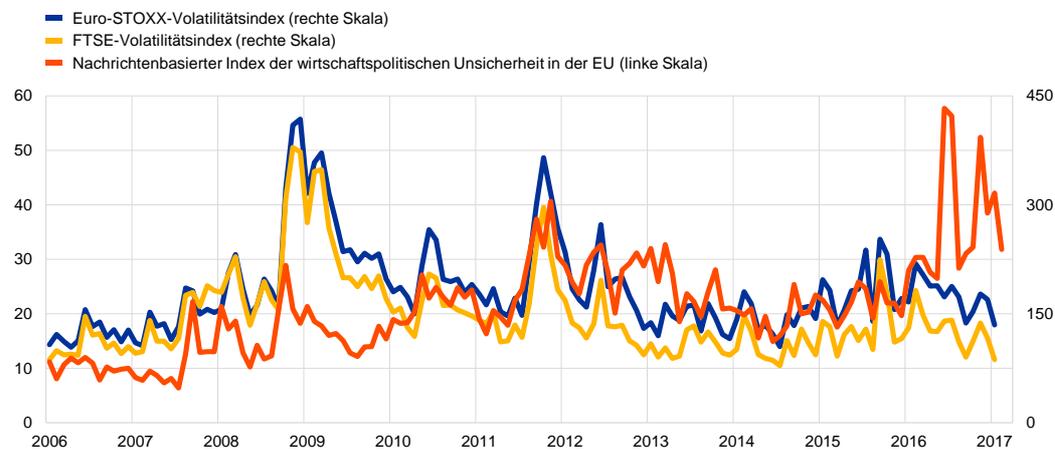
**Sorge bereitete zum Ende der Berichtsperiode, dass abrupte und signifikante Erhöhungen der Risikoprämien zu erheblichen Verlusten bei nicht abgesicherten Anlegern führen könnten.** Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds), monetäre Finanzinstitute (MFIs) und Versicherungsgesellschaften in der EU hielten am Ende des dritten Quartals 2016 je rund 3,5 Billionen € bis 4,5 Billionen € in Schuldverschreibungen (siehe Abbildung 7). Unerwartete Erhöhungen des Kreditrisikos, des Liquiditätsrisikos und der Laufzeitprämien wurden als potenzielle Auslöser für eine abrupte Abwärtskorrektur der Bewertung dieser Schuldverschreibungen betrachtet. Eine solche Neubewertung könnte sich negativ auf die Solvabilitätsposition der nicht abgesicherten Inhaber der Schuldverschreibungen und somit auf die Finanzstabilität in der EU auswirken.



Abbildung 6

### Wirtschaftspolitische Unsicherheit in der EU so hoch wie nie zuvor – Volatilität weiterhin gering

(linke Skala: Volatilitätsindex; rechte Skala: wirtschaftspolitische Unsicherheit)

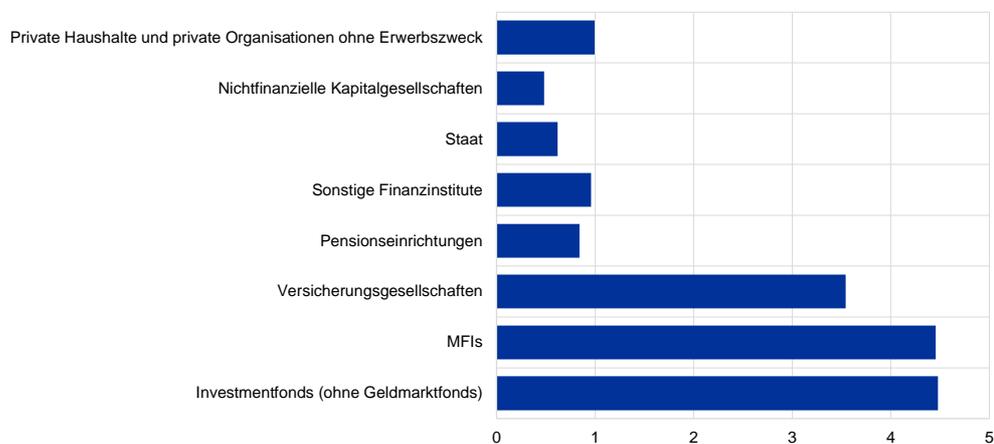


Quellen: Federal Reserve Bank of St. Louis und Datastream.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. Februar 2017.

Abbildung 7

### Hoher Bestand an Schuldverschreibungen bei Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds), MFIs und Versicherern

(in Billionen € drittes Quartal 2016)



Quellen: Statistiken über Bilanzpositionen (BSI), EZB, Eurostat und ESRB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf alle Schuldverschreibungen im Besitz des nationalen institutionellen Sektors (d. h. ohne die übrige Welt) im dritten Quartal 2016 und umfassen alle Mitgliedstaaten der EU. In den Daten für die MFIs (Quelle: BSI) ist das Eurosystem nicht berücksichtigt.

**In einigen EU-Ländern wurden Anfälligkeiten an den Wohnimmobilienmärkten festgestellt, die teilweise auf Bewertungen oder Preisbewegungen zurückzuführen sind.** Nach einer zukunftsgerichteten EU-weiten Bewertung der Verwundbarkeiten in Bezug auf den

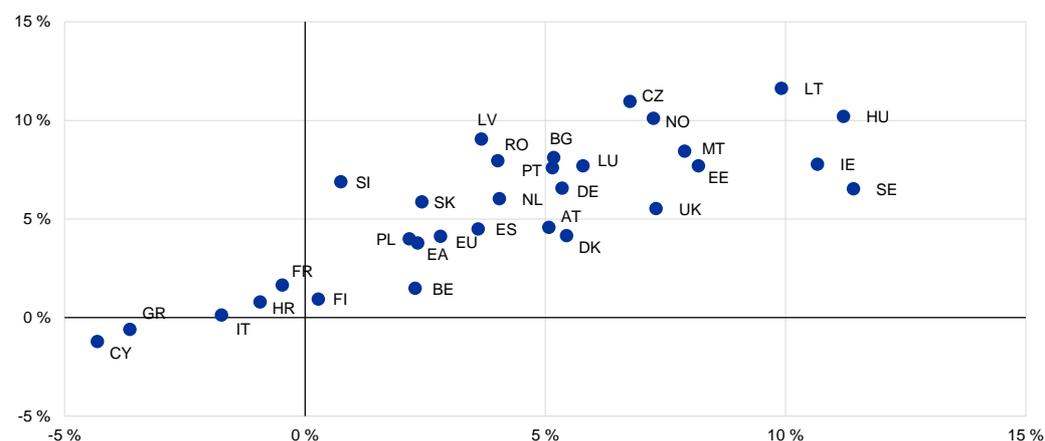


Wohnimmobiliensektor kam der ESRB zu dem Schluss, dass in einer Reihe von Mitgliedsländern der EU immer noch Anfälligkeiten bestehen, von denen auf mittlere Sicht ein systemisches Risiko ausgehen könnte (siehe auch Kasten 1 und Kapitel 2).<sup>14</sup> Wesentliche im Rahmen der Bewertung durch den ESRB identifizierte Anfälligkeiten ergaben sich aus der Verschuldung und der Rückzahlungsfähigkeit der privaten Haushalte bei Hypothekarkrediten (siehe auch Abschnitt 3) oder den Bewertungen bzw. der Preisdynamik für Wohneigentum (siehe Abbildung 8). So könnte ein drastischer Anstieg der Risikoprämien eine Umkehr der Preisentwicklung an den Wohnimmobilienmärkten bewirken. Der ESRB führte auch eine Analyse der von Wohnimmobilien ausgehenden Risiken für das Bankensystem durch. Zum Zeitpunkt der Untersuchung wurden keine kurzfristigen direkten Risiken festgestellt, die durch Wohnimmobilienengagements im Bankensystem entstehen, wengleich Zweitrundeneffekte auf mittlere Sicht nicht ausgeschlossen werden konnten.

Abbildung 8

### Weiterer robuster Anstieg der Wohnimmobilienpreise in vielen EU-Ländern

(x-Achse: annualisierte Veränderung im Dreijahreszeitraum; y-Achse: aktuelle jährliche Veränderung gegenüber dem Vorjahr)



Quellen: Statistiken über Bilanzpositionen (BSI), EZB, nationale Quellen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016 bzw. für Zypern, Litauen und den EU-Durchschnitt auf das dritte Quartal 2016.

## 2 Bilanzschwächen bei Banken, Versicherern und Pensionseinrichtungen

### Die aus Bilanzschwächen bei Banken, Versicherern und Pensionseinrichtungen resultierenden Risiken für die Finanzstabilität stiegen im Jahresverlauf 2016 an.

Ursache hierfür war in erster Linie das anhaltende Niedrigzinsumfeld und damit verbundene Herausforderungen für bestimmte Geschäftsmodelle. Anfang 2016 wurde unter anderem infolge der Unsicherheit hinsichtlich der globalen Konjunkturerholung eine erhöhte Volatilität an den Finanzmärkten in Europa und weltweit verzeichnet. In diesem Zeitraum stiegen die modellgestützten Wahrscheinlichkeitsschätzungen für einen Zahlungsausfall von zwei oder mehr

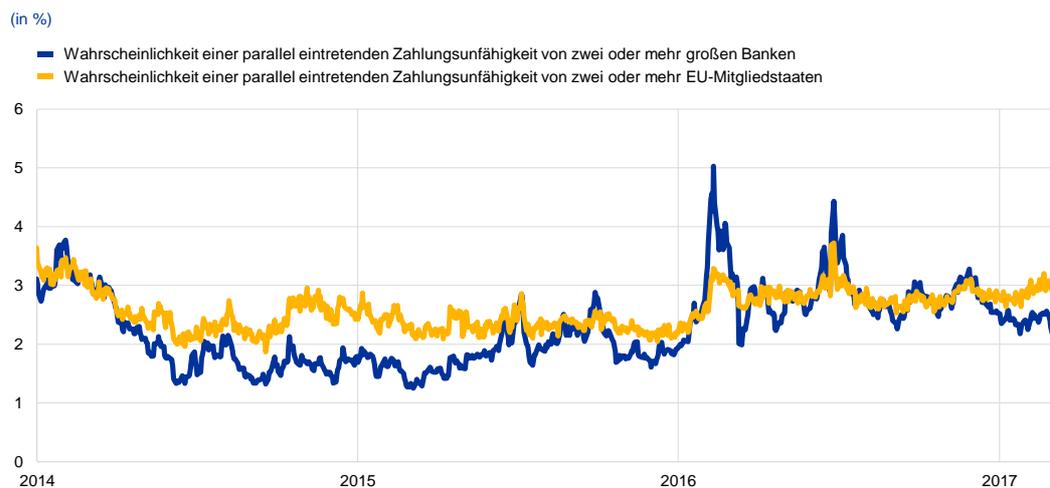
<sup>14</sup> Siehe ESRB, Vulnerabilities in the EU residential real estate sector, a. a. O.



großen und komplexen Bankengruppen von rund 2 % auf 5 % an (siehe Abbildung 9). Außerdem sanken die Kurse für von Banken in der EU begebene nachrangige Schuldtitel und Anteilspapiere deutlich und auch stärker als die von anderen Finanzinstituten begebenen Instrumente. Diese Kursverluste spiegelten Sorgen im Hinblick auf die Qualität der Aktiva und Herausforderungen für eine nachhaltige Ertragsentwicklung der EU-Banken auf mittlere Sicht wider.

Abbildung 9

### Zunehmende Besorgnis Anfang und Mitte 2016 im Hinblick auf den EU-Bankensektor



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten zur verwendeten Schätzmethode für die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls finden sich im Risk Dashboard des ESRB (Anhang 1). Eine Einschränkung der Methodik ergibt sich daraus, dass sie auf Marktkursen basiert, die zuweilen verzerrt sein können. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 7. März 2017.

### Europäische Banken sahen sich weiterhin folgenden Herausforderungen gegenüber:

**a) geringe Ertragskraft in einem von niedrigem Nominalwachstum und Niedrigzinsen geprägten Umfeld, b) strukturelle Probleme und c) hoher Bestand an notleidenden Aktiva in einigen Ländern.** Die anhaltend geringe Ertragskraft der Banken in der EU (siehe Abbildung 11) stellte die Tragfähigkeit der Institute infrage, deren Geschäftsmodelle sich möglicherweise nicht an das neue, durch Niedrigzinsen, stärkeren Wettbewerb und das Aufkommen von FinTechs geprägte Geschäftsumfeld anpassen lassen. Zweitens ist zu erwähnen, dass die schlechte Ertragslage bis zu einem gewissen Grad auch auf eher strukturelle Faktoren wie etwa Überkapazitäten, für die es Anzeichen in manchen EU-Bankensystemen gibt, oder auf eine hohe Aufwand-Ertrags-Quote, die unter anderem durch einen starken Wettbewerb bedingt sein könnte (siehe Abbildung 12), zurückzuführen war.<sup>15</sup> Drittens bestand weiterhin das dringliche Problem, dass einige Bankensysteme in der EU ihre aus notleidenden Krediten bestehenden Altlasten aus der Krise abbauen mussten (siehe Abbildung 10), um die Bilanzen der Banken zu stärken und die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors gegenüber negativen Schocks zu erhöhen.

**In Bezug auf die Qualität der Aktiva lässt sich feststellen, dass der gesamte Bestand an notleidenden Krediten in mehreren EU-Mitgliedstaaten noch immer erhöht war.** Die Quote

<sup>15</sup> Siehe beispielsweise ESRB, Is Europe overbanked?, Bericht des ASC, Nr. 4, Juni 2014.

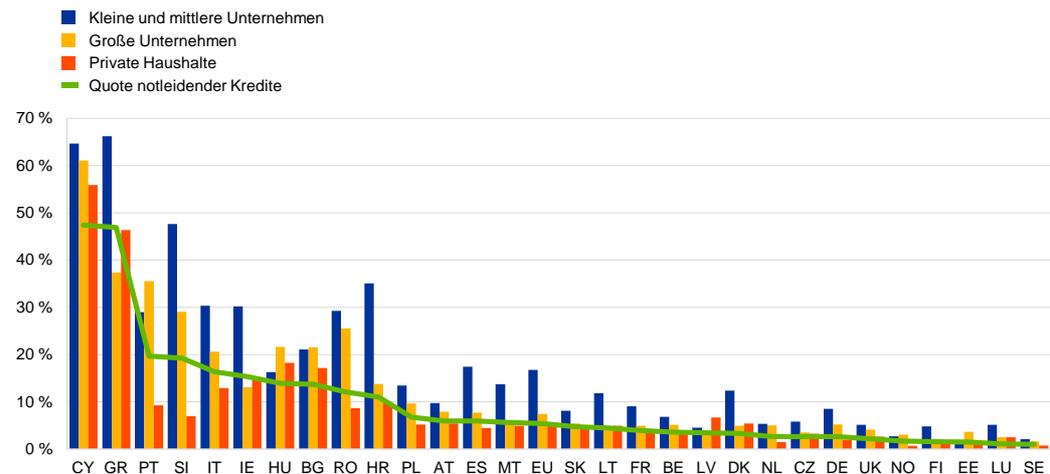


notleidender Kredite fiel in den EU-Ländern sehr unterschiedlich aus und reichte von 1 % bis zu fast 50 %, wobei sie in über einem Drittel der EU-Länder bei mehr als 10 % lag (siehe Abbildung 10). Besonders hoch war der Bestand an notleidenden Krediten nach wie vor bei Krediten an kleine und mittlere Unternehmen. Hier fiel er deutlich höher aus als bei Krediten an große Unternehmen und private Haushalte.

Abbildung 10

### Aggregierte Quote notleidender Kredite bei mehr als 10 Prozentpunkten in zehn EU-Ländern

(Anteil notleidender Kredite an Krediten insgesamt)



Quelle: EBA.

Anmerkung: Die Länderaggregate basieren auf einer Stichprobe von Banken durch die EBA. Die Angaben beziehen sich auf Juni 2016.

### Infolge dieser Risiken sanken die Marktbewertungen der europäischen Banken auf historische Tiefstände

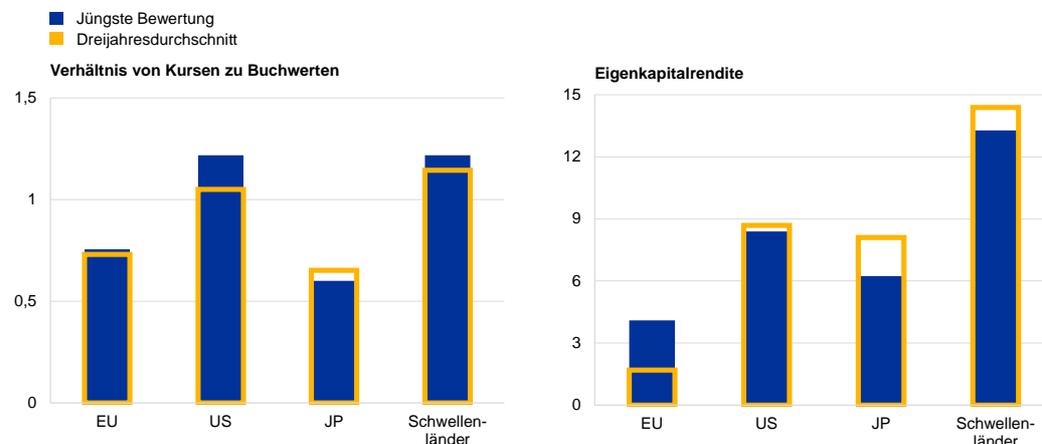
(siehe Abbildung 11). Diese Entwicklung setzte sich nach der Veröffentlichung der Stresstestergebnisse durch die EBA Ende Juli 2016 vielfach fort. Insgesamt wirkten sich mehrere Faktoren auf das Vertrauen der Anleger in die Banken aus, wie etwa eine geringe Ertragskraft und Sorgen hinsichtlich der Qualität der Aktiva, Auswirkungen der anstehenden Regulierungsvorgaben, strukturelle Veränderungen und wiederholtes Fehlverhalten. Nicht nur in der Marktbewertung, sondern auch in der ungewöhnlich schwachen Nachfrage nach Anteilspapieren und Schuldverschreibungen der Banken wie etwa Pflichtwandelanleihen (Contingent Convertibles, kurz: CoCos) kam das fehlende Vertrauen der Anleger zum Ausdruck.



Abbildung 11

**Bewertungen der EU-Banken angesichts geringer Eigenkapitalrendite weiterhin niedrig**

(Verhältnisse (linke Grafik); in % (rechte Grafik))



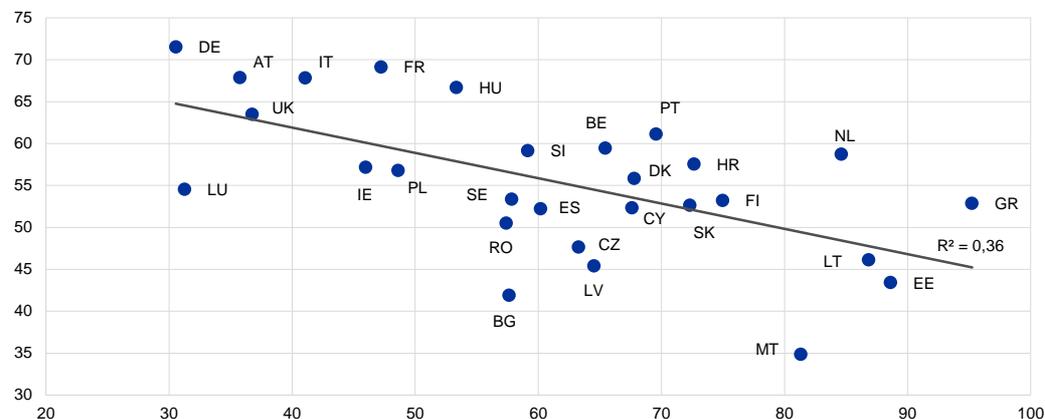
Quellen: Bloomberg und ESRB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Kurs-Buchwert-Verhältnisse folgender Bankenindizes: Euro STOXX Banks, S&P 500 Banks, TOPIX Banks und MSCI Emerging Markets Banks. Internationale Vergleiche der Kurs-Buchwert-Verhältnisse müssen die verschiedenen Rechnungslegungsstandards der einzelnen Länder und ihre Auswirkungen auf den Nenner des Quotienten berücksichtigen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. März 2017.

Abbildung 12

**Hohe Korrelation zwischen Aufwand-Ertrags-Quote und Marktkonzentration in den EU-Ländern**

(x-Achse: Anteil der landesweit fünf größten Kreditinstitute an der Gesamtsumme der Aktiva; y-Achse: in %, Aufwand-Ertrags-Quote)



Quellen: Strukturelle statistische Indikatoren im Bankwesen (EZB) und konsolidierte Bankendaten (EZB). Die Angaben zur Aufwand-Ertrags-Quote beziehen sich auf das dritte Quartal 2016 bzw. für Kroatien auf das vierte Quartal 2015. Die Anteile der landesweit fünf größten Kreditinstitute an der Gesamtsumme der Aktiva (CR5) beziehen sich auf das Jahr 2015.

Anmerkung: Die Marktkonzentration basiert auf nicht konsolidierten Daten, während die Aufwand-Ertrags-Quoten auf konsolidierten Angaben beruhen, die ausländische Tochterunternehmen mit einbeziehen. Die Marktkonzentration kann abweichen, wenn sie auf konsolidierter Ebene (wie im Fall der Aufwand-Ertrags-Quoten) gemessen wird, was sich somit auch auf die in der Abbildung dargestellte Korrelation auswirken könnte. Im Fall von Frankreich wäre die Position in der Abbildung eine andere, wenn beide Indikatoren auf der gleichen Konsolidierungsebene gemessen würden: Bei der Verwendung konsolidierter Daten lässt sich beobachten, dass das französische Bankensystem gemessen am Anteil der fünf größten Banken eine recht hohe Konzentration aufweist, da der Marktanteil der fünf größten Bankengruppen nahezu 80 % und nicht wie bei Zugrundelegung nicht konsolidierter Daten in der Abbildung weniger als 50 % beträgt. Die Aufwand-Ertrags-Quote entspricht den betrieblichen Aufwendungen insgesamt dividiert durch die operativen Erträge insgesamt. Die zugrunde liegenden Daten zur Ertragskraft sind nicht auf Jahresrate hochgerechnet.



**Wengleich sich die Markteinschätzung mit Blick auf die EU-Banken gegen Ende des Berichtszeitraums verbesserte, sah sich der Bankensektor in der EU weiterhin zyklischen und strukturellen Herausforderungen gegenüber.** Im Einklang mit einer weltweiten Erholung der Vermögenspreise der Finanzinstitute hellte sich die Stimmungslage an den Märkten im Schlussquartal 2016 gegenüber den meisten europäischen Banken auf. Hauptursachen hierfür waren positivere Aussichten für das nominale Wachstum, die zu einer Versteilung der Zinsstrukturkurve und besseren Ertragsaussichten für die Banken führten. Allerdings blieben für die EU-Banken Herausforderungen in Form einer geringen Profitabilität und einer schwachen Qualität der Aktiva sowie die bereits erwähnten strukturellen Probleme bestehen. Dies zeigte sich auch daran, dass Marktteilnehmer stärker zwischen Banken mit einem hohen Bestand an notleidenden Krediten und geringer Ertragskraft und Banken mit weniger notleidenden Krediten und höherer Ertragskraft unterschieden (siehe Abbildung 13). Zwar lässt sich die anhaltend schlechte Ertragslage der Banken mit einer Vielzahl von Faktoren erklären, doch bildet das Niedrigzinsumfeld, das im Fokus einer umfassenden Bewertung durch den ESRB stand, einen gemeinsamen Nenner (siehe Kasten 2).

Abbildung 13  
**Zunehmende Differenzierung zwischen Banken abhängig von ihrer Ertragslage und Aktivaqualität durch den Markt**

(Bankaktienkurse; Januar 2016 = 100)



Quellen: SNL Financial und ESRB-Berechnungen.

Anmerkung: Anhand einer Stichprobe von 33 Banken wurde entsprechend ihrer Quote notleidender Kredite und ihrer Eigenkapitalrendite Ende 2015 eine Rangfolge erstellt. Ein Gesamtwert für die Rangfolge wurde auf Basis der jeweiligen Position eines Instituts in einer Einstufung nach notleidenden Krediten (je größer die Relation, desto niedriger der Wert) und in einer Einstufung nach der Eigenkapitalrendite (je größer die Relation, desto höher der Wert) errechnet. Die zehn besten Banken sind diejenigen, die die höchsten Werte verzeichnen, während die zehn schlechtesten Banken diejenigen mit den niedrigsten Werten sind. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 6. Januar 2017.

**Die Rentabilität und Solvabilität von Lebensversicherern mit Zinsgarantien und Pensionseinrichtungen mit Leistungszusagen könnten in einem Umfeld, in dem über längere Zeit niedrige Zinsen vorherrschen, unter Druck geraten.**<sup>16</sup> Bei Pensionseinrichtungen

mit Leistungszusagen und Lebensversicherern weisen die Passiva oft eine längere Laufzeit auf als die Aktiva. Ein Szenario mit lang anhaltend niedrigen Zinssätzen würde es diesen Einrichtungen

<sup>16</sup> Siehe ESRB, Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system, a. a. O.



erschweren, ausreichend hohe Anlagerenditen zu erzielen, um die Garantiezinsen für langfristige Verbindlichkeiten decken zu können. Auf lange Sicht könnte dies die traditionellen garantiebasierten Geschäftsmodelle unrentabel werden lassen und zu Solvabilitätsproblemen führen. Der von der EIOPA im Jahr 2016 durchgeführte Stresstest für Versicherungsunternehmen hat für das adverse Szenario eines lang anhaltenden Niedrigzinsumfelds tatsächlich einige Anfälligkeiten offengelegt. Zudem zeigte die Evidenz aus dem ESRB-Bericht zu Fragen der makroprudenziellen Politik, die sich im Niedrigzinsumfeld ergeben, dass sich der Sektor der Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen bereits von Produkten mit Zinsgarantien in Richtung von Produkten ohne Garantien bewegte (fondsbasierte Geschäftsmodelle und Pensionssysteme mit Beitragszusagen). Dies mag für diese Sektoren zwar erstrebenswert sein, doch bedeutet es auch, dass sich der Finanzsektor aus der Bereitstellung längerfristiger Ertragsgarantien zurückzieht und Risiken in den Sektor der privaten Haushalte verlagert werden.

---

## Kasten 2

### **Risiken aufgrund niedriger Zinssätze und struktureller Veränderungen im Finanzsystem standen im Berichtszeitraum im Fokus der Analyse des ESRB**

**Im November 2016 veröffentlichte der ESRB einen umfassenden Bericht zu makroprudenziellen Fragestellungen, die sich aus dem Niedrigzinsumfeld und den anhaltenden Strukturveränderungen im Finanzsystem der EU ergeben.**<sup>17</sup> Der Bericht wurde vom Beratenden Wissenschaftlichen Ausschuss (Advisory Scientific Committee – ASC) und vom Beratenden Fachausschuss (Advisory Technical Committee – ATC) des ESRB in Zusammenarbeit mit dem Ausschuss für Finanzstabilität (Financial Stability Committee – FSC) der EZB erstellt. Darin wurden potenzielle makroprudenzielle Probleme analysiert, die sich zum einen aus der langen Phase niedriger Zinssätze und zum anderen aus strukturellen Veränderungen im Finanzsystem ergeben, und es wurde erörtert, welche Auswirkungen diese Entwicklungen langfristig auf die Finanzstabilität und die Realwirtschaft haben könnten. Der Bericht soll eine zukunftsorientierte Gesamtbetrachtung bieten, denn neben allen wichtigen Sektoren des Finanzsystems wurden auch sektorenübergreifende Ansteckungseffekte und -kanäle berücksichtigt.

**In dem Bericht des ESRB wurden drei wesentliche Entwicklungen identifiziert, die durch ein Umfeld lang anhaltend niedriger Zinssätze hervorgerufen werden und für die Finanzstabilität zur Herausforderung werden könnten:** 1) Herausforderungen für die Tragfähigkeit bestimmter Geschäftsmodelle, 2) eine breit angelegte Risikobereitschaft und 3) strukturelle Veränderungen in Richtung eines stärker marktbasierendes Finanzsystems. In seinem Bericht kam der ESRB zu dem Schluss, dass zwischen diesen Entwicklungen ein Zusammenhang bestehe und dass ihre Tragweite in den verschiedenen Finanzsektoren und EU-Mitgliedstaaten unterschiedlich sei. Gewisse Finanzstabilitätsrisiken in Verbindung mit der Tragfähigkeit der Geschäftsmodelle und der breit angelegten Risikobereitschaft (siehe Abschnitt 1 oben) bestünden bereits jetzt und sollten deshalb bei der Ergreifung politischer Maßnahmen vorrangig behandelt werden. Andere Risiken, etwa solche in Bezug auf strukturelle Veränderungen im Finanzsystem, seien eher noch im Entstehen begriffen oder hypothetischer Natur (siehe Abschnitt 4 weiter unten).

---

<sup>17</sup> Siehe ESRB, Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system, a. a. O.



**Der Bericht kam außerdem zu dem Ergebnis, dass die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors in der EU durch das Niedrigzinsumfeld geschwächt werde.** Auf längere Sicht könnten die niedrigen Zinssätze – aufgrund des von ihnen ausgehenden Abwärtsdrucks auf die Nettozinserträge – die Ertragslage der Banken negativ beeinflussen, und auch das geringe Kreditwachstum könnte sich nachteilig auf die Profitabilität der Banken auswirken. Banken, die ihre längerfristigen Erträge unter Druck und sich mit wachsender Konkurrenz aus dem Nichtbankensektor konfrontiert sähen, könnten in dem Bestreben, ihre Ertragslage zu verbessern, risikoreichere Aktivitäten verfolgen und ihre Kreditrichtlinien übermäßig lockern. In Kombination mit einer längeren Phase geringen Wachstums kann dies zu einer Verschlechterung der Aktivaqualität führen, wengleich die aufgrund der niedrigen Zinsen höhere Schuldendienstfähigkeit der Kreditnehmer einer solchen Verschlechterung teilweise entgegenwirken könnte.

**Zudem nannte der ESRB eine Reihe möglicher politischer Maßnahmen, durch die die Entstehung der im Bericht festgestellten Finanzstabilitätsrisiken eingedämmt oder abgewendet werden könnte.** Die Handlungsoptionen umfassen unter anderem die Überwachung der Kreditvergabestandards durch die makroprudenziellen Behörden, die Überprüfung der risikofreien Zinsstrukturkurve (diese wird von Versicherern zur Feststellung des Barwerts ihrer künftigen Verbindlichkeiten gemäß Solvency II verwendet) sowie die Entwicklung und Operationalisierung eines Rahmenwerks für die Sanierung und Abwicklung von Versicherungsunternehmen, die von einem Ausfall bedroht oder betroffen sind. Die in dem Bericht genannten Optionen verstehen sich nicht als Empfehlungen des ESRB im Sinne der ESRB-Verordnung, sondern vielmehr als Vorschläge zur weiteren Prüfung durch die jeweiligen Akteure. Überdies sollten die Optionen angesichts der wechselseitigen Abhängigkeiten zwischen den verschiedenen Risiken und der Notwendigkeit zur Reduzierung der Aufsichtsarbitrage aus einer ganzheitlichen und systemweiten Perspektive betrachtet werden.

---

### **3 Herausforderungen im Bereich der Schuldentragfähigkeit der Sektoren Staat, Unternehmen und private Haushalte**

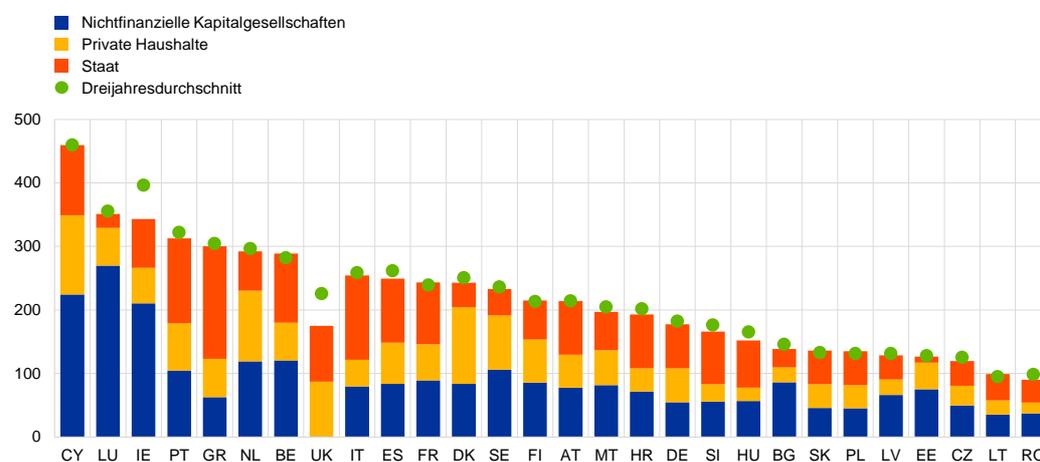
**In manchen EU-Ländern stellten die Herausforderungen in Bezug auf die Schuldentragfähigkeit von Staaten, Unternehmen und privaten Haushalten weiterhin ein potenzielles Risiko für die Finanzstabilität dar.** Abgesehen von einigen kurzen Volatilitätsschüben war die Lage an den Märkten für Staatsanleihen im Berichtszeitraum relativ ruhig. Dies spiegelte sich auch in den Renditen und Spreads von Staatsanleihen der meisten EU-Länder wider, die – verglichen mit dem auf dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise 2012 verzeichneten Niveau – eher niedrig waren. Allerdings erwiesen sich die insbesondere in einigen EU-Staaten anhaltend hohen Schuldenstände im Berichtszeitraum weiterhin als eine wesentliche Schwachstelle. Ein hoher Schuldenstand kann die Finanzstabilität gefährden, da er die Kreditnehmer in ihrer Fähigkeit beeinträchtigt, auf wirtschaftliche und finanzielle Schocks zu reagieren. Dieses Risiko kam auch in einem Anstieg der Kreditausfallswaps (Credit Default Swaps – CDS) für verschiedene EU-Länder zum Ausdruck. Insgesamt fand nur in wenigen Staaten ein umfangreicher Schuldenabbau auf aggregierter Ebene statt; so lag die aggregierte Schuldenquote im dritten Quartal 2016 in vielen EU-Ländern sehr nah am Dreijahresdurchschnitt (siehe Abbildung 14). Diese aggregierte Betrachtung verschleiert jedoch, dass die Entwicklung in den einzelnen Ländern sowie in den Sektoren innerhalb eines Landes unterschiedlich verlief, denn in einigen Ländern, beispielsweise in Irland, Portugal und Spanien, wurden durchaus Fortschritte beim Schuldenabbau erzielt (siehe Abbildung 14).



Abbildung 14

### Aggregierte Schuldenquote in den meisten EU-Ländern weiterhin in der Nähe des Dreijahresdurchschnitts

(in % des BIP)



Quellen: EZB und Europäische Kommission.

Anmerkung: Die Schuldenquoten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften basieren auf Daten zur konsolidierten Verschuldung. Für das Vereinigte Königreich liegen keine entsprechenden Daten vor. Die Daten für Zypern beinhalten auch die Verschuldung von Finanzierungszweckgesellschaften, die in Zypern nur eine untergeordnete wirtschaftliche Rolle spielen. Ihre Verschuldung belief sich auf 77,4 % des BIP. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 30. September 2016.

### Das schwache makroökonomische Umfeld und die gedämpften Wachstumsaussichten spielten bei den Bedenken in Bezug auf die Schuldentragfähigkeit der EU-Mitgliedstaaten eine wichtige Rolle.

Zwar setzte sich die wirtschaftliche Erholung in der EU im Berichtszeitraum fort, doch waren die tatsächlichen und erwarteten Wachstumsraten des realen BIP in den meisten Ländern nach wie vor niedrig. Für die EU insgesamt sowie für einige Mitgliedstaaten – insbesondere jene, in denen das Wachstum ohnehin bereits verhalten war – verschlechterte sich der Wachstumsausblick für 2016 und 2017 über weite Strecken des Jahres 2016 sogar leicht (siehe Abbildung 1). Da die Tragfähigkeit der Verschuldung eng mit der erwarteten künftigen Einkommensentwicklung zusammenhängt, gestaltete sich die zeitnahe Reduzierung des noch vorhandenen Schuldenüberhangs angesichts des schwachen Wachstumsumfelds weiterhin schwierig. Gegen Jahresende 2016 verbesserten sich das tatsächliche und das erwartete Wachstum geringfügig, was auch in den Aufwärtsrevisionen der Wachstumsschätzungen des IWF und der Europäischen Kommission für 2016 und 2017 für mehrere EU-Länder zum Ausdruck kam (siehe Abbildung 1).

### Aufgrund von Primärüberschüssen und niedrigen Zinsen nahmen die Bedenken bezüglich der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung im Berichtszeitraum ab, doch blieben in den anfälligsten EU-Mitgliedstaaten gewisse Risiken bestehen.

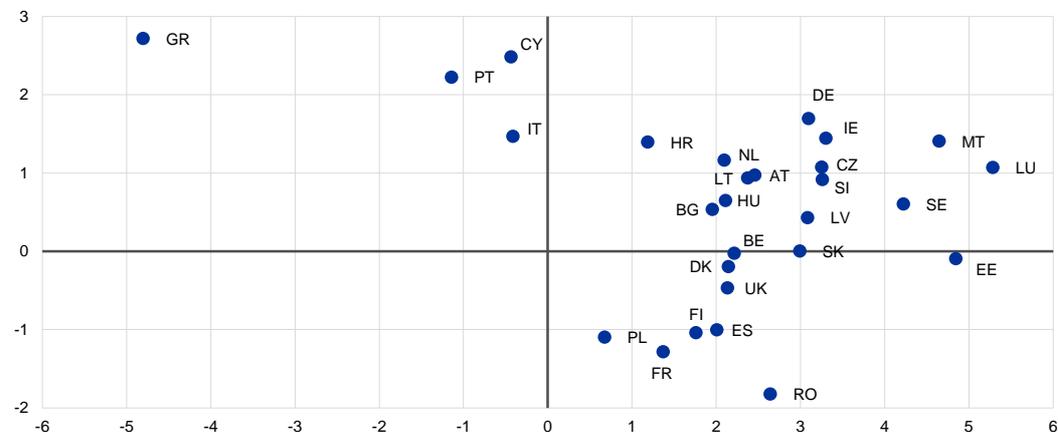
Die erwarteten Wachstumsraten des nominalen BIP waren zwar insgesamt gering, aber dennoch höher als die Langfristzinsen der meisten EU-Staaten im vergangenen Jahr (siehe Abbildung 15), sodass die Besorgnis in Bezug auf die Schuldentragfähigkeit an Dringlichkeit verlor. Darüber hinaus wurden für die meisten EU-Länder positive Primärsalden (öffentlicher Finanzierungssaldo ohne Zinsaufwendungen) für 2017 und 2018 prognostiziert (siehe Abbildung 15), wodurch sich die Bedenken weiter verringerten. Allerdings waren die Nominalzinsen höher als die prognostizierten BIP-Wachstumsraten, vor allem in den anfälligsten Ländern der EU, die die höchsten staatlichen Schuldenquoten aufwiesen (siehe Abbildung 14). Dies verdeutlichte potenzielle Schwachstellen für den Fall, dass die Zinsen in der EU ohne gleichzeitige Zunahme der Produktivität und der BIP-Wachstumsraten ansteigen.



Abbildung 15

### Günstige Primärsalden und Zins-Wachstums-Differenziale in den meisten EU-Ländern

(in %; x-Achse:  $\Delta$  Wachstum - Rendite; y-Achse: Primärsaldo)



Quellen: EZB und AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Auf der x-Achse ist die Differenz zwischen dem Wachstum des nominalen BIP (Prognose der Europäischen Kommission für 2016-2018) und der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen angegeben. Auf der y-Achse sind die Primärsalden gemessen am BIP (Prognose der Europäischen Kommission für 2016-2018) dargestellt. Die jüngsten Angaben zu den langfristigen Staatsanleiherenditen beziehen sich auf den 15. Februar 2017.

**Gegen Ende der Berichtsperiode war – teilweise aufgrund politischer Unsicherheit – eine erneute Zunahme der Langfristzinsen und der Renditeabstände von Staatsanleihen zu beobachten** (siehe Abbildung 16). Im Herbst 2016 begannen die langfristigen

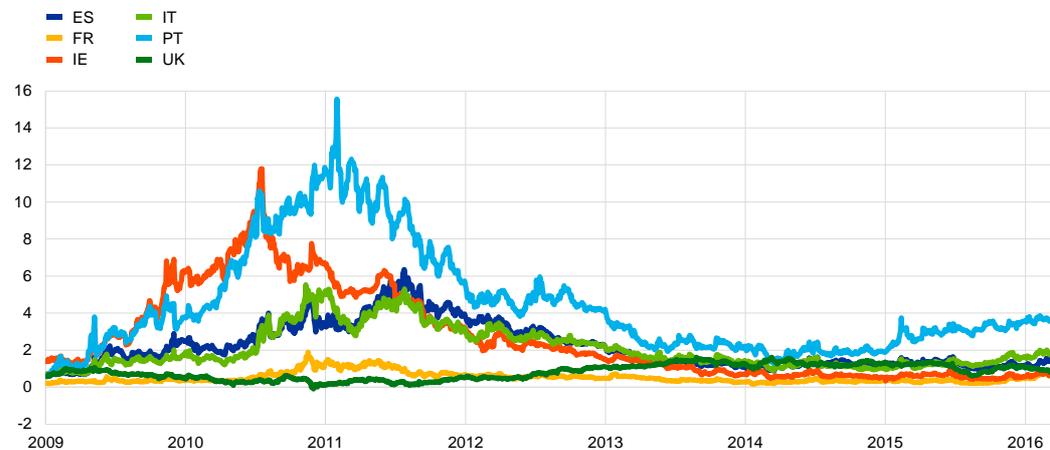
Staatsanleiherenditen in den EU-Ländern von einem niedrigen Niveau ausgehend zu steigen und zeichneten dabei die Renditeentwicklung in den Vereinigten Staaten nach (siehe Abschnitt 1 weiter oben). Gleichzeitig führten die genannten politischen Ereignisse und Unsicherheiten in einer Reihe von EU-Ländern zu einer Ausweitung der Renditeabstände von Staatsanleihen. Von September 2016 bis März 2017 stiegen die Renditen zehnjähriger Anleihen in der EU im Durchschnitt um rund 50 Basispunkte (siehe Abbildung 17).



Abbildung 16

**Staatsanleiherenditen in den EU-Ländern im Berichtszeitraum weiterhin niedrig**

(Renditen zehnjähriger Staatsanleihen; in %)

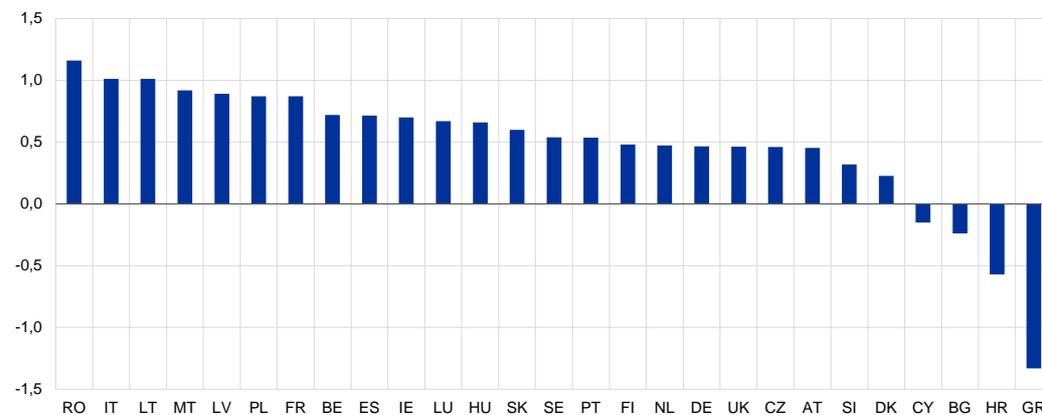


Quellen: EZB und ESRB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 30. März 2017.

Abbildung 17

**Starker Anstieg der Staatsanleiherenditen seit Herbst 2016**

(Veränderung der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen vom 29. September 2016 bis zum 6. März 2017; in Prozentpunkten)



Quellen: EZB und ESRB-Berechnungen.

**Die Verschuldung der privaten Haushalte war in einer Reihe von EU-Ländern weiterhin hoch** (siehe Abbildung 18). In mehr als einem Drittel der EU-Mitgliedstaaten belief sich die Verschuldung der privaten Haushalte im Jahr 2016 auf über 100 % des verfügbaren Einkommens. Eine hohe Verschuldung der Privathaushalte kann ein Risiko für die Finanzstabilität darstellen, da sie die Haushalte in ihrer Fähigkeit, wirtschaftliche und finanzielle Schocks abzufedern, beeinträchtigt.

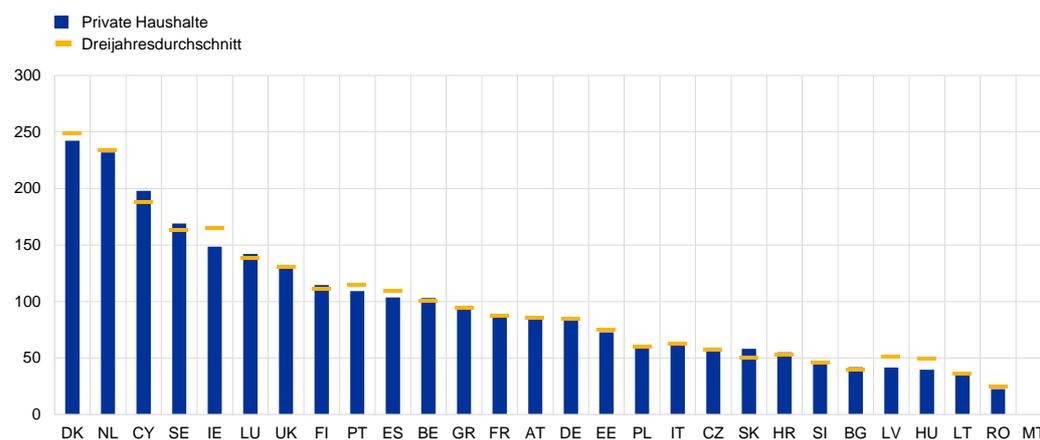


**Die hohe Verschuldung der privaten Haushalte wurde auch als wesentlicher Faktor für in einigen EU-Ländern bestehende Schwachstellen im Wohnimmobiliensektor identifiziert.**<sup>18</sup> In vielen Ländern, für die der ESRB mit Blick auf mittelfristig auftretende Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor eine Warnung ausgesprochen hatte (siehe Kapitel 2), hingen diese mit der Verschuldung der privaten Haushalte und deren Fähigkeit zur Rückzahlung von Wohnungsbaukrediten (siehe Abbildung 18) oder mit Bewertungen bzw. der Preisdynamik am Wohnimmobilienmarkt zusammen. Von Wohnimmobilienmärkten ausgehende Risiken können eng mit der Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte verbunden sein, da Wohnungsbaukredite und Wohneigentum in der Regel eine wesentliche Rolle in den Bilanzen der Privathaushalte spielen. Außerdem wird Wohneigentum häufig zur Besicherung von Krediten verwendet. Folglich können Schwachstellen am Wohnimmobilienmarkt und Bedenken im Hinblick auf die Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte schwerwiegende Folgen für die Bilanzen der Banken und für die Finanzstabilität haben (siehe Abschnitt 1 in Kapitel 2).

Abbildung 18

**Hohe Verschuldung der privaten Haushalte als wichtiger zugrunde liegender Faktor für Schwachstellen im Wohnimmobiliensektor einiger Länder**

(Verschuldung der privaten Haushalte in % des verfügbaren Einkommens)



Quellen: EZB und Europäische Kommission.

Anmerkung: Die Daten für Belgien und Kroatien beziehen sich auf das erste Quartal 2016. Die Daten für Bulgarien und Estland basieren auf jährlichen Zeitreihen nach dem ESVG 2010 für 2014. Die Daten für Zypern, Ungarn, Litauen, Lettland und die Slowakei basieren auf jährlichen Zeitreihen nach dem ESVG 2010 für 2015. Die Daten für Luxemburg basieren auf jährlichen Zeitreihen nach dem ESVG 95 für 2012. Für Malta stehen keine Daten zur Verfügung.

**Politische Extremrisiken, eine Neubewertung der weltweiten Risikoprämien und ein abrupter Anstieg der globalen risikolosen Zinssätze wurden als potenzielle Auslöser dafür erachtet, dass aus den verbleibenden Bedenken hinsichtlich der Schuldentragfähigkeit wieder dringlichere Finanzstabilitätsrisiken werden könnten.** Insbesondere das Eintreten des in Tabelle 1 aufgeführten ersten Risikos (Neubewertung der Risikoprämien an den internationalen Finanzmärkten) könnte erneut Bedenken bezüglich der Schuldentragfähigkeit schüren, so die Einschätzung. Sollten diese Risiken zum Tragen kommen, dann hätten die anhaltend hohen Risikopositionen einiger Bankensysteme der EU gegenüber ihren jeweiligen Zentralstaaten (siehe

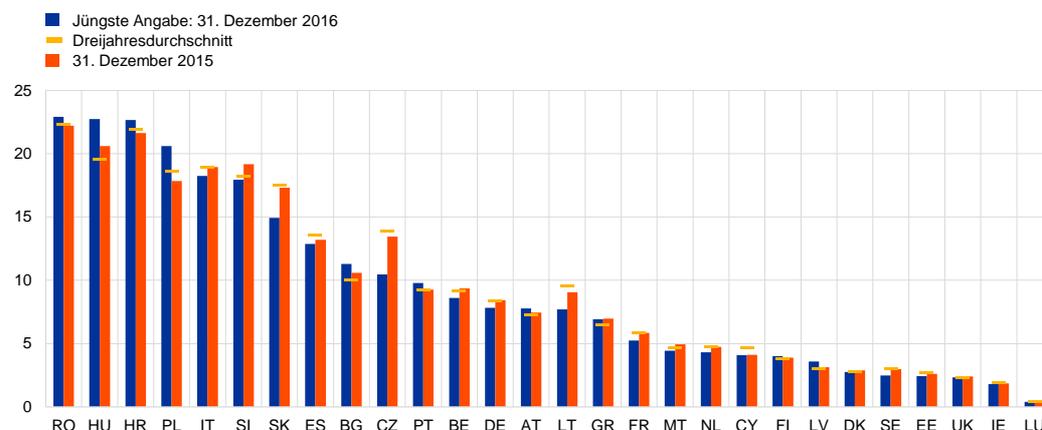
<sup>18</sup> Siehe ESRB, Vulnerabilities in the EU residential real estate sector, a. a. O.



Abbildung 19) das Potenzial, das Problem der Verflechtung von Banken und Staaten wieder zu verstärken. Außerdem halten Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ebenfalls beträchtliche Bestände an inländischen Anleihen. Der ESRB untersucht, ob die Schaffung von mit Staatsanleihen besicherten Wertpapieren eine durchführbare Option und aus der Perspektive der Finanzstabilität zielführend wäre, um eine Entflechtung von Staaten und Banken herbeizuführen, ohne die Staatsschulden der einzelnen EU-Mitgliedstaaten zu vergemeinschaften (siehe Kasten 3).

Abbildung 19  
**Risikopositionen einiger EU-Bankensysteme gegenüber den eigenen Zentralstaaten nach wie vor hoch**

(Anteil an den gesamten Aktiva; in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Kredite der MFIs (ohne ESZB) an inländische öffentliche Haushalte. Die Kredite umfassen ausgereichte Buchkredite und den Bestand an begebenen Schuldverschreibungen. Die Aktiva insgesamt verstehen sich ohne sonstige Aktivpositionen. Einige Länder, beispielsweise Italien und Frankreich, verfügen über staatliche Agenturen, die das Mandat haben, in erster Linie die öffentliche Verwaltung zu finanzieren; diese Agenturen zählen zu den MFIs.

### Kasten 3

#### Erstes Jahr der ESRB Working Paper Series: 33 Veröffentlichungen zu systemischen Risiken und makroprudenzieller Politik tragen dazu bei, die Arbeit des ESRB zu formen

Die ESRB Working Paper Series wurde im Jahr 2016 für die Veröffentlichung qualitativ hochwertiger Forschungsarbeiten zu systemischen Risiken und makroprudenzieller Politik ins Leben gerufen.<sup>19</sup> Die Reihe steht unter der Führung des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses. Sie zielt darauf ab, hochqualitative Forschungsaktivitäten über systemische Risiken zusammenzuführen, um einen Beitrag zu den makroprudenziellen Maßnahmen des ESRB zu leisten. Im ersten Jahr veröffentlichte der ESRB im Rahmen der Working Paper Series 33 Forschungspapiere. Wenngleich diese Arbeiten nicht zwangsläufig den offiziellen Standpunkt

<sup>19</sup> Die Einreichung von Forschungsarbeiten im Rahmen der Working Paper Series ist willkommen, sofern mindestens einer der Co-Autoren dem ESRB oder einer ESRB-Mitgliedsinstitution angehört oder das Papier auf einer Veranstaltung des ESRB vorgestellt wurde. Die Einreichung von Forschungsarbeiten (im PDF-Format) zur Prüfung ist unter [wpseries@esrb.europa.eu](mailto:wpseries@esrb.europa.eu) möglich.



des ESRB wiedergeben, beeinflussen sie dennoch dessen Politik, indem sie verschiedene Aspekte des systemischen Risikos, die Kalibrierung bestehender makroprudenzieller Instrumente und die Entwicklung neuer Werkzeuge beleuchten. Im ersten Working Paper mit dem Titel „Macro-financial stability under EMU“ beispielsweise untersuchte Philip R. Lane auf Länderebene das zyklische Verhalten von makrofinanziellen Variablen in der Wirtschafts- und Währungsunion und erarbeitete eine Reformagenda für die Politik zur Verbesserung der makrofinanziellen Stabilität.

**Viele der Arbeiten beschäftigen sich mit aktuellen politischen Überlegungen.** Working Paper Nr. 21 mit dem Titel „ESBies: Safety in the tranches“ untersucht ein neues Finanzinstrument, sogenannte European Safe Bonds (ESBies), die darauf abzielen, die Verflechtungen zwischen Länderrisiken und den Risiken der Banken durch Diversifikation und Tranchierung zu lockern. Später analysierte der ESRB in einer hochrangigen Arbeitsgruppe unter dem Vorsitz von Philip R. Lane, dem Präsidenten der Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, die Realisierbarkeit solcher Instrumente. Länderrisiken und die Verflechtungen zwischen den Risiken von Staaten und Banken waren auch Thema dreier weiterer Working Papers des ESRB: Zunächst ist hier das Working Paper Nr. 9 („Regime-dependent sovereign risk-pricing during the euro crisis“) zu nennen, in dem der Frage nachgegangen wird, inwieweit die Bepreisung von Länderrisiken regimeabhängig ist und Schwelleneffekten unterliegt. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass binnenwirtschaftliche Haushaltsdisziplin und Strukturreformen nicht ausreichen, um die Renditen zu senken, wenn die Rückkopplungseffekte zwischen Banken und Staaten nicht ebenfalls angegangen werden. Auch Working Paper Nr. 11 mit dem Titel „Bank exposures and sovereign stress transmission“ beschäftigt sich mit diesem Thema; darin werden Ursachen und Auswirkungen von Engagements von Banken in Staatsschuldtiteln während und nach der Staatsschuldenkrise analysiert. Die Verfasser gelangen zu dem Ergebnis, dass jene Banken, die sich nach kürzlich erfolgten Rettungsmaßnahmen in staatlicher Hand befanden und schlechter kapitalisiert waren als andere Institute, mit einer Aufstockung ihrer Bestände an heimischen Staatsanleihen auf die Staatsschuldenkrise reagierten, und zwar stärker als andere Banken. Schließlich ist das Forschungspapier von Ad van Riet („Addressing the safety trilemma: a safe sovereign asset for the Eurozone“, Working Paper Nr. 35) zu nennen, in dem der Autor die Einführung eines sicheren staatlichen Vermögenswerts für den Euroraum erörtert. Er beschreibt zwei Optionen, zum einen ein glaubwürdiges multipolares System sicherer nationaler staatlicher Anlagen und zum anderen einen gemeinsamen sicheren Staatsschuldtitel für das Eurogebiet und kommt zu dem Schluss, dass letztere Option die zielführendere wäre.

**Die Working Papers des ESRB beschäftigen sich zumeist zeitnah mit aktuellen Themen und gewähren so akademische Einblicke in die laufenden politischen Arbeiten.** In Working Paper Nr. 27 mit dem Titel „(Pro?)-cyclicality of collateral haircuts and systemic illiquidity“ untersuchen Florian Glaser und Sven Panz mit empirischen Methoden die Prozyklizität von Sicherheitenabschlägen. Anders als erwartet finden die Autoren in den Daten keine Belege dafür, dass die Abschläge mit zunehmender systemischer Illiquidität steigen. Somit scheinen sie keine Liquiditätsspiralen auszulösen. Die Ergebnisse der Studie trugen auch zu den laufenden Arbeiten des ESRB in Bezug auf die Prozyklizität von Einschusszahlungen und Risikoabschlägen bei.

**In den Working Papers wurden zudem neue Datensätze untersucht, die für die Analyse der Finanzstabilität relevant sind und dem ESRB zur Verfügung stehen.** In Working Paper Nr. 33 („How does risk flow in the credit default swap market?“) wird ein globaler, auf Transaktionsdaten basierender Datensatz zu Kreditausfallswaps untersucht. Die Autoren analysieren anhand dieses Datensatzes den CDS-Markt als Netzwerk für den Risikotransfer zwischen Geschäftspartnern. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass der Risikostrom von einer großen Zahl an Ultimate-Risk-Verkäufern (z. B. Hedgefonds) ausgeht und in einer kleinen Anzahl führender Ultimate-Risk-Käufer mündet, bei denen es sich zumeist um Nichtbanken (allen voran Anlageverwalter) handelt. Die



Analyse des CDS-Portfolios dieser Anlageverwalter lässt eine hohe Konzentration erkennen, die auf potenzielle systemische Anfälligkeiten hinweist. In Working Paper Nr. 15 („Credit default swap spreads and systemic financial risk“) werden ebenfalls Daten zum CDS-Markt herangezogen, um Einblicke in systemische Schwachstellen – insbesondere die Wahrscheinlichkeit, dass mehrere Banken gleichzeitig ausfallen – zu gewinnen.

**Die Forschungspapiere enthielten häufig neue methodische Ansätze zur Lösung von Problemen im Zusammenhang mit Finanzstabilität und systemischem Risiko.** In Working Paper Nr. 32 („Financial contagion with spillover effects: a multiplex network approach“) wird ein neuer Ansatz verwendet, der der wachsenden Fachliteratur zu finanziellen Netzwerken entstammt. Im Einzelnen nutzen die Autoren multiplexe Netzwerke (Multiplex Networks), eine spezielle Art von vielschichtigen Netzwerken (Multilayer Networks), in denen ein Knoten nicht mit einem anderen Knoten verbunden werden kann, wenn sich dieser in einer anderen Schicht befindet. Mithilfe der neuesten Methodik konzipieren die Verfasser ein ausführliches Modell der finanziellen Ansteckung, das sowohl direkte als auch indirekte Transmissionskanäle umfasst. Die Analyse ist besonders im Hinblick auf systemische Risiken von Bedeutung, da sie aufzeigt, wie eine positiv korrelierte Multiplexität die Widerstandsfähigkeit des Marktes erheblich untergraben kann. Mit einem ähnlichen Thema beschäftigen sich die Autoren von Working Paper Nr. 20 („Multiplex interbank networks and systemic importance – An application to European data“). Anhand von nach Laufzeiten und Instrumentenarten aufgeschlüsselten Daten zu Risikopositionen zwischen großen europäischen Banken charakterisieren sie die wesentlichen Merkmale multiplexer Strukturen im Netzwerk großer Banken in Europa. Dabei zeigen sie, dass das spezifische Niveau der Netzwerkkaggregation bei der Bestimmung von Verflechtungen und somit auch bei der Gestaltung der Politik eine Rolle spielt.

**Im ersten Jahr umfasste die Working Paper Series ein breites Spektrum an neuartigen, politisch relevanten Studien.** Diese trugen nicht nur zum allgemeinen Verständnis der systemischen Schwachstellen im Finanzsystem bei, sondern fließen auch in die laufenden Diskussionen über das systemische Risiko ein. Durch die Verwendung neuartiger Ansätze und neuer aufsichtlicher Datensätze hat die Working Paper Series das Potenzial, sowohl innerhalb des akademischen Dunstkreises als auch in den Forschungsabteilungen öffentlicher Institutionen künftig Ideen für zahlreiche Forschungsprojekte im Bereich des systemischen Risikos auf den Weg zu bringen.

---

#### 4 Vom Schattenbankensystem ausgehende Schocks und Ansteckungseffekte

**Strukturelle Veränderungen und eine lang anhaltende Phase niedriger Zinsen könnten zu Verschiebungen zugunsten eines stärker marktbasiereten Finanzsystems führen.**<sup>20</sup> Eine solche Entwicklung wäre begrüßenswert und stünde im Einklang mit der Initiative der Europäischen Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion. Allerdings könnte sie auch zur Entstehung neuer Finanzstabilitätsrisiken führen. Bieten Nichtbanken beispielsweise bankähnliche Aktivitäten an, so kann dies aus makroprudenzieller Perspektive zu Aufsichtsarbitrage und Herausforderungen

---

<sup>20</sup> Siehe ESRB, Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system, a. a. O.



im Hinblick auf die Überwachung und Beaufsichtigung führen, da für Institute mit vergleichbaren Tätigkeiten verschiedene Regelungen gelten. Das Schattenbankensystem in der EU hat in den letzten Jahren tatsächlich an Bedeutung gewonnen, und der ESRB entwickelt derzeit Analyserahmen und Instrumente zur Überwachung potenzieller systemischer Risiken in diesem Bereich (siehe Kasten 1).

**Das Schattenbankensystem in der EU wuchs im Jahr 2016 weiter, wenngleich deutlich langsamer als in den Jahren zuvor.**

Die Gesamtkтива des breit abgegrenzten Schattenbankensystems in der EU (d. h. Investmentfonds<sup>21</sup> und sonstige Finanzinstitute (SFIs)) beliefen sich im vierten Quartal 2016 auf 40 Billionen € (siehe Abbildung 20). Das entspricht etwa 38 % der gesamten Aktiva des Finanzsektors der EU in diesem Zeitraum. Gemäß dieser breiten Abgrenzung wuchs das Schattenbankensystem von 2012 bis 2016 um 30 %. In Bezug auf die Größe des Schattenbankensystems – sowohl in absoluter Rechnung als auch in Relation zur Größe des jeweiligen nationalen Bankensektors – gab es jedoch erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen EU-Staaten.

**Der Gesamtumfang großvolumiger Finanzierungen durch Schattenbankeneinheiten ging im Jahr 2016 weiter zurück, wenn auch langsamer als in den Vorjahren.**

Dieses Maß der großvolumigen Finanzierung durch Schattenbankeneinheiten umfasst Schuldverschreibungen der MFIs im Bestand von Investmentfonds und Geldmarktfonds sowie die gesamten Aktiva der Verbriefungszweckgesellschaften.<sup>22</sup> Die von diesen Einheiten bereitgestellten Finanzierungsmittel gingen 2016 um 0,6 % zurück, nachdem die Messgröße in den Jahren von 2012 bis 2015 mit einer jährlichen Änderungsrate von durchschnittlich -4,1 % gesunken war. Hinter diesem allgemeinen Rückgang verbergen sich heterogene Entwicklungen bei den Unterkomponenten. Der Bestand an von Geldmarktfonds gehaltenen MFI-Schuldverschreibungen nahm 2016 um 5,6 % zu, während die Investmentfonds ihre Bestände an MFI-Schuldtiteln weiter verringerten und die Gesamtktiva der Verbriefungszweckgesellschaften erneut sanken.

---

<sup>21</sup> Einschließlich Geldmarktfonds.

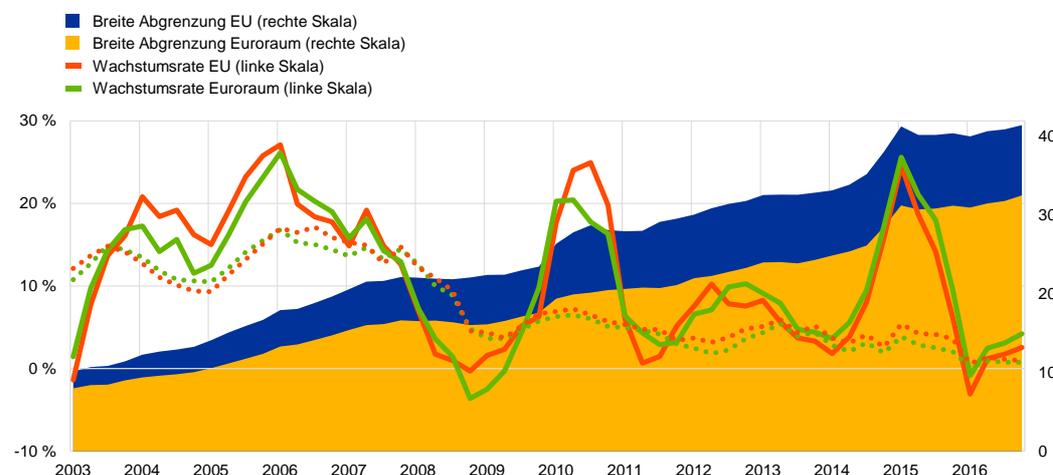
<sup>22</sup> Die verfügbaren Daten ermöglichen lediglich eine Schätzung dieser Messgröße für die im Euroraum (statt in der gesamten EU) ansässigen Einheiten.



Abbildung 20

## Breite Abgrenzung des Schattenbankensystems (Investmentfonds und SFIs) in der EU und im Euroraum

(in Billionen € Jahreswachstumsraten)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die auf Bestandsveränderungen basierenden Jahreswachstumsraten sind mit durchgezogenen Linien gekennzeichnet. Die auf Basis von Transaktionen (ohne den Einfluss von Neubewertungen, Wechselkursänderungen und statistischen Neuklassifizierungen) berechneten Jahreswachstumsraten sind durch die gepunkteten Linien dargestellt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016.

### Der ESRB weitete seine Kapazitäten zur Überwachung von Risiken im

### Schattenbankensystem aus, da von diesem Bereich des Nichtbankenfinanzsektors ein unmittelbares systemisches Risiko ausgehen könnte.<sup>23</sup>

Zu diesem Zweck hat der ESRB die erste Ausgabe des EU Shadow Banking Monitor veröffentlicht. Unterdessen waren umfangreiche Arbeiten zur Weiterentwicklung des Überwachungsrahmens als Vorbereitung für die Veröffentlichung der zweiten Ausgabe im Gange. Im ersten EU Shadow Banking Monitor wurde eine Reihe von Problemen genannt, die systemische Risiken hervorrufen bzw. diese verstärken können. Risiken im Zusammenhang mit Schattenbankenaktivitäten, die aus systemischer Sicht von Bedeutung sind, sind beispielsweise finanzielle Hebeleffekte (financial leverage), die sich vor allem bei Hedgefonds, aber auch bei Immobilienfonds ergeben. Fristen- und Liquiditätstransformation stellen insbesondere bei manchen Rentenfonds relevante Risiken dar, während zwischen Geldmarktfonds und dem Bankensystem ausgeprägte systemische Verflechtungen existieren können. Außerdem setzen Einheiten wie Verbriefungszweckgesellschaften, Wertpapier- und Derivatehändler sowie Hedgefonds die Fristen- und Liquiditätstransformation sowie Hebeleffekte häufig in erheblichem Maße ein.

### Der ESRB setzte seine Untersuchungen der sektoren- und grenzübergreifenden

### Verbindungen, insbesondere der Verflechtungen des Schattenbankensystems mit anderen Teilen des Finanzsystems, fort.

Er veröffentlichte im Berichtszeitraum die Ergebnisse seiner Analyse zu den Forderungen von Banken in der EU gegenüber Schattenbankeneinheiten, die in

<sup>23</sup> Siehe EU Shadow Banking Monitor, a. a. O., sowie L. Grillet-Aubert, J.-B. Haquin, C. Jackson, N. Killeen und C. Weistroffer, a. a. O.



Zusammenarbeit mit der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) durchgeführt wurde.<sup>24</sup> Die Analyse stellte die globale und grenzüberschreitende Natur der bestehenden Verflechtungen heraus, da etwa 60 % der Gesamtforderungen der Banken in der EU auf Schattenbankeneinheiten entfallen, die nicht in der EU ansässig sind. Außerdem kam man zu dem Ergebnis, dass die Forderungen sich auf gewisse Gegenparteien konzentrieren: Rund 65 % der Forderungen bestehen gegenüber Verbriefungszweckgesellschaften, Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) und sogenannten Finanzierungsgesellschaften (Finance Companies). Allgemein sind weiterhin Arbeiten zum Themenbereich der Verflechtungen in Form von zahlreichen Initiativen auf ESRB-Ebene im Gange.

**Der ESRB trug außerdem zur laufenden Debatte über die Marktliquiditätsbedingungen bei, indem er neue empirische Evidenz zur Bereitstellung von Liquiditätsleistungen durch Marktpfleger (Market Makers) vorlegte.**<sup>25</sup>

Im weitesten Sinne bezieht sich der Begriff der Marktliquidität auf die Möglichkeit, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, ohne dass sich dies übermäßig in den Preisen niederschlägt. Liquide Märkte erleichtern die Finanzierung von Investitionen in der Realwirtschaft und dürften das Wirtschaftswachstum fördern. Es wurden auf breiter Front dahingehend Bedenken von Marktteilnehmern und einer Reihe von internationalen Organen geäußert, dass ein nennenswerter Rückgang der Marktliquidität zur Beeinträchtigung einiger Märkte für festverzinsliche Wertpapiere führen könnte, wodurch wiederum die Finanzstabilität gefährdet werden könnte.<sup>26</sup> Überdies bestand die Sorge, dass ein Zusammenspiel aus verminderter Marktliquidität und einer Liquiditätsinkongruenz bei Investmentfonds möglicherweise sowohl das Ausmaß als auch die Auswirkungen von notverkaufsfähnlichem Verhalten auf die Marktliquidität verschärft, wenn Investmentfonds versuchen, in Zeiten großer Anspannung Rücknahmeforderungen zu erfüllen.<sup>27</sup> Ob diese Bedenken begründet waren, blieb allerdings hauptsächlich aufgrund mangelnder Daten unklar. Vor diesem Hintergrund erhob der ESRB Daten zu den größten Marktpflegern in Europa.<sup>28</sup>

**Die vom ESRB erhobenen Daten zeigten unterschiedliche Ergebnisse für die Entwicklung der Marktliquidität, je nachdem, welcher Vermögensmarkt betrachtet und welcher Marktliquiditätsindikator verwendet wurde.**

An den Märkten für Unternehmensanleihen war sowohl bei den Brutto- als auch bei den Nettobeständen ein Abwärtstrend zu beobachten – ein möglicher Hinweis darauf, dass die Fähigkeit oder Bereitschaft der Marktpfleger, an diesen Märkten als Intermediäre aufzutreten, abgenommen hat (siehe Abbildung 21). Allerdings waren die Trends für die Bestände der Market Makers in anderen Anlageklassen durchwachsender, und das Handelsvolumen blieb über alle Anlageformen hinweg relativ konstant. Der mittlere Handelsumfang ging in allen Anlageklassen zurück; dies lässt auf möglicherweise sinkende Liquidität und ein verändertes Marktverhalten schließen.

<sup>24</sup> Siehe J. Abad, M. D'Errico, N. Killeen, V. Luz, T. Peltonen, R. Portes und T. Urbano, Mapping the interconnectedness between EU banks and shadow banking entities, Working Paper Series des ESRB, Nr. 40, März 2017.

<sup>25</sup> Siehe ESRB, Market liquidity and market-making, Oktober 2016.

<sup>26</sup> Siehe unter anderem IWF, Global Financial Stability Report, Oktober 2015; BIZ, Fixed income market liquidity, Januar 2016; EBA, EIOPA und ESMA, Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System, Frühjahr 2016, sowie PricewaterhouseCoopers, Global Financial Market Liquidity Study, August 2015.

<sup>27</sup> Siehe unter anderem EZB, Financial Stability Review, Mai 2016; ESRB, Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system, November 2016; Finanzstabilitätsrat, Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities, Januar 2017.

<sup>28</sup> Die Marktpflege spielt auf gut funktionierenden Märkten eine wichtige Rolle. Ein Hauptelement von Marktliquidität an den Anleihemärkten (und insbesondere an den Märkten für Unternehmensanleihen) ist die Fähigkeit der Market Makers, vorübergehende Auftragsungleichgewichte durch die kurzzeitige Aufnahme von Risiken (Warehousing) abzufedern.



**Der ESRB setzte die Analyse des EU-weiten Datensatzes zu Derivategeschäften, der aus der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR) hervorgeht, fort, um das Verständnis von systemischen Risiken an den Derivatemarkten zu verbessern.**<sup>29</sup> Die Undurchsichtigkeit von außerbörslichen Derivatemarkten (OTC-Märkten) war ein wesentlicher Faktor für die Finanzkrise der Jahre 2007 und 2008. Durch die EMIR-Verordnung wurde die im Jahr 2009 von den G 20 eingegangene Verpflichtung zur Erhöhung der Transparenz der außerbörslichen Derivatemarkte gesetzlich verankert, indem verfügt wurde, dass Kontrakte an Transaktionsregister zu melden und diese Informationen den Behörden zugänglich zu machen sind. Der ESRB führte eine ausführliche Analyse einer Momentaufnahme (mit Stand vom 2. November 2015) der drei größten Segmente des OTC-Marktes durch, nämlich der Segmente für Zins-, Kredit- und Devisenderivate.

Abbildung 21

### Europäische Unternehmensanleihen im Bestand der Marktpfleger



Quelle: Datenerhebung des ESRB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2015.

### Die Analyse ergab eine Reihe gemeinsamer Merkmale der drei größten Segmente des Marktes für OTC-Derivate.

Erstens wiesen diese Märkte in Bezug auf die ausstehenden Nominalwerte eine erhebliche Größe auf. Zweitens konzentrierten sie sich alle stark auf eine begrenzte Zahl an großen Intermediären (und auf eine kleine Anzahl an Referenzeinheiten für CDS-Märkte). Drittens spiegelten diese Märkte wesentliche regulatorische Veränderungen wider, die darauf abzielten, das Kontrahentenausfallrisiko zu verwalten und zu begrenzen, beispielsweise die Einführung eines verbindlichen zentralen Clearings und die Portfoliokomprimierung. Der Markt für Zinsswaps etwa ging zu großen Teilen zu einem zentralen Clearing über und war nicht länger ein bilateraler Markt. Die detaillierten Mikrodaten verdeutlichten außerdem, dass die Positionen der Banken in Zinsderivaten an Wert zunehmen, wenn die Zinsen steigen, wohingegen der Wert der Positionen von Versicherern und Pensionseinrichtungen sinkt. Dies könnte darauf hindeuten, dass

<sup>29</sup> Siehe J. Abad, I. Aldasoro, C. Aymanns, M. D'Errico, L. Fache Rousová, P. Hoffmann, S. Langfield, M. Neychev und T. Roukny, Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset, Occasional Paper Series des ESRB, Nr. 11, September 2016.



Banken diese Derivate zu Hedging-Zwecken verwenden, da sie kurzfristige Verbindlichkeiten in langfristige umwandeln.

**Der wachsenden Bedeutung des Nichtbankenfinanzsystems in der EU wurde auch in verschiedenen ESRB-Initiativen zur Weiterentwicklung des makroprudenziellen Rahmenwerks über den Bankensektor hinaus Rechnung getragen.** Einzelheiten zu diesen maßnahmenbezogenen Initiativen des ESRB im Zusammenhang mit dem Nichtbankenfinanzsystem finden sich in Abschnitt 2.3 von Kapitel 2.



## Kapitel 2 – Maßnahmen zur Abwendung systemischer Risiken

**In diesem Kapitel wird die Arbeit des ESRB im Bereich der makroprudenziellen Politik erörtert.** Abschnitt 1 gibt einen Überblick über die im Jahr 2016 vom ESRB ausgesprochenen Warnungen und Empfehlungen, und in Abschnitt 2 wird erläutert, welche Beiträge der ESRB zum politischen Rahmen für den Bankensektor und darüber hinaus geleistet hat. Abschließend liefert Abschnitt 3 eine allgemeine Übersicht über die im Berichtsjahr verabschiedeten Maßnahmen.

### 1 Warnungen und Empfehlungen des ESRB

**Der folgende Abschnitt enthält einen Überblick über die 2016 vom ESRB ausgesprochenen Warnungen und Empfehlungen.** Während Abschnitt 1.1 die Warnungen und Empfehlungen des ESRB für den Immobiliensektor zusammenfasst, wird in Abschnitt 1.2 die Anwendung des Reziprozitätsrahmens im Verlauf des Berichtsjahrs dargestellt.

#### 1.1 Vom Immobiliensektor ausgehende systemische Risiken

**Die Bewertung von Schwachstellen im Finanzsystem der EU gehört zu den zentralen Aufgaben des ESRB.** Der ESRB ist für die Makroaufsicht über das Finanzsystem in der Europäischen Union (EU) zuständig, um einen Beitrag zur Abwendung oder Eindämmung systemischer Risiken zu leisten.<sup>30</sup> Zudem darf er vertrauliche oder öffentliche Warnungen aussprechen, wenn erhebliche Systemrisiken festgestellt werden und auf diese aufmerksam gemacht werden muss. Gemäß dieser Zielsetzung analysiert der ESRB die mit dem Wohnimmobiliensektor zusammenhängenden Anfälligkeiten in den Mitgliedstaaten der EU. Aufgrund der Bedeutung dieses Sektors für die finanzielle und makroökonomische Stabilität zählt die Analyse hier vorhandener potenzieller Schwachstellen zu den Hauptaufgaben der makroprudenziellen Behörden. Um dem Entstehen von Anfälligkeiten entgegenzuwirken, ist es besonders wichtig, dass die Analyse einem zukunftsgerichteten Ansatz folgt.

**Anhand des Modells der drei Risikofelder wurde eine umfassende Analyse durchgeführt.** Auf Grundlage früherer Arbeiten des ESRB<sup>31</sup> wurden Anfälligkeiten identifiziert und den drei Risikofeldern „Sicherheiten“, „private Haushalte“ und „Bankensystem“ zugeordnet. Das Risikofeld „Sicherheiten“ bezieht sich auf das Preisniveau und die Preisdynamik am Wohnimmobilienmarkt, das Risikofeld „private Haushalte“ auf die Auswirkungen der Hypothekenschulden privater Haushalte auf ihre Schuldendienstfähigkeit und ihr (Konsum-)Verhalten und das Risikofeld „Bankensystem“ auf die potenziellen Folgen der Entwicklungen am Wohnimmobilienmarkt für die Kreditgeber.

<sup>30</sup> Siehe **Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken**, ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 1.

<sup>31</sup> Hierzu zählen: ESRB, **Report on residential real estate and financial stability in the EU**, Dezember 2015, **Empfehlung ESRB/2013/1 zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen** und ESRB, **The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector**, 2014.



**Die Analyse umfasste sowohl eine Querschnitts- als auch eine länderspezifische Betrachtung.**

In einem ersten Schritt wurde anhand eines indikatorenbasierten länderübergreifenden Rahmens, der gemeinsam von ESRB und EZB entwickelt wurde und unterschiedliche Risikokennzahlen enthielt, eine Auswahl an genauer zu analysierenden Schwerpunktländern erstellt; in den so identifizierten elf Ländern wurden derart erhöhte Anfälligkeiten beobachtet, dass eine vertiefende systemische Betrachtung angezeigt war. Als Nächstes wurden die Schwerpunktländer einer länderspezifischen Analyse unterzogen, welche die strukturellen und institutionellen Merkmale des betreffenden Mitgliedstaats sowie die gegebenenfalls ergriffenen Politikmaßnahmen berücksichtigte.

**Auf Grundlage dieser Beurteilung der mittelfristigen Schwachstellen im Wohnimmobiliensektor beschloss der ESRB, für acht Länder öffentliche Warnungen auszusprechen.**<sup>32</sup>

Es waren die ersten öffentlichen Warnungen des ESRB seit seiner Einrichtung. Sie wurden den zuständigen Ministern der acht Mitgliedstaaten – Belgien, Dänemark, Finnland, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Schweden und Vereinigtes Königreich – übermittelt. Kapitel 1 enthält einen Kurzüberblick der festgestellten Anfälligkeiten. Nähere Einzelheiten zur Analyse und verwendeten Methode finden sich in dem zusammen mit den Warnungen veröffentlichten Bericht des ESRB vom 28. November 2016<sup>33</sup>. Der ESRB wird auch künftig sein Mandat der Makroaufsicht über das Finanzsystem in der EU ausüben und hierzu die Finanzstabilität gefährdende Schwachstellen in den Immobiliensektoren aller Mitgliedstaaten aufzeigen.

**Ferner konstatierte der ESRB neben den erwähnten Anfälligkeiten erhebliche Lücken in den für die Analyse zur Verfügung stehenden Daten zum Immobiliensektor.**

Bereits in früheren Arbeiten über den Gewerbe- und Wohnimmobiliensektor und die Finanzstabilität in der EU hatte der ESRB beträchtliche Datenlücken auf diesem Gebiet festgestellt. Dies wurde durch die im Zusammenhang mit den Warnungen durchgeführten Analysen erneut bestätigt. Datenmängel können die Überwachung der Finanzstabilität und die Ausübung der makroprudenziellen Politik behindern und müssen deshalb behoben werden.

**Daher verabschiedete der ESRB auch eine Empfehlung zur Schließung solcher Datenlücken.**<sup>34</sup>

Die Empfehlung soll einen stärker harmonisierten Rahmen für die Überwachung der Entwicklungen an den Immobilienmärkten der EU schaffen. Sie wurde am 31. Oktober 2016 verabschiedet und enthält einen Katalog von einheitlichen Indikatoren, einschließlich entsprechender Arbeitsdefinitionen, die von den nationalen makroprudenziellen Behörden bei der Beurteilung der vom Immobiliensektor ausgehenden Risiken überwacht werden sollen. Die Empfehlung betrifft sowohl den Wohnimmobilien- als auch den Gewerbeimmobiliensektor. Ihre Einhaltung wird der ESRB durch den Mechanismus des „Handelns oder Erklärens“ kontrollieren. Die Empfehlung ist bis Ende 2020 umzusetzen. Dem Gedanken der Empfehlung weiter folgend vertritt der ESRB die Auffassung, dass die Daten zu diesen Indikatoren auf EU-Ebene regelmäßig erhoben werden sollten und dass die EZB in diesem Zusammenhang eine führende Rolle übernehmen könnte.

<sup>32</sup> Siehe die **Warnungen** des ESRB in Bezug auf mittelfristige Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor.

<sup>33</sup> Siehe ESRB, **Vulnerabilities in the EU residential real estate sector**, November 2016.

<sup>34</sup> Siehe **Empfehlung ESRB/2016/14 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten**



## 1.2 Anwendung des Reziprozitätsrahmens

**Im Berichtsjahr wurde der vom ESRB im Dezember 2015 eingeführte Rahmen für die freiwillige gegenseitige Anerkennung (Reziprozität)<sup>35</sup> erstmals angewendet.** Dieser Rahmen sieht vor, dass die Mitgliedstaaten ihre auf Risikopositionen bezogenen makroprudenziellen Maßnahmen gegenseitig anerkennen. Beantragt ein Mitgliedstaat nach Einleitung einer makroprudenziellen Maßnahme deren Reziprozität, empfiehlt der ESRB den anderen Mitgliedstaaten, diese Maßnahme anzuerkennen, sofern keine triftigen Gründe dagegen sprechen. Die gegenseitige Anerkennung durch die anderen Mitgliedstaaten sollte idealerweise mithilfe des gleichen Instruments und innerhalb eines festgelegten Zeitrahmens erfolgen. Mitgliedstaaten haben die Möglichkeit, einzelne Finanzdienstleister, deren Risikopositionen keine wesentliche Höhe erreichen, von der Regelung zur Reziprozität auszunehmen (De-minimis-Prinzip).

**Im Berichtsjahr wurde für zwei Maßnahmen Reziprozität beantragt; erstes antragstellendes Land war Belgien.** Die Maßnahme Belgiens bestand in der Einführung eines Aufschlags in Höhe von fünf Prozentpunkten auf die gemäß Artikel 458 Absatz 2 Buchstabe d Ziffer vi der Eigenkapitalverordnung (Capital Requirements Regulation – CRR) angewendeten Risikogewichte für Forderungen aus belgischen Wohnungsbaukrediten bei Banken, die den auf internen Ratings basierenden Ansatz (IRB-Ansatz) verwenden. Auch wenn der Marktanteil ausländischer Zweigstellen in Belgien und die direkte grenzüberschreitende Kreditvergabe nach Belgien gegenwärtig gering sind, wurde es angesichts des erheblichen Marktanteils von ausländischen Tochtergesellschaften in Belgien als wichtig erachtet, die belgische Maßnahme auf besagte Risikopositionen anzuwenden, um auf diese Weise Anreize zur Regulierungsarbitrage zu vermeiden.

**Der zweite Reziprozitätsantrag wurde von Estland gestellt.** Die estnischen Behörden beantragten die Anerkennung eines im Zuge der nationalen Umsetzung von Artikel 133 der Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive – CRD IV) festgelegten Systemrisikopuffers von 1 % für die inländischen Risikopositionen aller in Estland zugelassenen Kreditinstitute durch andere Mitgliedstaaten. Beweggrund für den Antrag Estlands war der erhebliche Anteil von Zweigstellen ausländischer Banken am heimischen Markt. Als Orientierung für die Anwendung der Ausnahmeregelung für einzelne Finanzdienstleister entsprechend dem De-minimis-Prinzip durch die anerkennenden Mitgliedstaaten schlug Estland informell eine institutsspezifische Materialitätsschwelle von 200 Mio € vor.

**Der ESRB empfahl in beiden Fällen die gegenseitige Anerkennung, musste sich jedoch mit spezifischen Problemen dieser Instrumente befassen.<sup>36</sup>** Im Fall Belgiens sieht Artikel 458 Absatz 5 der CRR die Anerkennung durch die anderen Mitgliedstaaten lediglich für deren Zweigstellen vor und nicht für die direkte grenzüberschreitende Kreditvergabe. Eine Einbeziehung der Risikopositionen aus der direkten grenzüberschreitenden Kreditvergabe würde eine Anerkennung durch Maßnahmen mit ähnlicher prudenzieller Wirkung erfordern, für deren Umsetzung mehr Zeit notwendig wäre. Der ESRB verfolgte einen pragmatischen Ansatz und empfahl, den Mitgliedstaaten die Möglichkeit der Nichtanerkennung einzuräumen, sollte es im

---

<sup>35</sup> Siehe [Empfehlung ESRB/2015/2 zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen](#)

<sup>36</sup> Um die Liste der Maßnahmen mit gegenseitiger Anerkennung entsprechend zu erweitern, änderte der ESRB seine Empfehlung ESRB/2015/2 durch die im März 2016 verabschiedete Empfehlung ESRB/2016/3 und die im Juni 2016 verabschiedete Empfehlung ESRB/2016/4.



betreffenden Land keine den IRB-Ansatz verwendenden Kreditinstitute mit materiellen Risikopositionen aus der Kreditvergabe über Zweigstellen in Belgien oder der direkten grenzüberschreitenden Kreditvergabe geben. Mitgliedstaaten, die sich gegen Reziprozität entschieden, waren angehalten, die Entwicklung der Risikopositionen zu beobachten und gegebenenfalls die Maßnahme zu einem späteren Zeitpunkt anzuerkennen, wenn sich materielle Risikopositionen entwickeln. Mit Blick auf den Antrag Estlands wäre die Reziprozität im jeweiligen nationalen Recht durch Umsetzung von Artikel 134 der CRD IV möglich, der eine gegenseitige Anerkennung des Systemrisikopuffers vorsieht. Einige Mitgliedstaaten haben in ihrem Rechtsrahmen jedoch kein Verfahren nach dem Vorbild von Artikel 134 der CRD IV festgelegt bzw. können es zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht aktivieren (Finnland, Italien und das Vereinigte Königreich). In diesen Fällen empfahl der ESRB, Reziprozität mithilfe von Maßnahmen mit ähnlicher prudenzieller Wirkung herzustellen.

## 2 Beiträge des ESRB zum makroprudenziellen Rahmenwerk der EU

**Der folgende Abschnitt gibt einen Überblick über den 2016 geleisteten Beitrag des ESRB zum makroprudenziellen Rahmenwerk der EU.** Abschnitt 2.1 fasst die Antwort des ESRB im Rahmen der Konsultation der Europäischen Kommission zur Überarbeitung des makroprudenziellen Rahmens der EU zusammen. In Abschnitt 2.2 wird der Beitrag des ESRB zu verschiedenen auf den Bankensektor ausgerichteten Instrumenten und in Abschnitt 2.3 die im Nichtbankenbereich geleistete Arbeit erörtert. Abschnitt 2.4 gibt einen Überblick über die im Berichtsjahr durchgeführten Tätigkeiten des ESRB im Bereich der Stresstests.

### 2.1 Beitrag des ESRB im Rahmen der Konsultation der Europäischen Kommission zur Überarbeitung des makroprudenziellen Rahmens der EU

**Im Oktober 2016 veröffentlichte der ESRB seine Antwort zu dem von der Europäischen Kommission ausgearbeiteten Konsultationsdokument „Review of the EU Macro-prudential Policy Framework“.**<sup>37</sup> Darin unterstrich der ESRB, dass er weiterhin unabhängig und organisatorisch klar getrennt von der EZB sein sollte. Gleichzeitig sollte der ESRB auch künftig in enger Verbindung zur EZB stehen und von ihr wie im bisherigen Umfang administrativ und finanziell unterstützt werden. Die Verbindung mit der EZB ließe sich weiter festigen, indem der Präsident der EZB de jure den Vorsitz des ESRB erhält.<sup>38</sup>

**Der ESRB sprach sich dafür aus, dass der Verwaltungsrat weiterhin ein breites Spektrum an Mitgliedern umfassen und sich die neue makroprudenzielle Struktur des ESRB auch in seiner Zusammensetzung widerspiegeln sollte.** Öffentliche oder zentralstaatliche Behörden, die über ein Mandat zur Umsetzung der makroprudenziellen Politik auf nationaler Ebene verfügen, sollten dem ESRB daher als Mitglieder ohne Stimmrecht angehören. Der ESRB ist der Auffassung, dass die erweiterte Zusammensetzung des Verwaltungsrats die Koordinierung zwischen allen

---

<sup>37</sup> Die Konsultationsantwort ist [hier](#) abrufbar.

<sup>38</sup> Obwohl der ESRB nach wie vor unabhängig und seine organisatorische Eigenständigkeit gegeben ist, hat er auch stark von der Sichtbarkeit, Unabhängigkeit und Reputation des Präsidenten der EZB profitiert, und dies könnte durch eine dauerhafte Verbindung zwischen dem Amt des EZB-Präsidenten und jenem des Vorsitzenden des ESRB noch verstärkt werden.



relevanten Beteiligten verbessern sowie die Identifizierung und Eindämmung von Risiken in allen EU-Staaten und den unterschiedlichen Sektoren des Finanzsystems erleichtern würde.

**Der ESRB betonte, dass das makroprudenzielle Instrumentarium umfassend und zugleich leicht einsetzbar sein müsse.** Dies ist eine unerlässliche Voraussetzung dafür, dass die makroprudenziellen Behörden angemessen und zeitnah auf Systemrisiken reagieren können. Die Transparenz und Wirksamkeit der makroprudenziellen Politik muss durch eine klare Trennung der Aufgaben, Befugnisse und Instrumente zwischen den (zuständigen) mikroprudenziellen und den (benannten) makroprudenziellen Behörden weiter erhöht werden. Der ESRB sprach sich ferner für eine weitere Verbesserung der Abstimmung zwischen zuständigen und benannten Behörden aus. Dies gilt insbesondere für bestimmte zur Wahrung der Finanzstabilität eingesetzte Instrumente, wie z. B. die makroprudenzielle Verwendung der Säule II und die Anwendung von Risikogewichten und Untergrenzen für die Verlustquote bei Ausfall (Loss Given Default – LGD) gemäß Artikel 124 bzw. 164 der CRR. Der ESRB betonte zudem, dass bei der Aktivierung und Anwendung der verfügbaren Instrumente Flexibilität vonnöten sei. So sollte nach seiner Vorstellung die derzeitige obligatorische Abfolge in der Anwendung bestimmter Instrumente, wie sie durch Artikel 458 der CRR vorgegeben ist, vereinfacht werden. Abschließend bekräftigte der ESRB, dass Reziprozität von auf Risikoengagements ausgerichteten nationalen Maßnahmen allgemeiner Standard werden sollte. Hierdurch würden sich die Wirksamkeit und Konsistenz der makroprudenziellen Politik noch mehr erhöhen, und durch die Gewährleistung gleicher Wettbewerbsbedingungen innerhalb der EU ließe sich Regulierungsarbitrage vermeiden.

**In Bezug auf die Ausgestaltung bestimmter Instrumente, die auf die Struktur von systemischen Risiken abzielen, besteht Verbesserungsbedarf.** Der ESRB schlug vor, die bestehende Obergrenze von 2 % beim Kapitalpuffer für andere systemrelevante Institute deutlich anzuheben. Dies sollte auch auf Ebene der Tochtergesellschaften nachvollzogen werden, wenn das in der EU ansässige Mutterinstitut den Kapitalpuffer bereits auf konsolidierter Basis einhalten muss. Der ESRB vertritt ferner die Auffassung, dass die Definition des Systemrisikopuffers konkretisiert und enger gefasst werden sollte, sodass der Puffer nicht zur Abdeckung der die systemrelevanten Institute betreffenden Risiken verwendet wird. Darüber hinaus sollten die nationalen Behörden die Möglichkeit haben, zum einen mehrere einzelne Pufferquoten vorzuschreiben, wenn in einem Land unterschiedlichen strukturellen Risiken Rechnung getragen werden muss, und zum anderen den Systemrisikopuffer auf Risikopositionen in bestimmten, für das betreffende Land relevanten Sektoren anwenden können.

**Der ESRB sieht den makroprudenziellen Einsatz von Liquiditätsinstrumenten als mögliches Mittel gegen zyklische Risiken, die sich aus übermäßigen Fälligkeitsinkongruenzen ergeben. Zudem zog er eine makroprudenzielle Verschuldungskennziffer als weiteren nützlichen Bestandteil des makroprudenziellen Instrumentariums in Betracht.** Zu den Liquiditätsinstrumenten zählen die Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio – LCR) und die strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio – NSFR). Sollte für diese beiden Instrumente eine makroprudenzielle Dimension im Unionsrecht verankert werden, könnte die Ausgestaltung über einen zusätzlichen zeitvariablen Liquiditätspuffer zur Abdeckung zyklischer Risiken erfolgen, der dann über die statische LCR- oder NSFR-Mindestanforderung hinaus gelten und diese ergänzen würde. Ein solcher zusätzlicher Liquiditätspuffer könnte auch als strukturelle Maßnahme angesehen werden, mit der beispielsweise ähnliche Liquiditätsrisiken, die von bestimmten Finanzierungsquellen oder Geschäftsmodellen ausgehen, adressiert werden. Analog zu den makroprudenziellen Liquiditätspuffern erwog der ESRB eine makroprudenzielle Verschuldungskennziffer, die sowohl auf die strukturellen als auch die zyklischen Aspekte des Systemrisikos abzielt, als weiteren nützlichen Bestandteil eines im Unionsrecht festzulegenden makroprudenziellen Instrumentariums.



**Der ESRB würdigte, dass viele Mitgliedstaaten Instrumente im Rahmen ihres nationalen Rechts einsetzen, um vor allem die von Wohnimmobilienkrediten ausgehenden systemischen Risiken abzuwenden; er empfahl, diese Instrumente den Akteuren der makroprudenziellen Politik in allen EU-Mitgliedstaaten zur Verfügung zu stellen.** Der ESRB ist allerdings auch der Ansicht, dass diese Instrumente sowie die Entscheidungen bezüglich ihrer Ausgestaltung, Umsetzung und Anwendung im Zuständigkeitsbereich der nationalen makroprudenziellen Behörden liegen sollten. Beispiele für nicht im EU-Recht harmonisierte kreditnehmerbezogene Instrumente sind die Obergrenzen für das Verhältnis von Kreditvolumen und Immobilienwert (Loan to Value – LTV), Kreditvolumen und Einkommen (Loan to Income – LTI) sowie Schuldendienst und Einkommen (Debt Service to Income – DSTI). Es bedarf weiterer Anstrengungen, um die Probleme im Zusammenhang mit bestehenden Datenlücken (wie in Abschnitt 1.1 erörtert), dem Fehlen kohärenter Begriffsbestimmungen sowie anderen operationalen Hemmnissen, welche die konsistente Anwendung dieser Instrumente in der EU und ihre Koordinierung beeinträchtigen, zu lösen.

**Überdies stellte der ESRB fest, dass ein Rechtsrahmen für eine über den Bankensektor hinausreichende makroprudenzielle Politik geschaffen werden muss.** Dieser Rahmen ist erforderlich, um die von Versicherungen und Pensionseinrichtungen, dem Investmentfondssektor, den zentralen Gegenparteien (central counterparties – CCPs) und den Finanzmärkten ausgehenden Risiken und Anfälligkeiten abzuwenden. Das derzeitige Fehlen makroprudenzieller Instrumente zur Bekämpfung von Risiken außerhalb des Bankensektors in der EU könnte dazu führen, dass die Systemrisiken, die sich aus dem schnell wachsenden Nichtbankenbereich des Finanzsektors ergeben bzw. durch diesen übertragen werden, nicht auf wirksame Weise abgewendet bzw. gemindert werden. Die Arbeit des ESRB auf diesem Gebiet wird in Abschnitt 2.3 genauer beschrieben.

## 2.2 Beitrag des ESRB zum makroprudenziellen Rahmen für den Bankensektor

### a) Auswirkung des Verschuldungsgrads auf die Marktliquidität

**Der ESRB legte der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) seine Position zur Einführung einer Anforderung zum Verschuldungsgrad (Leverage Ratio) dar.** Der ESRB erachtet den Verschuldungsgrad als zweckdienlichen Bestandteil des allgemeinen regulatorischen Instrumentariums.<sup>39</sup> Der Verschuldungsgrad wurde ursprünglich vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) im Dezember 2009 vorgeschlagen<sup>40</sup> und wird voraussichtlich bis 1. Januar 2018 als Säule-I-Standard eingeführt. Die EBA hatte den Auftrag, einen ausführlichen Bericht gemäß Artikel 511 der CRR zu erstellen, der sich mit den möglichen Auswirkungen und der Kalibrierung eines solchen Verschuldungsgrads befasst. Dieser Bericht wurde von der EBA im August 2016 veröffentlicht.<sup>41</sup> Laut CRR ist zwar weder eine formale Stellungnahme noch ein

<sup>39</sup> In seiner **Empfehlung zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen** (ESRB/2013/1) identifizierte der ESRB die Vermeidung von übermäßigem Kreditwachstum und übermäßiger Verschuldung als eines der Zwischenziele makroprudenzieller Maßnahmen, zu dessen Erreichung das Instrument des makroprudenziellen Verschuldungsgrads beitragen könnte.

<sup>40</sup> Siehe BCBS, **Strengthening the resilience of the banking sector**, Dezember 2009.

<sup>41</sup> Siehe EBA, **EBA Report on the Leverage Ratio Requirements under Article 511 of the CRR**, EBA-Op-2016-13, August 2016.



Beitrag des ESRB zum Bericht der EBA vorgesehen, doch es wurden triftige Gründe angeführt, weshalb der ESRB einige makroprudenzielle Positionen gegenüber der EBA darlegen sollte, bevor die Anforderungen zum Verschuldungsgrad harmonisiert und EU-weit eingeführt werden. Insbesondere erhielt die EBA vom ESRB Informationen zum Verschuldungsgrad und zur Marktliquiditätslage. Der endgültige Bericht der EBA enthält den Beitrag des ESRB und verweist auch darauf, dass der ESRB über die für die Analyse relevanten Daten verfügt.

**Die Analyse des ESRB<sup>42</sup> untersuchte die potenziellen Positiv- und Negativeffekte einer Verschuldungsgradanforderung auf die Marktliquidität.** In den jüngsten Debatten über die Einführung eines Verschuldungsgrads stand die Marktliquidität im Mittelpunkt. So wurde der Verschuldungsgrad zuletzt von verschiedenen Akteuren und Beobachtern der Branche kritisiert, weil er die verfügbare Liquidität und das Angebot an Finanzintermediationsleistungen von Broker-Dealern erheblich beeinflusst habe. Vor diesem Hintergrund konzentrierte sich der ESRB bei seiner Analyse zu den potenziellen Auswirkungen einer Verschuldungsgradanforderung auf die Marktliquidität darauf, a) die konzeptionellen Einflusskanäle des Verschuldungsgrads mit Blick auf die Banken und deren Rolle bei der Förderung liquider Märkte aufzuzeigen und b) zu untersuchen, ob sich Effekte aufgrund der Erwartung einer Verschuldungsgradanforderung empirisch nachweisen lassen.

**Die konzeptionelle Analyse legt den Schluss nahe, dass die Einführung eines Verschuldungsgrads mit gewissen Kosten für Broker-Dealer einhergehen kann, denen allerdings auch ein Nutzen gegenüberstehen dürfte.** Ein vorgeschriebener Verschuldungsgrad könnte über bestimmte Kanäle den Anreiz für Broker-Dealer verringern, als Market Maker zu fungieren oder Marktfinanzierung bereitzustellen. Der ESRB zeigte in diesem Zusammenhang zwei relevante Tätigkeiten auf: a) die Bereitstellung von Wertpapierbeständen durch Händler (Dealer), insbesondere für Aktiva mit niedrigen Risikogewichten, und b) die bankenseitige Finanzierung von Intermediären, die mit hohem Fremdkapitalanteil am Markt Positionen eingehen (sogenannte „Finanzierungsliquidität“). Somit könnte ein vorgeschriebener Verschuldungsgrad dazu führen, dass einige mit der Marktliquidität in Verbindung stehende Tätigkeiten für bestimmte Bereiche des Bankensektors, die durch die Anforderung des Verschuldungsgrads gebunden sind, nicht mehr so attraktiv sind und dass dadurch die Kapitalkosten für Unternehmen mit niedrigen durchschnittlichen Risikogewichten steigen. Neben den Kosten solcher potenziellen Anpassungsmaßnahmen dürfte sich der Verschuldungsgrad aber auch positiv auf die Marktliquidität auswirken, insbesondere in Stressphasen. Erstens würde damit ein Mindestmaß an Widerstandsfähigkeit in allen Phasen des Finanzzyklus gewährleistet, wodurch die Banken eher in der Lage wären, Schocks abzufedern. Zweitens hätte der Verschuldungsgrad auch Einfluss auf die eigenen Finanzierungskosten der Kreditinstitute. Besser kapitalisierte Banken können kurzfristige Stressphasen leichter verkraften und dabei ihr Finanzdienstleistungsangebot aufrechterhalten.

**In der empirischen Analyse lassen sich kaum Hinweise darauf finden, dass sich der Verschuldungsgrad negativ auf die Marktliquidität auswirkt.** Mithilfe einer empirischen Methode wurde untersucht, ob sich für den Zeitraum nach der ursprünglichen Bekanntgabe des BCBS-Vorschlags im Jahr 2009 ein kausaler Zusammenhang zwischen der

---

<sup>42</sup> Das Analysepotenzial war dabei aus mehreren Gründen eingeschränkt: Erstens könnten mehrere Faktoren in den letzten Jahren die Marktliquidität beeinflusst haben, sodass sich der Effekt einzelner Faktoren nur schwer isolieren lässt. Zweitens ist der Verschuldungsgrad für den Großteil der Banken in der EU nach wie vor nur eine antizipierte Kapitalanforderung. Drittens gibt es keinen vereinbarten theoretischen Rahmen für Marktliquidität, Market-Making und Regulierung, der sich zur Modellierung des Effekts der Einführung einer Verschuldungsgradanforderung verwenden ließe.



Verschuldungsgradanforderung und der Entwicklung des mit der Marktliquidität verbundenen Bankgeschäfts feststellen lässt. Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass Banken, die ihren Verschuldungsgrad senken mussten, um die Obergrenze von 3 % einzuhalten oder die Markterwartungen zu erfüllen, dies teilweise dadurch bewerkstelligten, dass sie – im Vergleich zum Szenario ohne vorgeschriebenen Verschuldungsgrad – ihre Handelsaktiva reduzierten; allerdings ist für den Zeitraum ab 2010 weder für den Anteil der Handelsaktiva an der Bilanzsumme dieser Banken noch für jenen der Repogeschäfte ein deutlicher Rückgang auszumachen. Da aus aufsichtlicher Perspektive ein allgemeiner Schuldenabbau als Effekt einer Verschuldungsgradanforderung durchaus angestrebt war, ist es mit Blick auf die Marktliquidität als positiv zu bewerten, dass die Handels- und Finanzierungstätigkeiten im Ergebnis nicht unverhältnismäßig stark verringert wurden. Auch weitere statistische Analysen für den Zeitraum ab 2014 ergaben nur wenige Hinweise auf einen signifikanten Zusammenhang zwischen den Wertpapierbeständen der Händler (Dealer) und ihren Verschuldungsquoten.

### **b) Zyklische Effekte von Eigenmittelanforderungen**

**Der ESRB leistete einen Beitrag zu dem von der EBA koordinierten regelmäßigen Bericht über die zyklischen Effekte von Eigenkapitalanforderungen.** An diesem Bericht, der gemäß Artikel 502 der CRR unter Federführung der EBA erstellt wurde, wirkten sowohl die EZB als auch der ESRB mit. Darin sollte geklärt werden, ob die in der CRR und der CRD IV festgelegten risikosensitiven Eigenkapitalanforderungen von Banken zu unerwünschten prozyklischen Effekten führen, indem die endogene Beziehung zwischen Finanzsystem und Realwirtschaft verstärkt wird.

**Wenngleich die Analyse durch einige Faktoren erschwert wurde, konnte in dem Bericht nur eine geringe Evidenz für das Vorhandensein prozyklischer Effekte aufgrund der CRR/CRD IV gezeigt werden.** Es wurde empfohlen, den aktuellen risikobasierten Rahmen für die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen von Banken beizubehalten. Für den Fall, dass Prozyklizitätsrisiken ein wesentliches Ausmaß erreichen sollten, sind im EU-Rahmen zur Finanzmarktregulierung unterschiedliche Instrumente vorgesehen. Hierzu zählen der Kapitalerhaltungspuffer, der antizyklische Kapitalpuffer, der Verschuldungsgrad mit makroprudenzieller Komponente, Risikogewichte für Immobilienkredite und weitere aufsichtliche Maßnahmen. Die Wirkung des regulatorischen Rahmens für den EU-Bankensektor auf den Wirtschaftskreislauf sollte daher regelmäßig überwacht werden, und die antizyklischen Instrumente sollten im Hinblick auf ihre potenziellen Implikationen, ihre Wirksamkeit und ihre Effizienz eingehender analysiert werden.

### **c) Strukturelle Liquiditätsquote (NSFR)**

**Der ESRB legte gegenüber der EBA seine Position bezüglich der Definition der NSFR dar.**<sup>43</sup> Gemäß Artikel 510 der CRR konsultierte die EBA den ESRB zu den Methoden für die Bestimmung des Betrags an stabiler Refinanzierung, über den Kreditinstitute verfügen sollen bzw. den sie benötigen, sowie zu geeigneten einheitlichen Definitionen zur Berechnung der NSFR-Anforderung.

---

<sup>43</sup> Siehe ESRB, **ESRB response to the consultation on the Net Stable Funding Ratio (NSFR) as mandated by Article 510 CRR**, ESRB/2015/0187, November 2015.



Die Antwort des ESRB wurde später in die Stellungnahme der EBA integriert, die diese im Rahmen des von der Europäischen Kommission eingeleiteten Konsultationsverfahrens zur NSFR abgab.<sup>44</sup>

**In der Rückmeldung wurde die NSFR als das beste verfügbare Instrument zur Bewältigung struktureller Probleme im Zusammenhang mit der Liquiditäts- und Fristentransformation von Banken bezeichnet.** Der ESRB hat sich bereits in mehreren Veröffentlichungen mit der möglichen makroprudenziellen Verwendung von Liquiditätsinstrumenten befasst und die NSFR als eines der erfolgversprechendsten Werkzeuge identifiziert.<sup>45</sup>

**Die Mitglieder des ESRB sind sich weitgehend einig, dass die NSFR als makroprudenzielles Instrument verwendet werden könnte.** Zwei Aspekte einer solchen makroprudenziellen Verwendung sind denkbar: a) eine zeitvariable Anforderung, die aus einer Mindestanforderung und einem sie gegebenenfalls ergänzenden makroprudenziellen Puffer, der in Stressphasen freigesetzt würde, bestehen könnte, sowie b) eine Querschnittsanforderung, die in Abhängigkeit vom Beitrag eines Kreditinstituts zum systemischen Liquiditätsrisiko kalibriert wird. Die Einbeziehung dieser beiden Aspekte in die NSFR würde die makroprudenziellen Behörden vor erhebliche Herausforderungen bei der Berechnung der Quote stellen. Der ESRB regte daher an, weitere Arbeiten auf diesem Gebiet durchzuführen, unter anderem eine den gesamten Konjunkturzyklus umspannende Analyse sowie eine quantitative Kosten-Nutzen-Betrachtung.

**Der ESRB forderte als endgültiges Ziel für die europäischen Behörden die EU-weite Umsetzung einer glaubwürdigen und soliden NSFR-Anforderung.** Hierzu unterstützte der ESRB a) die Anwendung derselben Risikogewichte für die erforderliche und für die verfügbare stabile Refinanzierung in Übereinstimmung mit dem BCBS und b) die Festlegung einer NSFR-Anforderung auf konsolidierter Basis und auf Einzelinstitutsebene (wobei im letzteren Fall angemessene Befreiungen bzw. Ausnahmen gelten sollten). Der ESRB sprach sich zudem gegen eine Vorzugsbehandlung bestimmter Geschäftsmodelle im Rahmen der NSFR aus, es sei denn, diese Geschäftsmodelle bergen nachweislich kein systemisches Liquiditätsrisiko. Was den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit im Zusammenhang mit der NSFR betrifft, so war sich die Mehrheit der Mitglieder des ESRB einig, dass dieser für die aufsichtliche Berichterstattung und nicht für die Berechnungsmethode gelten sollte. Die besagten Mitglieder vertraten die Ansicht, dass das Problem der Liquidität und Fälligkeitsinkongruenzen, das mit der NSFR angegangen werden soll, auch für kleinere Institute relevant ist.

### 2.3 Beitrag des ESRB zum makroprudenziellen Rahmen für den Nichtbankensektor

**Der ESRB hat sowohl kurzfristige Handlungsoptionen als auch eine langfristige Agenda für makroprudenzielle Maßnahmen im Nichtbankensektor festgelegt.** Der Rahmen für die Überwachung von Risiken außerhalb des Bankensektors nimmt zwar Gestalt an (siehe Kasten 1 in Kapitel 1), dennoch befindet sich die über den Bankensektor hinausreichende makroprudenzielle Politik nach wie vor im Entwicklungsstadium. Dies betrifft insbesondere die Strategie sowie die

---

<sup>44</sup> Siehe EBA, **EBA Report on Net Stable Funding Requirements under Article 510 of the CRR**, EBA/Op/2015/22, Dezember 2015.

<sup>45</sup> Siehe unter anderem ESRB, **The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector** bzw. L. Clerc, A. Giovannini, S. Langfield, T. Peltonen, R. Portes und M. Scheicher, **Indirect contagion: the policy problem**, Occasional Paper Series des ESRB, Nr. 9, Januar 2016.



aufsichtlichen Daten und Instrumente, die zur Bewältigung der im Nichtbankensektor bestehenden Risiken erforderlich sind. Vor diesem Hintergrund skizzierte der ESRB in einem im Juli 2016 veröffentlichten Strategiepapier die Schritte, die zur allmählichen Schließung dieser Lücke in der Finanzstabilitätspolitik noch vollzogen werden sollten.<sup>46</sup> Das Dokument gibt einen Überblick über den rechtlichen und institutionellen Rahmen für die makroprudenzielle Politik außerhalb des Bankensektors. Ferner werden sowohl kurzfristige Handlungsoptionen als auch eine langfristige Agenda aufgezeigt, um den neuen Chancen im Nichtbankensektor Rechnung zu tragen und die damit einhergehenden Finanzstabilitätsrisiken einzudämmen.

**Bei einigen der im Strategiepapier vorgesehenen zentralen Aufgaben des ESRB und seiner Mitglieder wurden bereits Fortschritte erzielt.** Eine der kurz- bis mittelfristigen Aufgaben für den ESRB ist die Mitarbeit an der Entwicklung neuer makroprudenzieller Instrumente, um beispielsweise der Prozyklizität von Einschusszahlungen und Risikoabschlägen, insbesondere bei Wertpapierfinanzierungsgeschäften und Derivaten, zu begegnen. Eine weitere Aufgabe besteht darin, zur Entwicklung des breiter gefassten Instrumentariums für die Wahrung der Finanzstabilität (wie etwa Top-down-Stresstests für CCPs, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen) und eines Sanierungs- und Abwicklungsrahmenwerks für CCPs und Versicherungsunternehmen beizutragen. Ferner wird in dem Strategiepapier die Mitwirkung des ESRB an der laufenden Überarbeitung rechtlicher Bestimmungen genannt, womit sichergestellt werden soll, dass die makroprudenzielle Perspektive in den Vorschriften der EU Berücksichtigung findet. Im folgenden Teil dieses Abschnitts werden die Fortschritte des ESRB bei der Erfüllung dieser Aufgaben erläutert.

#### **a) Makroprudenzielle Verwendung von Einschusszahlungen und Risikoabschlägen**

**Der ESRB hat erste Schritte auf der Suche nach innovativen makroprudenziellen Instrumenten unternommen, mit denen der Prozyklizität von Einschusszahlungen und Risikoabschlägen entgegengewirkt werden könnte.** Die Hinterlegung von Sicherheiten spielt im Finanzsystem eine immer größere Rolle. Dabei kommen Risikosteuerungspraktiken in Form von Anforderungen für Einschusszahlungen und Risikoabschläge zum Einsatz, die zu einer Erhöhung der inhärenten Zyklizität von Sicherheitenanforderungen und einer Verstärkung von Verschuldungszyklen führen können. In diesem Zusammenhang veröffentlichte der ESRB einen umfassenden Bericht, in dem er darlegt, wie sich Einschusszahlungen und Risikoabschläge grundsätzlich für makroprudenzielle Zwecke einsetzen lassen.<sup>47</sup> Neue makroprudenzielle Instrumente könnten – wenngleich sie hauptsächlich für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte und Derivate gelten – eine Begrenzung von systemischen Risiken bewirken, die von einer übermäßigen Verschuldung und der Prozyklizität von Sicherheitenanforderungen bei nicht zentral und zentral (über eine CCP) geclarten Transaktionen herrühren. Der Bericht beleuchtet auch die praktischen Herausforderungen bei der Umsetzung solcher Werkzeuge und schlägt weitere Arbeiten vor, um diesen Herausforderungen zu begegnen. Ebenso flossen in den Bericht die Ergebnisse einer Konferenz ein, die der ESRB im Juni 2016 veranstaltete, um die Sichtweise von politischen Entscheidungsträgern, Vertretern aus der Wissenschaft und Marktakteuren aus unterschiedlichen Ländern in Bezug auf neue potenzielle Einsatzmöglichkeiten von Einschusszahlungen und

---

<sup>46</sup> Siehe ESRB, [Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper](#), Juli 2016.

<sup>47</sup> Siehe ESRB, [The macroprudential use of margins and haircuts](#), Februar 2017.



Risikoabschlägen und die wichtigsten erwarteten Vorteile und Herausforderungen einer makroprudenziellen Verwendung dieser Instrumente kennenzulernen.<sup>48</sup>

**Der ESRB bewertete die Bedeutung von Wertpapierfinanzierungsgeschäften beim Entstehen einer übermäßigen Verschuldung und erwoog unterschiedliche Optionen zur Abwendung dieser Risiken.** Die Stellungnahme des ESRB<sup>49</sup> sollte zur Arbeit der Europäischen Kommission beitragen; diese hat gemäß Artikel 29 Absatz 3 der Verordnung über Wertpapierfinanzierungsgeschäfte<sup>50</sup> den Auftrag, den Fortschritt der internationalen Bemühungen bei der Eindämmung der mit Wertpapierfinanzierungsgeschäften verbundenen Risiken zu beurteilen. Ausgehend von der anfänglichen Feststellung, dass der Einsatz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften zu einem deutlichen Schuldenaufbau im Finanzsystem führen kann, befürwortete der ESRB in seiner Stellungnahme die Umsetzung des vom Financial Stability Board entwickelten Rahmens für Risikoabschläge auf Wertpapierfinanzierungsgeschäfte<sup>51</sup> in der EU, die ohne zentrales Clearing erfolgen. Gleichzeitig konstatierte der ESRB, dass derzeit kein umfassender Rahmen vorhanden ist, um einer Zunahme der Verschuldung auf Systemebene entgegenzuwirken. In seiner Stellungnahme unterstreicht er daher die Notwendigkeit, einen makroprudenziellen Ansatz für die Festlegung von Einschusszahlungen und Risikoabschlägen zu entwickeln, damit das Entstehen systemischer Risiken bei zentral und nicht zentral geclearten Wertpapierfinanzierungsgeschäften eingedämmt wird.

## **b) Makroprudenzielle Perspektive in Bezug auf die Beaufsichtigung von CCPs**

**Angesichts der zentralen Rolle von CCPs im Finanzsystem der Nachkrisenzeit beleuchtet der ESRB weiterhin die Beaufsichtigung von CCPs aus makroprudenzieller Perspektive.**

Nachdem sich die Staats- und Regierungschefs der G 20 beim Gipfel in Pittsburgh im Jahr 2009 verpflichtet hatten, für standardisierte Derivatekontrakte das zentrale Clearing einzuführen, trat im Jahr 2012 mit der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR)<sup>52</sup> ein entsprechender regulatorischer Rahmen für die EU in Kraft. Diese Reformen haben das Finanzsystem sicherer gemacht, indem sie die Transparenz an den bislang undurchsichtigen außerbörslichen Derivatemarkten erhöhten und das Kontrahentenrisiko verringerten. Zudem wurde den CCPs durch die Reformen eine Schnittstellenfunktion bei der Steuerung systemischer Risiken zugewiesen. Den zentralen Gegenparteien sowie ihren Regulierungs- und Aufsichtsbehörden wird hierdurch eine große Verantwortung übertragen, wäre doch der ungeordnete Ausfall einer CCP mit einem erheblichen Risiko für die Finanzstabilität verbunden. In Anbetracht dessen hat der ESRB auch im Berichtsjahr wieder eine makroprudenzielle Sichtweise für die Beaufsichtigung von CCPs beigesteuert.

**Der ESRB wirkte an einer von der Europäischen Kommission durchgeführten Bewertung mit, indem er die Interoperabilitätsvereinbarungen von CCPs im Hinblick auf ihre**

---

<sup>48</sup> Weitere Informationen zu dieser Konferenz sind [hier](#) abrufbar.

<sup>49</sup> Siehe ESRB, [ESRB opinion to ESMA on securities financing transactions and leverage under Article 29 of the SFTR](#), Oktober 2016.

<sup>50</sup> Siehe [Verordnung \(EU\) 2015/2365 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der Weiterverwendung sowie zur Änderung der Verordnung \(EU\) Nr. 648/2012](#), ABl. L 337 vom 23.12.2015, S. 1.

<sup>51</sup> Siehe Financial Stability Board, [Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance](#), November 2015.

<sup>52</sup> Siehe Fußnote 7.



**Implikationen für systemische Risiken analysierte.** Interoperabilitätsvereinbarungen werden zwischen zwei oder mehreren CCPs geschlossen und ermöglichen die systemübergreifende Ausführung von Transaktionen zwischen den CCPs. Unter dem Aspekt der systemischen Risiken betrachtet sind solche Vereinbarungen mit einem gewissen Nutzen verbunden, sie stellen womöglich aber auch ein zusätzliches Einfalltor für Ansteckungseffekte zwischen CCPs dar, wenn die Risiken nicht in geeigneter Weise gesteuert werden. Der ESRB stellte fest, dass diese Risiken im derzeitigen Regulierungsrahmen der EU zwar berücksichtigt werden, allerdings wäre eine Verbesserung möglich, indem die EMIR um granularere Anforderungen ergänzt wird.<sup>53</sup> In seinem Bericht sieht der ESRB weiteren Analysebedarf bezüglich der Frage, inwieweit potenzielle Verbindungen zwischen CCPs für das Clearing von außerbörslichen Derivaten zu systemischen Risiken beitragen können.

**Der ESRB nahm an einer Konsultation der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) teil und veröffentlichte hierzu eine Analyse zu den Clearingpflichten von finanziellen Gegenparteien mit begrenztem Geschäftsvolumen.** In seiner Stellungnahme räumte der ESRB ein, dass es für einige kleine finanzielle Gegenparteien schwierig sein könnte, den für die Erfüllung ihrer Clearingpflichten benötigten Zugang zu einer CCP zu erhalten. Jedoch wurden die Behörden und die Branche angehalten, Lösungen zu finden, um eine breite Anwendung der Clearingpflicht sicherzustellen. Der ESRB betonte in der Stellungnahme, dass bei jeder Analyse zu der Frage, welche Arten von Derivaten der Clearingpflicht unterliegen sollten, das systemische Risiko sowohl auf Unionsebene als auch in den einzelnen Mitgliedstaaten berücksichtigt werden muss.

### **c) Makroprudenzielle Perspektive in Bezug auf den Versicherungssektor**

**Angesichts der Bedeutung des Versicherungssektors im Hinblick auf die Entstehung systemischer Risiken oder deren Verschärfung lieferte der ESRB erneut eine makroprudenzielle Sichtweise zu diesem Sektor.** Den Versicherern kommt eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion zu, da sie Risiken übernehmen und Ersparnisse mobilisieren. Ein intakter Versicherungssektor fördert das Wirtschaftswachstum und die Finanzstabilität. Allerdings, so stellte der ESRB in einem Bericht aus dem Jahr 2015 fest, können dort auch systemische Risiken entstehen bzw. bereits vorhandene Systemrisiken verstärkt werden. In Anbetracht dessen hat der ESRB auch im aktuellen Berichtsjahr eine makroprudenzielle Sichtweise in Bezug auf das Versicherungswesen beigesteuert.

**Der ESRB lieferte die makroprudenzielle Perspektive zu den Arbeiten der EIOPA bezüglich des langfristigen Gleichgewichtszinses (Ultimate Forward Rate – UFR).** Die Höhe der Verbindlichkeiten von Versicherungsunternehmen, d. h. der durch Abzinsung ermittelte Barwert zukünftiger Leistungszusagen, lässt sich nicht beobachten und muss dennoch geschätzt werden. Der UFR ist Bestandteil der risikolosen Zinsstrukturkurve, die von Versicherern für diese Schätzung herangezogen wird; die Höhe des UFR hat somit direkten Einfluss auf die Solvabilitätskennzahlen der Versicherer. Dementsprechend lieferte der ESRB in einer informellen Stellungnahme gegenüber dem Aufsichtsorgan der EIOPA eine makroprudenzielle Perspektive zu der von der EIOPA durchgeführten Konsultation über den Vorschlag einer Methode zur Ermittlung des UFR.

---

<sup>53</sup> Siehe ESRB, **ESRB report to the European Commission on the systemic risk implications of CCP interoperability arrangements**, Januar 2016.



Darin kommunizierte der ESRB die von der großen Mehrheit der Mitglieder vertretene Auffassung, dass das aktuelle Niveau des UFR möglicherweise zu hoch sei. Folglich könnte der Zeitwert der Verbindlichkeiten von Versicherern systemweit unterschätzt werden, und es könnten stille Lasten entstehen.

#### **Der ESRB verfasste im Rahmen der öffentlichen Konsultation der EIOPA zu einer möglichen Harmonisierung der Sanierungs- und Abwicklungsrahmen von Versicherungsgesellschaften eine Stellungnahme.**

Am 2. Dezember 2016 veröffentlichte die EIOPA ein Diskussionspapier zur möglichen Harmonisierung der Sanierungs- und Abwicklungsrahmen für Versicherungsunternehmen. Bereits im Vorfeld hatte der ESRB festgestellt, dass Insolvenzen im Versicherungssektor in bestimmten Fällen zu systemischen Risiken führen könnten und dass sich die Auswirkungen solcher Insolvenzen auf die Finanzstabilität mithilfe eines wirksamen Sanierungs- und Abwicklungsrahmens für diesen Sektor begrenzen ließen.<sup>54</sup> Deshalb beschloss der ESRB, sich an der Konsultation zu beteiligen, und beleuchtete in der vom ESRB-Sekretariat verfassten Expertenantwort die makroprudenzielle Perspektive.<sup>55</sup> Das ESRB-Sekretariat begründete die Notwendigkeit eines Sanierungs- und Abwicklungsrahmens für Versicherer in der EU und forderte für diesen Rahmen einen breiten Anwendungsbereich sowie die Verankerung der Finanzstabilität und des Schutzes der Versicherungsnehmer als Hauptziele. Darüber hinaus vertrat das Sekretariat die Auffassung, dass der Rahmen bis zu einem gewissen Grad EU-weit harmonisiert sein muss, zugleich aber auch den nationalen Behörden den erforderlichen Spielraum einräumen muss, um länderspezifischen Gegebenheiten Rechnung zu tragen. Insbesondere wurde in der Stellungnahme ein umfassendes Sanierungs- und Abwicklungsinstrumentarium unterstützt, das den zuständigen Behörden die nötige Flexibilität zur Anpassung der Abwicklungsstrategie an den spezifischen Einzelfall ermöglicht. Überdies wurden weitere Überlegungen zur Einrichtung von Finanzierungssystemen gefordert, die vom Versicherungssektor ex ante mit Mitteln ausgestattet werden, sodass die Steuerzahler nicht die Abwicklungskosten tragen müssen.

## **2.4 Beitrag des ESRB zu Stresstests**

**Stresstests sind ein wichtiges makroprudenzielles Instrument.** Sie können dazu beitragen, die Widerstandsfähigkeit von Finanzinstituten und -systemen gegenüber ungünstigen makrofinanziellen Entwicklungen sicherzustellen, und das Vertrauen in die einzelnen Finanzinstitute und das Finanzsystem als Ganzes erhöhen, indem sie Transparenz im Hinblick auf nach wie vor bestehende Schwachstellen und deren mögliche Beseitigung schaffen.

**Dem ESRB kommt bei den Stresstests in der EU eine Schlüsselrolle zu.** So schreiben die EU-Verordnungen zur Errichtung der drei europäischen Aufsichtsbehörden – der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA), der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) sowie der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) – diesen Behörden vor, in Zusammenarbeit mit dem ESRB EU-weite Bewertungen der Widerstandsfähigkeit von Finanzinstituten bei ungünstigen

---

<sup>54</sup> Siehe ESRB, [Report on systemic risks in the EU insurance sector](#), Dezember 2015; ESRB, [Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper](#), Juli 2016; ESRB, [Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system](#), November 2016.

<sup>55</sup> Siehe ESRB, [ESRB Secretariat staff response to the EIOPA Discussion Paper on the potential harmonisation of recovery and resolution frameworks for insurers \(EIOPA-CP-16-009\)](#), Februar 2017.



Marktentwicklungen unter anderem in Form von Stresstests zu initiieren und zu koordinieren.<sup>56</sup> Im Rahmen dieser Kooperation erstellt der ESRB üblicherweise die adversen Szenarios für die Stresstests der europäischen Aufsichtsbehörden, wobei die vom ESRB festgestellten Risiken den Ausgangspunkt bilden (in Kapitel 1 werden die vom ESRB als am relevantesten erachteten Risiken beschrieben). Im Berichtszeitraum lieferte der ESRB adverse Szenarios für den Stresstest von zentralen Gegenparteien durch die ESMA und den Stresstest von betrieblichen Versorgungseinrichtungen durch die EIOPA, die im Folgenden erläutert werden. Die für den Bankenstresstest der EBA und den Versicherungsstresstest der EIOPA Anfang 2016 vom ESRB zur Verfügung gestellten Szenarios wurden bereits im ESRB-Jahresbericht 2015 dargestellt.<sup>57</sup>

**Aufgrund der verschiedenartigen Finanzprodukte, die von CCPs gecleart werden, entwickelte der ESRB drei Szenarios für den entsprechenden ESMA-Stresstest.** Durch CCPs soll das systemische Risiko, das sich aus der komplexen Verflechtung bilateraler Risikopositionen ergibt, reduziert werden. Eine zentrale Gegenpartei fungiert als Kontrahent für alle Clearingmitglieder und hat deshalb naturgemäß systemischen Charakter, könnte ihr Zahlungsausfall doch eine Gefahr für weite Teile des Finanzsystems darstellen. Aus diesem Grund müssen CCPs über eine besonders hohe Widerstandsfähigkeit verfügen. Der Beitrag des ESRB zum ESMA-Stresstest für CCPs musste deren Besonderheiten Rechnung tragen, etwa ihrem Geschäftsmodell und den für sie geltenden regulatorischen Anforderungen. Um der Unterschiedlichkeit von Finanzprodukten, die von CCPs gecleart werden, gerecht zu werden und um sicherzustellen, dass bei allen zentralen Gegenparteien ein angemessener Stresslevel simuliert wird, stellte der ESRB der ESMA drei Szenarios mit negativen Finanzmarktentwicklungen zur Verfügung.

**Die Szenarios der Stresstests für CCPs unterstellten eine deutliche Erhöhung der Risikoprämien, die zu erheblichen Marktpreisveränderungen bei einer Vielzahl von Anlageklassen sowie einem Volatilitätsanstieg führen würde.** Die EZB entwickelte in Zusammenarbeit mit dem ESRB eine neue Methodik und kalibrierte die adversen finanziellen Szenarios für diesen Test. Der ESRB legte dabei die Annahme zugrunde, dass die Veröffentlichung aktueller Informationen oder Daten, die auf das mögliche oder tatsächliche Eintreten eines oder mehrerer der vom ESRB identifizierten Risiken (siehe Kapitel 1) hindeuteten, das Szenario auslösen würde. Dies wiederum, so wurde unterstellt, dürfte zu einer deutlichen Erhöhung der Risikoprämien und im Gefolge zu erheblichen Marktpreisveränderungen bei zahlreichen Anlageklassen führen. Es wurde angenommen, dass die Kursverschiebungen in einem solchen Fall mit einer erhöhten Volatilität einhergehen würden. Und es wurde als wahrscheinlich erachtet, dass die im Normalfall zu beobachtende Abhängigkeit der Vermögenspreise untereinander sich in sehr kurzer Zeit erheblich verändern würde, ohne dass klar erkennbar wäre, in welche Länder oder Märkte die Mittel aus Sicherheitsgründen fließen. Zwar wurden diese

---

<sup>56</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/78/EG der Kommission, ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 12; Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/79/EG der Kommission, ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 48; Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 84.

<sup>57</sup> Siehe ESRB, **Jahresbericht**, 2015.



beispiellosen Vermögenspreisänderungen als kurzfristig angesehen, und es wurde angenommen, dass sich die Finanzmärkte weltweit rasch stabilisieren könnten, doch eine Vielzahl von Finanzmärkten wäre für mindestens fünf Tage erheblichem Stress ausgesetzt.

**Für den Stresstest von betrieblichen Versorgungseinrichtungen durch die EIOPA lieferte der ESRB nur ein Szenario.** In einigen EU-Ländern spielen die Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (im Folgenden als „Pensionseinrichtungen“ bezeichnet) eine zentrale Rolle bei der Bereitstellung von Sparleistungen im Rahmen der privaten Altersvorsorge. Das Verständnis darüber, wie Pensionseinrichtungen durch ungünstige Marktentwicklungen beeinflusst werden, ist also wichtig; daher stellte der ESRB auch ein adverses Szenario für den Stresstest der EIOPA im laufenden Jahr bereit. Das Szenario wurde für die harmonisierte Bewertung von Pensionseinrichtungen mit Zusagen fester und teilweise fester Leistungen unter Verwendung eines einheitlichen Bilanzansatzes sowie für die Marktbewertung der Vermögenswerte von Pensionseinrichtungen mit Festbeitragssystemen entwickelt.<sup>58</sup> Die Annahmen zu den langfristigen Risikoprämien, die für andere Komponenten des Stresstests der EIOPA erforderlich sind, wurden von der EIOPA selbst entwickelt.

**Mithilfe des Szenarios für die EIOPA sollte ausgelotet werden, wie widerstandsfähig sich betriebliche Versorgungseinrichtungen bei einem Doppelschlag (sogenannter „Double Hit“) erweisen.** Die EZB entwickelte in Zusammenarbeit mit dem ESRB die Beschreibung und Methodik und kalibrierte das adverse finanzielle Szenario für diesen Test. Angesichts ihrer umfangreichen Investmentportfolios und langfristigen Verbindlichkeiten sind Pensionseinrichtungen mit Zusagen fester Leistungen besonders anfällig für ein „Double-Hit“-Szenario, das durch einen abrupten erheblichen Rückgang der Vermögenspreise in Verbindung mit sinkenden risikolosen Zinssätzen gekennzeichnet ist. Um dem Rechnung zu tragen, wird das adverse Szenario durch einen Schock an den Aktienmärkten der EU ausgelöst. Als Reaktion darauf steigen die Risikoprämien einer Reihe von anderen Anlageklassen, in denen Pensionseinrichtungen engagiert sind, wodurch die von ihnen gehaltenen Aktiva an Wert verlieren. In diesem Szenario wurde unterstellt, dass die risikolosen Zinssätze weiter fallen. Darin spiegeln sich anhaltende strukturelle und demografische Veränderungen wider, die mit einem weiteren Rückgang des Produktivitätswachstums und einer Niedrigzinsphase infolge der akkommodierenden Notenbankpolitik einhergehen. Im Ergebnis kommt es zu einem Anstieg des Barwerts der Pensionsverpflichtungen.

**Als Ergänzung zum Stresstest der EBA führte der ESRB eine Umfrage durch, um ein besseres Verständnis der Zweitrundeneffekte, die sich aus der kollektiven Reaktion der Banken auf ein Stressereignis ergeben können, zu gewinnen.** Die weltweite Finanzkrise hat gezeigt, dass ein auf das Finanzsystem wirkender Schock durch die Art und Weise, wie Finanzinstitute auf ihn reagieren, verstärkt werden kann. Der Stresstest der EBA war nicht darauf ausgerichtet, Zweitrundeneffekte zu erfassen. Daher konzipierte der ESRB – neben dem im Jahresbericht 2015 beschriebenen adversen Szenario – eine Umfrage zum besseren Verständnis dieser Effekte, die an die 30 größten Banken in der EU versendet wurde. Die Ergebnisse wurden mit den teilnehmenden Banken auf einem Workshop im Oktober 2016 erörtert. Es zeigte sich, dass die Zweitrundeneffekte beträchtliche Ausmaße annehmen können und dass Banken Schwierigkeiten haben könnten, die Reaktionen anderer Banken in ihre Überlegungen zur eigenen Reaktion auf das Stressereignis einzubeziehen.

---

<sup>58</sup> Die EIOPA schlug einen einheitlichen Bilanzansatz vor, der eine marktbasierende, risikoempfindliche Bewertung der Bilanzen von Pensionseinrichtungen vorsieht. Siehe EIOPA, [Opinion to EU Institutions on a Common Framework for Risk Assessment and Transparency for IORPs](#), EIOPA-BoS-16/075, 14. April 2016.



### 3 Überblick über die nationalen Maßnahmen

**Dieser Abschnitt gibt einen allgemeinen Überblick über die von den Mitgliedstaaten im Berichtszeitraum verabschiedeten Maßnahmen.**<sup>59</sup> Angesichts seines breit gefassten Mandats und seiner EU-weiten Perspektive verfügt der ESRB über gute Voraussetzungen, um als zentrale Sammelstelle für Informationen über die von den Mitgliedstaaten ergriffenen makroprudenziellen Maßnahmen zu fungieren. Der ESRB veröffentlicht alle ihm angezeigten Maßnahmen auf seiner Website. Im folgenden Abschnitt werden die von den Mitgliedsländern im Berichtszeitraum ergriffenen Maßnahmen (aufgeschlüsselt nach den unterschiedlichen Instrumenten) erörtert, wobei auch auf Maßnahmen eingegangen wird, die im Zuge der gegenseitigen Anerkennung (Reziprozität) infolge entsprechender Anträge anderer Mitgliedstaaten ergriffen wurden.

#### 3.1 Maßnahmenübersicht

**Im Jahr 2016 waren die meisten Elemente des makroprudenziellen Rahmens in allen Mitgliedstaaten umgesetzt und in vollem Umfang wirksam.** Es war das erste Jahr, in dem sämtliche Mitgliedsländer den antizyklischen Kapitalpuffer vierteljährlich festlegten und eine jährliche Überprüfung der Einstufung und Festlegung von Kapitalpufferquoten für andere systemrelevante Institute (A-SRI) vornahmen, was mehr makroprudenzielle Entscheidungen als in den Vorjahren zur Folge hatte. Außerdem gab es im Vergleich zu früheren Jahren eine starke Zunahme der reziproken Maßnahmen aufgrund der Umsetzung des vom ESRB entwickelten Rahmens zur freiwilligen gegenseitigen Anerkennung.

**Was die Instrumente betrifft, die keiner regelmäßigen Überprüfung unterliegen, so ergriff etwa die Hälfte der Mitgliedstaaten im vergangenen Jahr aktiv makroprudenzielle Maßnahmen.** Hierbei handelte es sich zumeist um verschärfende Maßnahmen, die sich überwiegend auf den Wohnimmobiliensektor bezogen (siehe Abbildung 22). Mehrere Mitgliedsländer verschärften bereits vorhandene Maßnahmen.

---

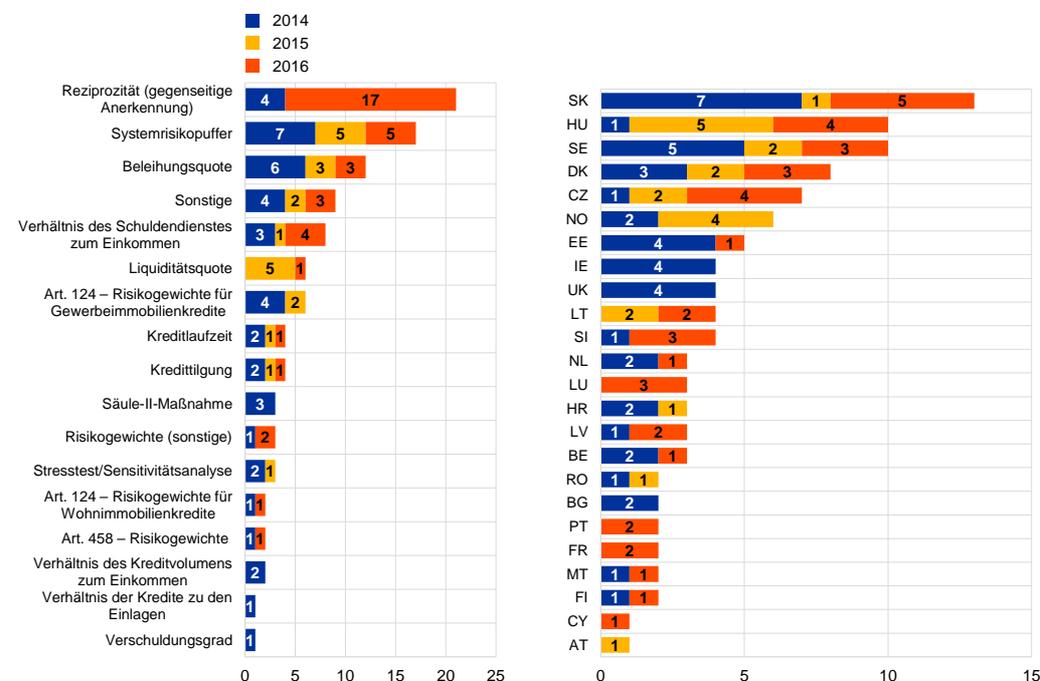
<sup>59</sup> Weitere Einzelheiten zu den 2016 ergriffenen Maßnahmen finden sich in: ESRB, **A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2016**, April 2017.



Abbildung 22

### Anzahl der dem ESRB von 2014 bis 2016 angezeigten substanziellen Maßnahmen (ohne regelmäßig überprüfte Instrumente)

(Anzahl der Maßnahmen nach Maßnahmenart (linke Grafik) und nach Mitgliedstaat (rechte Grafik))



Quelle: ESRB.

Anmerkung: Es gelten alle Maßnahmen als substanziell, mit Ausnahme jener Maßnahmen, die eher verfahrenstechnischer oder administrativer Natur sind (etwa die vorzeitige Einführung des Kapitalerhaltungspuffers oder die Befreiung kleiner und mittlerer Wertpapierfirmen vom Kapitalerhaltungspuffer). Der antizyklische Kapitalpuffer und die Kapitalpuffer für systemrelevante Institute sind aufgrund der regelmäßigen Festlegung ihrer Pufferquoten nicht in der Abbildung enthalten.

**Im Jahr 2016 waren beim antizyklischen Kapitalpuffer verschiedene Entwicklungen zu beobachten.** Fünf Länder bestätigten ihre Pufferquoten von über null bzw. kündigten eine solche Quote an, und drei Länder erhöhten die Quote des antizyklischen Kapitalpuffers im Berichtsjahr (wobei eines dieser Länder, nämlich das Vereinigte Königreich, die Quote kurz danach wieder auf das ursprüngliche Niveau herabsetzte; siehe hierzu Abschnitt 3.2). Der vom ESRB entwickelte Rahmen zum antizyklischen Kapitalpuffer für Drittländer trat 2016 ebenfalls in Kraft: Es wurden jene Drittländer ermittelt und überwacht, die für die EU oder einzelne Mitgliedstaaten wesentlich sind (siehe Kasten 1 in Kapitel 1).

**Wohnimmobilienkredite stellten auch 2016 einen Hauptschwerpunktbereich der makroprudenziellen Behörden dar.** Der ESRB sprach gegenüber acht Mitgliedstaaten Warnungen in Bezug auf mittelfristige Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor aus und veröffentlichte überdies die Empfehlung ESRB/2016/14 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten (siehe Abschnitt 1.1). Mehrere Mitgliedsländer leiteten auf Risiken aus dem Wohnimmobiliensektor abzielende Schritte ein, während andere bereits bestehende Maßnahmen verschärfen. Viele Initiativen waren auf den Erhalt umsichtiger Kreditvergabestandards sowie auf die Abwendung von Bedrohungen aus den unterschiedlichen Risikofeldern („Sicherheiten“, „private Haushalte“ und „Bankensystem“) ausgerichtet.

**Zwar ist der Systemrisikopuffer nach wie vor eines der am häufigsten genutzten Instrumente, doch betrafen die 2016 ergriffenen Maßnahmen zumeist Änderungen am**



**existierenden Rahmen. Ein neuer Systemrisikopuffer wurde von keinem Mitgliedsland eingeführt.** Wie in der ESRB-Publikation „A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2016“<sup>60</sup> erörtert, variiert die Umsetzung dieses Instruments sowohl hinsichtlich des Anwendungsbereichs des Puffers als auch der durch ihn adressierten Risikoart erheblich. Nach Unionsrecht muss der Systemrisikopuffer mindestens alle zwei Jahre überprüft werden.

**Im Berichtsjahr fand in allen Mitgliedstaaten die erste jährliche Überprüfung der Rahmenregelungen für systemrelevante Institute durch die nationalen Behörden statt.**

Sämtliche Mitgliedsländer ermittelten ihre systemrelevanten Institute und führten Anforderungen für Eigenkapitalpuffer mit Übergangsfristen von bis zu vier Jahren ein. Rund 200 solcher Institute wurden in der EU (und in Norwegen) identifiziert, von denen viele in die Kategorie der 30 größeren grenzüberschreitenden Bankengruppen fallen. Dabei handelte es sich überwiegend um Kreditinstitute, aber es wurden auch sechs Wertpapierfirmen in Zypern als systemrelevant eingestuft. Die Anzahl der entsprechenden Institute variiert von Land zu Land und bewegt sich zwischen 2 in Estland und 16 im Vereinigten Königreich. Auch die Merkmale dieser Institute sind in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich.

**Im Jahr 2016 wurde auch der vom ESRB entwickelte Rahmen zur freiwilligen gegenseitigen Anerkennung umgesetzt.** Reziprozität wurde für eine von Belgien gemäß Artikel 458 der CRR verabschiedete Maßnahme im Immobiliensektor und einen von Estland eingeführten Systemrisikopuffer empfohlen. Die Reaktion auf diese beiden Empfehlungen zeigt, dass der neue Reziprozitätsrahmen des ESRB zu einer beträchtlichen Zunahme von reziproken Maßnahmen geführt hat. Sie hat jedoch auch deutlich gemacht, dass die Entscheidung für eine gegenseitige Anerkennung in den einzelnen Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich ausfallen kann.

## 3.2 Der antizyklische Kapitalpuffer

### a) Festlegung von nationalen Kapitalpuffern

**Im Berichtszeitraum bestätigten fünf Länder ihre Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer von über null bzw. kündigten eine solche Quote an** (siehe Abbildung 23). Dabei handelte es sich um die Tschechische Republik, Norwegen, die Slowakei, Schweden und das Vereinigte Königreich. In Schweden und Norwegen galt 2016 bereits eine antizyklische Kapitalpufferquote von über null. Im März 2016 beschloss Schweden, diese von 1,5 % auf 2 % (mit Gültigkeit ab März 2017) zu erhöhen. Im Dezember 2016 entschied Norwegen, seine Pufferquote von 1,5 % auf 2 % (mit Gültigkeit ab Dezember 2017) anzuheben. Die Tschechische Republik hatte schon eine Pufferquote von 0,5 % beschlossen, die im Januar 2017 in Kraft trat, und bestätigte diese im Berichtszeitraum.

**Zwei Länder kündigten 2016 erstmals eine über null liegende Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer an.** Die Slowakei und das Vereinigte Königreich legten im Juli 2016 bzw. im März 2016 ihre Pufferquoten auf jeweils 0,5 % fest; beide Quoten sollten ein Jahr später in Kraft treten. Das Vereinigte Königreich senkte die Pufferquote nach dem Referendum zur Mitgliedschaft in der EU und der sich daraus ergebenden wesentlichen Änderung des Risikoausblicks mit

---

<sup>60</sup> Siehe ESRB, [A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2016](#), a. a. O.



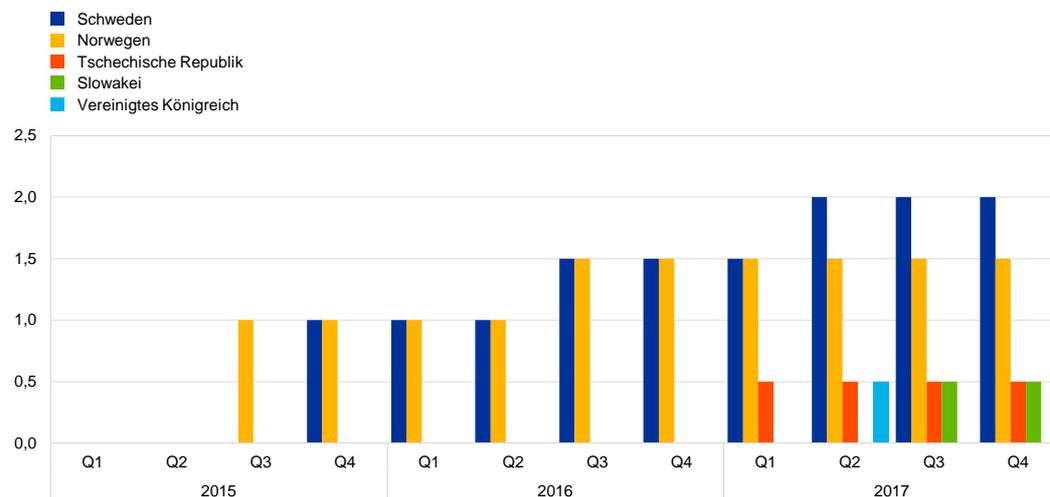
sofortiger Wirkung auf 0 %. Es ist das erste Mal in der Geschichte der EU, dass ein antizyklischer Kapitalpuffer vollständig abgerufen wird.

**Zwar ist die Kredit/BIP-Lücke der wichtigste Referenzindikator bei der Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer, doch empfiehlt der ESRB die Nutzung einer Reihe zusätzlicher Indikatoren, die auf den Aufbau von systemweiten Risiken hindeuten können.**

Die EU-Regelungen zum antizyklischen Kapitalpuffer werden durch Orientierungshilfen des ESRB ergänzt, zu denen auch eine Empfehlung für die Festlegung der Quote des antizyklischen Kapitalpuffers gehört.<sup>61</sup> Was die Anzahl und Art von zusätzlichen Indikatoren betrifft, die von den Mitgliedstaaten bei der Entscheidung über die Verwendung oder Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers herangezogen werden, so lassen sich sehr unterschiedliche Ansätze beobachten. Während manche Länder nur auf einige wenige zusätzliche Indikatoren zurückgreifen, prüfen andere mehr als 15 weitere Indikatoren.<sup>62</sup>

**Abbildung 23**  
**Länder mit einer über null liegenden Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer**

(in %; nach Datum der Umsetzung)



Quelle: ESRB.

Anmerkung: Das Vereinigte Königreich revidierte seinen Ende März 2016 getroffenen Beschluss über eine künftige Pufferquote von 0,5 % Anfang Juli 2016 und senkte die Quote wieder auf 0 %. Aus diesem Grund ist für das Vereinigte Königreich lediglich eine Säule im zweiten Quartal 2017 dargestellt.

**Die ersten Erfahrungen mit dem antizyklischen Kapitalpuffer belegen, dass es keinen automatischen Zusammenhang zwischen der Kredit/BIP-Lücke und der von den Behörden festgelegten Höhe der Pufferquote gibt.** Zwar kann durch Analysen eine eindeutige positive Beziehung zwischen den beiden Größen gezeigt werden, die Pufferquote entspricht jedoch nicht automatisch dem in der Empfehlung genannten Richtwert. Auch die Indikatoren aus den vom ESRB empfohlenen Kategorien zeigen einen klaren Zusammenhang mit den Pufferquoten, vor

<sup>61</sup> Siehe **Empfehlung ESRB/2014/1 zu Orientierungen zur Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer**

<sup>62</sup> Siehe A. Pekanov und F. Dierick, **Implementation of the countercyclical capital buffer regime in the European Union**, ESRB Macprudential Commentaries, Nr. 8, Dezember 2016.



allem im Hinblick auf jene Indikatoren, die mit der Überbewertung von Wohnimmobilienpreisen, der Kreditentwicklung und der Widerstandsfähigkeit der Bankbilanzen in Verbindung stehen.

## **b) Festlegung von Kapitalpuffern für Drittländer**

**Das vom ESRB entwickelte Rahmenwerk zum antizyklischen Kapitalpuffer für Drittländer (also Länder außerhalb der EU) trat 2016 in Kraft.** Gemäß diesen Regelungen teilen sich die Mitgliedstaaten und der ESRB die Verantwortung für die Identifizierung und Überwachung wesentlicher Drittländer.<sup>63</sup> Der ESRB identifiziert Drittländer, denen gegenüber das EU-Bankensystem als Ganzes materielle Risikopositionen unterhält, prüft die Liste jährlich und überwacht die Entwicklungen in diesen Ländern mit Blick auf Anzeichen für ein übermäßiges Kreditwachstum. Auch die Mitgliedstaaten ermitteln und überwachen Drittländer, denen gegenüber das Bankensystem ihres eigenen Landes materielle Risikopositionen aufweist. Die Mitgliedsländer können beschließen, bestimmte Drittländer nicht selbst zu überwachen und sich stattdessen auf die Ergebnisse der Überwachung durch den ESRB zu stützen.

**Die ursprüngliche Liste des ESRB umfasste sechs wesentliche Drittländer; die von den einzelnen Mitgliedstaaten ermittelte Anzahl der wesentlichen Drittländer schwankt indes erheblich.** Die Liste enthält die nach absteigender Höhe der Risikopositionen des EU-Bankensektors gegenüber dem jeweiligen Staat geordneten Drittländer Vereinigte Staaten, Hongkong, China, Türkei, Brasilien und Russland. Die Anzahl der von den einzelnen Mitgliedstaaten als wesentlich identifizierten Drittländer bewegt sich zwischen 0 (neun Mitgliedstaaten) und 11 (Niederlande). Die meisten Überschneidungen gibt es bei den sechs vom ESRB identifizierten Ländern; sie reichen von 13 (Vereinigte Staaten) bis 2 (Hongkong).

**Die meisten Mitgliedstaaten wenden bei der Wesentlichkeitseinstufung von Drittländern dieselbe Methodik wie der ESRB an; allerdings kann sich die Art und Weise der Überwachung unterscheiden.** Obwohl die ESRB-Methodik zur Identifizierung wesentlicher Drittländer nur für den ESRB und nicht für die Mitgliedstaaten bindend ist, wird sie von den meisten Mitgliedsländern in ihrer ursprünglichen bzw. einer leicht abgeänderten Form angewendet. Unterschiedlich sind indes die Ansätze der Mitgliedstaaten bei der Überwachung der bereits vom ESRB identifizierten und überwachten sechs wesentlichen Drittländer. Dreizehn Mitgliedstaaten haben den ESRB mit der Überwachung dieser sechs Drittländer beauftragt, und vier Mitgliedstaaten führen die Überwachung, die in einigen Fällen auch anderen Zwecken dient, selbst durch.

## **3.3 Maßnahmen im Immobiliensektor**

**Der Immobiliensektor, insbesondere der Wohnimmobiliensektor, bildete im Jahr 2016 den Hauptschwerpunkt der makroprudenziellen Politik des ESRB und seiner Mitglieder.** Dies hängt mit der Bedeutung der Immobilienmärkte für die Finanzstabilität und den Anzeichen für sich herausbildende Anfälligkeiten an den Wohnimmobilienmärkten in einigen Mitgliedstaaten

---

<sup>63</sup> Siehe [Empfehlung ESRB/2015/1 zur Anerkennung und Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer gegenüber Drittländern](#) und [Beschluss ESRB/2015/3 zur Bewertung der Wesentlichkeit von Drittländern für das europäische Bankensystem im Hinblick auf die Anerkennung und die Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer](#)



zusammen. Der ESRB sprach gegenüber acht Mitgliedstaaten Warnungen in Bezug auf mittelfristig auftretende Schwachstellen im Wohnimmobiliensektor aus und verabschiedete die Empfehlung ESRB/2016/14 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten (weitere Einzelheiten hierzu finden sich in Abschnitt 1).

**Im Laufe des vergangenen Jahres wurden mehrere Maßnahmen zur Bekämpfung der vom Wohnimmobiliensektor ausgehenden Risiken auf nationaler Ebene eingeführt, die sich zumeist auf die Kreditnehmer bezogen.** Die im Berichtszeitraum am häufigsten ergriffenen Maßnahmen zur Abwehr von Risiken aus dem Wohnimmobiliensektor betrafen die Kreditvergabestandards. Einige Mitgliedstaaten verschärfen oder änderten bereits existierende Maßnahmen. In anderen Mitgliedsländern wurden Maßnahmen in Bezug auf Risikogewichte für die Vergabe von Wohn- oder Gewerbeimmobilienkrediten entweder neu angekündigt oder bestätigt. Belgien beantragte die Verlängerung einer bereits bestehenden, im Einklang mit Artikel 458 der CRR eingeführten Maßnahme, die einen Aufschlag von 5 Prozentpunkten auf die Risikogewichte für belgische Wohnbaukredite von Banken vorsieht, die ihr Kreditrisiko mithilfe des IRB-Ansatzes messen.<sup>64</sup> Weder die Europäische Kommission, die sich auf eine Stellungnahme des ESRB<sup>65</sup> stützte, noch die EBA widersprachen dieser Ausweitung.<sup>66</sup> Auf Antrag der belgischen Behörden empfahl der ESRB die gegenseitige Anerkennung dieser Maßnahme gemäß Empfehlung ESRB/2015/2.<sup>67</sup> Mehrere Mitgliedstaaten, darunter Frankreich und die Niederlande, deren Anteil am Markt für Hypothekarkredite in Belgien jeweils beträchtlich ist, erkannten die Maßnahme gegenseitig an, obwohl ihre Banken zumeist über Tochtergesellschaften in Belgien tätig sind.

**Für die Eingruppierung von immobilienmarktbezogenen Instrumenten bietet sich die Klassifizierung in die Risikofelder „private Haushalte“ (Kreditnehmer), „Sicherheiten“ und „Bankensystem“ (Kreditgeber) an.**<sup>68</sup> Unter die erste Gruppe fallen Instrumente, die auf die Rückzahlungsfähigkeit des Schuldners abzielen, wie beispielsweise Obergrenzen für das Verhältnis von Kreditvolumen, Verschuldung, Gewinn und Schuldendienst zum Einkommen. Zur zweiten Gruppe zählen Instrumente, die sich auf die Sicherheiten der Kredite konzentrieren, etwa Beleihungsquoten. Die dritte Kategorie umfasst Instrumente, welche die Widerstandsfähigkeit des Kreditgebers unmittelbar erhöhen, wie z. B. Risikogewichte, sektorale Kapitalpuffer sowie Stresstests mit Eigenkapitalzuschlägen. Einige Instrumente lassen sich mehreren Kategorien zuordnen: So beeinflussen Anforderungen bezüglich der Darlehenstilgung die Tilgungslast (Risikofeld private Haushalte), setzen aber gleichzeitig im Zeitverlauf auch die Beleihungsobergrenze herab (Risikofeld Sicherheiten).

**Die meisten Mitgliedstaaten wenden bei der Beseitigung von aus dem Wohnimmobiliensektor resultierenden Schwachstellen mittlerweile eine Kombination von**

---

<sup>64</sup> Siehe ESRB, [A Review of Macprudential Policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR](#), Juni 2015, S. 18 und 23.

<sup>65</sup> Siehe ESRB, [Opinion ESRB/2016/1 regarding Belgian notification of an extension of the period of application of a stricter measure based on Article 458 of Regulation \(EU\) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions](#), 18. Februar 2016.

<sup>66</sup> Siehe Europäische Kommission, Decision not to propose an implementing act to reject the intended extension of the national measure under Article 458 of Regulation (EU) No 575/2013 notified by the Kingdom of Belgium under Article 458(9) in conjunction with Article 458(4) of Regulation (EU) No 575/2013, 15. März 2016.

<sup>67</sup> Der ESRB veröffentlichte die Empfehlung ESRB/2016/3 zur Änderung der Empfehlung ESRB/2015/2, um die belgische Maßnahme in das Verzeichnis der Maßnahmen aufzunehmen, die gegenseitig anerkannt werden.

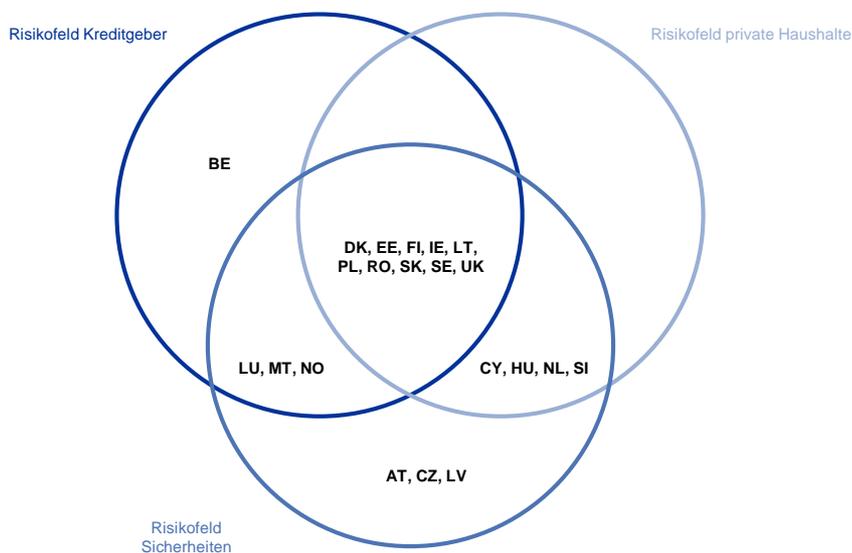
<sup>68</sup> Siehe ESRB, [Report on residential real estate and financial stability in the EU](#), Dezember 2015, S. 86 ff.



**Instrumenten an** (siehe Abbildung 24).<sup>69</sup> Die verschiedenen Risikofelder decken unterschiedliche Risikokanäle ab, und eine Kombination von Instrumenten kann die Effektivität der Maßnahmen insgesamt erhöhen.

Abbildung 24

#### Nutzung von wohnimmobilienbezogenen Instrumenten nach Risikofeldern



Quelle: ESRB.

Anmerkung: Anforderungen bezüglich der Darlehenstilgung zählen sowohl zum Risikofeld private Haushalte als auch zum Risikofeld Sicherheiten.

### 3.4 Systemrisikopuffer

**Der Systemrisikopuffer ist nach wie vor ein häufig verwendetes makroprudenzielles Instrument, wobei seine Nutzung von Land zu Land unterschiedlich ist.** Wenngleich es sich

bei den im Berichtszeitraum ergriffenen Maßnahmen hauptsächlich um Anpassungen an die existierenden Rahmenregelungen für den Systemrisikopuffer handelt, spiegelt sich darin die große Bandbreite an Nutzungsmöglichkeiten dieses Instruments wider. In seiner Antwort auf das Konsultationsdokument „Review of the EU Macro-prudential Policy Framework“ der Europäischen Kommission (siehe Abschnitt 2.1) verwies der ESRB auf die durch die Flexibilität des Systemrisikopuffers entstehende Gefahr, dass die Nutzung anderer Instrumente in Bezug auf deren beabsichtigten Zweck negativ beeinflusst werden kann, und betonte die Vorteil einer weiteren Klarstellung und Verbesserung der Regeln für die Verwendung dieses Puffers.

**Eine Reihe von Ländern passte den Systemrisikopuffer an, nachdem es zu Veränderungen bei ihren systemrelevanten Instituten gekommen war.** Einige Mitgliedstaaten verwenden den Systemrisikopuffer als Alternative oder Ergänzung zum A-SRI-Puffer. Änderungen bei den ermittelten A-SRI oder bei der Höhe der A-SRI-Puffer können somit auch zu einer Rekalibrierung des Systemrisikopuffers führen. Die Tschechische Republik etwa überprüfte 2016 das Verzeichnis

<sup>69</sup> Erläuterungen zu den Gewerbeimmobilien finden sich in: ESRB, **A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2015**, Mai 2016, S. 20-23.

der A-SRI; im Rahmen dieser Überprüfung stieg die Zahl der entsprechenden Banken von vier auf fünf, und einige geltende Pufferquoten wurden ebenfalls erhöht. Diese Änderungen traten 2017 in Kraft. Dänemark nutzt den Systemrisikopuffer auch, um die von systemrelevanten Banken ausgehenden Risiken abzumildern, und nahm angesichts einer Änderung der Rechtsform der Nordea-Gruppe eine ab 2017 geltende Anpassung am Verzeichnis der A-SRI vor. Die Slowakei verwendet den Systemrisikopuffer in Verbindung mit dem A-SRI-Puffer, um einen bestimmten aggregierten Puffer für fünf A-SRI zu erreichen. In der Berichtsperiode wurden diese Kapitalpuffer neu kalibriert, nachdem die Muttergesellschaften von vier dieser Institute in ihren Heimatländern (Österreich, Belgien und Italien) als A-SRI eingestuft worden waren. Im Vereinigten Königreich veröffentlichte das Financial Policy Committee der Bank of England sein Rahmenwerk für den Systemrisikopuffer.<sup>70</sup> Dieser Puffer findet ab 2019 auf systemrelevante Institute Anwendung.

**Es wurden noch weitere Änderungen an den Systemrisikopuffern vorgenommen, für die es unterschiedliche Gründe gab.**

Estland verringerte mit Wirkung ab dem dritten Quartal 2016 seinen Systemrisikopuffer von 2 % für alle Risikopositionen auf 1 % für inländische Risikopositionen, um eine Doppelerfassung im Rahmen des A-SRI-Puffers zu vermeiden. Der A-SRI-Puffer wurde zu diesem Zeitpunkt für zwei Institute eingeführt, die mehr als 60 % der gesamten Aktiva des Bankensektors halten. Der ESRB empfahl auf Antrag der estnischen Behörden die gegenseitige Anerkennung dieser Maßnahme.<sup>71</sup> Zu den Mitgliedstaaten, die sich diesbezüglich zur Reziprozität verpflichteten, gehörte Schweden, welches das wichtigste Sitzland ausländischer in Estland tätiger Banken ist. Der geplante Systemrisikopuffer in Ungarn zielt darauf ab, systemische Risiken, die sich aus Problemkrediten im Gewerbeimmobiliensektor ergeben, zu bekämpfen und Anreize für Banken zu schaffen, sich dieser Risikopositionen anzunehmen. Im Jahresverlauf 2016 beschloss Ungarn, den Puffer erst zum 1. Juli 2017 und damit sechs Monate später als ursprünglich geplant einzuführen, um die Kreditgewährung an die Realwirtschaft zu fördern. Rumänien kündigte an, den Systemrisikopuffer, der 2016 zur Beseitigung des aus bestimmten Besitzstrukturen der Banken resultierenden externen Ansteckungsrisikos eingeführt worden war, zum 1. März 2017 zu deaktivieren. Begründet wurde diese Entscheidung mit der empfundenen Verringerung dieses Ansteckungsrisikos, der Aktivierung des A-SRI-Puffers und einer veränderten Gesetzgebung auf nationaler Ebene, welche zu niedrigeren Eigenmittelanforderungen der Banken führen könnte. Österreich führte den Systemrisikopuffer 2016 ein, um die sich aus einer Kombination unterschiedlicher Faktoren ergebenden Risiken zu bekämpfen. Hierzu gehören das recht große Bankensystem des Landes, das hohe Risikoengagement in Schwellenländern, die unzureichende Vorbereitung Österreichs auf die Verringerung/den Wegfall der impliziten Staatsgarantie, die im Vergleich zu anderen europäischen Ländern niedrige Kapitalausstattung des Bankensystems und die spezifische Eigentümerstruktur von Instituten (hoher Anteil an Nichtaktiengesellschaften), welche die Rekapitalisierung in Krisenzeiten erschwert.

### 3.5 Puffer für systemrelevante Institute

**Alle Mitgliedstaaten schlossen im Berichtszeitraum die Überprüfung ihrer Verzeichnisse der als A-SRI identifizierten Institute ab.** Mittlerweile sind rund 200 Institute in der EU (und

<sup>70</sup> Siehe Bank of England, [The Financial Policy Committee's framework for the systemic risk buffer](#), Mai 2016.

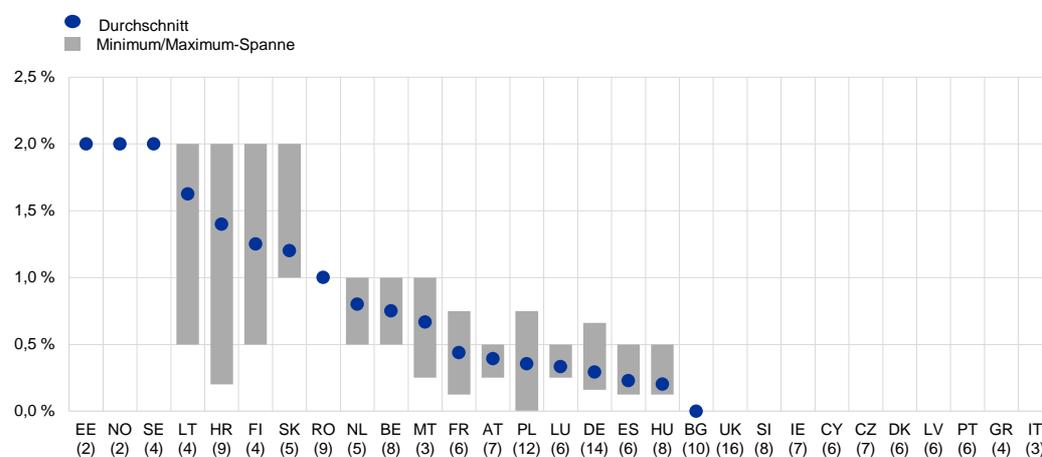
<sup>71</sup> Der ESRB veröffentlichte die [Empfehlung ESRB/2016/4](#) zur Änderung der Empfehlung ESRB/2015/2, um die estnische Maßnahme in das Verzeichnis der Maßnahmen aufzunehmen, die gegenseitig anerkannt werden.



Norwegen) als A-SRI eingestuft, wobei ihre Zahl in den jeweiligen Ländern von 2 (Estland) bis 16 (Vereinigtes Königreich) reicht. Dabei handelte es sich vorwiegend um Kreditinstitute; nur 6 Wertpapierfirmen (in Zypern) wurden als systemrelevant eingestuft. Zwar wurden 2016 einige Veränderungen am Verzeichnis der A-SRI und den damit zusammenhängenden Pufferquoten vorgenommen, diese hingten aber zumeist mit Unternehmensumstrukturierungen, einer geänderten Bewertung (Score) der Institute im Hinblick auf das systemische Risiko oder einer Anpassung der Methodik bei der Festlegung von A-SRI-Puffern zusammen.<sup>72</sup> Größtenteils blieben das Verzeichnis und die Pufferquoten der A-SRI praktisch unverändert. Unter den europäischen A-SRI sind 13 global systemrelevante Institute; sie haben ihren Sitz in Deutschland, Frankreich, Italien, den Niederlanden, Schweden, Spanien und dem Vereinigten Königreich.

Abbildung 25

### A-SRI-Pufferanforderungen an Kreditinstitute (Stand: Januar 2017)



Quelle: ESRB.

Anmerkung: Die Zahlen in Klammern geben die Anzahl der A-SRI in den einzelnen Ländern an. Der Durchschnitt bezieht sich auf das arithmetische Mittel der stufenweise eingeführten A-SRI-Kapitalpuffer im betreffenden Land (Stand: 1. Januar 2017). Die Tschechische Republik, Dänemark, Irland, Griechenland, Italien, Zypern, Lettland, Portugal, Slowenien und das Vereinigte Königreich verfügen zum 1. Januar 2017 über keine geltenden Pufferquoten.

### Die Merkmale der A-SRI und die geltenden Pufferquoten variieren zwischen den einzelnen Ländern erheblich und sind zum Teil den Unterschieden der nationalen Bankensysteme geschuldet.

Generell gilt, dass die A-SRI im Durchschnitt betrachtet umso größer sind, je größer das Land ist, es gibt jedoch Ausnahmen. Auch die Höhe und Verteilung der A-SRI-Pufferquoten sowie die Übergangsfristen sind in den Mitgliedsländern uneinheitlich. Die höchsten ab 2017 geltenden Kapitalpufferanforderungen waren in Estland, Schweden und Norwegen zu verzeichnen. Viele Mitgliedstaaten haben für 2017 noch keine A-SRI-Puffer festgelegt oder diese auf 0 % gesetzt. Die meisten Länder verfügen über verschiedene Pufferquoten für unterschiedliche Institute. Die Übergangsfristen bewegen sich zwischen zwei und vier Jahren, einige Staaten entschließen sich aber auch, Pufferquoten mit sofortiger Wirkung verbindlich vorzuschreiben. Im Jahr 2016 begannen 13 Mitgliedsländer damit, den A-SRI-Puffer stufenweise einzuführen. Kürzlich

<sup>72</sup> Gemäß Artikel 5 der Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates vom 15. Oktober 2013 zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank, ABl. L 287 vom 29.10.2013, S. 63, hat die EZB eine Methodik für die Beurteilung der von nationalen Behörden festgelegten A-SRI-Puffer verabschiedet.



veröffentlichte der ESRB gemeinsam mit der EZB erstmals Übersichten über die unterschiedlichen in der EU und im Euroraum geltenden Eigenkapitalpuffer.<sup>73</sup>

**Viele A-SRI gehören größeren grenzüberschreitend tätigen Bankengruppen an, bei denen die Muttergesellschaft ein A-SRI oder ein G-SRI mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat ist.**

Rund 30 solcher grenzüberschreitenden Gruppen wurden identifiziert; einige davon kontrollieren A-SRI in bis zu 10 unterschiedlichen Mitgliedsländern. Zu den Gruppen mit besonders starker grenzübergreifender Präsenz durch viele A-SRI zählen die Erste Group Bank, die Volksbanken Raiffeisenbanken, die Société Générale und die UniCredit. Aus Sicht der Finanzstabilität kann eine länderübergreifende Eigentümerstruktur einen möglichen Transmissionskanal für Risiken darstellen.

---

<sup>73</sup> **Exemplarische Übersicht über die unterschiedlichen in der Europäischen Union und im Euro-Währungsgebiet geltenden Eigenkapitalpuffer**



## Kapitel 3 – Gewährleistung der Umsetzung und Rechenschaftspflicht

**Dieses Kapitel enthält einen Überblick über die Maßnahmen, die der ESRB ergriffen hat, um seine Rechenschaftslegung zu intensivieren.** Zunächst wird untersucht, inwieweit die Empfehlungen des ESRB während des Berichtszeitraums umgesetzt wurden; Grundlage hierfür sind die Ergebnisse der jeweiligen Folgemaßnahmen. Ferner wird die Berichterstattung des ESRB gegenüber dem Europäischen Parlament dargelegt; berücksichtigt werden hierbei auch die Äußerungen des ESRB-Vorsitzenden während der Anhörungen vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung sowie sonstige institutionelle Aspekte. Zuletzt wird der institutionelle Rahmen des ESRB kurz umrissen.

### 1 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlungen des ESRB

**Empfehlungen des ESRB haben zwar keine rechtliche Bindungswirkung, unterliegen jedoch einem Mechanismus des „Handelns oder Erklärens“**, wonach die Adressaten der Empfehlungen – z. B. Mitgliedstaaten, nationale Aufsichtsbehörden, nationale makroprudenzielle Behörden und europäische Institutionen – verpflichtet sind, dem ESRB und dem Rat der EU über ihre Maßnahmen zur Umsetzung einer Empfehlung Bericht zu erstatten bzw. ihr eventuelles Nichthandeln angemessen zu begründen. Um den Adressaten eine Orientierungshilfe für die Beurteilung der Umsetzung von ESRB-Empfehlungen an die Hand zu geben, wurde im Juli 2013 das Handbuch des ESRB zum Umgang mit seinen Empfehlungen („Handbook on the follow-up to ESRB recommendations“, im Folgenden „Handbuch“) veröffentlicht. Das Handbuch wurde seither unter Berücksichtigung der Erfahrungen aus vorangegangenen Beurteilungen überarbeitet, und die revidierte Fassung wurde im April 2016 vom Verwaltungsrat gebilligt. Die wichtigsten Änderungen betreffen: 1) eine Neukonfiguration der der Prüfung vorausgehenden Phase, was für die Adressaten und die Prüfer mit Blick auf die korrekte Umsetzung und Beurteilung der Empfehlungen entscheidend ist, 2) eine verbesserte Kommunikation zwischen den betreffenden Adressaten der Empfehlungen und den Mitgliedern des Prüfungsteams sowie 3) eine überarbeitete Methodik für die Zuordnung von Gewichten und die Einstufung.

**Nachfolgend werden die vier im Berichtszeitraum durchgeführten Beurteilungen betrachtet.** Diese bezogen sich auf die Umsetzung der Empfehlungen ESRB/2012/1 zu Geldmarktfonds, ESRB/2012/2 zur Finanzierung von Kreditinstituten, ESRB/2013/1 zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen sowie ESRB/2015/1 zur Anerkennung und Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer für Risikopositionen gegenüber Drittländern.

#### 1.1 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2012/1 zu Geldmarktfonds

**Diese Empfehlung des ESRB zielte auf die Eindämmung der von Geldmarktfonds ausgehenden Systemrisiken ab.** Mit einer an die Europäische Kommission gerichteten Empfehlung zur Verabschiedung von EU-Rechtsakten sollten der Vollzug der Umstellung von einem konstanten auf einen schwankenden Nettoinventarwert, die Einführung strengerer Liquiditätsanforderungen, die Offenlegung bestimmter Angaben durch Geldmarktfonds sowie die



Festlegung verbesserter Berichtspflichten gegenüber Aufsichtsbehörden durch die Geldmarktfonds selbst sichergestellt werden.

**Die Beurteilung der Umsetzung dieser Empfehlung begann im Juni 2016 und konzentrierte sich zunächst auf den ursprünglichen Gesetzgebungsvorschlag der Europäischen Kommission.**<sup>74</sup>

Da aber Ende 2016 eine Übereinkunft zwischen den Gesetzgebern erzielt wurde und die Veröffentlichung der endgültigen EU-Verordnung zu Geldmarktfonds im Amtsblatt der EU im März 2017 noch ausstand, wurde beschlossen, eine Analyse des finalen Rechtsakts in den zusammenfassenden Umsetzungsbericht des ESRB mit aufzunehmen. Daher wurden die Finalisierung der Umsetzungsbeurteilung sowie die Veröffentlichung des entsprechenden Berichts zu dieser Empfehlung verschoben.

## **1.2 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2012/2 zur Finanzierung von Kreditinstituten**

**Empfehlung ESRB/2012/2 zur Finanzierung von Kreditinstituten zielt darauf ab, Anreize für nachhaltige Finanzierungsstrukturen für Kreditinstitute zu schaffen und damit zusammenhängende Systemrisiken einzudämmen.**

Sie empfiehlt den nationalen Aufsichtsbehörden, ihre Beurteilungen der Finanzierungs- und Liquiditätsrisiken zu vertiefen, die Pläne der Kreditinstitute zur Verringerung der Abhängigkeit von Finanzierungsquellen des öffentlichen Sektors zu überwachen und die Auswirkungen der Finanzierungspläne der Kreditinstitute auf die Kreditströme an die Realwirtschaft zu beurteilen. Des Weiteren wird der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) empfohlen, Leitlinien zu harmonisierten Vorlagen und Definitionen auszuarbeiten, um die Meldung von Finanzierungsplänen zu erleichtern, und die Beurteilung dieser Finanzierungspläne auf EU-Ebene zu koordinieren.<sup>75</sup>

**Ferner befasste sich die Empfehlung mit Risiken, die sich aus dem Risikomanagement, der Reservierung von Vermögenswerten für die Besicherung von Gläubigeransprüchen (Asset Encumbrance) und der Markttransparenz ergeben.** Im Einzelnen wurden die nationalen Aufsichtsbehörden gebeten, die Kreditinstitute dazu zu verpflichten, ein Risikomanagement sowie allgemeine Überwachungsrahmen für den Umgang mit aus der Asset Encumbrance erwachsenden Risiken einzurichten. Gleichzeitig wurde die EBA ersucht, Leitlinien für die Überwachung der Höhe, Entwicklung und Arten von Asset Encumbrance sowie zu Transparenzpflichten von Kreditinstituten in Bezug auf Asset Encumbrance zu entwickeln.

**Darüber hinaus betrifft die Empfehlung gedeckte Schuldverschreibungen und andere Instrumente, die Belastungen generieren.** Diesbezüglich wurden die nationalen Aufsichtsbehörden dazu angehalten, bewährte Vorgehensweisen, sogenannte Best Practices, im Hinblick auf gedeckte Schuldverschreibungen zu ermitteln und die Harmonisierung ihrer nationalen Rahmenregelungen zu fördern. Die EBA wurde gebeten, entsprechende Maßnahmen der nationalen Aufsichtsbehörden zu koordinieren und die Angemessenheit des Erlassens von Leitlinien oder Empfehlungen zur Bestätigung der Best Practices zu prüfen; ebenso sollte die EBA prüfen, ob auch andere Finanzinstrumente Belastungen generierten.

---

<sup>74</sup> Siehe Europäische Kommission, **Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Geldmarktfonds, COM/2013/615 final**, September 2013.

<sup>75</sup> Die Einhaltung von Einzelempfehlung A (5) wird im Jahresverlauf 2017 überprüft.



**Im Allgemeinen ergab der zusammenfassende Umsetzungsbericht, dass die Adressaten den Empfehlungen in einem sehr hohen Maße nachgekommen waren.** So wurden die nationalen Aufsichtsbehörden nicht nur in Bezug auf die Empfehlung insgesamt, sondern auch hinsichtlich der Einzelempfehlungen der Kategorie „Vollständig eingehalten“ (FC) bzw. „Großenteils eingehalten“ (LC) zugeordnet. Die EZB und die EBA erzielten ähnliche Ergebnisse, sodass ihnen insgesamt die vollständige Einhaltung bescheinigt wurde. Da diese Empfehlung hauptsächlich darauf abzielte, die Überwachung der Risiken, die sich aus den aktuellen Entwicklungen der Finanzierungsquellen- und -strukturen von Banken in der EU ergeben, zu verbessern, sind die Überprüfungsergebnisse Ausdruck des diesbezüglichen starken Engagements der nationalen Aufsichtsbehörden, der EBA und der EZB (siehe Tabelle 2).



Tabelle 2

**Einhaltung von Empfehlung ESRB/2012/2 zur Finanzierung von Kreditinstituten**

	A	B	C	D	E	Gesamtrating
BE	FC	FC	FC		FC	FC
BG	FC	FC	FC		SE	FC
CZ	LC	FC	LC		SE	LC
DK	FC	FC	FC		FC	FC
DE	FC	LC	FC		FC	FC
EE	FC	FC	LC		SE	FC
IE	FC	FC	FC		FC	FC
GR	FC	FC	FC		FC	FC
ES	FC	FC	FC		FC	FC
FR	LC	FC	FC		LC	LC
HR	FC	LC	FC		SE	FC
IT	FC	FC	FC		FC	FC
CY	FC	LC	LC		SE	LC
LV	FC	FC	FC		SE	FC
LT	FC	FC	FC		SE	FC
LU	FC	FC	FC		FC	FC
HU	FC	FC	FC		SE	FC
MT	FC	FC	FC		SE	FC
NL	FC	FC	FC		FC	FC
AT	FC	FC	FC		FC	FC
PL	FC	LC	LC		LC	LC
PT	FC	FC	FC		FC	FC
RO	FC	FC	FC		FC	FC
SI	FC	FC	LC		FC	FC
SK	FC	FC	FC		LC	FC
FI	FC	LC	FC		LC	LC
SE	LC	LC	LC		FC	LC
UK	FC	FC	FC		FC	FC
EZB	FC	SE	FC			FC
EBA	FC		LC	FC	FC	FC

FC	Vollständig eingehalten
LC	Großenteils eingehalten
PC	Teilweise eingehalten
MN	In wesentlichen Teilen nicht eingehalten
NC	Nicht eingehalten

SE	Nichthandeln hinreichend erläutert
IE	Nichthandeln unzureichend erläutert



**Allerdings wurden im Zuge der Prüfung auch einige Punkte identifiziert, die nicht vollständig im Geltungsbereich der Empfehlung liegen, was weitere Untersuchungen und Gespräche nach sich zog.** Zu diesen Punkten zählte die Aufgabenverteilung zwischen EZB und nationalen Aufsichtsbehörden im Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM), der während der Prüfungsphase errichtet wurde; bei Abfassung der Empfehlung war die Gründung des SSM noch nicht vollständig abzusehen gewesen. Des Weiteren trugen neue Gesetzgebungsinitiativen ungeachtet der Berücksichtigung der einzelnen Politikvorschläge des ESRB durch die Adressaten zur wirksamen Umsetzung dieser Empfehlung bei. Wenngleich die Heterogenität der im Zuge der Prüfung zusammengetragenen Informationen keinen eingehenden länderübergreifenden Vergleich oder endgültige Schlüsse gestattet, so lässt sich dennoch sagen, dass die Empfehlung einen wesentlichen Beitrag zur Schaffung neuer Rahmenbedingungen sowie zur Einführung einheitlicher Überwachungsverfahren und Best Practices geleistet hat, mit denen den Risiken begegnet werden soll, die sich aus besicherten und unbesicherten Finanzierungsquellen der Kreditinstitute ergeben.

### **1.3 Empfehlung ESRB/2013/1 zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen – zusammenfassender Umsetzungsbericht**

**Am 4. April 2013 veröffentlichte der ESRB eine Empfehlung zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen (ESRB/2013/1), die der Verfolgung des eigentlichen Ziels der makroprudenziellen Politik, nämlich der Sicherung des Finanzsystems insgesamt, dient.** Die an die nationalen makroprudenziellen Behörden, die Mitgliedstaaten sowie die Europäische Kommission gerichtete Empfehlung sollte bewirken, dass sich über Zwischenziele der makroprudenziellen Politik das eigentliche Ziel, die Sicherheit und Solidität des gesamten Finanzsystems, leichter erreichen lässt. Die Zwischenziele erstrecken sich auf fünf Kernbereiche und sollten sich auf mindestens ein einschlägiges, von der nationalen zuständigen Behörde bzw. Aufsichtsbehörde ausgewähltes Instrument beziehen. Zu jedem Zwischenziel wurde in der Empfehlung eine indikative Instrumentenliste vorgeschlagen. Ferner wurden die Ausarbeitung einer umfassenden Strategie für die makroprudenzielle Politik und die regelmäßige Überprüfung dieses Rahmens vorgeschlagen.

**Die Beurteilung der Umsetzung dieser Empfehlung in den EU-Mitgliedstaaten wurde Ende Januar 2017 abgeschlossen.** Aus dem zusammenfassenden Umsetzungsbericht zu Empfehlung ESRB/2013/1 geht hervor, dass die Mitgliedstaaten den Empfehlungen in einem sehr hohen Maß nachgekommen sind und Zwischenziele sowie makroprudenzielle Instrumente und Strategien weitgehend in ihre nationalen Rahmenwerke eingearbeitet haben (siehe Tabelle 3).

**Im Ergebnis verfolgen alle Mitgliedstaaten die vom ESRB für die makroprudenzielle Politik empfohlenen Zwischenziele und setzen hierfür spezifische makroprudenzielle Instrumente ein.** Die Festlegung makroprudenzieller Instrumente wurde besonders durch die Umsetzung der CRR/CRD IV auf nationaler Ebene erleichtert, die mit Unterstützung durch die Europäische Kommission EU-weit vorgenommen wurde. In vielen Fällen konzentrieren sich die Instrumente auf den Bankensektor, da die Finanzsysteme der meisten Mitgliedstaaten bankbasiert sind und sich an den Immobilienmärkten einiger Länder Entwicklungen ergaben, die die Behörden dazu veranlassten, auch die Einführung nicht harmonisierter Instrumente in Erwägung zu ziehen. Infolgedessen kommt es bezüglich der Überwachung potenzieller makroprudenzieller Risiken im Zusammenhang mit dem Nichtbankensystem und Finanzinfrastrukturen aller Art, einschließlich Zahlungsverkehrssystemen, Einlagensicherungseinrichtungen und Clearingaktivitäten zentraler Gegenparteien, unter Umständen noch zu weiteren Verbesserungen.



Im vorliegenden Bericht wird aufgezeigt, dass oftmals eine umfassende Strategie für die makroprudenzielle Politik erarbeitet wurde. In den meisten Fällen ist die Beteiligung der makroprudenziellen Behörden an der Entwicklung und Umsetzung von Sanierungs- und Abwicklungsplänen und Einlagensicherungssystemen gewährleistet. Des Weiteren wurden große Fortschritte in Bezug auf eine effektive Kommunikation zwischen den nationalen makroprudenziellen Behörden und dem ESRB erzielt.

Tabelle 3  
Einhaltung von Empfehlung ESRB/2013/1 zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen

	Gesamtrating	Einzelempfehlung A	Einzelempfehlung B	Einzelempfehlung C
Gewichtung		40 %	40 %	20 %
Österreich	FC	FC	FC	FC
Belgien	FC	FC	FC	LC
Bulgarien	FC	FC	FC	LC
Kroatien	FC	FC	FC	LC
Zypern	FC	FC	FC	FC
Tschechische Republik	LC	LC	LC	PC
Dänemark	FC	FC	FC	FC
Estland	FC	FC	FC	FC
Finnland	FC	FC	FC	LC
Frankreich	FC	FC	FC	FC
Deutschland	FC	FC	FC	FC
Griechenland	FC	FC	FC	FC
Ungarn	FC	FC	FC	FC
Irland	FC	FC	FC	FC
Italien	FC	FC	FC	LC
Lettland	FC	FC	FC	FC
Litauen	FC	FC	FC	FC
Luxemburg	FC	FC	FC	FC
Malta	FC	FC	FC	FC
Niederlande	FC	FC	FC	FC
Polen	FC	FC	FC	FC
Portugal	LC	LC	FC	FC
Rumänien	FC	FC	FC	FC
Slowakei	FC	FC	FC	FC
Slowenien	FC	FC	FC	FC
Spanien	LC	LC	FC	PC
Schweden	FC	FC	FC	LC
Vereinigtes Königreich	FC	FC	FC	FC

FC	Vollständig eingehalten
LC	Großenteils eingehalten
PC	Teilweise eingehalten

Hervorzuheben ist, dass die Mitgliedstaaten verpflichtet sind, ihr jeweiliges makroprudenzielles Regelwerk in dieser Anfangsphase der Entwicklung der nationalen institutionellen Rahmen auch vor dem Hintergrund des sich verändernden Risikoprofils des Finanzsystems kontinuierlich zu überwachen und anzupassen. Die große Mehrheit der Adressaten kommt der Empfehlung, ihren makroprudenziellen Rahmen regelmäßig zu überprüfen



und so seine Wirksamkeit und Effizienz sicherzustellen, bereits nach. Eine solche Überprüfung beinhaltet auch die Neubewertung des Bedarfs an weiteren Zwischenzielen und Instrumenten, die die meisten Adressaten derzeit jedoch noch nicht für erforderlich halten.

#### **1.4 Empfehlung ESRB/2015/1 zur Anerkennung und Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer für Risikopositionen gegenüber Drittländern – Beurteilung der Umsetzung**

**Am 11. Dezember 2015 veröffentlichte der ESRB seine Empfehlung zur Anerkennung und Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer für Risikopositionen gegenüber Drittländern (ESRB/2015/1), um das aus übermäßigem Kreditwachstum in Drittstaaten erwachsende Risiko zu mindern.** Die Empfehlung richtet sich an die benannten Behörden.

**Die Empfehlung dient der Förderung eines kohärenten Ansatzes in der gesamten EU bei der Anerkennung und Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer für Risikopositionen gegenüber Drittländern, womit wiederum ungleiche Ausgangsbedingungen und Aufsichtsarbitrage verhindert werden sollen.** Durch die Empfehlung soll sichergestellt werden, dass die benannten Behörden die von Drittlandsbehörden festgelegten Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer anerkennen, für Risikopositionen gegenüber Drittländern derartige Quoten festsetzen und im Falle von Risiken, die in einem bestimmten Drittland abnehmen oder tatsächlich eintreten, die entsprechenden Quoten verringern.

**Die den Adressaten für eine Meldung zum Stand der Umsetzung der Einzelempfehlungen B (1), B (2) und D gesetzte Frist endete am 31. Dezember 2016.** Die Prüfung der Einhaltung dieser Einzelempfehlungen in den einzelnen EU-Mitgliedstaaten begann im Januar 2017 und wird voraussichtlich Ende August 2017 abgeschlossen sein.

## **2 Berichterstattung an das Europäische Parlament und sonstige institutionelle Aspekte**

**Der ESRB erstattet dem Europäischen Parlament regelmäßig Bericht über seine Tätigkeiten im Rahmen der Ausübung seines Mandats. Grundlage hierfür ist Artikel 19 der ESRB-Verordnung.**<sup>76</sup> Im Einklang mit dieser Rechenschaftspflicht tritt der Vorsitzende des ESRB zu Anhörungen vor den Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (ECON). Diese Anhörungen sind öffentlich und werden als Webcast übertragen. Ein Link hierzu findet sich auf der Website des ESRB.

**Die einleitenden Bemerkungen des Vorsitzenden und der stellvertretenden Vorsitzenden des ESRB werden auf dessen Website veröffentlicht.** Sie vermitteln den Abgeordneten des Europäischen Parlaments einen Überblick über die Einschätzung des ESRB zu aktuellen von den verschiedenen Finanzsektoren ausgehenden Systemrisiken sowie zu den empfohlenen makroprudenziellen Politikoptionen.

---

<sup>76</sup> Siehe **Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken**, ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 1.



**Bei den Anhörungen stellt der ESRB-Vorsitzende die Initiativen, die der ESRB im Lauf des Jahres beschlossen hat, vor, damit die Europaabgeordneten aus erster Hand Informationen über die ihnen zugrunde liegenden Überlegungen erhalten.** Die zentralen Punkte der letzten beiden Anhörungen werden nachfolgend zusammengefasst.

**In der Anhörung am 21. Juni 2016 vor dem ECON hob der ESRB-Vorsitzende einige Leistungen des ESRB hervor:**

- seine laufenden Arbeiten zu den mittelfristigen Auswirkungen des niedrigen Zinsniveaus, wozu auch die Diskussionen im Verwaltungsrat über diese Fragen und die Validierung der technischen Arbeiten zählen
- die Entwicklung einer über den Bankensektor hinausgehenden Strategie für die makroprudenzielle Politik und die daraus resultierende Veröffentlichung eines entsprechenden Strategiepapiers des ESRB
- die Arbeit des ESRB zur Risikobewertung in den Sektoren Investmentfonds und Marktpflege in der EU. Dabei erhob der ESRB Daten zu 274 in der EU ansässigen Vermögensverwaltungsgesellschaften und 1 668 festverzinslichen Investmentfonds.
- eigene Veröffentlichungen, darunter Berichte zu Finanzstabilitätsfragen im Zusammenhang mit den Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten, ein Überblick über die makroprudenzielle Politik in der EU in Bezug auf die 2015 in den EU-Staaten ergriffenen Maßnahmen, ein Bericht zu Systemrisiken im Versicherungssektor sowie ein Bericht des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses, der maßgeblich in die Gespräche über die auf den Klimawandel zurückzuführenden Finanzstabilitätsrisiken einfluss
- die Schaffung einer Arbeitsgruppe, die sich mit Finanzstabilitätsfragen im Zusammenhang mit der Einführung des neuen internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS 9 befasst.

**In der Anhörung am 28. November 2016 vor dem ECON umriss der Vorsitzende des ESRB die wichtigsten Ergebnisse und jüngsten Maßnahmen, zu denen u. a. auch die folgenden Aktivitäten des ESRB zählten:**

- die Aussprache von acht länderspezifischen Warnungen zu mittelfristigen Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor. Im Nachgang zu einer EU-weiten Bewertung von Verwundbarkeiten im Wohnimmobiliensektor wurden die Warnungen an die zuständigen Minister der acht betroffenen Mitgliedstaaten gerichtet.
- die Veröffentlichung des ESRB-Berichts zu makroprudenziellen Politikaspekten und strukturellen Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds im Finanzsystem der EU. Der Bericht wurde vom Beratenden Wissenschaftlichen Ausschuss und vom Beratenden Fachausschuss des ESRB in Zusammenarbeit mit dem Ausschuss für Finanzstabilität der EZB erstellt und als beispielhaft für eine erfolgreiche Zusammenarbeit betrachtet.
- die Veröffentlichung der Empfehlung ESRB/2016/14 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten, die sowohl Wohn- als auch Gewerbeimmobilien betrifft. Mit dieser Empfehlung strebt der ESRB an, einen stärker harmonisierten Rahmen für die Überwachung der Entwicklungen an den Immobilienmärkten der EU zu etablieren.

**Abschließend merkte der Vorsitzende an, dass der ESRB seinem makroprudenziellen Überwachungsmandat mit Blick auf das Finanzsystem der EU weiterhin nachkommen werde.** Zu seiner Überwachungstätigkeit zählt vor allem die Identifizierung länderspezifischer Schwachstellen, die die Finanzstabilität gefährden können. Der institutionelle Rahmen des ESRB ermöglicht es, gegenseitigen Druck auszuüben und Tendenzen zur Untätigkeit entgegenzuwirken.



Seine Instrumente beinhalten Warnungen, wenn ein signifikantes systemisches Risiko für die Finanzstabilität erkannt wird und offengelegt werden muss, sowie Empfehlungen für das Einleiten von Gegenmaßnahmen.

**Neben den öffentlichen Anhörungen konferiert der Vorsitzende gegebenenfalls im vertraulichen Gespräch mit dem Vorsitzenden und den stellvertretenden Vorsitzenden des ECON über die Tätigkeit des ESRB.**

**Zu den Publikationen des ESRB – die auf seiner Website abrufbar sind – zählen** a) die Macroprudential Commentaries, b) die Reports of the Advisory Scientific Committee, c) die Occasional Paper Series und d) die Working Paper Series. Die im Februar 2016 eingeführte Working Paper Series dient dazu, Forschungsbeiträge zu systemischen Risiken und makroprudenzieller Politik vorzustellen, die in die ESRB-Politik mit einfließen. Die Publikationen spiegeln die persönlichen Ansichten ihrer Verfasser und nicht zwangsläufig die offizielle Haltung des ESRB wider. Die Anzahl der im ersten Jahr in dieser Reihe veröffentlichten Studien ist Ausdruck des wachsenden Interesses der Fachwelt an Fragen der makroprudenziellen Politik. Die Publikationen des ESRB, die auf seiner Website abrufbar sind, werden im Anhang aufgeführt.

**Im Jahr 2016 veranstaltete der ESRB eine Reihe von Konferenzen und Workshops im Zuge seiner Bestrebungen, die Diskussion über makroprudenzielle Politik voranzutreiben.** Seine internationale Konferenz über den Nutzen von Einschusszahlungen und Risikoabschlägen aus makroprudenzieller Sicht diente dazu, die Ansichten von politischen Entscheidungsträgern, Vertretern aus der Wissenschaft sowie Marktakteuren aus unterschiedlichen Ländern zu diesen potenziellen neuen makroprudenziellen Instrumenten und den damit verbundenen Vorteilen und Herausforderungen in Erfahrung zu bringen. Bei der ersten Jahreskonferenz des ESRB diskutierten die Teilnehmer über den aktuellen Kurs der makroprudenziellen Politik und die zentralen Themen wie das Niedrigzinsumfeld, die Auswirkungen der Verpflichtung zum zentralen Clearing für die Erhöhung der Sicherheit des Handels mit standardisierten außerbörslichen Derivaten und den augenscheinlichen Mangel an sicheren Aktiva an den Märkten (siehe Kasten 4). Gemeinsam mit Suomen Pankki – Finlands Bank und dem RiskLab der Arcada University of Applied Sciences (Finnland) hielt der ESRB ferner eine Konferenz über die Analyse von Systemrisiken ab, um zu ausgefeilten Methoden und Techniken der Identifizierung und Einschätzung systemischer Risiken zu gelangen. Des Weiteren veranstaltete der ESRB zwei Workshops, nämlich den zweiten jährlichen Workshop über den Schattenbankensektor im September 2016 und einen branchenspezifischen Workshop über mit Staatsanleihen besicherte Wertpapiere im Dezember 2016.

---

#### Kasten 4

##### **Jahreskonferenz des ESRB am 22. und 23. September 2016**

Am 22. und 23. September 2016 hielt der ESRB seine erste Jahreskonferenz ab, die drei programmatische Reden, zwei einschlägige Podiumsdiskussionen und drei Sitzungen mit wissenschaftlichen Beiträgen umfasste. Videos der Konferenz können auf der Website des ESRB angesehen werden.

In seiner Begrüßungsansprache sagte der ESRB-Vorsitzende und EZB-Präsident Mario Draghi, die Stärke des ESRB liege in der Vielfalt des in ihm vereinten Fachwissens. Damit ist der ESRB wie kein anderes Gremium in der Lage, das europäische Finanzsystem ganzheitlich zu betrachten. Seit seiner Gründung trägt der ESRB dazu bei, ein leistungsfähiges Instrumentarium der makroprudenziellen Politik in Bezug auf Banken zu entwickeln, und koordiniert fortlaufend die



Kalibrierung dieser Instrumente. Ferner ist der ESRB im Bereich der Forschung zu neuen, über den Bankensektor hinausgehenden makroprudenziellen Instrumenten federführend.

In seiner Funktion als Vorsitzender des Beratenden Fachausschusses betonte der Gouverneur der Sveriges riksbank, Stefan Ingves, dass der ESRB von seiner breit gefächerten Zusammensetzung profitiert. Dank seines ganzheitlichen Arbeitsansatzes konnte der ESRB vielfältige Publikationen herausbringen und so aktiv zur allgemeinen politischen Diskussion beitragen. In diesem Zusammenhang stellte der Vizepräsident der Europäischen Kommission, Valdis Dombrovskis, das Konsultationsdokument der Kommission zur Überarbeitung des makroprudenziellen Rahmens der EU vor. Ziel der Konsultation war es, die Bedingungen für Zeitpunkt und Methode des Ergreifens makroprudenzieller Maßnahmen zu eruieren und im Zuge dessen auch zu beurteilen, ob das bestehende makroprudenzielle Instrumentarium sowohl im Bankensektor als auch im Nichtbankensektor ausreichend ist.

Diese Reden bildeten den Ausgangspunkt für Diskussionsbeiträge zur Ausrichtung der makroprudenziellen Politik und zur Bewertung ihrer Wirksamkeit. Viele Teilnehmer sprachen die Komplexität der makroprudenziellen Politik an, bei der vielfältige Instrumente zum Einsatz kommen können, um die Vielzahl an Zwischenzielen zu erreichen. Auch wenn die Umsetzung dieser Art von Politik noch in den Anfängen steckt, sollten die Entscheidungsträger doch bereit sein, die ihnen zur Verfügung stehenden neuartigen Instrumente zu aktivieren, da das Nichthandeln weitaus größere Risiken birgt. Ferner können die politischen Akteure die Wirksamkeit der verschiedenen Instrumente bei der Minderung systemischer Risiken durch empirische Evaluierung und Simulationsanalysen ermitteln.

Die verschiedenen Konferenzbeiträge befassten sich primär mit den Auswirkungen dreier systemrelevanter Phänomene auf die makroprudenzielle Politik, nämlich des Niedrigzinsumfelds, des Handels mit Derivaten und des Mangels an euroraumweit verfügbaren sicheren Anlageformen. Dabei wurden drei zentrale Erkenntnisse herausgearbeitet: Erstens sollte die Politik es Banken und sonstigen Finanzinstituten ermöglichen, ihre Geschäftsmodelle an ein Umfeld längerfristig niedriger Zinsen und einer strukturellen Unterauslastung anzupassen. Zweitens sollten die politischen Entscheidungsträger die Reformen der Derivatemärkte vor allem durch Clearing- und Handelsplatzpflichten vollenden, um die Widerstandsfähigkeit dieser Märkte zu stärken. Drittens könnten die politischen Akteure mit Blick auf das Euro-Währungsgebiet in Erwägung ziehen, dem Mangel an euroraumweit verfügbaren, wenig riskanten Anlageformen durch die Schaffung von Wertpapieren zu begegnen, die mit Staatsanleihen besichert sind (Sovereign Bond-Backed Securities – SBBSs).

---

### 3 Institutioneller Rahmen

**Der ESRB setzt sich aus dem Verwaltungsrat, dem Lenkungsausschuss, dem Beratenden Wissenschaftlichen Ausschuss (ASC), dem Beratenden Fachausschuss (ATC) sowie dem Sekretariat zusammen.** Den Vorsitz des ESRB hat gegenwärtig der Präsident der EZB, Mario Draghi, inne. Auf seiner 25. regulären Sitzung am 23. März 2017 ernannte der Verwaltungsrat den irischen Zentralbankgouverneur Philip R. Lane zum Vorsitzenden des ATC. Seine Amtszeit beträgt drei Jahre. Stefan Ingves, Präsident der Sveriges riksbank, war sechs Jahre lang ATC-Vorsitzender



und hatte diese Funktion bis zur Sitzung des Verwaltungsrates im Juni 2017 inne. Professor Marco Pagano stand bis zum 31. Dezember 2016 dem ASC vor. Am 1. Januar 2017 folgte ihm Professor Richard Portes nach. Die Arbeit des ATC und des ASC wird von einer Reihe von Expertengruppen unterstützt; Einzelheiten hierzu finden sich im Organigramm auf der ESRB-Website.<sup>77</sup> Wie bereits in der Vergangenheit wurden auch im Berichtszeitraum für den Ieke-van-den-Burg-Preis zahlreiche exzellente Forschungsbeiträge zu Fragen des systemischen Risikos eingereicht. Die Auswahl durch den ASC findet mit Unterstützung durch das ESRB-Sekretariat statt. Der Beitrag des Preisträgers wird auf der Website des ESRB veröffentlicht und auf der Jahreskonferenz des ESRB im Herbst 2017 vorgestellt.

**Das Tagesgeschäft des ESRB wird vom Sekretariat wahrgenommen.** Leiter des ESRB-Sekretariats ist Francesco Mazzaferro, sein Stellvertreter ist Tuomas Peltonen. Im Einklang mit der EU-Ratsverordnung Nr. 1096/2010<sup>78</sup> stellt die EZB die Funktionsfähigkeit des Sekretariats sicher und unterstützt dieses in analytischen, statistischen, logistischen und organisatorischen Belangen. Im Jahr 2016 stellte die EZB dem ESRB Ressourcen in Form von 61,8 Mitarbeitern (in Vollzeitäquivalenten gerechnet) zur Verfügung, von denen 26,8 im Sekretariat beschäftigt waren und 35 anderweitig Unterstützung leisteten. Die direkten Kosten für die EZB beliefen sich dabei auf 9,5 Mio €, zu denen noch indirekte Kosten im Zusammenhang mit anderen Unterstützungsleistungen (z. B. Personal, IT, allgemeine Verwaltung) hinzugerechnet werden müssen. Im genannten Zeitraum stellten andere Mitgliedsinstitutionen des ESRB in Vollzeitäquivalenten gerechnet rund 55 Mitarbeiter für die analytische Mitwirkung in den ESRB-Gruppen und als jeweilige Vorsitzende zur Verfügung.

---

<sup>77</sup> Siehe das **Organigramm des ESRB**

<sup>78</sup> Siehe **Verordnung (EU) Nr. 1096/2010 des Rates vom 17. November 2010 zur Betrauung der Europäischen Zentralbank mit besonderen Aufgaben bezüglich der Arbeitsweise des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken**, ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 162.



## Anhang – Veröffentlichungen auf der Website des ESRB vom 1. April 2016 bis zum 31. März 2017

### Warnungen

#### 28. November 2016

Warnung ESRB/2016/07 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Dänemarks

#### 28. November 2016

Warnung ESRB/2016/06 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Belgiens

#### 28. November 2016

Warnung ESRB/2016/05 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Österreichs

#### 28. November 2016

Warnung ESRB/2016/08 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Finnlands

#### 28. November 2016

Warnung ESRB/2016/09 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Luxemburgs

#### 28. November 2016

Warnung ESRB/2016/10 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors der Niederlande

#### 28. November 2016

Warnung ESRB/2016/11 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Schwedens

#### 28. November 2016

Warnung ESRB/2016/12 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors des Vereinigten Königreichs

### Empfehlungen und Umsetzungsberichte

#### 1. März 2017

ESRB Recommendation on funding of credit institutions (ESRB/2012/2): Follow-up – Summary Compliance Report

#### 9. Februar 2017

ESRB Recommendation on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy (ESRB/2013/1): Follow-up – Summary Compliance Report

#### 28. November 2016

Empfehlung ESRB/2016/14 vom 31. Oktober 2016 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten

#### 8. August 2016

Empfehlung ESRB/2016/4 vom 24. Juni 2016 zur Änderung der Empfehlung ESRB/2015/2 zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen

#### 22. April 2016

Empfehlung ESRB/2016/3 vom 24. März 2016 zur Änderung der Empfehlung ESRB/2015/2 zur



Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen

## **Kommentare und Occasional Papers**

### **6. Dezember 2016**

Implementation of the countercyclical capital buffer regime in the European Union, Macroprudential Commentaries, Nr. 8

### **22. September 2016**

J. Abad, I. Aldasoro, C. Aymanns, M. D'Errico, L. Fache Rousová et al., Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset, Occasional Paper Nr. 11

### **27. Juli 2016**

L. Grillet-Aubert, J.-B. Haquin, C. Jackson, N. Killeen und C. Weistroffer, Assessing shadow banking – non-bank financial intermediation in Europe, Occasional Paper Nr. 10

## **ESRB-Berichte**

### **16. Februar 2017**

The macroprudential use of margins and haircuts

### **28. November 2016**

Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system

### **28. November 2016**

Vulnerabilities in the EU residential real estate sector

### **6. Oktober 2016**

Preliminary investigation into the potential impact of a leverage ratio requirement on market liquidity

### **6. Oktober 2016**

Market liquidity and market-making

### **27. Juli 2016**

EU Shadow Banking Monitor

### **13. Mai 2016**

A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2015

## **Working Papers**

### **15. März 2017**

J. Abad, M. D'Errico, N. Killeen, V. Luz, T. Peltonen, R. Portes und T. Urbano, Mapping the interconnectedness between EU banks and shadow banking entities, Working Paper Nr. 40

### **14. März 2017**

E. Lepers und A. Sánchez Serrano, Decomposing financial (in)stability in emerging economies, Working Paper Nr. 39

### **10. März 2017**

R. Robatto, Flight to liquidity and systemic bank runs, Working Paper Nr. 38



**10. März 2017**

C. Brownlees und R. Engle, SRISK: a conditional capital shortfall measure of systemic risk, Working Paper Nr. 37

**13. Februar 2017**

R. Kelly, F. McCann und C. O'Toole, Credit conditions, macroprudential policy and house prices, Working Paper Nr. 36

**13. Februar 2017**

A. van Riet, Addressing the safety trilemma: a safe sovereign asset for the Eurozone, Working Paper Nr. 35

**13. Februar 2017**

D. Schoenmaker, Resolution of international banks: can smaller countries cope?, Working Paper Nr. 34

**22. Dezember 2016**

M. D'Errico, S. Battiston, T. Peltonen und M. Scheicher, How does risk flow in the credit default swap market?, Working Paper Nr. 33

**21. Dezember 2016**

G. Peralta und R. Crisóstomo, Financial contagion with spillover effects: a multiplex network approach, Working Paper Nr. 32

**21. Dezember 2016**

M. Crosignani, M. Faria-e-Castro und L. Fonseca, The (unintended?) consequences of the largest liquidity injection ever, Working Paper Nr. 31

**17. November 2016**

E. Grant, Exposure to international crises: trade vs. financial contagion, Working Paper Nr. 30

**14. November 2016**

M. Behn, C. Detken, T. Peltonen und W. Schudel, Predicting vulnerabilities in the EU banking sector: the role of global and domestic factors, Working Paper Nr. 29

**20. Oktober 2016**

G. K. Ozhan, Financial intermediation, resource allocation, and macroeconomic interdependence, Working Paper Nr. 28

**20. Oktober 2016**

F. Glaser und S. Panz, (Pro?)-cyclicality of collateral haircuts and systemic illiquidity, Working Paper Nr. 27

**20. Oktober 2016**

E. Dávila, Using elasticities to derive optimal bankruptcy exemptions, Working Paper Nr. 26

**19. September 2016**

D. Neuhann, Macroeconomic effects of secondary market trading, Working Paper Nr. 25

**19. September 2016**

D. Garcia-Macia und A. Villacorta, Macroprudential policy with liquidity panics, Working Paper Nr. 24

**19. September 2016**

S. Chernenko und A. Sunderam, Liquidity transformation in asset management: Evidence from the cash holdings of mutual funds, Working Paper Nr. 23



**19. September 2016**

M. Efung, Arbitrating the Basel securitization framework: Evidence from German ABS investment, Working Paper Nr. 22

**19. September 2016**

M. K. Brunnermeier, S. Langfield, M. Pagano, R. Reis, S. Van Nieuwerburgh und D. Vayanos, ESBies: Safety in the tranches, Working Paper Nr. 21

**8. August 2016**

I. Aldasoro und I. Alves, Multiplex interbank networks and systemic importance – An application to European data, Working Paper Nr. 20

**25. Juli 2016**

A. Silva, Strategic complementarity in banks' funding liquidity choices and financial stability, Working Paper Nr. 19

**13. Juli 2016**

Y. Timmer, Cyclical investment behavior across financial institutions, Working Paper Nr. 18

**12. Juli 2016**

M. Behn, M. Gross und T. Peltonen, Assessing the costs and benefits of capital-based macroprudential policy, Working Paper Nr. 17

**28. Juni 2016**

T. Homar, Bank recapitalizations and lending: A little is not enough, Working Paper Nr. 16

**28. Juni 2016**

S. Giglio, Credit default swap spreads and systemic financial risk, Working Paper Nr. 15

**28. Juni 2016**

C. Célérier und B. Vallée, Catering to investors through product complexity, Working Paper Nr. 14

**9. Juni 2016**

M. Gomez, A. Landier, D. Sraer und D. Thesmar, Banks' exposure to interest rate risk and the transmission of monetary policy, Working Paper Nr. 13

**3. Juni 2016**

A. Polanski und E. Stoja, Extreme risk interdependence, Working Paper Nr. 12

**2. Mai 2016**

C. Altavilla, M. Pagano und S. Simonelli, Bank exposures and sovereign stress transmission, Working Paper Nr. 11

**2. Mai 2016**

C. Boissel, F. Derrien, E. Örs und D. Thesmar, Systemic risk in clearing houses: Evidence from the European repo market, Working Paper Nr. 10

**2. Mai 2016**

A.-L. Delatte, J. Fouquau und R. Portes, Regime-dependent sovereign risk pricing during the euro crisis, Working Paper Nr. 9

**20. April 2016**

F. Ippolito, J.-L. Peydró, A. Polo und E. Sette, Double bank runs and liquidity risk management, Working Paper Nr. 8



#### **12. April 2016**

A. Schäfer, I. Schnabel und B. Weder di Mauro, Bail-in expectations for European banks: Actions speak louder than words, Working Paper Nr. 7

### **Sonstige Publikationen des ESRB**

#### **30. März 2017**

ESRB Risk Dashboard, März 2017 (Ausgabe 19)

#### **6. März 2017**

ESRB Secretariat staff response to the EIOPA Discussion Paper on the potential harmonisation of recovery and resolution frameworks for insurers

#### **3. Februar 2017**

Adverse scenario for the ESMA EU-wide central counterparty stress test in 2017

#### **22. Dezember 2016**

ESRB Risk Dashboard, Dezember 2016 (Ausgabe 18)

#### **24. Oktober 2016**

ESRB response to the European Commission's Consultation Document on the Review of the EU Macro-prudential Policy Framework

#### **4. Oktober 2016**

ESRB opinion to ESMA on securities financing transactions and leverage under Article 29 of the SFTR

#### **29. September 2016**

ESRB Risk Dashboard, September 2016 (Ausgabe 17)

#### **5. September 2016**

ESRB response to the ESMA Consultation Paper on the clearing obligation for financial counterparties with a limited volume of activity

#### **19. Juli 2016**

Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper

#### **30. Juni 2016**

ESRB Risk Dashboard, Juni 2016 (Ausgabe 16)

#### **24. Mai 2016**

Adverse scenario for 2016 EIOPA EU-wide insurance corporation stress tests

#### **13. Mai 2016**

Letter from Mario Draghi, Chair of the ESRB, to Olivier Guersent, Director General of FISMA at the European Commission, on the possible use of Article 459 of the Capital Requirements Regulation

#### **11. Mai 2016**

Adverse scenario for 2016 ESMA EU-wide central counterparty stress tests

#### **2. Mai 2016**

Handbook on the assessment of compliance with ESRB recommendations



## Abkürzungen und Impressum

<b>BE</b>	Belgien	<b>LU</b>	Luxemburg
<b>BG</b>	Bulgarien	<b>HU</b>	Ungarn
<b>CZ</b>	Tschechische Republik	<b>MT</b>	Malta
<b>DK</b>	Dänemark	<b>NL</b>	Niederlande
<b>DE</b>	Deutschland	<b>AT</b>	Österreich
<b>EE</b>	Estland	<b>PL</b>	Polen
<b>IE</b>	Irland	<b>PT</b>	Portugal
<b>GR</b>	Griechenland	<b>RO</b>	Rumänien
<b>ES</b>	Spanien	<b>SI</b>	Slowenien
<b>FR</b>	Frankreich	<b>SK</b>	Slowakei
<b>HR</b>	Kroatien	<b>FI</b>	Finnland
<b>IT</b>	Italien	<b>SE</b>	Schweden
<b>CY</b>	Zypern	<b>UK</b>	Vereinigtes Königreich
<b>LV</b>	Lettland	<b>JP</b>	Japan
<b>LT</b>	Litauen	<b>US</b>	Vereinigte Staaten
		<b>EA</b>	Euro-Währungsgebiet

<b>ASC</b>	Beratender Wissenschaftlicher Ausschuss (Advisory Scientific Committee)
<b>A-SRI</b>	Anderes systemrelevantes Institut
<b>ATC</b>	Beratender Fachausschuss (Advisory Technical Committee)
<b>BIP</b>	Bruttoinlandsprodukt
<b>CCP</b>	Zentrale Gegenpartei (central counterparty)
<b>CDS</b>	Kreditausfallswap (credit default swap)
<b>CRD</b>	Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive)
<b>CRR</b>	Eigenkapitalverordnung (Capital Requirements Regulation)
<b>EBA</b>	Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority)
<b>ECON</b>	Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (Committee on Economic and Monetary Affairs)
<b>EIOPA</b>	Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority)
<b>EMIR</b>	Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (European Market Infrastructure Regulation)
<b>ESRB</b>	Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board)
<b>ESVG</b>	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen
<b>ESZB</b>	Europäisches System der Zentralbanken
<b>EU</b>	Europäische Union
<b>EZB</b>	Europäische Zentralbank
<b>G-SRI</b>	Global systemrelevantes Institut
<b>IWF</b>	Internationaler Währungsfonds
<b>MFI</b>	Monetäres Finanzinstitut
<b>OTC</b>	Außerbörslich (over-the-counter)
<b>SFI</b>	Sonstiges Finanzinstitut

© **Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, 2017**

Postanschrift            60640 Frankfurt am Main  
Telefon                    +49 69 1344 0  
Internet                   [www.esrb.europa.eu](http://www.esrb.europa.eu)

Übersetzt von der Deutschen Bundesbank im Auftrag der Europäischen Zentralbank. In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Fotokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.

Redaktionsschluss für die in diesem Bericht enthaltenen Daten war am 31. März 2017.

ISSN                      1977-5091 (Online-Version)  
ISBN                       978-92-95210-09-7 (Online-Version)  
DOI                         10.2849/14015 (Online-Version)  
EU-Katalognummer    DT-AA-17-001-DE-N (Online-Version)