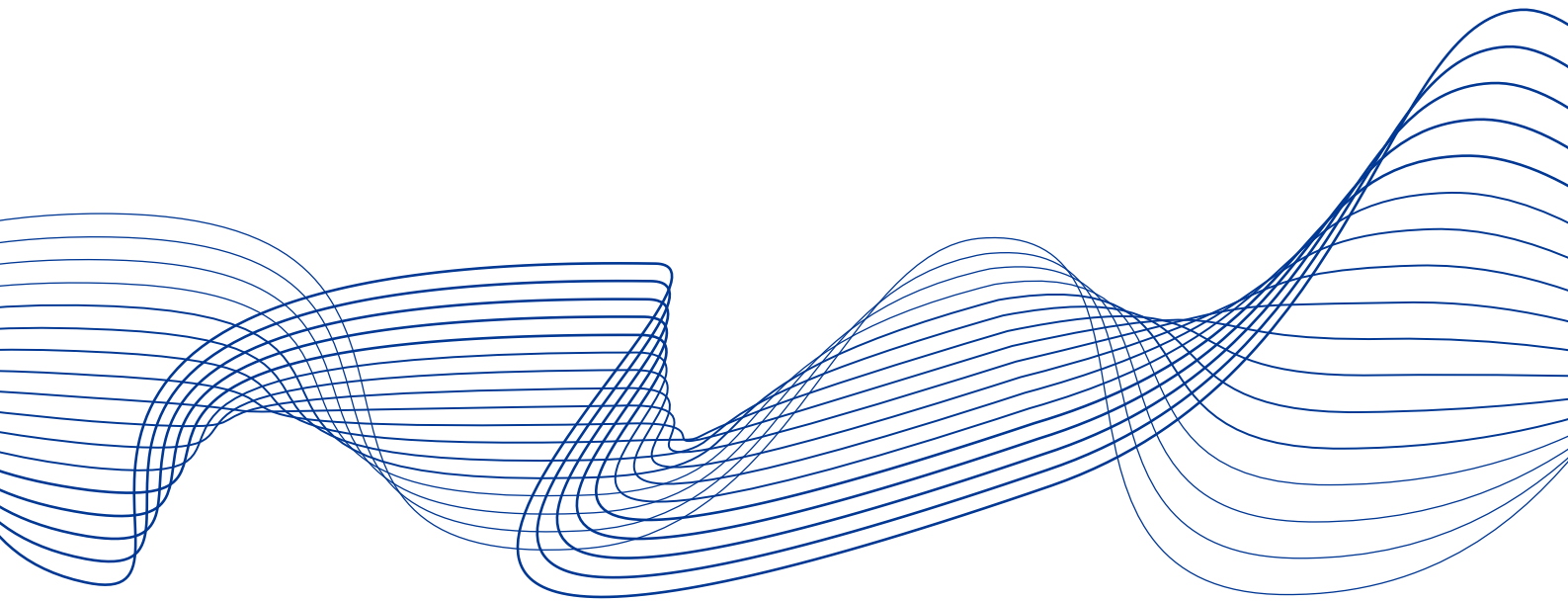


Jahresbericht

2021



ESRB
Europäischer Ausschuss für Systemrisiken
Europäisches Finanzaufsichtssystem

Inhalt

Vorwort	3
Zusammenfassung	5
1 Systemische Risiken im Finanzsystem der Europäischen Union	8
1.1 Allgemeine Wirtschaftsaussichten	8
1.2 Entwicklungen an den Finanzmärkten	10
Kasten 1 Inflation und Marktanfälligkeiten	13
1.3 Das Risiko systemischer Cybervorfälle	16
1.4 Bilanzielle Schwierigkeiten bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften	18
1.5 Qualität der Bankaktiva	20
Kasten 2 Unternehmensinsolvenzen und Entwicklung der finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen	23
1.6 Risiken an den Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten	26
1.7 Tragfähigkeit der Staatsverschuldung	29
2 Maßnahmen des ESRB zur Abwendung systemischer Risiken	30
2.1 Maßnahmen gegen das Entstehen von Anfälligkeiten	30
Kasten 3 Workstreams des ESRB als Reaktion auf den Ukraine-Krieg	33
2.2 Stärkung des Regulierungsrahmens für Banken	34
Kasten 4 Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung	37
Kasten 5 Digitalisierung und die Zukunft des Bankensektors	39
2.3 Stärkung des Regulierungsrahmens für das gesamte Finanzsystem	41
Kasten 6 Überwachung von Risiken im Zusammenhang mit der Finanzintermediation durch Nichtbanken	45
2.4 Vorbereitung auf neue Herausforderungen	48
3 Überblick über die nationalen Maßnahmen	52



3.1	Maßnahmenübersicht	53
3.2	Kreditnehmerbasierte Maßnahmen	53
3.3	Risikogewichte	53
3.4	Antizyklischer Kapitalpuffer	55
3.5	Systemrisikopuffer	56
3.6	Puffer für systemrelevante Institute (A-SRIs und G-SRIs)	56
3.7	Sonstige Maßnahmen	57
3.8	Gegenseitige Anerkennung (Reziprozität)	58
4	Institutioneller Rahmen: Umsetzung und Rechenschaftslegung	59
4.1	Beurteilung der Umsetzung von Empfehlungen des ESRB	59
4.2	Berichterstattung an das Europäische Parlament und sonstige institutionelle Aspekte	63
4.3	Veranstaltungen und Auftritte in den sozialen Medien	64
	Anhang: Veröffentlichungen auf der Website des ESRB vom 1. April 2021 bis zum 31. März 2022	67
	Abkürzungen	77
	Impressum	80



Vorwort



Christine Lagarde, Vorsitzende des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken

Ich freue mich sehr, Ihnen den elften Jahresbericht des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) für den Zeitraum vom 1. April 2021 bis zum 31. März 2022 vorlegen zu dürfen. Der Jahresbericht ist ein wichtiger Bestandteil der Kommunikationspolitik des ESRB. Er dient der Transparenz und Rechenschaftslegung darüber, wie der ESRB sein Mandat erfüllt hat, und richtet sich an die Mitgesetzgeber in der Europäischen Union (EU) und an die breite europäische Öffentlichkeit.

Im Jahr 2021 gingen die durch die Corona-Pandemie (Covid-19) bedingten Risiken für die Finanzstabilität zunächst zurück, da die Konjunkturerholung in der EU an Fahrt gewann und die bilanziellen Risiken der Unternehmen und privaten Haushalte allmählich nachließen. Doch gegen Jahresende belasteten

erneute Lieferkettenstörungen und Energiepreissteigerungen die aufkeimende Erholung und verstärkten weltweit den Inflationsdruck.

Der Einmarsch Russlands in die Ukraine ist eine humanitäre Tragödie, die auch die Wirtschaft in Europa schwer erschüttert hat. Die direkten Engagements des europäischen Finanzsystems in Russland sind zwar begrenzt, doch wirken sich Zweitrundeneffekte auf die Wachstumsaussichten aus. Die kriegsbedingten Preissprünge bei Energie und Rohstoffen erhöhten den weltweiten Inflationsdruck. In den großen Volkswirtschaften wurde daraufhin der geldpolitische Kurs neu bewertet. Mit der Invasion stieg auch das Risiko für Cyberangriffe weiter an, das sich über alle Finanzmarktinfrastrukturen hinweg aufgebaut hatte.

Unterdessen nahmen die mittelfristigen Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor im Berichtszeitraum unvermindert zu. Vor diesem Hintergrund sprach der ESRB gegenüber sieben Ländern Warnungen oder Empfehlungen aus. In seiner Analyse wies er auf Anfälligkeiten hin, die mit a) der möglichen Überbewertung von Wohnimmobilien, b) dem Verschuldungsniveau der privaten Haushalte, c) dem Wachstum der Wohnungsbaukredite und d) Anzeichen einer Lockerung der Kreditvergabestandards im Zusammenhang standen.

Der ESRB empfahl die Einrichtung eines europaweiten Koordinierungsrahmens für systemische Cybervorfälle, der mit dafür sorgen soll, Vorfälle dieser Art frühzeitig zu erkennen.

Überdies setzte der ESRB im Berichtszeitraum seine Arbeit zur Stärkung des makroprudenziellen Rahmens der EU für Banken fort und wirkte aktiv an weiteren aufsichtsrechtlichen Maßnahmen mit, die den gesamten Finanzsektor stärken sollen. So nahm der ESRB in einem Konzeptpapier Stellung zu der Frage, wie gewährleistet werden kann, dass der makroprudenzielle Rahmen für Banken auch im nächsten Jahrzehnt den Anforderungen gerecht wird. Ein zentraler Vorschlag lautet, kreditnehmerbasierte Maßnahmen für Wohnimmobilienkredite in den Rechtsrahmen der EU aufzunehmen. Außerdem legte der ESRB eine detaillierte Analyse zur Nutzbarkeit der Kapitalpuffer von Banken vor und schlug einen neuen konzeptionellen Rahmen für die Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung vor.



Mit Blick auf das gesamte Finanzsystem erließ der ESRB eine Empfehlung, um die anhaltenden Anfälligkeiten von Geldmarktfonds in Angriff zu nehmen. Er verfasste zudem eine Antwort im Rahmen einer gezielten Konsultation der Europäischen Kommission zur Überprüfung des Regelungsrahmens der EU für das zentrale Clearing. Ferner veröffentlichte er Stellungnahmen zu den Vorschlägen der Kommission zur Überarbeitung von Solvency II und der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD).

Der ESRB befasste sich auch mit allgemeineren Risiken, die sich auf die Stabilität des Finanzsystems auswirken könnten. Dabei führte er erste Analysen zu den Implikationen durch, die von Kryptomärkten und dezentralen Finanzanwendungen ausgehen. Zusammen mit der Europäischen Zentralbank veröffentlichte der Ausschuss darüber hinaus einen Bericht, in dem anhand verschiedener Faktoren dargestellt wird, wie sich der Klimawandel auf Finanzunternehmen in der EU auswirkt.

Mehrere Kolleginnen und Kollegen, denen ich mich tief verbunden fühle und die ich sehr schätze, haben im Berichtszeitraum den ESRB verlassen, andere wurden neu ernannt. Mein besonderer Dank für ihren Beitrag zur Arbeit des Lenkungsausschusses des ESRB gilt Jens Weidmann, dem ehemaligen Präsidenten der Deutschen Bundesbank, Ignazio Visco, dem Präsidenten der Banca d'Italia, und Pierre Wunsch, dem Gouverneur der Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, sowie Javier Suarez für seine Arbeit als Vorsitzender des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses (ASC). Herzlich willkommen heißen möchte ich François Villeroy de Galhau, Präsident der Banque de France, Mário Centeno, Präsident der Banco de Portugal, und Lars Rohde, Präsident der Danmarks Nationalbank, als neue Mitglieder des Lenkungsausschusses des ESRB sowie Lorian Pelizzon als neue Vorsitzende des ASC.

Christine Lagarde
Vorsitzende des ESRB



Zusammenfassung

Die Risiken für die Finanzstabilität haben seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine spürbar zugenommen und waren zum Ende des Berichtszeitraums¹ größer als ein Jahr zuvor. Die wirtschaftlichen Folgen des Krieges in der Ukraine gepaart mit den sich verschärfenden Finanzierungsbedingungen angesichts der gegenwärtigen Normalisierung der Geldpolitik beeinträchtigen die wirtschaftliche Erholung nach der Coronakrise. Eine anhaltend hohe Inflation und sich eintrübende Wachstumsaussichten aufgrund von stark gestiegenen Preisen für Energie, Nahrungsmittel und Rohstoffe sowie Lieferkettenengpässen führen zu höheren Finanzierungskosten und mindern die Schuldendienstfähigkeit. Das Zusammenwirken dieser Entwicklungen, die sich gegenseitig noch verstärken könnten, hat die Unsicherheit und die Wahrscheinlichkeit für das Eintreten von Extremrisikoszenarios erhöht.

Die jüngsten Entwicklungen stehen im Gegensatz zu den Trends im Jahr 2021, die durch eine allmähliche, wenn auch mitunter stockende Erholung von der Coronakrise und einen Rückgang der kurzfristigen Finanzstabilitätsrisiken gekennzeichnet waren. Mit der Erholung der Wirtschaft von der Pandemie sank in der EU das Risiko, dass in den Bilanzen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften Spannungen entstehen und Anfälligkeiten von diesen Unternehmen auf die Banken übergreifen. Am Aktienmarkt und an den Märkten für risikoreiche Vermögenswerte nahmen hingegen die Anfälligkeiten weiterhin zu. Gleiches gilt für den Wohnimmobilienmarkt, wo aufgrund von überzogenen Bewertungen das Risiko mittelfristiger Preiskorrekturen stieg.

In der zweiten Jahreshälfte 2021 führten neue Varianten des Coronavirus, fortbestehende pandemiebedingte Störungen der Lieferketten sowie steigende Rohstoff- und Energiepreise zu weltweit höheren Inflationsraten. Dieser Preisdruck verstärkte die pandemiebedingten Anfälligkeiten und belastete die aufkeimende Erholung (siehe hierzu auch Kasten 1). Der Jahresanfang 2022 war durch deutliche Korrekturen an den Anleihe- und Aktienmärkten geprägt, nachdem es zu einer Neubewertung des geldpolitischen Kurses in den Vereinigten Staaten und im Euroraum gekommen war.

Der Einmarsch Russlands in die Ukraine war ein schwerer Schock, der die negativen Folgen der Corona-Pandemie noch verstärkte. Die direkten Engagements des EU-Finanzsektors in Russland und der Ukraine sind zwar begrenzt, er könnte aber von Zweitrundeneffekten infolge der schlechteren Wachstumsaussichten, eines sich eintrübenden Anleger- und Verbrauchervertrauens und einer möglichen Korrektur der Vermögenspreise beeinträchtigt werden. Mit der russischen Invasion stieg auch das Risiko von Cyberangriffen noch weiter an, das sich im Laufe der Zeit über alle Finanzinfrastrukturen hinweg aufgebaut hatte.

Um den zunehmenden Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor zu begegnen, sprach der ESRB gegenüber sieben Ländern Warnungen und Empfehlungen aus. Warnungen ergingen an die zuständigen Minister von fünf Ländern, in denen Anfälligkeiten festgestellt, aber nicht hinreichend behoben worden waren. Hierbei handelte es sich um Bulgarien, Kroatien, Ungarn, Liechtenstein und die Slowakei. Empfehlungen ergingen an die zuständigen Minister von zwei weiteren Ländern, nämlich Deutschland und Österreich. Im Anschluss an diese Empfehlungen kündigten die Behörden in Deutschland und Österreich neue Maßnahmen zur Beseitigung der

¹ Der Berichtszeitraum erstreckt sich vom 1. April 2021 bis zum 31. März 2022.



Schwachstellen im Wohnimmobiliensektor an. Der ESRB veröffentlichte außerdem eine Beurteilung, inwieweit die 2019 ausgesprochenen Empfehlungen umgesetzt wurden.

Um dem wachsenden Risiko systemischer Cyberangriffe zu begegnen, empfahl der ESRB auch die Einrichtung eines europaweiten Koordinierungsrahmens für systemische Cybervorfälle. Eine frühzeitige Koordination und Kommunikation im Falle eines Cybervorfalls könnten dazu beitragen, die rechtzeitige Erkennung solcher Vorfälle und eine rasche Reaktion zu gewährleisten. Einige Punkte dieser Empfehlungen befanden sich zum Zeitpunkt des russischen Einmarschs in die Ukraine bereits in einer fortgeschrittenen Umsetzungsphase, beispielsweise die Überwachung von Cybervorfällen, die Auswirkungen auf die Finanzstabilität haben könnten.

Der ESRB trug in den letzten zwölf Monaten dazu bei, den makroprudenziellen Rahmen für Banken zu stärken. Auf Ersuchen der Europäischen Kommission legte der ESRB eine Stellungnahme zur Überarbeitung dieses Rahmens vor. Darin unterbreitete er unter anderem den Vorschlag, den EU-Rechtsrahmen um kreditnehmerbasierte Maßnahmen für Wohnimmobilienkredite zu erweitern. Der ESRB lieferte auch eine detaillierte Analyse zur Nutzbarkeit der Kapitalpuffer von Banken und schlug einen neuen konzeptionellen Rahmen zur Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung vor, bei dem systemische Risiken den zu ihrer Beseitigung ergriffenen politischen Maßnahmen gegenübergestellt werden. Ferner überwachte er weiterhin die makroprudenziellen Maßnahmen der Länder des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR).

Mit Blick auf das gesamte Finanzsystem veröffentlichte der ESRB eine Empfehlung, um die anhaltenden Anfälligkeiten von Geldmarktfonds zu beseitigen. Diese waren zu Beginn der Coronakrise einmal mehr zutage getreten. Zudem reichte er eine Antwort im Rahmen des gezielten Konsultationsverfahrens der Europäischen Kommission zur Überprüfung des Regelungsrahmens für das zentrale Clearing in der EU ein. Dieser Beitrag knüpfte an die Antwort des ESRB im Rahmen des Konsultationsersuchens der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) bezüglich der Bestimmung der Systemrelevanz von zentralen Gegenparteien im Vereinigten Königreich und deren Clearingdiensten an und wurde ebenfalls im Berichtszeitraum veröffentlicht. Der ESRB lieferte auch wieder adverse Szenarien für die von den europäischen Aufsichtsbehörden durchgeführten Stresstests und gab einen Bericht über die Auswirkungen des internationalen Standards zur Bilanzierung von Versicherungsverträgen (IFRS 17) auf die Finanzstabilität heraus. Ebenso veröffentlichte er seine Stellungnahme zu den Vorschlägen der Kommission, Solvency II und die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds zu überarbeiten.

Zudem unternahm der ESRB weitere Schritte zur Bewältigung sogenannter hybrider Risiken. Dabei handelt es sich um Risiken allgemeinerer Art, die sich auch auf den Finanzsektor auswirken könnten. Der ESRB gründete eine hochrangige Gruppe, die ausloten soll, ob und in welchem Umfang der ESRB künftig die systemischen Implikationen der Kryptomärkte und dezentralen Finanzanwendungen (DeFi) für die Stabilität des Finanzsektors in der EU analysieren muss. Auf der Grundlage dieser Untersuchungen soll anschließend beurteilt werden, inwieweit auf diesem Gebiet entsprechende Maßnahmen erforderlich sind. Zusammen mit der Europäischen Zentralbank hat der Ausschuss darüber hinaus einen Bericht veröffentlicht, in dem anhand verschiedener Faktoren dargestellt wird, wie sich der Klimawandel auf Finanzunternehmen in der EU auswirkt.



Der ESRB setzte die Beurteilung der Umsetzung früherer Empfehlungen fort. Im Einklang mit der Rechenschafts- und Berichtspflicht nahm die Vorsitzende des ESRB am 1. Juli 2021 an einer Anhörung vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (ECON) teil. Außerdem fanden zwei vertrauliche Videokonferenzen mit der Vorsitzenden und den stellvertretenden Vorsitzenden des ECON statt, bei denen Finanzstabilitätsrisiken erörtert wurden. Der ESRB veranstaltete darüber hinaus eine Reihe von Konferenzen und Workshops (darunter eine Konferenz anlässlich des zehnten Jahrestags seiner Gründung), um die Debatte über makroprudenzielle Politik voranzutreiben.



1 Systemische Risiken im Finanzsystem der Europäischen Union

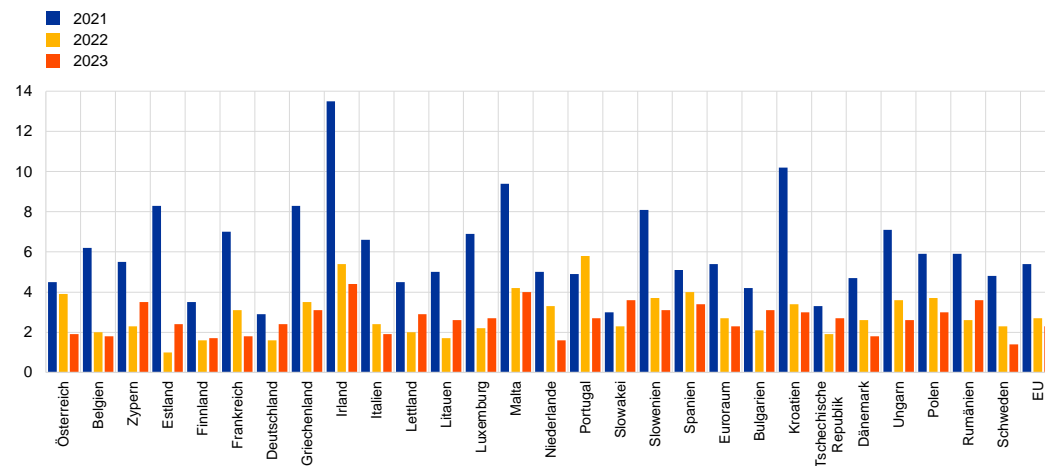
1.1 Allgemeine Wirtschaftsaussichten

Im Berichtszeitraum gingen die kurzfristigen mit der Corona-Pandemie (Covid-19) zusammenhängenden Risiken allmählich zurück, während die mittelfristigen konjunkturellen Anfälligkeiten im nichtfinanziellen privaten Sektor und an den Finanzmärkten weiter zunahmen. Dank der Impfkampagnen, der fortgesetzten breit angelegten staatlichen Hilfsmaßnahmen, gezielterer Kontaktbeschränkungen und der Anpassung der Wirtschaft an die Pandemie schritt die konjunkturelle Erholung in der EU im Jahresverlauf 2021 voran (siehe Abbildung 1). Damit verringerte sich auch das Risiko von bilanziellen Schwierigkeiten im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und von Übertragungseffekten auf die Banken. Im Gegensatz dazu bauten sich an den Finanzmärkten sowie am Wohnimmobilienmarkt weiterhin Anfälligkeiten auf. Am Wohnimmobilienmarkt wurde das Risiko mittelfristiger Preiskorrekturen durch überhöhte Bewertungen (bei gleichzeitig steigender Verschuldung der privaten Haushalte) zusätzlich verstärkt. Die zweite Jahreshälfte wurde maßgeblich von neu auftretenden Varianten des Coronavirus (siehe Abbildung 2), fortbestehenden pandemiebedingten Störungen der Lieferketten und Energiepreisanstiegen beeinflusst. Aufgrund dieser kurzfristigen Schwierigkeiten nahm der Inflationsdruck weltweit zu, wodurch die Anfälligkeiten im Zusammenhang mit der Pandemie verschärft und die aufkeimende Erholung allgemein vor Herausforderungen gestellt wurden (siehe Kasten 1 zu den Anfälligkeiten infolge der Inflation). In den Schlussmonaten des Jahres 2021 und Anfang 2022 wurde der erwartete Verlauf der geldpolitischen Straffung in den Vereinigten Staaten und anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften neu bewertet, was sich auf die Bewertungen an den Anleihe- und Aktienmärkten auswirkte.



Abbildung 1 BIP-Wachstum 2021, BIP-Prognose für 2022 und 2023

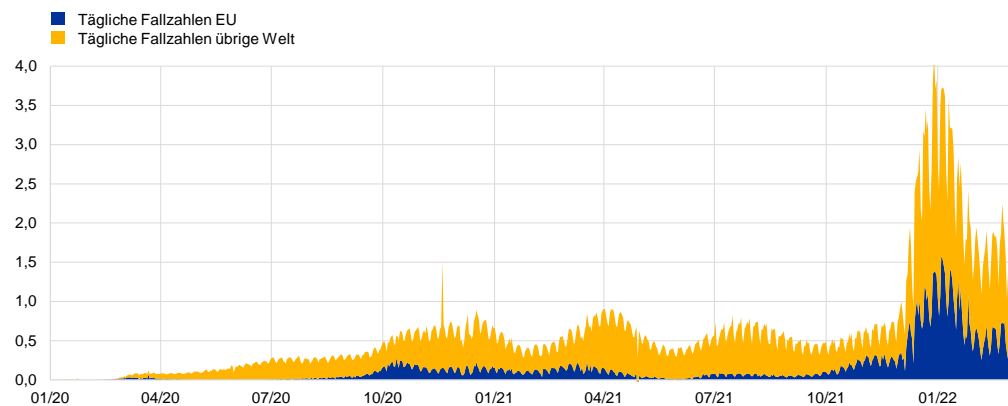
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Winterprognose 2022 der Europäischen Kommission und ESRB-Berechnungen.

Abbildung 2 Covid-19-Fälle, tägliche Veränderung

(in Millionen)



Quellen: Daten der **Johns Hopkins University** und ESRB-Berechnungen.

Mit Wirkung stuft der ESRB den Einmarsch Russlands in die Ukraine als einen schweren Schock ein, dessen Ausmaß und Dauer ungewiss sind. Dieser Schock kann langfristige Folgen haben und möglicherweise eine Neugestaltung der weltwirtschaftlichen Handels- und Finanzbeziehungen nach sich ziehen. Der Krieg gegen die Ukraine hat die Unsicherheit deutlich erhöht und zu einem sprunghaften Anstieg der Energie- und Rohstoffpreise, einer ausgeprägten Korrektur der Vermögenspreise und zusätzlichen Störungen der Lieferketten geführt.

Infolgedessen haben sich nicht nur die gesamtwirtschaftlichen Aussichten der EU verschlechtert, sondern auch die Risiken für die Finanzstabilität erhöht, da sich die Extremrisikoszenarios vervielfacht haben. Durch die neuen Herausforderungen des Konflikts sind die Vernabungseffekte der Corona-Pandemie – vor allem die höheren Unternehmens- und Staatsschulden – verstärkt



worden. Zudem hat durch den Krieg auch das Cyberrisiko zugenommen, das sich mit der Zeit über alle Finanzmarktinfrastrukturen hinweg aufgebaut hatte.

1.2 Entwicklungen an den Finanzmärkten

Gestützt durch die sich verbessernden Wirtschaftsbedingungen setzte sich die Dynamik an den Finanzmärkten im Jahr 2021 fort. Vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Erholung von der Coronakrise waren die Anleger 2021 weiterhin auf der Suche nach hohen Renditen², was a) die Aktienbewertungen in mehreren Marktsegmenten in die Höhe trieb,³ b) zu einer Verengung der Spreads bei Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften bei zugleich wachsenden Emissionen führte und c) eine stärkere Emissionstätigkeit an den Märkten für Leveraged Loans zur Folge hatte. Das Risiko einer breit angelegten abrupten Korrektur der Vermögenspreise stieg gegen Ende 2021 an. Verantwortlich hierfür waren die erhöhte Unsicherheit bezüglich der Inflationsaussichten und der zu erwartenden geldpolitischen Reaktionen sowie die zunehmenden geopolitischen Spannungen.

Der Anfang 2022 beobachtete sprunghafte Anstieg der Inflation und die sich verändernden Markterwartungen bezüglich des geldpolitischen Straffungspfads trugen zu einem Anstieg der Renditen langfristiger Staatsanleihen an mehreren wichtigen Märkten, einer Ausweitung der Unternehmensanleihsreads und zu Verlusten an den Aktienmärkten bei. Unter den Anleihen mit längerer Laufzeit stiegen die Renditen zehnjähriger US-amerikanischer und deutscher Staatsanleihen von Ende 2021 bis Ende März 2022 jeweils kräftig an (auf 2,3 % bzw. 0,5 %). Auch die Renditen von Unternehmensanleihen waren betroffen: Hier weiteten sich die Spreads wieder aus (siehe Abbildung 3), nachdem zuvor im Verlauf des Jahres 2021 in großem Umfang hochverzinsliche Anleihen begeben worden waren. Darüber hinaus wirkte sich die Trendwende an den Anleihenmärkten deutlich auf die Aktienmärkte aus, wo künftige Cashflows zu einem höheren Zinssatz diskontiert wurden. Wichtige Aktienindizes mussten Verluste hinnehmen, wenngleich die Abwärtskorrektur im Verhältnis zum Ausmaß der möglichen Überbewertung eher moderat ausfiel. Ende März 2022 lag der S&P-500-Index immer noch etwa 40 % über seinem Vorpandemieniveau (von Ende 2019). Dies zeigt, dass noch Spielraum für weitere massive Kursverluste vorhanden war (siehe Abbildung 5). Mit Stand März 2022 waren die Bewertungen der Aktienmärkte in den USA nach wie vor überhöht, während sie sich in Europa weitgehend in der Nähe ihrer historischen Durchschnittswerte befanden (siehe Abbildung 4).

² Vor dem Hintergrund der Erholung spiegelte diese Renditesuche sowohl den Rückgang der realen Renditen im Gefolge des steigenden Inflationsdrucks als auch die für Anleger reichlich verfügbare Liquidität wider.

³ Diese Dynamik an den Aktienmärkten wurde durch den gestiegenen Verschuldungsgrad und die höhere Risikobereitschaft von Finanzintermediären aus dem Nichtbankenbereich spürbar verstärkt.



Abbildung 3
Spreads bei High-Yield-Anleihen und Investment-Grade-Anleihen in der EU

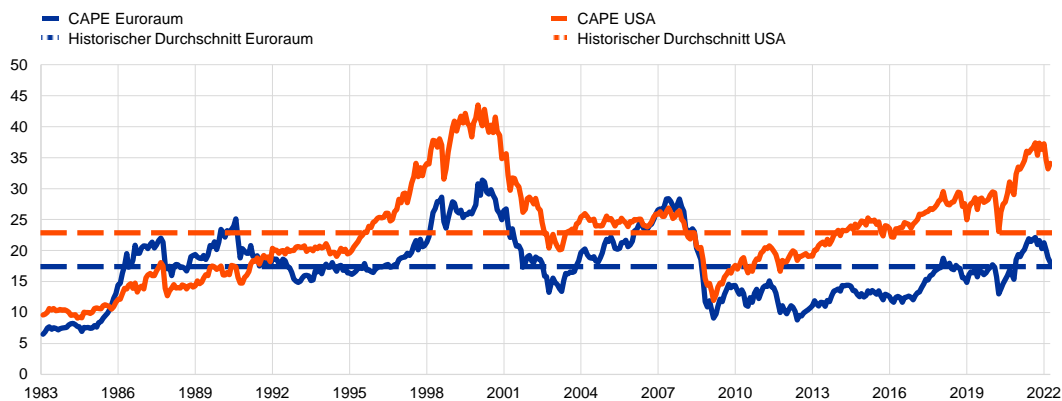
(in %)



Quellen: Bloomberg und ESRB-Berechnungen.

Abbildung 4
Konjunkturbereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE) und historische Durchschnittswerte im Euroraum und in den USA seit dem 31. Dezember 1982

(Quote)

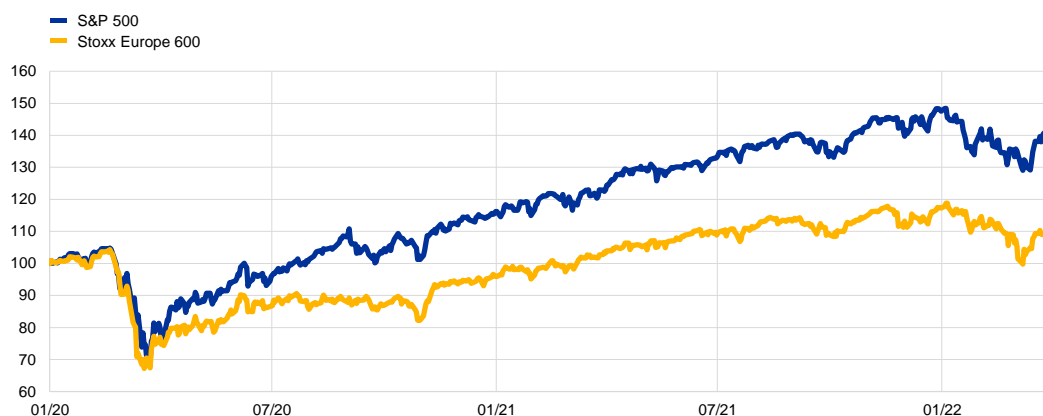


Quellen: Datastream und ESRB-Berechnungen.



Abbildung 5 Aktienindizes

(Index: Januar 2020 = 100)



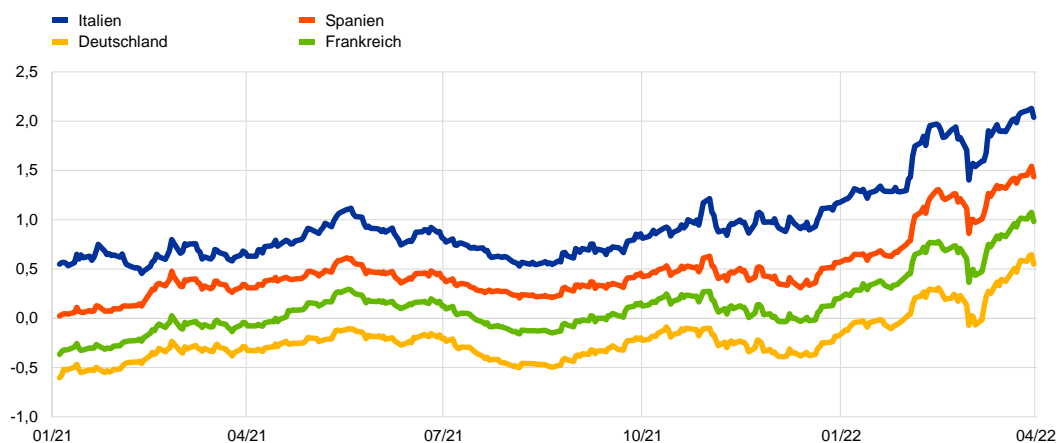
Quellen: Bloomberg und ESRB-Berechnungen.

Der Einmarsch Russlands in die Ukraine zog eine signifikante Erhöhung der Volatilität an den Finanzmärkten sowie eine deutliche Korrektur der Vermögenspreise nach sich. Der Angriff setzte dem Aufwärtstrend bei den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen aus den Vereinigten Staaten und dem Euroraum zunächst ein Ende (siehe Abbildung 6), doch die entsprechenden Rückgänge wurden in den darauffolgenden Wochen wieder ausgeglichen. Der Konflikt löste überdies Kursverluste am Aktienmarkt aus. Dessen ungeachtet bestand weiterhin ein hohes Risiko weiterer Vermögenspreiskorrekturen, da die Aktienbewertungen auf den Annahmen beruhten, dass sich der Krieg gegen die Ukraine nur moderat auf das weltwirtschaftliche Wachstum auswirken und der von den Märkten erwartete geldpolitische Straffungspfad ausreichen werde, um die Inflationsraten innerhalb von zwei Jahren schrittweise wieder auf die von der Zentralbank angestrebte Höhe zu bringen. Vor diesem Hintergrund hängt das Eintreten des Risikos weiterer abrupter Vermögenspreiskorrekturen nach Einschätzung des ESRB (Stand März 2022) ganz wesentlich von der Dauer und dem Ausmaß des Krieges sowie dessen Auswirkungen auf das Weltwirtschaftswachstum und die Inflationsdynamik ab.



Abbildung 6
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen

(in %)



Quellen: Bloomberg und ESRB-Berechnungen.

Kasten 1 Inflation und Marktanfälligkeiten

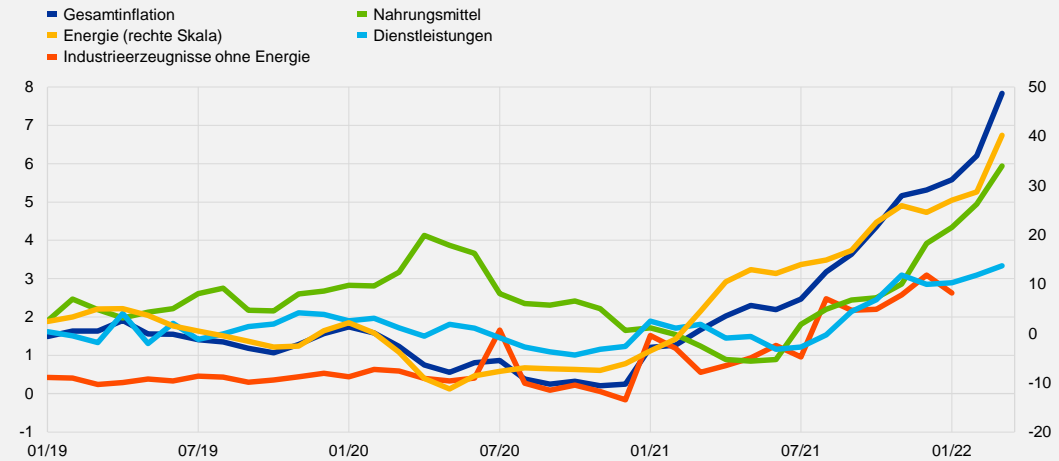
In der EU und in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften nahm die Inflation im Berichtszeitraum massiv zu, wofür in erster Linie höhere Energie- und Rohstoffpreise sowie Störungen der Lieferketten verantwortlich waren (siehe Abbildung A und B). Im März 2022 lag die Gesamtinflation in der EU bei 7,8 %, verglichen mit 1,7 % zwölf Monate zuvor. Ausschlaggebend für diese höhere Rate war vor allem die sprunghafte Verteuerung von Energie (u. a. von Brennstoffen, Strom und Gas). Infolge des Nachfrageanstiegs nach der Aufhebung der pandemiebedingten Lockdowns sowie durch den Ausbruch des Krieges in der Ukraine und Angebotsdrosselungen haben sich die Energiepreise drastisch erhöht. Auch die Nahrungsmittelpreise stiegen rasch an, was auf hohe Vorleistungskosten, temporäre Störungen der Logistik und Klimaschwankungen zurückzuführen war.



Abbildung A

Inflationsraten in der EU

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

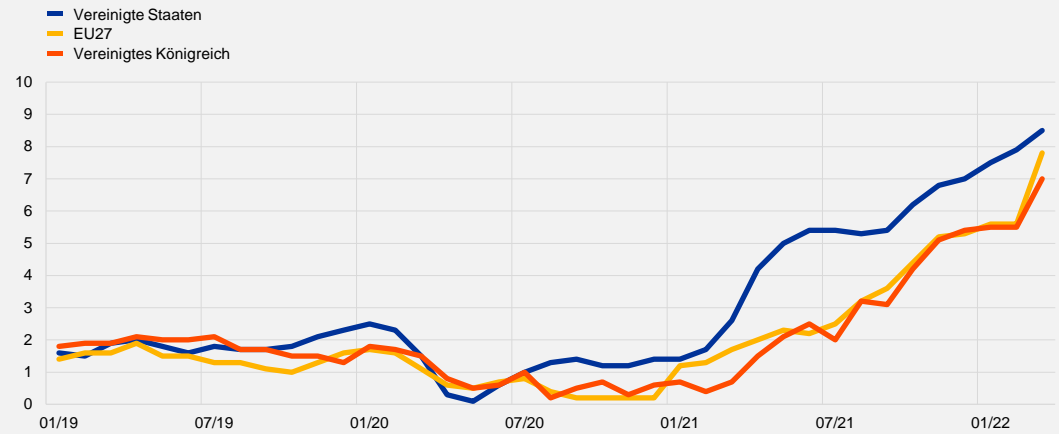


Quelle: Datastream.

Abbildung B

Inflation in wichtigen Volkswirtschaften

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Bloomberg.

Die Kerninflation, also ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet, nahm in der EU 2021 und Anfang 2022 ebenfalls zu. Zahlreiche Waren und Dienstleistungen haben sich massiv verteuert, was darauf hindeutet, dass der Preisdruck an Breite gewonnen hat. Demzufolge erhöhten sich die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Berichtszeitraum. Verglichen mit dem Preisauftrieb bei Energie und Nahrungsmitteln fiel der Anstieg der verschiedenen Messgrößen jedoch moderater aus.

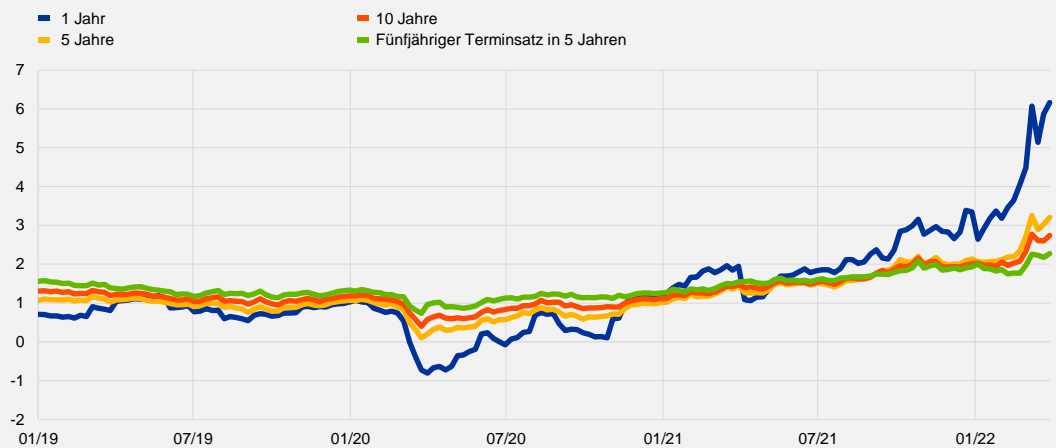


Die marktbasieren Inflationserwartungen für die Vereinigten Staaten und den Euroraum nahmen im Berichtszeitraum stark zu. Besonders augenfällig war dies bei den kurzfristigen Inflationserwartungen (siehe Abbildung C und D). Auch die längerfristigen Inflationserwartungen erhöhten sich 2021, wenn auch weniger deutlich. Die mittel- und langfristigen Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet pendelten sich im Frühjahr 2022 nahe der 2 %-Marke ein.

Abbildung C

Marktbasierete Inflationserwartungen im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

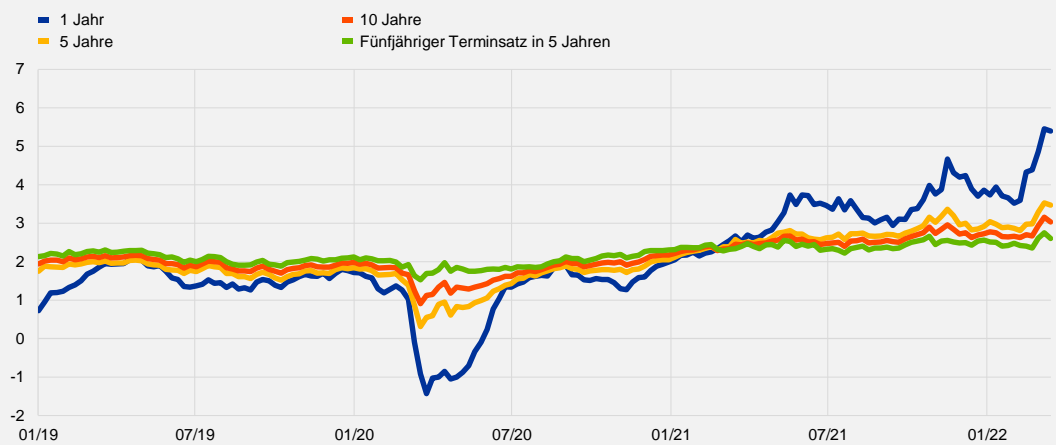


Quelle: Datastream.

Abbildung D

Marktbasierete Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Datastream.



Der 2021 verzeichnete Inflationsanstieg löste neue Bedenken hinsichtlich der Finanzstabilität aus. Erstens könnte eine lang andauernde Phase hoher Inflationsraten Unsicherheit an den Finanzmärkten (vor allem den Anleihemärkten) hervorrufen, die wiederum Aufwärtsdruck auf die in den Vermögenspreisen eingebetteten Risikoprämien ausüben könnte. Finanzinstitute und Sektoren, die einen hohen Bestand an relevanten Risikopositionen aufweisen, könnten in der Folge erhebliche Marktwertverluste erleiden. Darüber hinaus kann eine drastische Neubewertung an den Finanzmärkten unter Umständen dazu führen, dass es bei Investmentfonds zu beträchtlichen und abrupten Mittelabflüssen kommt. Derartige Abflüsse können dazu beitragen, dass die Vermögenspreise noch stärker korrigiert werden. Zweitens schmälern hohe Inflationsraten das reale Einkommen der privaten Haushalte und die Gewinnmargen der Unternehmen, was wiederum die Wachstumsaussichten und die Finanzstabilität belastet. Drittens könnte der in der Wirtschaft herrschende hohe Preisdruck auch zu Kapitalabflüssen führen, sodass die Währung unter Abwertungsdruck gerät. Diese Entwicklung könnte ihrerseits den Inflationsdruck weiter beschleunigen. Der ESRB hat diese Entwicklungen im Rahmen seiner Aktivitäten zur Identifizierung von Finanzstabilitätsrisiken beobachtet, da sie das Potenzial hatten, bestehende Anfälligkeiten – zum Beispiel am Immobilienmarkt – noch zu verschlimmern.

1.3 Das Risiko systemischer Cybervorfälle

Systemische Cybervorfälle, seien sie absichtlich oder unabsichtlich hervorgerufen, stellen eine wachsende Gefahr für den Finanzsektor dar. Ursprünglich erfolgten vorsätzliche Angriffe meist durch kriminelle Gruppen zur Erzwingung einer Lösegeldzahlung. In den letzten Jahren wurden mit Cyberangriffen jedoch auch noch andere Strategien verfolgt. So zielen sie mittlerweile häufig auf die Störung ganzer Dienstleistungsketten ab (siehe Abbildung 7). Im Jahr 2021 wurde in einem Bericht der Agentur der Europäischen Union für Cybersicherheit (ENISA) darauf hingewiesen, dass seit 2020 verstärkt organisierte Cyberangriffe auf IT-Lieferketten verübt werden.⁴ Zudem deuten öffentlich zugängliche Daten darauf hin, dass der Finanzsektor (nach dem Gesundheitswesen) im Februar 2022 das zweithäufigste Ziel globaler Cyberangriffe war.⁵

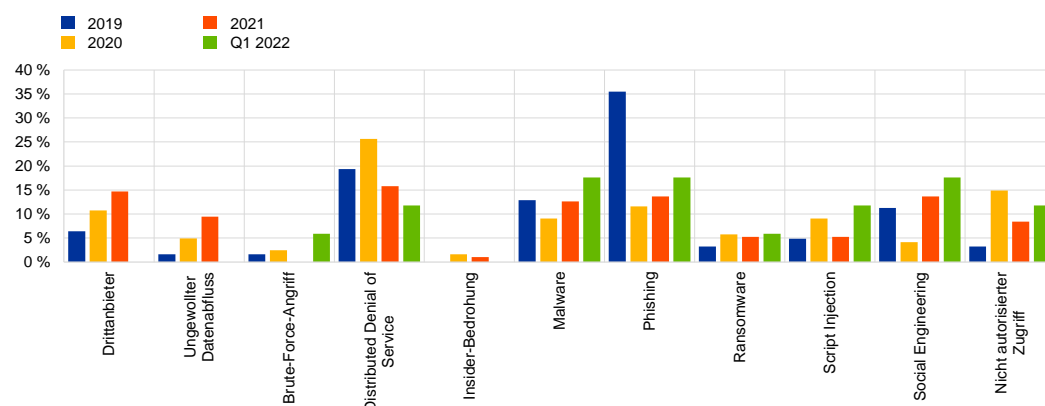
⁴ Siehe ENISA, [Threat Landscape for Supply Chain Attacks](#), 2021.

⁵ Im Februar 2022 war der Finanz- und Versicherungssektor zusammen mit FinTech-Unternehmen die größte Gruppe von Angriffszielen (nach dem Gesundheits- und Sozialwesen). Siehe hierzu Hackmaggedon, [February 2022 Cyber Attacks Statistics](#), März 2022.



Abbildung 7
Cybervorfälle nach Art: 2019 bis 1. Quartal 2022

(in %)



Quellen: EZB und ESRB-Berechnungen.

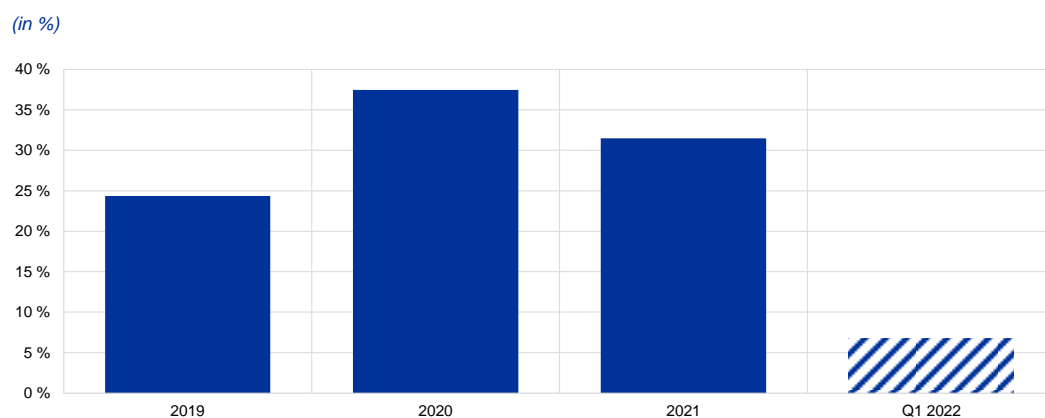
Anmerkung: Anteil der unterschiedlichen Arten von Cyberangriffen gegen vom SSM beaufsichtigte Banken an der Gesamtzahl.

Das Risiko weit verbreiteter Störungen hat im Berichtszeitraum nicht zuletzt aufgrund des Ukraine-Kriegs zugenommen. Von den zwischen 2019 und dem ersten Quartal 2022 verübten Cyberangriffen auf Banken, die der Aufsicht des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) unterstehen, ereigneten sich die meisten im Jahr 2020 (siehe Abbildung 8). Die Zahl der Cybervorfälle, die der EZB-Bankenaufsicht von den Banken gemeldet wurden, hat sich seit Russlands Einmarsch in die Ukraine nicht erhöht. Allerdings ist es wahrscheinlich, dass einige der zuletzt erfolgten Cyberangriffe bereits vor einigen Monaten initiiert, jedoch erst vor Kurzem aktiviert wurden. Angesichts dessen herrscht mit Stand März 2022 beträchtliche Unsicherheit über die Anzahl und Schwere der russischen Cyberangriffe, die im Berichtszeitraum initiiert, aber bis zum Ende des Berichtszeitraums noch nicht aktiviert wurden oder aufgedeckt waren. Trotz der Unsicherheit haben die Behörden ihre Überwachungstätigkeit erweitert, um vor Ereignissen wie dem 2017 beobachteten Cybervorfall „NotPetya“ auf der Hut zu sein: Dieser Virus hatte zunächst nur ukrainische Banken infiziert, sich dann aber weltweit ausgebreitet und beträchtliche Störungen der kritischen Infrastruktur und der öffentlichen Dienste im Land hervorgerufen.⁶

⁶ Dieser Virus, so könnte argumentiert werden, veranschaulicht nach dem WannaCry-Angriff am deutlichsten die Gefahr eines schwerwiegenden Cyberangriffs. Der durch ihn angerichtete Schaden zeigt aber auch die Widerstandsfähigkeit der Finanzinstitute gegenüber solchen Angriffen.



Abbildung 8
Cybervorfälle nach Jahr: 2019 bis 1. Quartal 2022



Quellen: EZB und ESRB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Balken zeigen, wie sich die Gesamtzahl der von 2019 bis zum ersten Quartal 2022 verübten Cyberangriffe gegen vom SSM beaufsichtigte Banken prozentual auf die einzelnen (Jahres-)Zeiträume verteilt.

In den letzten Jahren haben strukturelle Faktoren (z. B. die rasche Digitalisierung der Wirtschaft, die wachsende Abhängigkeit von Cloud-Diensten und die Versicherungslücke bei Cyberangriffen⁷) die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass es häufiger zu kostspieligen unbeabsichtigten Cybervorfällen kommt, die vor allem durch operationelle Ausfälle ausgelöst werden. Aufgrund der wachsenden Bedeutung von Cloud-Diensten kann sich im Finanzsystem ein Konzentrationsrisiko ergeben. So haben sich die Ausgaben für ausgelagerte Cloud-Dienste von 2018 bis 2019 fast verdoppelt und sind von 3 % auf 6 % der gesamten Aufwendungen für ausgelagerte IT-Tätigkeiten gestiegen, und 85 % aller dem SSM unterliegenden bedeutenden Banken berichten, dass sie ausgelagerte Cloud-Dienste in Anspruch nehmen. Auch durch die stärkere Verbreitung von Telearbeitsvereinbarungen, die weiterhin voranschreitende Digitalisierung der Bankdienstleistungen und die höhere Gefahr unbeabsichtigter Vorfälle (z. B. durch menschliches Versagen) hat sich das Risiko von Cybervorfällen erhöht. Obwohl Cyberrisiken eine potenziell systemische und grenzüberschreitende Dimension haben, machen Cyberversicherungen bislang nur einen geringen Anteil des Nichtlebensversicherungsmarktes aus: Datenbeschränkungen und ein unzureichendes Verständnis von Cyberrisiken seitens der Versicherungsgeber als auch der Versicherungsnehmer stellen nach wie vor bedeutende Hindernisse dar, wenn es darum geht, in diesem Bereich ein stärkeres Wachstum zu erzielen und die Cyberversicherungslücke⁸ zu schließen.

1.4 Bilanzielle Schwierigkeiten bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

Im nichtfinanziellen privaten Sektor gingen die kurzfristigen Risiken im Jahresverlauf 2021 vor dem Hintergrund der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung und der verbesserten

⁷ Diese wird definiert als die Differenz zwischen wirtschaftlichen und den versicherten Verlusten im Zusammenhang mit Cybervorfällen.

⁸ Siehe EZB, [Financial Stability Review](#), November 2021.



Gewinnerwartungen der Unternehmen zurück. Die Schuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum sank im zweiten und dritten Quartal 2021, nachdem sie im Jahr 2020 zugenommen hatte.⁹ Auch konnten sich die Umsatzerlöse der Unternehmen 2021 weitgehend erholen, wofür die wieder anziehende Wirtschaftstätigkeit, die niedrigen Finanzierungskosten und die anhaltenden finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen verantwortlich zeichneten. Dennoch war im Schlussquartal 2021 infolge der pandemiebedingten Lieferkettenengpässe, des Arbeitskräftemangels und der beträchtlichen Energiepreiserhöhungen eine konjunkturelle Abschwächung zu beobachten, die durch steigende Covid-19-Infektionszahlen und die damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen noch verstärkt wurde.

Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen blieb trotz der auslaufenden finanzpolitischen Unterstützungsmaßnahmen insgesamt unter dem Niveau vor der Pandemie, wobei jedoch Anfälligkeiten in bestimmten Bereichen fortbestanden. Im Jahr 2021 liefen die pandemiebedingten politischen Stützungsmaßnahmen nach und nach aus. Ermöglicht wurde dies durch die raschen Impffortschritte und das daraus folgende Wiederhochfahren der Volkswirtschaften. Allerdings führten die erhöhte Unsicherheit aufgrund des wieder aufgeflamten Infektionsgeschehens und die neuen Kontaktbeschränkungen in der zweiten Jahreshälfte 2021 dazu, dass einige Länder einen Großteil ihrer fiskalischen Hilfsmaßnahmen bis Mitte 2022 verlängerten.¹⁰ Trotz der auslaufenden Finanzhilfen lag die Anzahl der Insolvenzanträge in der EU im vierten Quartal 2021 um 21,96 % unter dem Niveau vor der Pandemie und hat dieses Niveau seit Ausbruch der Pandemie auch nicht überschritten (in Kasten 2 werden die Unternehmensinsolvenzen vor dem Hintergrund der Entwicklung der finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen untersucht). Jedoch erweisen sich die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine für die anfälligsten und am stärksten verschuldeten Unternehmen gegen Ende des Berichtszeitraums zunehmend als Problem.

Durch den Einmarsch in die Ukraine haben sich die Extremrisikoszenarios vervielfacht und die gesamtwirtschaftlichen Risiken deutlich verstärkt. Nachlassendes Vertrauen, zusätzliche Lieferkettenstörungen und höhere Energie- und Rohstoffpreise könnten das Wachstum massiv beeinträchtigen, da sie das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die Gewinnmargen der Unternehmen schmälern. Am Ende des Berichtszeitraums ist der ESRB der Auffassung, dass sich diese negativen Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit als besonders schwerwiegend erweisen könnten, sollte der Krieg länger andauern und der Umfang der Sanktionen gegen Russland noch stärker ausgeweitet werden (z. B. durch Einbeziehung der Öl- und Gasausfuhren in die EU). Sollte ein derartiges Extremrisikoszenario eintreten, würde dies die Risiken für den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und für die Bilanzen der privaten Haushalte deutlich verschärfen, letztere allerdings in geringerem Maße. Hinzu kommt, dass der Spielraum für expansive makroökonomische Maßnahmen derzeit deutlich begrenzter wäre als zu Beginn der Covid-19-Pandemie.

⁹ Die Schuldenquote des Sektors der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum wird berechnet als das Verhältnis der Schuldverschreibungen und Kredite nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zum BIP; siehe das Statistical Data Warehouse auf der [EZB-Website](#).

¹⁰ Im Jahresverlauf 2021 wurden Finanzhilfen im Höhe von 6,85 % des BIP 2019 zurückgenommen. Bis Mitte 2022 sollen Maßnahmen in einer Größenordnung von 8,58 % des BIP 2019 auslaufen. Diese Betrachtung bezieht sich auf die Länder, die Adressaten der Empfehlung ESRB/2020/8 waren.



1.5 Qualität der Bankaktiva

Analog zur sich aufhellenden Situation der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften haben die Bedenken bezüglich möglicher Ausstrahlungseffekte auf die Banken im Berichtszeitraum nachgelassen.

Im Jahresverlauf 2021 hat sich die Ertragslage der Banken in der EU positiver entwickelt und war am Ende des Berichtszeitraums besser als vor der Pandemie. Verantwortlich hierfür waren jedoch hauptsächlich ein deutlicher Anstieg des Provisionsergebnisses und insbesondere ein rückläufiger Wertberichtigungsbedarf – beides Faktoren, die möglicherweise keinen längerfristigen Trend darstellen. Mit Blick auf die Zukunft könnten die positiven Auswirkungen steigender Zinssätze auf den Zinsüberschuss der Banken konterkariert werden durch eine Abschwächung der Kreditnachfrage, einen steigenden Wertberichtigungsbedarf vor dem Hintergrund einer konjunkturellen Eintrübung und eine sich verschlechternde Schuldendienstfähigkeit der Kreditnehmer. Darüber hinaus werden die Gewinnerwartungen weiterhin dadurch gedämpft, dass das europäische Bankensystem vor bedeutenden strukturellen Herausforderungen steht, die seine Verlustabsorptionsfähigkeit schmälern. Hierzu zählen eine hohe Aufwand/Ertrag-Relation, eine zu große Zweigstellendichte und die steigenden Kosten für das Schließen der beträchtlichen Digitalisierungslücken.

Die Qualität der Bankenaktiva verbesserte sich im Verlauf des Jahres 2021. So meldeten die Banken trotz vereinzelt fortbestehender Anfälligkeiten einen geringeren Anteil an

notleidenden Krediten (siehe Abbildung 9, Grafik a).¹¹ Die aggregierte NPL-Quote sank im vierten Quartal 2021 auf 2,0 %, verglichen mit 2,1 % im vorangegangenen Jahresviertel und 3 % im ersten Quartal 2020.¹² Kredite der Stufe 2 gemäß dem IFRS 9 machten im vierten Quartal 2021 8,9 % der Gesamtkredite aus nach 8,7 % im dritten Quartal (siehe Abbildung 9, Grafik b). Aus AnaCredit-Daten lässt sich ablesen, dass der Anteil der gestundeten Kredite (foreborne credit) an den Gesamtkrediten im Jahr 2021 gestiegen ist. Auch diese Entwicklung stellt einen Frühindikator für eine Verschlechterung dar. Zudem bestanden weiterhin Bedenken hinsichtlich der Aktivaqualität von Krediten, die von Stützungsmaßnahmen profitierten.¹³ So stieg die NPL-Quote bei Krediten, die durch im Zusammenhang mit der Covid-19-Krise gewährte staatliche Garantien besichert waren, von 2,4 % im dritten Quartal 2021 auf 3,1 % im Schlussquartal. Analog dazu erhöhte sich die NPL-Quote bei Krediten, deren Moratorien ausgelaufen waren, und zwar von 4,9 % im dritten Jahresviertel auf 5,5 % im Folgequartal. Darüber hinaus hatten Kredite der Stufe 2 im vierten Quartal einen Anteil von 22,5 % an den gesamten Krediten mit pandemiebedingten staatlichen Garantien nach 20,1 % im dritten Quartal 2021 und 11,7 % im Schlussquartal 2020 (siehe Abbildung 9, Grafik c). Auf Kredite der Stufe 2 entfielen im vierten Quartal zudem 25 % der gesamten Kredite mit abgelaufenen Moratorien, verglichen mit 24 % im dritten Quartal. Laut AnaCredit-Daten hat sich der Umfang der Risikovorsorge für den Anteil der Kredite der Stufe 2 (bezogen auf die Gesamtkredite) seit Ende 2019 nicht wesentlich verändert, obwohl sich die

¹¹ Sofern nicht anders angegeben, beruhen diese Angaben auf den Daten des EBA Risk Dashboard für das vierte Quartal 2021. Das Risk Dashboard basiert auf einer Stichprobe von Risikoindikatoren zu 161 europäischen Banken (nicht konsolidierte Anzahl an Banken, darunter 30 Tochtergesellschaften). Die herangezogene Stichprobe wird jährlich von den zuständigen Behörden überprüft und entsprechend angepasst. Dadurch können Brüche in den Zeitreihen entstehen. So enthalten die EU-Aggregate ab dem ersten Quartal 2020 keine Angaben mehr zu Banken aus dem Vereinigten Königreich, aber weiterhin zu den Tochtergesellschaften britischer Banken in EU-Ländern.

¹² Im Jahr 2021 verringerten sich die NPL-Quoten dadurch, dass Banken in Italien und Griechenland Altbestände an notleidenden Krediten in großem Umfang veräußerten.

¹³ Auf EU-Ebene machten staatlich garantierte Kredite im vierten Quartal 2021 1,9 % (373 Mrd €) des gesamten Kreditbestands aus und Kredite, deren Moratorien ausgelaufen waren, 3,6 % (704 Mrd €). Der Anteil der Kredite, die einem Moratorium unterlagen, belief sich indes auf 0,06 % (12 Mrd € nach 50 Mrd € im Vorquartal; -95 % seit dem ersten Quartal 2021). Da sich das Gesamtvolumen der Kredite, die 2021 einem Moratorium unterlagen, so deutlich verringert hat, werden notleidende Kredite und Kredite der Stufe 2 in dieser Stichprobe nicht behandelt.



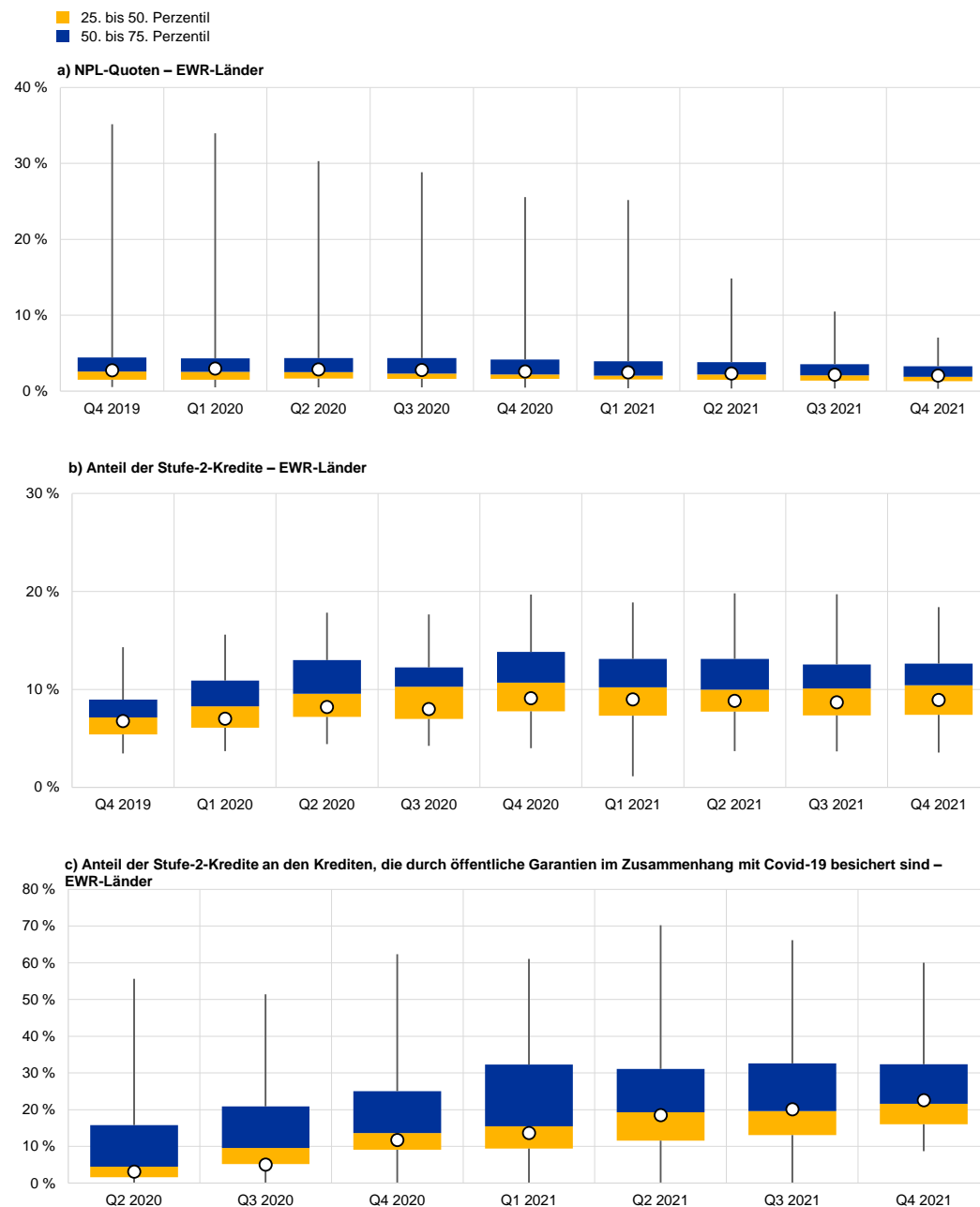
zugrunde liegende Kreditqualität während der Pandemie verschlechtert hat. Es könnte also vereinzelt bei einigen Banken eine zu geringe Risikovorsorge und ein hohes Engagement in stark betroffenen Sektoren geben, sodass die Gefahr von Verlusten weiterhin hoch ist. In diesem Zusammenhang ist es besorgniserregend, dass im Bericht zu den Ergebnissen des aufsichtlichen Überprüfungs- und Beurteilungsprozesses (Supervisory Review and Evaluation Process – SREP) für 2021 Belege dafür aufgeführt werden, dass die Verfahren im Kreditrisikomanagement bei bestimmten Banken unzulänglich waren. Tatsächlich verbesserten sich die SREP-Scorewerte nur bei 4 % der bedeutenden Institute, für 32 % der bedeutenden Institute wurden sie hingegen nach unten korrigiert.



Abbildung 9

NPL-Quoten und Kredite der Stufe 2 in den EWR-Ländern

(in %)



Quellen: EBA Risk Dashboard und ESRB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Kastendiagramme kennzeichnen die Verteilung der Quoten auf Länderebene und die Antennen die Höchst- und Tiefststände. Der weiße Punkt markiert den gewichteten EU-Durchschnitt der Quoten auf Länderebene.

Am Ende des Berichtszeitraums wurden die Auswirkungen des Krieges gegen die Ukraine als mögliche Ursache für eine erneute Verschlechterung der Aktivaqualität der Banken angesehen, während zugleich einige Banken noch immer mit pandemiebedingten Problemen dieser Art zu kämpfen hatten. Risikopositionen gegenüber Russland oder der Ukraine weisen nur einige wenige große Banken über ihre Tochtergesellschaften oder andere



Unternehmen in Ihrem Besitz auf. Allerdings unterhalten mehrere Banken hohe Engagements im Treibstoff- und Mineralsektor, und eine rückläufige Wirtschaftstätigkeit dort könnte die Qualität der Aktiva verringern und die Schuldendienstfähigkeit verschlechtern. Allgemein gilt der Krieg seit März 2022 als eine potenzielle Belastung für das Wirtschaftswachstum, in deren Folge die EU in eine Phase mit unerwartet niedrigen Wachstumsraten abgleiten könnte. In diesem Fall wären die Auswirkungen auf die Bankbilanzen wesentlich stärker.

Kasten 2

Unternehmensinsolvenzen und Entwicklung der finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen

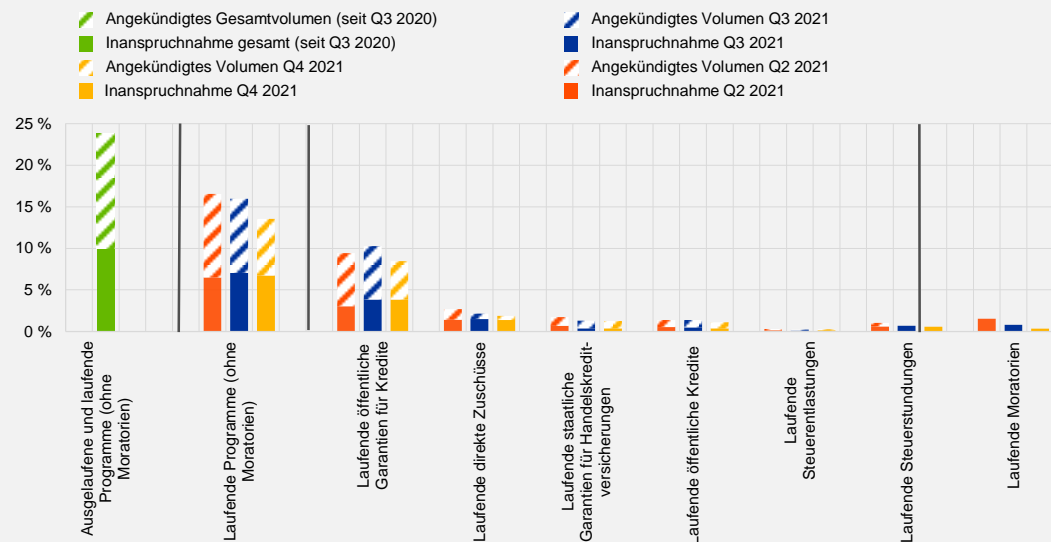
Als Reaktion auf die Corona-Pandemie (Covid-19) haben die Regierungen aller EWR-Mitgliedstaaten umfangreiche finanzpolitische Unterstützungsprogramme aufgelegt, darunter auch Liquiditäts- und Solvenzmaßnahmen. Hierdurch gelang es, die Produktionseinbußen zu begrenzen, die durch die Maßnahmen zur Eindämmung des Coronavirus hervorgerufen wurden. Zudem trug die Finanzpolitik auf diese Weise dazu bei, das Finanzsystem durch eine Phase der erhöhten Unsicherheit zu steuern. Von Pandemiebeginn bis Jahresende 2021 wurden Hilfen in Höhe von insgesamt 23,8 % des 2019 von den ESRB-Mitgliedstaaten erwirtschafteten BIP bereitgestellt (ohne Moratorien gerechnet); die Inanspruchnahme belief sich in diesem Zeitraum auf 10,0 % des BIP 2019 (siehe Abbildung A). Im Jahresverlauf 2021 ging das Volumen der verfügbaren Stützungsmaßnahmen (ohne Moratorien) jedoch zurück und lag im Schlussquartal bei 13,5 % des BIP 2019. Die Inanspruchnahme stabilisierte sich bei rund 6,7 % des BIP 2019. Auf Moratorien wurde im Berichtsjahr deutlich weniger zurückgegriffen (0,3 % des BIP 2019 im Dezember 2021). Der ESRB beurteilte in seinem **Bericht vom Februar 2021** und seinem **Bericht vom September 2021**, welche Auswirkungen die Stützungsmaßnahmen, die aufgrund von Covid-19 zum Schutz der Realwirtschaft ergriffen wurden, auf die Finanzstabilität hatten. Zudem veröffentlichte er einen weiteren **Bericht über die Vermeidung und Steuerung eines hohen Aufkommens an Unternehmensinsolvenzen**. In diesem wurden die Risiken bewertet, die sich für die Stabilität des Wirtschafts- und Finanzsystems im Falle einer großen Insolvenzwelle ergäben, und es wurden die politischen Handlungsoptionen zur Eindämmung dieser Risiken geprüft.



Abbildung A

Finanzpolitische Stützungsmaßnahmen im Überblick: angekündigtes Volumen und Inanspruchnahme

(in % des BIP)



Quellen: ESRB-Erhebung gemäß Empfehlung ESRB/2020/8 und ESRB-Berechnungen.

Anmerkung: Der grüne Balken stellt die gesamten seit dem dritten Quartal 2020 bereitgestellten Maßnahmen dar, einschließlich bereits ausgelaufener Maßnahmen.

Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften wurden im Berichtszeitraum hauptsächlich durch Liquiditätsmaßnahmen unterstützt. Lediglich in den letzten beiden Quartalen des Jahres 2021 verschob sich der Schwerpunkt etwas zugunsten von Solvenzmaßnahmen (zumeist in Form von direkten Zuschüssen). Bezogen auf die Gesamthöhe der finanzpolitischen Unterstützung (laufende und bereits ausgelaufene Maßnahmen) fielen die Liquiditätsmaßnahmen stärker ins Gewicht als die Solvenzmaßnahmen: Öffentliche Garantien und Kredite, Steuererstattungen sowie Kreditversicherungen machten im vierten Quartal 2021 zusammengenommen 71,8 % der verfügbaren und 63,7 % der in Anspruch genommenen Maßnahmen aus. Öffentliche Garantien waren 2021 nach wie vor die umfangreichste Einzelmaßnahme (bezogen auf die laufenden und bereits ausgelaufenen Programme). An zweiter Stelle standen – wenn auch mit einem weiterhin deutlich geringeren Anteil – die direkten Zuschüsse. Sie beliefen sich im Schlussquartal 2021 auf insgesamt 3,7 % des 2019 von den ESRB-Mitgliedstaaten erwirtschafteten BIP, was einer Zunahme gegenüber dem Anteil von 2,9 % im Schlussquartal 2020 entspricht. Die Gesamtinanspruchnahme der direkten Zuschüsse stieg sogar noch stärker: Zum Ende des vierten Quartals 2021 lag sie bei 2,5 % des BIP 2019 nach 1,6 % zum Ende des vierten Quartals 2020. In dieser Entwicklung zeigt sich, dass die Pandemiefolgen das Reinvermögen der Unternehmen belastet und somit ihren Unterstützungsbedarf erhöht haben. Mit dieser Evidenz decken sich auch die Ergebnisse einer Umfrage in den EU-Mitgliedstaaten. Diese zeigte, dass die Hilfsprogramme im Jahresverlauf 2021 angepasst wurden, um wirksamere Maßnahmen zum Erhalt der Zahlungsfähigkeit zu bieten und dabei vor allem jene Unternehmen und Sektoren in den Blick zu nehmen, die am dringendsten Unterstützung benötigten.

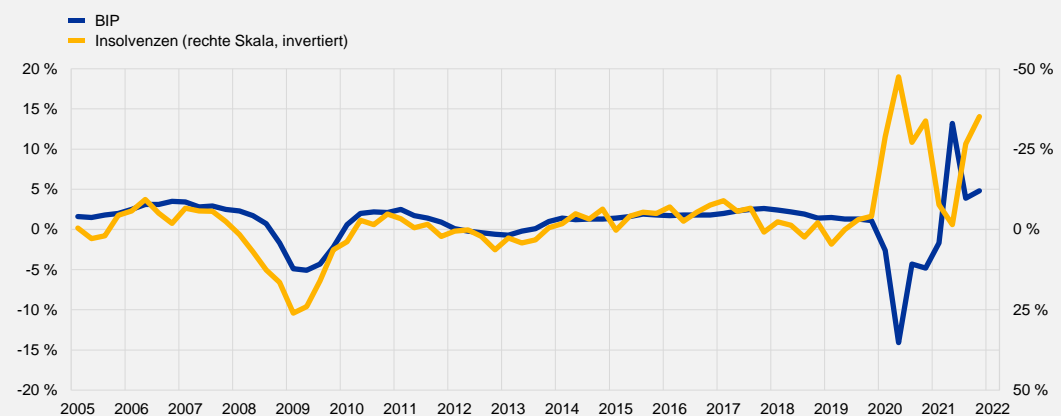


In vielen Ländern Europas werden derzeit Vorbereitungen getroffen, um die pandemiebedingten finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen bis Mitte 2022 vollständig auslaufen zu lassen, doch die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Maßnahmen werden auch noch danach zu spüren sein. Von den öffentlichen Krediten profitieren die Kreditnehmer beispielsweise so lange, bis die Fälligkeit erreicht ist. Was die im Euroraum gewährten öffentlichen Kreditgarantien betrifft, so beläuft sich deren Restlaufzeit bei 80 % aller von den Garantien abgedeckten Kredite auf mehr als zwei Jahre (Angaben gemäß EBA Risk Dashboard für das vierte Quartal 2021). Für Moratorien wiederum gilt nicht zwangsläufig, dass die Kreditnehmer sofort nach deren Ablauf mit der Tilgung beginnen müssen; in einigen Programmen unterliegen die Kredite weiterhin kreditspezifischen Moratorien. Darüber hinaus können Banken und Kreditnehmer die Kreditbedingungen neu verhandeln. Potenzielle „Rampeneffekte“ hängen also stark von den jeweiligen nationalen Stützungsprogrammen und institutionellen Regelungen ab.

Dank der expansiven Reaktion der Finanzpolitik auf die Covid-19-Pandemie ist es gelungen, die durch die Eindämmungsmaßnahmen hervorgerufenen Produktionseinbußen zu begrenzen und dadurch Insolvenzen auf breiter Front sowie Schließungen von eigentlich überlebensfähigen Unternehmen zu verhindern. Nach Ausbruch der Pandemie war in allen Wirtschaftssektoren ein deutlicher Rückgang der Insolvenzanträge zu verzeichnen. Ursächlich hierfür waren die staatlichen Stützungsmaßnahmen (insbesondere Moratorien und öffentliche Garantien) sowie die befristete Aussetzung der Insolvenzantragspflicht und die eingeschränkte Tätigkeit der Insolvenzgerichte während der Lockdown-Phasen (siehe Abbildung B). Abgesehen von einem kurzzeitigen Anstieg im dritten Quartal 2020 und im ersten Quartal 2021 sank die Gesamtzahl der Insolvenzen in der EU im Jahresverlauf 2021 und lag im Schlussquartal des Berichtsjahrs 21,96 % unter dem Durchschnitt des Jahres 2019 (Vorpandemiestand). In folgenden Sektoren verringerte sich die Zahl der Insolvenzanträge über den gesamten Berichtszeitraum hinweg: Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie, Information und Kommunikation, Finanz- und Versicherungsdienstleistungen, Erziehung und Unterricht sowie Gesundheitswesen.

Abbildung B
BIP-Wachstum und Insolvenzen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Haver Analytics, Empfehlung ESRB/2020/8, Trading Economics und ESRB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Länderstichprobe, die für die Datenserie zur Insolvenz herangezogen wurde, deckt 71 % des BIP der ESRB-Mitgliedstaaten ab. Die Insolvenzdaten stammen überwiegend von Haver Analytics. Fehlende Datenpunkte wurden mit gemäß Empfehlung ESRB/2020/8 erhobenen Daten sowie Daten von Trading Economics ergänzt.

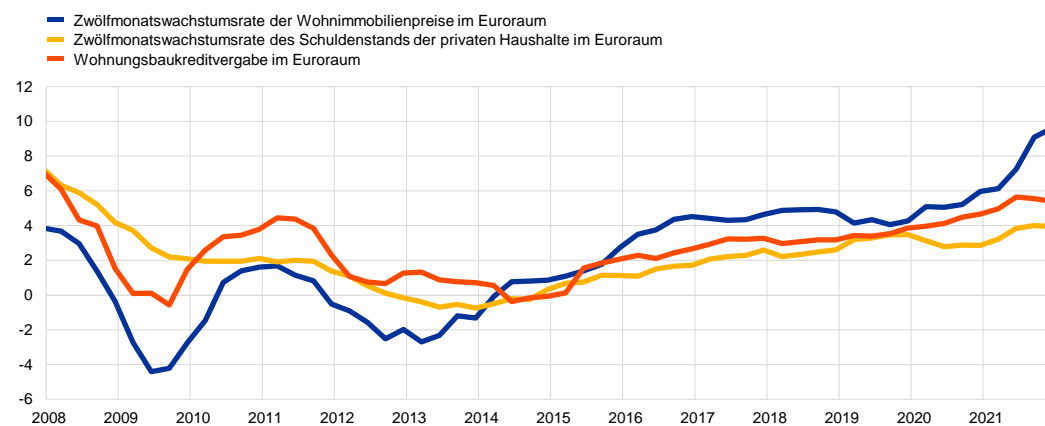


1.6 Risiken an den Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten

Zwar wurden die unmittelbaren Risiken für die Wohnimmobilienmärkte im Berichtszeitraum durch die anhaltende wirtschaftliche Erholung abgeschwächt, aber der Aufbau zyklischer Risiken und mittelfristiger Anfälligkeiten setzte sich fort. Während der Pandemie trugen erhebliche Transferleistungen an die privaten Haushalte (z. B. durch Kurzarbeitsregelungen) und niedrige Schuldendienstkosten zur Eindämmung kurzfristiger Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor bei. Zudem erhielt die Hypothekenkreditvergabe weiterhin durch das Niedrigzinsumfeld Auftrieb. Daneben haben die Covid-19-Pandemie und die im Gefolge der Lockdowns ergriffenen Arbeitsregelungen die Nachfrage nach Wohnraum aufgrund der gestiegenen Nutzung von Homeoffice beflügelt und den Anstieg der Wohnimmobilienpreise noch verstärkt (siehe Abbildung 10). In vielen Ländern, für die der ESRB in den Jahren 2019 und 2021 Warnungen oder Empfehlungen ausgesprochen hat, stiegen die Preise für Wohnimmobilien im Berichtszeitraum besonders stark an. Das anhaltend kräftige Wachstum der Wohnimmobilienpreise in vielen EU-Mitgliedstaaten verstärkte die Besorgnis über eine mögliche Kredit-Preis-Spirale auf dem Wohnimmobilienmarkt (in Abbildung 11 und 12 sind Indikatoren der Überbewertung dargestellt).

Abbildung 10
Wohnimmobilienpreise, Schuldenstand der privaten Haushalte und Kreditwachstum

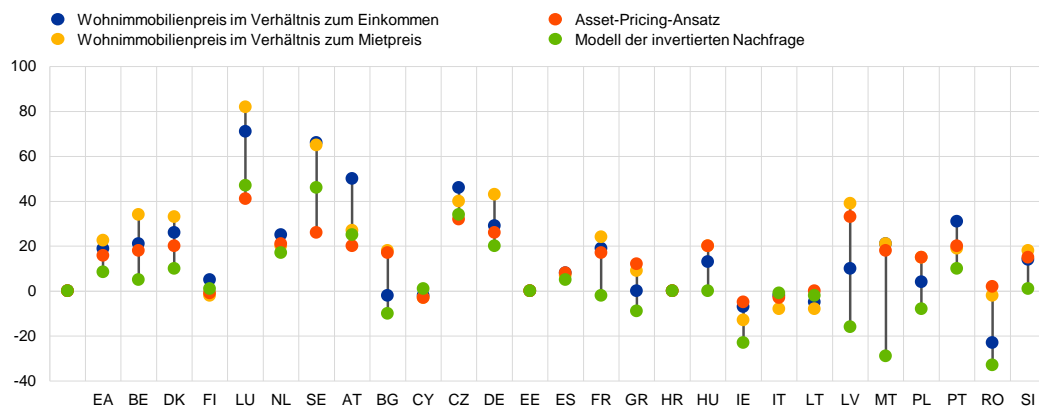
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Statistical Data Warehouse der EZB und ESRB-Berechnungen.



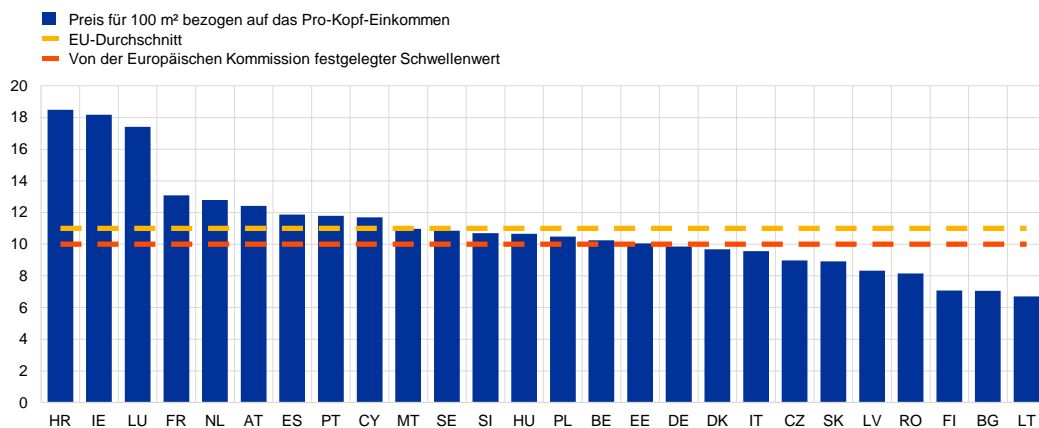
Abbildung 11
Indikatoren der Überbewertung: 3. Quartal 2021



Quellen: EZB und ESRB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Indikator der Wohnimmobilienpreise zum Einkommen wird berechnet als Abweichung des Quotienten der nominalen Hauspreise zum nominalen verfügbaren Einkommen von seinem Durchschnittswert im Zeitraum seit Januar 1996. Der Indikator der Wohnimmobilienpreise zu den Mieten wird berechnet als Abweichung des Quotienten der nominalen Hauspreise zu den nominalen Mieten von seinem Durchschnittswert im Zeitraum seit Januar 1996. Der Indikator auf Basis des Asset-Pricing-Ansatzes wird berechnet als Restgröße der Gleichung der Nutzungskosten von Immobilien, wobei ein Zustandsraummodell herangezogen wird (in dem ein Kalman-Filter genutzt und explizit die Immobilienpreiserwartungen berücksichtigt werden); der Indikator auf Basis des Modells der invertierten Nachfrage wird berechnet als Restgröße einer invertierten Nachfragegleichung, die mittels bayesianischer Verfahren geschätzt wird. Die Daten beziehen sich auf das dritte Quartal 2021, mit Ausnahme der Angaben für DK, EE, HR, IE und SI, die sich auf das zweite Quartal 2021 beziehen.

Abbildung 12
Preis für 100 m² Wohnfläche in Relation zum Pro-Kopf-Einkommen: 2021



Quellen: EBA Risk Dashboard und ESRB-Berechnungen.

Die dynamische Zunahme der Wohnimmobilienpreise und der Hypothekenkreditvergabe war verbunden mit einer sich abzeichnenden Verschlechterung der Kreditvergabestandards in mehreren Ländern, da sich der Anteil der Kredite mit einem hohen Verhältnis von Kreditvolumen zu Immobilienwert (Loan-to-Value Ratio) sowie einer hohen Verschuldungsquote im Verhältnis zum Einkommen (Loan-to-Income Ratio) erhöhte.¹⁴ Eine

¹⁴ Siehe EZB, [Financial Stability Review](#), November 2021.



hohe und steigende Verschuldung der privaten Haushalte, die in vielen Ländern mit einem hohen Verhältnis von Schuldendienst zu Einkommen (Debt-Service-to-Income Ratio) einhergeht, deutet auf die wachsende Gefahr hin, dass die Schuldendienstfähigkeit ihre Belastungsgrenze erreicht, und verstärkt das Risiko künftiger Preiskorrekturen. Zudem werden derartige Anfälligkeiten durch steigende Kreditzinsen verschärft. Privathaushalte mit variabel verzinslichen Hypotheken oder Hypothekenkrediten mit kurzer Zinsbindung sind dabei besonders gefährdet. Im März 2022 wurden 13,2 % aller neuen Wohnungsbaukredite im Euroraum mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr vergeben.¹⁵ Ein deutlicher Rückgang der Wohnimmobilienpreise könnte das Wirtschaftswachstum über folgende Kanäle massiv beeinflussen: a) Beeinträchtigung der Konsumausgaben durch Abnahme des Vermögens der privaten Haushalte, b) Zunahme des Kreditrisikos der Banken (was u. a. über Vertrauenskanäle eine Korrektur der Vermögenspreise bewirken könnte), und d) Beeinträchtigung der Baukonjunktur.

Wie sich der Krieg gegen die Ukraine auf die Wohnimmobilienmärkte auswirken wird, war im März 2022 noch nicht abzuschätzen. Die Entwicklung in diesem Sektor wird aber nach Auffassung des ESRB ganz wesentlich von den Wachstums- und Inflationsaussichten abhängen. In einem Szenario, in dem der Krieg das Wachstum eher moderat beeinflusst, könnten die Wohnimmobilienpreise aufgrund von durch „Safe haven“-Überlegungen motivierten Ankäufen und von Wohnungsbauminvestitionen zur Inflationsabsicherung weiter steigen. Dadurch würden sich die zyklischen Risiken und Anfälligkeiten in einigen Ländern noch erhöhen. Im Gegensatz dazu könnte in einem ungünstigeren makroökonomischen Szenario, das sich durch deutlich unter den Erwartungen liegende Wachstumsaussichten sowie merklich steigende Hypothekenzinssätze auszeichnet, die daraus erwachsende Verschlechterung der Realeinkommen der privaten Haushalte zu beträchtlichen Preiskorrekturen führen, mit möglicherweise negativen Folgen für die Finanzstabilität.

Der gewerbliche Immobiliensektor dürfte von der Konjunkturerholung nach der Covid-19-Krise profitieren, doch es bestehen mittelfristig nach wie vor erhöhte Risiken, die vor allem Vermögenswerte mit geringer Qualität in den Segmenten Einzelhandels- und Büroimmobilien betreffen. Die Auswirkungen der Covid-19-Krise auf den Gewerbeimmobiliensektor waren im Berichtszeitraum sehr uneinheitlich. Besonders stark betroffen waren die Preise und die Wirtschaftstätigkeit in den Bereichen Einzelhandels- und Büroimmobilien. Die Preise für Industrie- und Wohnimmobilien gaben im ersten Quartal 2020 nach, erholten sich aber anschließend rasch. Ende März 2022 lagen die Indizes der Real Estate Investment Trusts (REITs) für Büro- und Einzelhandelsgebäude immer noch bei rund 60 % bzw. 85 % ihres Vorpandemieniveaus (während der REIT-Index für Industrieimmobilien 60 % darüber lag).¹⁶ Darüber hinaus hat sich infolge der pandemiebedingten Zunahme von Telearbeit und der ESG-Bedenken im Zusammenhang mit den EU-Klimazielen und höheren Energiepreisen die Nachfrage nach hochwertigen Gebäuden erhöht, wodurch die Mieten für Gebäude mit geringerer Qualität unter Druck geraten sind. Diese Faktoren dürften die Aussichten für die Subprime-Segmente des Gewerbeimmobilienmarktes mittelfristig belasten. Allgemein könnten weitere Preisrückgänge bei Gewerbeimmobilien, die durch die Folgen des Ukraine-Kriegs womöglich noch verstärkt werden,

¹⁵ Dieser Anteil stellt den Durchschnitt des Euroraums dar, gewichtet nach dem ausstehenden Nominalwert der Kredite der Länder. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Anteile in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich ausfallen.

¹⁶ Weitere Bedenken bestehen im Hinblick auf die Liquiditätsinkongruenzen und den Verschuldungsgrad bei Immobilienfonds. Diese Liquiditätsinkongruenzen ergeben sich daraus, dass die Vermögenswerte der Immobilienfonds weniger liquide sind als die Fondsanteile. Ende 2020 bestanden bei 34 % der Immobilienfonds (gemessen am Marktanteil) Laufzeitinkongruenzen zwischen den Aktiva und Passiva. Zugleich sanken die Liquiditätspuffer im Jahr 2020 auf historische Tiefstände, wodurch sich die Widerstandsfähigkeit der Fonds gegenüber umfangreichen Rücknahmeanträgen verringerte.



das Finanzsystem durch steigende Kreditrisiken, eine rückläufige Werthaltigkeit der Sicherheiten und Verluste bei den direkten Gewerbeimmobilienbeständen in Mitleidenschaft ziehen. Diese Risiken werden besonders hoch sein, wenn die Erholung schwächer als erwartet ausfällt.

1.7 Tragfähigkeit der Staatsverschuldung

Am Ende des Berichtszeitraums wurde die Entwicklung der Staatsschulden in der EU durch die sich verschlechternden gesamtwirtschaftlichen Aussichten und die sich verschärfenden Finanzierungsbedingungen belastet. Vor allem wurde durch den Anstieg der öffentlichen Schuldenquoten auf historisch hohe Werte die Widerstandsfähigkeit gegenüber möglichen negativen Schocks weiter verringert. Dadurch haben sich auch die mittel- bis langfristigen Risiken für die Schuldentragfähigkeit in den meisten Euro-Ländern gegenüber der Lage vor der Pandemie erhöht. Die Aussichten für den Haushaltssaldo für 2024 wurden in den **von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen** vom März 2022 gegenüber den Projektionen vom Dezember 2021 nach unten revidiert. Gründe hierfür waren die Eintrübung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten, die durch den Ukraine-Krieg noch verstärkt wurde, sowie die Aufwärtskorrekturen bei den Zinsausgaben in Relation zum BIP. Nach dem kräftigen Anstieg im Jahr 2020 wird in den Projektionen vom März 2022 zudem davon ausgegangen, dass die aggregierte Staatsverschuldung im Euroraum sinken und 2024 bei rund 89 % des BIP und damit weiterhin über dem Niveau vor der Pandemie liegen wird. Die gemeinsame Schuldenaufnahme im Rahmen des Hilfsprogramms „Next Generation EU“ (NGEU) hat positive Auswirkungen auf das Vertrauen, den finanzpolitischen Handlungsspielraum und die wirtschaftliche Erholung. Sie ist jedoch als vorübergehende Maßnahme konzipiert, und die Mittel müssen zurückgezahlt werden.

Die öffentlichen Finanzen und das Länderrisiko werden von verschiedenen Faktoren beeinflusst. Die zusätzlichen Fiskalausgaben im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine (vor allem die Subventionen und Transferleistungen zur Abfederung der Auswirkungen der sprunghaft steigenden Energiepreise) sowie die Ausgaben für Flüchtlinge und Verteidigung (einschließlich staatlicher Garantien für Direkthilfen an die Ukraine) verstärken den Fiskaldruck. All dies stellt für die öffentlichen Finanzen eine Herausforderung dar. Sollten sich die Anfälligkeiten im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und die Probleme im Zusammenhang mit der Qualität der Bankaktiva durch die Wachstumsabschwächung und die anhaltend hohen Energie- und Rohstoffpreise noch verstärken, könnten die damit verbundenen expliziten und impliziten Eventualverbindlichkeiten dazu führen, dass erneut Verflechtungen zwischen Banken, Unternehmen und dem Staat entstehen. Zudem könnte eine Neubewertung der Länderrisiken durch die Finanzmärkte einer deutlicheren Ausweitung des Zinsgefälles innerhalb der EU führen und das Fragmentierungsrisiko vor allem für hochverschuldete Mitgliedstaaten erhöhen. Positiv zu vermerken ist hingegen, dass zahlreiche Mitgliedstaaten die niedrigen Zinsen dazu genutzt haben, um die durchschnittliche Laufzeit ihrer Staatsschulden zu verlängern und so ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber abrupten Stimmungsänderungen seitens der Anleger zu stärken. Alles in allem hängt die Entwicklung der öffentlichen Verschuldung vom jeweiligen Szenario ab. Ganz wesentlich sind in diesem Zusammenhang die Frage, wie stark und wie lange sich die Wachstumsaussichten verschlechtern, sowie der mittelfristige Zinspfad.



2 Maßnahmen des ESRB zur Abwendung systemischer Risiken

Im Berichtszeitraum sprach der ESRB Warnungen und Empfehlungen zur Bekämpfung der Risiken am Wohnimmobilienmarkt aus. Darüber hinaus empfahl er die Einrichtung eines europaweiten Koordinierungsrahmens für systemische Cybervorfälle und beriet die Europäische Kommission im Zusammenhang mit der angedachten Überarbeitung des makroprudenziellen Rahmens für Banken. Ferner unterstützte er in Form von Empfehlungen, Konsultationsbeiträgen und Schreiben die weitere Stärkung des Regulierungsrahmens für das gesamte Finanzsystem – insbesondere für Geldmarktfonds und das zentrale Clearing. Auch bei seinen Arbeiten zu den finanziellen Risiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel, Krypto-Assets und dezentralen Finanzanwendungen (DeFi) erzielte der ESRB Fortschritte.

2.1 Maßnahmen gegen das Entstehen von Anfälligkeiten

Im Berichtszeitraum wurde eine Reihe von Maßnahmen umgesetzt, um dem Entstehen von Anfälligkeiten im Zusammenhang mit Wohnimmobilien und Cyberrisiken entgegenzuwirken.

2.1.1 Wohnimmobilien

Im Rahmen seines Mandats kann der ESRB Warnungen aussprechen, wenn erhebliche systemische Risiken festgestellt werden, und Empfehlungen abgeben, wenn er Politikmaßnahmen für erforderlich hält. Er überwacht und beurteilt die Umsetzung seiner Empfehlungen mithilfe eines Mechanismus des „Handelns oder Rechtfertigens“.

Am 11. Februar 2022 gab der ESRB fünf Warnungen und zwei Empfehlungen zu mittelfristigen Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor heraus, die der Verwaltungsrat zuvor auf seiner Sitzung im Dezember 2021 gebilligt hatte. Außerdem veröffentlichte er eine Bewertung der Umsetzung seiner im Jahr 2019 ausgesprochenen Empfehlungen. In fünf Ländern – Bulgarien, Kroatien, Ungarn, Liechtenstein und der Slowakei – wurden Anfälligkeiten festgestellt, die bis dahin nicht ausreichend behoben worden waren, weshalb entsprechende Warnungen an die zuständigen Minister erfolgten. Zudem wurden Empfehlungen an Deutschland und Österreich gerichtet (die bereits 2019 bzw. 2016 vom ESRB eine Warnung erhalten hatten), da die Anfälligkeiten in diesen Ländern nicht hinreichend angegangen worden waren. Im Anschluss an diese Empfehlungen kündigten die Behörden Deutschlands und Österreichs neue Maßnahmen zur Beseitigung der Schwachstellen im Wohnimmobiliensektor an.

Der ESRB widmet den Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor besondere Aufmerksamkeit, da dieser Sektor für die Stabilität des Wirtschafts- und Finanzsystems von Bedeutung ist.

Wie bereits in den Jahren 2016 und 2019 führte der ESRB im Berichtszeitraum eine systematische zukunftsgerichtete EWR-weite Bewertung der Schwachstellen in diesem Bereich durch. Diese aktuelle Bewertung bildete die Grundlage für die jüngsten länderspezifischen Warnungen und Empfehlungen.



Die Bewertung umfasste alle EU-Mitgliedstaaten sowie Island, Liechtenstein und Norwegen. Untersucht wurden dabei die wichtigsten Entwicklungstendenzen verschiedener Immobilienindikatoren sowie die makroprudenziellen Maßnahmen der Länder zur Eindämmung der identifizierten Risiken für die Finanzstabilität. Es zeigte sich, dass die Risiken für die Finanzstabilität im Zusammenhang mit Wohnimmobilien in mehreren Ländern zugenommen hatten. Gründe hierfür waren die gesamtwirtschaftlichen Risiken im Zuge der Covid-19-Pandemie und die anhaltend dynamische Entwicklung an den Wohnimmobilienmärkten, bei den Wohnungsbaukrediten und bei der Verschuldung der privaten Haushalte.

Die wesentlichen Anfälligkeiten, die der ESRB in seiner Bewertung hervorhob, waren mittelfristiger Natur und betrafen je nach Land a) die stark steigenden Preise von Wohnimmobilien und deren mögliche Überbewertung, b) die Höhe und Entwicklung der Verschuldung der privaten Haushalte, c) das Wachstum der Wohnungsbaukredite und/oder d) Anzeichen einer Lockerung der Kreditvergabestandards. Neben der Erwägung makroprudenzieller Maßnahmen wurde festgestellt, dass sich einige grundlegende Schwachstellen in einer Reihe von Ländern besser mit wohnungs- und steuerpolitischen Maßnahmen verringern ließen. Angesichts der während der Pandemie vorherrschenden wirtschaftlichen Unsicherheit wurde es als besonders wichtig erachtet, dass alle politischen Maßnahmen sorgfältig geprüft werden, um sicherzugehen, dass sie zur Bekämpfung der Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor beitragen und dabei gleichzeitig prozyklische Effekte auf die realwirtschaftliche Entwicklung und das Finanzsystem vermeiden.

In den Ländern, die 2019 eine Empfehlung vom ESRB erhalten hatten, wies der Wohnimmobiliensektor nach wie vor erhebliche Anfälligkeiten auf. So bestanden die identifizierten Schwachstellen in Dänemark, Luxemburg, den Niederlanden, Finnland und Schweden trotz der zuletzt ergriffenen Gegenmaßnahmen weiter fort. Der Preisaufrieb bei Wohnimmobilien hatte sich dort zumeist unvermindert fortgesetzt (oder sogar beschleunigt), sodass die Überbewertung unverändert hoch war oder sogar noch zunahm. Auch die Verschuldung der privaten Haushalte blieb hoch oder stieg in einigen Staaten weiter an. Ursächlich hierfür war unter anderem das kräftige Wachstum der Hypothekarkredite. Die Vergabestandards für neue Hypothekarkredite hatten sich in den meisten Fällen nicht spürbar verbessert und bisweilen sogar Anzeichen einer Verschlechterung gezeigt.

Für die übrigen EWR-Länder stellte der ESRB entweder keine wesentlichen Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor fest oder erachtete den aktuellen politischen Kurs als ausreichend, um sie zu beheben. Einzelheiten zu den Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor des EWR finden sich in einem entsprechenden **Bericht des ESRB vom 11. Februar 2022**, der zusammen mit den Warnungen und Empfehlungen veröffentlicht wurde. Die diesbezügliche Bewertung basiert auf verfügbaren Daten und deckt die Entwicklung bis Mitte November 2021 ab.

Darüber hinaus befasste sich der ESRB mit der Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen, die er den betreffenden Ländern 2019 als Reaktion auf mittelfristige Anfälligkeiten in deren Wohnimmobiliensektor ausgesprochen hatte. Hierzu legte er einen Bericht vor, in dem die politischen Maßnahmen Belgiens, Dänemarks, Luxemburgs, der Niederlande, Finnlands und Schwedens begutachtet wurden. Die Empfehlungen des ESRB aus dem Jahr 2019 sahen eine Umsetzung im Zeitraum von 2020 bis 2022 vor. Dem Bericht zufolge hat ein Adressat (Luxemburg) seine Empfehlung vollständig umgesetzt, drei Adressaten (Belgien, Dänemark und Schweden) haben sie indes weitgehend und zwei Adressaten (die Niederlande und Finnland) teilweise umgesetzt.



2.1.2 Cyberrisiken

Der ESRB stellte fest, dass Cyberrisiken eine Quelle systemischer Risiken für das Finanzsystem sind und auch gravierende negative Folgen für die Realwirtschaft haben könnten. Robuste Informations- und Kommunikationssysteme sind für den Finanzsektor unabdingbar. Er ist in hohem Maße von der Vertraulichkeit, Integrität und Verfügbarkeit der von ihm verwendeten Daten bzw. Systeme abhängig. Schwerwiegende Cybersicherheitsvorfälle können die Verfügbarkeit wichtiger Wirtschaftsfunktionen einschränken, Daten beschädigen und das Vertrauen in das Finanzsystem zerstören. Somit stellen sie potenziell ein systemisches Risiko dar. Im schlimmsten Fall könnte ein Cybervorfall die operativen Systeme im Finanzsektor beeinträchtigen und die Ausübung kritischer Wirtschaftsfunktionen behindern. Dies könnte wiederum zu Ansteckungseffekten im Finanzsystem führen oder das Vertrauen in selbiges schmälern. Ist das Finanzsystem nicht in der Lage, diese Schocks zu absorbieren, dürfte dies eine Gefahr für die Finanzstabilität darstellen.

Der ESRB kam zu dem Schluss, dass die Behörden zügig reagieren müssen, um etwaige negative Auswirkungen von Cybervorfällen auf die Finanzstabilität abzufedern. Eine effektive Koordinierung und Kommunikation kann dazu beitragen, wirksam auf einen Cybervorfall zu reagieren, der auf das gesamte System überzugreifen droht. Sie ist zudem hilfreich, wenn es darum geht, das Vertrauen in das Finanzsystem zu wahren und Ansteckungseffekte auf andere Finanzinstitute zu begrenzen und dadurch zu verhindern, dass der Vorfall eine systemische Dimension annimmt. In einer systemischen Cyberkrise können sich die Kommunikation und Abstimmung zwischen den (Finanz-)Behörden jedoch als schwierig erweisen. Der zugrunde liegende Schock für das Finanzsystem hat in solchen Fällen nämlich einen anderen Ursprung als bei herkömmlichen Finanz- und Liquiditätskrisen. Zur Koordinierung müssen die Finanzbehörden neue Netzwerke mit anderen Behörden (z. B. Strafverfolgungs- und Cyberbehörden) aufbauen, mit denen sie normalerweise keine Berührungspunkte haben.

Im Dezember 2021 verabschiedete der Verwaltungsrat des ESRB eine Empfehlung zur Einrichtung eines europaweiten Koordinierungsrahmens für systemische Cybervorfälle – EU-SCICF. Darin wurde bekräftigt, dass die Finanzbehörden angesichts der Geschwindigkeit und Ausbreitung von Cybervorfällen in hohem Maße auf diese vorbereitet sein und koordiniert vorgehen müssen, um wirksam auf schwerwiegende Cybervorfälle reagieren zu können. Der empfohlene EU-SCICF zielt darauf ab, die Abstimmung zwischen den Finanzbehörden in der EU sowie mit anderen Behörden in der EU und wichtigen internationalen Akteuren zu stärken. Er ergänzt den bestehenden Handlungsrahmen der EU für den Umgang mit Cybervorfällen, indem er sich jenen Finanzstabilitätsrisiken widmet, die sich aus systemischen Cybervorfällen ergeben.

Der ESRB veröffentlichte zudem im Januar 2022 einen Bericht über die Eindämmung systemischer Cyberrisiken und erläuterte darin, wie der EU-SCICF eine wirksame Reaktion auf einen schwerwiegenden Cybervorfall erleichtern würde. In dem Bericht wurde beurteilt, inwieweit der derzeitige makroprudenzielle Rahmen den Gefahren und Anfälligkeiten aus systemischen Cyberrisiken gegensteuern kann. Der ESRB kam zu dem Schluss, dass das makroprudenzielle Mandat und Instrumentarium der Finanzbehörden mit Blick auf das Thema Cyberresilienz erweitert werden müssten.

Der ESRB schlug eine neue makroprudenzielle Strategie zur Minderung der aus Cybervorfällen erwachsenden Finanzstabilitätsrisiken vor. Um die neuen Cyberresilienz-Instrumente zu entwickeln und zu kalibrieren, bedarf es zunächst eines Überwachungs- und



Analyserahmens für systemische Cyberrisiken. So könnte beispielsweise die Cyberresilienz des Finanzsystems auf nicht technische Weise mithilfe von Szenarios getestet werden, in denen analysiert wird, welche Vorkehrungen systemrelevante Institute für den potenziellen Eintritt schwerwiegender, aber plausibler Cybervorfälle und deren Bewältigung getroffen haben. Um aus diesen Finanzstabilitätstests Schlussfolgerungen ableiten zu können, müssten die makroprudenziellen Behörden festlegen, bis zu welchem Grad eine Störung an einem operativen System, über das kritische wirtschaftliche Funktionen laufen, gerade noch akzeptabel wäre. Darüber hinaus gilt es, das Verständnis der Behörden für systemische Anfälligkeiten im Zusammenhang mit Cyberrisiken und für Ansteckungskanäle im Finanzsystem zu verbessern. Zu diesem Zweck müssen unbedingt systemrelevante Knotenpunkte auf finanzieller und operativer Ebene identifiziert werden – auch bei Drittanbietern.

Kasten 3

Workstreams des ESRB als Reaktion auf den Ukraine-Krieg

Im Gefolge des Einmarschs Russlands in die Ukraine behalten der Lenkungsausschuss und der Verwaltungsrat des ESRB alle Entwicklungen im Auge, die sich möglicherweise auf die Finanzstabilität auswirken könnten. Dabei konzentriert sich der ESRB vor allem auf zwei Aspekte: a) die Überwachung der Folgen von gemeldeten Cybervorfällen und b) die Überwachung der Entwicklung an den Derivatmärkten.

Für die Mitgliedsländer des ESRB besteht derzeit ein hohes Risiko von Cyberangriffen.

Bislang war eher der nichtfinanzielle Sektor das Ziel komplexer Cyberangriffe. Gleichwohl besteht die Gefahr, dass betroffene operative Systeme auch den Finanzsektor in Mitleidenschaft ziehen. Der ESRB beobachtet die Bedrohungslage durch Cyberattacken genau und stützt sich dabei auf quantitative und qualitative Informationen. Hierzu zählen auch Meldungen der EZB-Bankenaufsicht über Cybervorfälle bei bedeutenden Instituten. Darüber hinaus tauschen sich der ESRB und seine Mitgliedsinstitutionen über Cybervorfälle aus, die Auswirkungen auf die Finanzstabilität in Europa haben könnten. Dieses Vorgehen steht im Einklang mit der Empfehlung zur Einrichtung eines europaweiten Koordinierungsrahmens in Bezug auf systemische Cybervorfälle, die der ESRB an die ESAs gerichtet hat.

Hohe Volatilität und Preissteigerungen an den Rohstoff- und Energiemärkten haben zu erheblichen Einschusszahlungen für geclearte Derivate geführt, woraus sich unter Umständen Liquiditätsrisiken ergeben könnten.

Anhand der Daten, die gemäß der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR) gemeldet werden, überwacht der ESRB diese Entwicklung täglich sorgfältig und gibt relevante Informationen an alle Mitgliedsinstitutionen weiter. Er weist darauf hin, dass der Zugang zu verlässlichen granularen Daten von grundlegender Bedeutung ist, um das Geschehen zu überwachen sowie potenzielle Risiken und Ansteckungseffekte zu ermitteln.

Der ESRB stellt fest, dass die Qualität der gemeldeten Daten nach wie vor unbefriedigend ist. Hier müssen die Meldepflichtigen und die Transaktionsregister noch erhebliche Fortschritte erzielen. Verlässliche Daten sind ein öffentliches Gut, das der Finanzstabilität dient (und damit auch den Meldepflichtigen zugutekommt).



2.2 Stärkung des Regulierungsrahmens für Banken

Der ESRB verfasste unter anderem eine umfassende Antwort auf ein Konsultationsersuchen der Europäischen Kommission, in der er einen vorausschauenderen, flexibleren und ganzheitlicheren makroprudenziellen Rahmen für das nächste Jahrzehnt vorschlug. Er regte die Einrichtung eines neuen konzeptionellen Rahmens an, der es ermöglicht, die systemischen Risiken den zu ihrer Bewältigung ergriffenen Maßnahmen gegenüberzustellen und die Nutzbarkeit der Kapitalpuffer von Banken eingehend zu analysieren.

2.2.1 Antwort des ESRB auf das Konsultationsersuchen der Europäischen Kommission bezüglich der für 2022 vorgesehenen Überarbeitung des makroprudenziellen Rahmens der EU für Banken

Im März 2022 verfasste der ESRB auf Ersuchen der Europäischen Kommission eine Antwort zu der für 2022 angedachten Überarbeitung des makroprudenziellen Rahmens der EU für Banken und veröffentlichte ein Konzeptpapier mit Vorschlägen, wie gewährleistet werden kann, dass das Rahmenwerk auch im nächsten Jahrzehnt den Anforderungen gerecht wird.

Insgesamt ist der ESRB der Ansicht, dass die makroprudenzielle Politik für den Bankensektor a) vorausschauend handeln und die Widerstandsfähigkeit des Sektor rechtzeitig vor dem Eintritt systemischer Risiken erhöhen sollte, b) die Möglichkeit haben sollte, flexibel auf strukturelle Veränderungen im Finanzsystem, Cyberrisiken und mit dem Klimawandel verbundene Risiken zu reagieren, und c) Teil eines ganzheitlichen Rahmens sein sollte, der eine für alle Finanzaktivitäten kongruente Regulierung fördert und die Zusammenarbeit zwischen den Behörden auf allen Ebenen erleichtert.

Die Erfahrungen, die in den letzten zehn Jahren mit der Anwendung makroprudenzieller Bestimmungen gewonnen wurden, machen deutlich, dass die makroprudenziellen Instrumente konsequenter, vorausschauender und proaktiver antizyklisch eingesetzt werden müssen. Übergeordnetes Ziel der angestrebten Änderungen am makroprudenziellen Rahmen ist es, die Komplexität der rechtlichen Bestimmungen sowohl in operativer als auch in konzeptioneller Hinsicht zu verringern. Dadurch könnten die Instrumente leichter von den Behörden verwendet werden, ohne bestehende Sicherheitsvorkehrungen für den Binnenmarkt zu untergraben. Mit Blick auf die nächste Dekade stellen sich die Prioritäten in Bezug auf das makroprudenzielle Instrumentarium für Banken wie folgt dar: a) Sicherstellung, dass die Banken über ausreichend Eigenkapital verfügen, um zyklischen und strukturellen Systemrisiken Rechnung zu tragen, b) Verbesserung der Nutzbarkeit und Anwendung von Kapitalpuffern, c) Schließung von Lücken im makroprudenziellen Instrumentarium, insbesondere durch die Einbeziehung kreditnehmerbasierter Maßnahmen, und d) Gewährleistung einer EU-weit einheitlichen Nutzung der makroprudenziellen Instrumente.

Eine Ausweitung des makroprudenziellen Handlungsspielraums durch einen umfangreicheren und aktiveren Aufbau freisetzbaren Kapitalpuffer würde die Widerstandsfähigkeit der Banken und die Nutzbarkeit der Puffer verbessern. Mehr freisetzbares Kapital lässt sich dadurch erzielen, dass der antizyklische Kapitalpuffer früher und vorausschauender aufgebaut wird. Diese Maßnahme könnte mit einer positiven neutralen Kapitalpufferquote kombiniert werden, d. h. einer Quote, die bereits in einem Standardumfeld ohne



erhöhte zyklische Risiken über null liegt. Auch auf den Systemrisikopuffer könnte eine solche Quote angewendet werden, um die Verlustabsorptionsfähigkeit im Falle unerwarteter Schocks (z. B. Schwarzer-Schwan-Ereignisse) zu erhöhen. Die Mitgliedstaaten könnten die positive neutrale Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer und den Systemrisikopuffer nach dem Grundsatz des gelenkten Ermessens umsetzen.

In seinem Konzeptpapier erörtert der ESRB weitere Möglichkeiten zur Verbesserung der Nutzbarkeit von Kapitalpuffern. Die Analyse des ESRB hat gezeigt, dass einige – insbesondere systemrelevante – Banken ihre Kapitalpuffer aufgrund sich überschneidender Kapitalanforderungen nicht voll ausschöpfen können (siehe Abschnitt 2.2.2). Bei einem Rückgriff auf die Puffer würden sie gegen die Mindestanforderung an die Verschuldungsquote oder die Mindestanforderung an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten (MREL) verstoßen. Im Konzeptpapier werden die Vor- und Nachteile der Ausweitung des ergänzenden Puffers für die Verschuldungsquote sowie weiterer möglicher Maßnahmen erörtert.

Bei der Bestimmung, wie viel Eigenkapital die Banken vorhalten müssen, um gegen verschiedene Risiken besser gewappnet zu sein, spielen Risikogewichte eine entscheidende Rolle. Diese müssen folglich von den makroprudenziellen Behörden angepasst werden, wenn sie nicht dem systemischen Risiko der betreffenden Risikopositionen angemessen sind. Es wäre daher zweckdienlich, eine einheitliche makroprudenzielle Vorschrift für die Risikogewichtung von Wohn- und Gewerbeimmobilien in Form eines neuen Artikels der Eigenkapitalverordnung (Capital Requirements Regulation – CRR) einzuführen, der die spezifischen Bestimmungen der aktuell geltenden Artikel 124, 164 und 458 besagter Verordnung ersetzt. Dieser neue Artikel sollte auf dem Grundsatz des gelenkten Ermessens basieren, um ein ausgewogenes Verhältnis zwischen einheitlicher Anwendung und Flexibilität zu schaffen. Die bisherigen Erfahrungen mit der Anwendung von Artikel 458 CRR lassen vermuten, dass einige Vereinfachungen vorgenommen werden könnten und der Status als Instrument der letzten Instanz dennoch gewahrt bliebe.

In den Rechtsrahmen der EU sollten gezielt kreditnehmerbasierte Maßnahmen für Wohnimmobilienkredite aufgenommen werden. Damit würde sichergestellt, dass in allen Ländern ein grundlegendes Instrumentarium zur Verfügung steht, um Risiken im Zusammenhang mit den Wohnimmobilienmärkten sowohl auf nationaler als auch auf EU-Ebene wirksam zu mindern. Die kreditnehmerbasierten Maßnahmen sollten nicht mit vollständig harmonisierten Definitionen im EU-Recht verankert werden. Vielmehr sollte ausreichend Flexibilität eingeräumt werden, um den nationalen Besonderheiten Rechnung zu tragen. Auch die Entscheidungen über die Aktivierung, Kalibrierung und Freigabe von kreditnehmerbasierten Maßnahmen müssten den nationalen Behörden überlassen werden. Der Rechtsrahmen der EU sollte daher – im Einklang mit den Grundsätzen der Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit – nur ein Mindestmaß an Harmonisierung vorsehen. Darüber hinaus sollte die Kommission entscheiden, wie sicherzustellen ist, dass die neuen makroprudenziellen Befugnisse ausschließlich auf nationaler Ebene ausgeübt werden. Dennoch sollten diese kreditnehmerbasierten Mindestmaßnahmen gemeinsamen Governance-Standards unterliegen, um das Risiko eines Unterlassens oder Hinauszögerns der Maßnahmen zu verringern. Ein Mindestmaß an Harmonisierung der kreditnehmerbasierten Maßnahmen auf EU-Ebene würde zu einer weiteren Angleichung der nationalen Rechtssysteme führen, die Komplexität verringern, die sich derzeit aus der Vielzahl unterschiedlicher nationaler Rechtsrahmen ergibt, und die Vollendung des Binnenmarkts fördern. Eine Harmonisierung würde auch die gegenseitige Anerkennung kreditnehmerbasierter Maßnahmen erleichtern und somit dazu beitragen, systemische Risiken auf EU-Ebene einzudämmen.



Die Widerstandsfähigkeit des Gesamtsystems ließe sich möglicherweise auch dadurch verbessern, dass bei der Schaffung neuer makroprudenzieller Instrumente ergänzend zum institutsbezogenen Ansatz ein aktivitätsbezogener Ansatz verfolgt wird. Um

Regulierungsarbitrage und die Übertragung von Risiken auf andere Teile des Systems (z. B. auf FinTech- und BigTech-Unternehmen, die weniger streng reguliert zu sein scheinen als Banken, aber zunehmend ähnliche Tätigkeiten ausüben) zu vermeiden, wurde eine kongruente Regulierung vorgeschlagen, die unter Berücksichtigung des jeweiligen Risikoprofils ähnliche Anforderungen an alle Institute mit vergleichbaren Finanzaktivitäten stellt. Dazu könnten institutsbezogene Instrumente durch aktivitätsbezogene Instrumente ergänzt werden. So könnten etwa kreditnehmerbasierte Maßnahmen grundsätzlich auf alle Kreditarten abstellen, unabhängig davon, um welche Art von Institut es sich beim Kreditgeber handelt. Kreditnehmerbasierte Maßnahmen waren auch Gegenstand einer **Antwort** des ESRB im Rahmen der Konsultation der Europäischen Kommission zur Überprüfung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie.

Die makroprudenziellen Behörden und die Aufsichtsbehörden müssen in der Lage sein, systemische Liquiditätsrisiken wirksam zu überwachen, zu verhindern und zu beseitigen. Da die Wholesale-Refinanzierung der Banken zu einem wesentlichen Teil über Investmentfonds, Geldmarktfonds und sonstige Finanzinstitute erfolgt, ist es wichtig, die Liquiditätsströme auf Ebene des EU-Finanzsystems in ihrer Gesamtheit zu überwachen und eine kohärente systemweite Analyse der Liquiditätsrisiken sicherzustellen.

Aus der Gefahr von Funktionsstörungen des Finanzsystems aufgrund von Cybervorfällen ergibt sich eine zusätzliche Dimension für die makroprudenzielle Politik. Um dem Risiko entgegenzuwirken, dass Cybervorfälle neben operationellen auch finanzielle Folgen haben oder sogar das Vertrauen in die Fähigkeit des Finanzsystems zur Erbringung wesentlicher wirtschaftlicher Dienstleistungen untergraben könnten, muss die Cyberresilienz in das makroprudenzielle Mandat aufgenommen werden. Für systemrelevante Institute sollten zusätzliche Anforderungen an die Cyberresilienz eingeführt werden. Aus Gründen der Verhältnismäßigkeit könnten sich kleinere Institute, die über weniger Kapazitäten verfügen, auf die Verbesserung ihrer Cyberhygiene konzentrieren. Darüber hinaus muss sich das makroprudenzielle Mandat auch auf Drittanbieter von Informations- und Kommunikationstechnologie erstrecken, so wie dies bereits in der Verordnung über die Betriebsstabilität digitaler Systeme des Finanzsektors (Digital Operational Resilience Act – DORA) für die mikroprudenzielle Überwachung vorgesehen ist.

Es ist weithin anerkannt, dass die Finanzrisiken im Zusammenhang mit den Klimawandel und seiner Bekämpfung systemischen Charakter haben; derzeit werden zahlreiche Initiativen entwickelt, um die Auswirkungen solcher Klimarisiken auf das Finanzsystem besser zu überwachen und zu quantifizieren. Die EU sollte sich mit der Frage befassen, wie die makroprudenzielle Politik dazu beitragen könnte, die Widerstandsfähigkeit der Kreditinstitute gegenüber klimabedingten Finanzrisiken – sowohl Transitions- als auch physischen Risiken – zu erhöhen. Zusammen mit der EZB prüft der ESRB die Einsatzmöglichkeiten makroprudenzieller Instrumente zur Bewältigung dieser Art von Systemrisiken. Vorläufige Ergebnisse deuten darauf hin, dass sich der Systemrisikopuffer und die Obergrenzen für Großkredite – womöglich mit gewissen Änderungen – als zweckdienlich erweisen könnten, um den systemischen Aspekten des Klimarisikos Rechnung zu tragen. Da immer mehr Analysedaten zu klimabezogenen Risiken zur Verfügung stehen, muss das makroprudenzielle Instrumentarium gegebenenfalls weiter angepasst werden, oder es bedarf neuer Maßnahmen zur Verringerung von Finanzstabilitätsrisiken.



Die makroprudenzielle Politik für den gesamten Banken- und Finanzsektor würde von einer verbesserten Koordinierung und unkomplizierteren Prozessen profitieren. Durch eine genauere Aufteilung der Zuständigkeiten, eine größere Transparenz, eine bessere Kommunikation und klarere Narrative sowie flexiblere Instrumente und einfachere Verfahren für die Umsetzung und gegenseitige Anerkennung könnte der Neigung zum Unterlassen bzw. Hinauszögern notwendiger makroprudenzieller Maßnahmen noch stärker entgegengewirkt werden. Wichtig wären in diesem Zusammenhang auch gemeinsame Methoden (einschließlich Taxonomien für die Risikoidentifikation sowie Orientierungshilfen für die Kalibrierung von Instrumenten in Form von Untergrenzen und Referenzwerten). Eine weitere Prüfung und Ausarbeitung solcher Methoden wäre also nicht nur an sich lohnenswert, sondern dürfte auch EU-weit zu einem konsequenteren Einsatz makroprudenzieller Instrumente beitragen. Von zentraler Bedeutung sind überdies die Zusammenarbeit, die Abstimmung und der Datenaustausch zwischen mikro- und makroprudenziellen Behörden, Abwicklungsbehörden und Zentralbanken.

Kasten 4

Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung

Der ESRB veröffentlichte im Dezember 2021 zwei Berichte zur Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung. Dabei geht es um einen konzeptionellen Rahmen zur Gegenüberstellung systemischer Risiken mit den zu ihrer Bewältigung ergriffenen Maßnahmen, um zu beurteilen, ob die Ausrichtung der makroprudenziellen Politik eines Landes neutral, locker oder straff ist.

Die Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung kann der Politik eine Entscheidungshilfe für den Umgang mit systemischen Risiken liefern. Oberstes Ziel der makroprudenziellen Politik ist es, zur Finanzstabilität beizutragen, indem sie die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems insgesamt stärkt und dem Aufbau systemischer Risiken entgegenwirkt. Um dies zu erreichen, muss sich der ESRB wie andere makroprudenzielle Behörden ein Bild von der makroprudenziellen Ausrichtung machen. Von dieser Einschätzung lässt er sich bei seinen Warnungen und Empfehlungen leiten. In den beiden veröffentlichten Berichten konnte der ESRB bereits einige Fortschritte auf diesem Gebiet dokumentieren. Gleichwohl sind weitere Feinabstimmungen an den vorgeschlagenen Methoden und Ansätzen erforderlich.

Im Bericht des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses (ASC) wird erläutert, dass die Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung einen konzeptionellen Rahmen erfordert, der Ziele, Instrumente und Transmissionsmechanismen festlegt. Zur Ergänzung der gegenwärtig vorherrschenden narrativen Ansätze werden einige Erkenntnisse aus dem geldpolitischen Handlungsrahmen auf die makroprudenzielle Politik übertragen. Es wird eine Konstellation erörtert, in der das oberste Ziel der makroprudenziellen Politik darin besteht, die Häufigkeit und Schwere von wirtschaftlichen Verlusten zu minimieren, die aus gravierenden finanziellen Stressphasen erwachsen können. Hierbei wird auch das Growth-at-Risk-Konzept integriert.

Im Bericht des Beratenden Fachausschusses (ATC) werden Länderdaten mit einem Rahmen für die makroprudenzielle Ausrichtung verknüpft. Beleuchtet werden dabei drei komplementäre Ansätze zur Beurteilung, Erörterung und Kommunikation der makroprudenziellen Ausrichtung:



1. Ein Growth-at-Risk-Ansatz: Mithilfe eines Modells wird die Verteilung des Wirtschaftswachstums prognostiziert. Die daraus resultierende Messgröße der makroprudenziellen Ausrichtung quantifiziert die zukünftigen Auswirkungen der aktuellen Anfälligkeiten und Bedingungen im Finanzsystem unter besonderer Berücksichtigung der Risiken am unteren Rand der Wachstumsverteilung.
2. Ein semistruktueller Ansatz: Dabei wird der Trade-Off zwischen den ökonomischen Kosten der Verwendung von Kapitalpuffern zur Verlustabsorption im Bankensektor und den Abwärtsrisiken für das reale BIP modelliert.
3. Ein indikatorbasierter Ansatz für die sektorale Analyse: Hierbei werden Indikatoren betrachtet, welche die Risiken in einem Sektor (wie etwa dem Immobiliensektor) sowie dessen Widerstandsfähigkeit und die zur Bewältigung der Risiken ergriffenen makroprudenziellen Maßnahmen messen.

Der ESRB wird diese Ansätze für seine künftigen Risikoeinschätzungen nutzen und daran arbeiten, den konzeptionellen Rahmen weiter zu verbessern. Längerfristig werden die Beurteilungen der makroprudenziellen Ausrichtung auch bei der Kommunikation makroprudenzieller Beschlüsse hilfreich sein und die Rechenschaftslegung verstärken. Der konzeptionelle Rahmen für diese Beurteilungen trägt hierzu bei, da er den Zusammenhang zwischen Risiken und Maßnahmen verdeutlicht.

2.2.2 Überschneidungen zwischen Puffer- und Mindestanforderungen

Im Dezember 2021 veröffentlichte der ESRB einen Bericht über die Nutzbarkeit der Kapitalpuffer von Banken. Makroprudenzielle Kapitalpuffer wurden als Reaktion auf die globale Finanzkrise eingeführt, um die Widerstandsfähigkeit der Bankensysteme gegenüber systemischen Risiken zu stärken. Anders als bei den regulatorischen Mindestanforderungen sollten Banken die Möglichkeit haben, auf die makroprudenziellen Puffer zurückzugreifen, wenn in Stressphasen Verluste absorbiert werden müssen. Anschließend sollten die Puffer wieder aufgefüllt werden. Sie dienen also dazu, Schocks abzufedern und die Verlustabsorptionsfähigkeit der Banken zu verbessern. Die Puffer stellen eine Ergänzung zu den Mindestanforderungen dar und sind wichtige makroprudenzielle Instrumente.

Die Puffer dürfen jedoch nicht vollständig ausgeschöpft werden, wenn dies zu einem Verstoß gegen gleichzeitig bestehende Mindestanforderungen führen würde. Neben den Puffern, die zu den risikogewichteten Kapitalvorschriften zählen, haben die Banken auch die Mindestanforderung an die Verschuldungsquote und die Mindestanforderung an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten einzuhalten. Der Rückgriff auf die Puffer geht zwar mit Ausschüttungsbeschränkungen einher, doch ein Verstoß gegen die Mindestanforderungen hat gravierendere Folgen und kann zur Schließung der Bank führen.

In dem Bericht wurde festgestellt, dass Banken ihre risikogewichteten Kapitalpuffer nicht immer zur Verlustabsorption verwenden können, ohne gegen die gleichzeitig geltenden Mindestanforderungen zu verstoßen. Die Hindernisse für die Verwendung der Kapitalpuffer sind



je nach Land und Bank unterschiedlich und hängen vom durchschnittlichen Risikogewicht, der Bilanzstruktur und den regulatorischen Anforderungen ab.

Der makroprudenzielle Rahmen kann nur wirksam sein, wenn sichergestellt ist, dass die Kapitalpuffer tatsächlich genutzt werden können. Dies gilt insbesondere dann, wenn eine makroprudenzielle Behörde einen Puffer freigibt. In diesem Fall unterliegen die Banken nicht den Ausschüttungsbeschränkungen, die normalerweise bei einer Nichteinhaltung der Pufferanforderungen zum Tragen kämen. Die Freigabe des antizyklischen Kapitalpuffers ist für Krisenzeiten gedacht. Sie ist jedoch ineffektiv, wenn der Zugriff auf das freigesetzte Kapital gleichzeitig durch eine parallel bestehende Mindestanforderung blockiert wird.

Sollte auf politischer Ebene beschlossen werden, die Überschneidungen zwischen Puffer- und Mindestanforderungen zu verringern, liefert der Bericht eine neutrale Beschreibung möglicher Maßnahmen zur Steigerung der Nutzbarkeit von Kapitalpuffern. Entsprechend dem Analyseauftrag der Arbeitsgruppe legt der Bericht den Entscheidungsträgern verschiedene Optionen dar, ohne jedoch deren relative Vorzüge, Mängel und Machbarkeit aus politischer Sicht zu bewerten. Einige dieser Optionen könnten von den Behörden innerhalb des derzeit geltenden Rechtsrahmens umgesetzt werden, wohingegen andere Optionen entsprechende Änderungen der Rechtsvorschriften erfordern würden.

Kasten 5

Digitalisierung und die Zukunft des Bankensektors

Im Januar 2022 veröffentlichte der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss (ASC) einen Bericht zur Digitalisierung und Zukunft des Bankensektors. Die zunehmende Digitalisierung in den Industrieländern verändert die Art und Weise, in der Banken Finanzdienstleistungen für ihre Kunden erbringen und bereitstellen. Zudem dringen nun auch neue FinTech-Unternehmen und große Technologiekonzerne (BigTechs) in den Finanzsektor vor.

Die jüngste Digitalisierungswelle wurde durch Fortschritte in der Telekommunikations- und Informationstechnologie ausgelöst. Drei Innovationen haben das traditionelle Kerngeschäft der Banken zuletzt am stärksten beeinflusst: a) die Distributed-Ledger-Technologie (DLT), b) die künstliche Intelligenz (KI) einschließlich des maschinellen Lernens sowie Big-Data-Technologien und c) die Smartphone-Technologie, das Internet und Programmierschnittstellen (APIs), darunter auch das zunehmende Cloud-Computing. Infolge der Digitalisierung könnten sich die Produkterfahrungen der Kunden verbessern, da die Finanzdienstleistungen möglicherweise genauer auf ihre Bedürfnisse zugeschnitten sind, oder die Produktpalette könnte sich erweitern.¹⁷ Darüber hinaus treten mit dem Aufkommen neuer Technologien möglicherweise auch neue Akteure in den Markt für Finanzdienstleistungen ein.¹⁸ Im Ergebnis droht den etablierten Banken bei den unterschiedlichen von ihnen angebotenen Finanzdienstleistungen Konkurrenz durch digitale Banken, FinTech-Unternehmen und große Technologiekonzerne. Etablierte Banken betrachten FinTech-Unternehmen üblicherweise nicht als grundlegende Bedrohung ihrer Marktposition. Allerdings könnten sie durch große Technologieunternehmen, die

¹⁷ Digitalisierte Produkte könnten den Kunden auch effizienter oder schneller zur Verfügung gestellt werden.

¹⁸ Siehe auch Europäische Kommission, **Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen über eine Strategie für ein digitales Finanzwesen in der EU**, COM(2020) 591 final, September 2021.



Finanzdienstleistungen anbieten, massiv beeinträchtigt werden, vor allem wenn dies durch deren Tochtergesellschaften anstatt in Zusammenarbeit mit den etablierten Banken geschieht.

Neue Marktteilnehmer mit einer bankähnlichen Finanzintermediation sind den bekannten, mit der Erbringung von Bankgeschäften verbundenen Finanzrisiken ausgesetzt (also z. B. dem Liquiditäts-, dem Kredit- und dem Marktrisiko), und die nichtfinanziellen Risiken könnten zunehmen. Auf lange Sicht könnte sich der stärkere Wettbewerb zwar stabilitätsfördernd auswirken, doch wegen der Konzentration (vor allem im Fall der großen Technologieunternehmen) erhöht sich möglicherweise die Zahl der „Too big to fail“-Institute, und die etablierten Banken könnten letztendlich größere Risiken eingehen, um mit den neuen Akteuren zu konkurrieren. Durch die Zusammenarbeit zwischen großen Technologieunternehmen und etablierten Banken könnten sich die Intermediationsketten verlängern, wodurch sich diese dem Originate-and-Distribute-Modell annähern und Bedenken in Bezug auf Risikoanreize und Risikoverteilung schüren würde. Neben den finanziellen Risiken ergeben sich aus der Digitalisierung auch beträchtliche nichtfinanzielle Risiken, die in der Regel implizit in den operationellen Risiken enthalten sind. Für diese Risiken sind mehrere Faktoren verantwortlich: eine größere Konzentration bei der Erbringung von Basisleistungen (z. B. Cloud-Computing), ein weiter verbreiteter Einsatz von KI im Finanzsektor, übermäßig automatisierte oder IT-orientierte Dienstleistungen, die anfälliger für Cyberangriffe sind, die Abhängigkeit von einer führenden Technologie, die plötzlich veralten könnte, und ein falsches Sicherheitsgefühl infolge einer zu starken Gewichtung KI-gestützter Erkenntnisse.

Der Bericht des ASC skizziert drei Szenarios, mit denen die bestehende Unsicherheit bezüglich der künftigen Interaktionen zwischen etablierten Banken und FinTech- sowie BigTech-Unternehmen überwunden werden kann. Im ersten Szenario behalten die etablierten Banken ihre zentrale Rolle bei der Geldschöpfung und der Finanzintermediation bei. FinTechs konzentrieren sich weiterhin auf bestimmte Nischenmärkte, und BigTechs bieten Zahlungsdienstleistungen an, haben jedoch keinen Zugang zu den Clearing- und Zahlungsverkehrssystemen der Zentralbanken. Das zweite Szenario geht von einem Rückzug der etablierten Banken aus, während BigTech-Firmen Finanzdienstleistungen über regulierte Tochtergesellschaften anbieten und den transaktionsbasierten, auf harten Daten beruhenden Kreditmarkt übernehmen. In der Folge schrumpft das etablierte Bankensystem, und es kommt im Finanzsystem zu einem Strukturwandel. Beim dritten Szenario führt die Ausgabe der Retail-Variante von digitalem Zentralbankgeld unter bestimmten hypothetischen Bedingungen zu einem massiven Strukturwandel im Finanzsystem: Für die etablierten Banken ergäben sich höhere Refinanzierungskosten und eine volatilere Finanzierungsgrundlage, während die Bedeutung von Zentralbanken in der Finanzintermediation zunehmen würde. In diesem Szenario fungiert das traditionelle Bankensystem nicht mehr als stabiler Anker.¹⁹ Die drei genannten Szenarios decken freilich nicht alle Entwicklungen ab, die bis zum Ende des Jahrzehnts im EU-Bankensystem noch eintreten können. Gleichwohl ermöglichen sie eine Einschätzung, in welchem Maße sich finanzielle und nichtfinanzielle Risiken jeweils im Gesamtrisikoniveau niederschlagen.

¹⁹ Das dritte Szenario gilt nur für ein bestimmtes hypothetisches Modell von digitalem Zentralbankgeld (Anonymität, elastisches Angebot, Verfügbarkeit auch für außerhalb des Währungsraums ansässige Akteure und Möglichkeit der Verzinsung). Somit wäre das Szenario nicht mehr relevant, wenn beispielsweise der Bestand an digitalem Zentralbankgeld begrenzt würde.



Da die Art des aufsichtlichen Handelns wesentlichen Einfluss darauf hat, welches der drei Szenarios eintreten wird, könnte im derzeitigen Stadium eine Reihe makroprudenzieller Maßnahmen in Erwägung gezogen werden.²⁰ Hierzu zählen: a) die Ausweitung oder Anpassung des regulatorischen Rahmenwerks und der Zugangsbedingungen zu bestehenden Sicherheitsmechanismen, b) die notwendige Stärkung der Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden auf globaler Ebene, c) die Abschirmung (Ringfencing) der finanziellen Aktivitäten großer Technologieunternehmen, d) die notwendige Stärkung der Zusammenarbeit mit den Aufsichtsbehörden in nichtfinanziellen Sektoren (z. B. Datenschutz, Telekommunikation), e) die Änderung der Regulierungs- und Aufsichtspraktiken, um der zunehmenden Digitalisierung Rechnung zu tragen, f) die Erörterung des digitalen Zentralbankgelds unter ausgewogener Berücksichtigung von Stabilitäts- und Effizienzaspekten und g) die Verstärkung des Rahmenwerks, das Banken bei einer Verringerung ihrer Kapazitäten oder einem geordneten Ausstieg unterstützt. Einige dieser Maßnahmen kämen in jedem, manche nur in einem der drei Szenarios zum Tragen.

2.3 Stärkung des Regulierungsrahmens für das gesamte Finanzsystem

Der ESRB hat im Berichtszeitraum a) Beiträge und/oder Antworten zu Konsultationen der europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) und der Europäischen Kommission verfasst, b) Empfehlungen veröffentlicht und c) auf dem Schriftweg mit den Mitgesetzgebern der EU zusammengearbeitet. Der vorliegende Abschnitt befasst sich ausführlicher mit diesen unterschiedlichen Beiträgen.

2.3.1 Geldmarktfonds

Der ESRB veröffentlichte im Dezember 2021 eine Empfehlung, um die anhaltenden Anfälligkeiten von Geldmarktfonds in Angriff zu nehmen. Die Verwerfungen an den Märkten zu Beginn der Covid-19-Pandemie im März 2020 stellten bestimmte Arten von Geldmarktfonds, die vorrangig in private Schuldtitel investieren, vor Liquiditätssteuerungsprobleme. Diese ergaben sich daraus, dass die Anleger in großem Umfang Rücknahmeanträge stellten und sich zugleich die Liquidität der von den Geldmarktfonds gehaltenen Vermögenswerte verschlechterte. In dieser Zeit wurde deutlich, dass sich die Geldmarktfonds bei der Durchführung der Liquiditätstransformation in einem grundlegenden Spannungsverhältnis bewegen, das aus ihren zwei unterschiedlichen Funktionen im Finanzsystem und in der Realwirtschaft erwächst: Geldmarktfonds werden einerseits von Anlegern als Instrumente zur Liquiditätssteuerung und andererseits von Emittenten als kurzfristige Finanzierungsquellen genutzt. Da Geldmarktfonds den Anlegern auf Abruf Liquidität zur Verfügung stellen, betrachten diese die erworbenen Fondsanteile häufig als bargeldähnliche Instrumente. Zugleich investieren Geldmarktfonds in Finanzinstrumente, die nicht zuverlässig liquide sind, insbesondere in Stresszeiten, wenn Anleger die Rücknahme ihrer Anteile beantragen.

Die Empfehlung von 2021 knüpft an die ESRB-Empfehlung von 2012 an, die darauf abzielte, die von in der EU ansässigen Geldmarktfonds ausgehenden Finanzstabilitätsrisiken zu

²⁰ Um ein sicheres digitales Umfeld im Finanzsektor zu fördern und den Verbraucherschutz zu verbessern, muss neben makroprudenziellen Maßnahmen vor allem auch der digitalen Finanzbildung eine stärkere Rolle zukommen.



begrenzen. Diese ergeben sich daraus, dass Geldmarktfonds bankähnliche Merkmale aufweisen und für einen massiven Mittelabzug der Anleger anfällig sind. Da sich die systemischen Anfälligkeiten von Geldmarktfonds nicht mit einer einzelnen Maßnahme angehen lassen, wird in der Empfehlung von 2021 ein Paket aus vier Maßnahmen vorgeschlagen, die dem Entstehen von systemischen Risiken in diesem Sektor entgegenwirken sollen und Folgendes bezwecken:

Empfehlung A zielt darauf ab, die sich aus regulatorischen Anforderungen ergebenden Schwelleneffekte zu reduzieren; diese könnten nämlich zu einem „First Mover Advantage“ führen und einen erhöhten Mittelabzug der Anleger auslösen. Für Geldmarktfonds mit einem Nettoinventarwert (NAV) von niedriger Volatilität (LVNAV-Geldmarktfonds) wird vorgeschlagen, den NAV schwanken zu lassen. Dadurch wäre sichergestellt, dass Anleger bei der Rückgabe ihrer Fondsanteile einen Preis erhalten, der der Marktbewertung der zugrunde liegenden Vermögenswerte entspricht. Zudem wird empfohlen, bestimmte Effekte, die auf regulatorische Auslöser zurückgehen und zum Tragen kommen, wenn Geldmarktfonds gegen die Liquiditätsanforderungen verstoßen, auszuschalten (durch Liquiditätsgebühren für Anleger und Rückgabesperren). Zu diesem Zweck sollen der Empfehlung zufolge bestimmte Anreize beseitigt werden, die Anleger dazu bewegen, ihre Anteile früher zu verkaufen als andere Anleger.

Empfehlung B zielt darauf ab, die Liquiditätstransformation der Geldmarktfonds zu reduzieren. Darin werden höhere Liquiditätsanforderungen für Geldmarktfonds mit variablem Nettoinventarwert (VNAV-Geldmarktfonds) sowie für LVNAV-Geldmarktfonds gefordert. Zudem sollen diese Fonds auch Pflichtbestände an öffentlichen Schuldtiteln sowie täglich und wöchentlich fällige Vermögenswerte halten. Um Anreize für Geldmarktfonds zu setzen, vorhandene Liquiditätspuffer für Anteilsrückgaben zu verwenden, wird in der Empfehlung die Möglichkeit vorgeschlagen, dass Geldmarktfonds in Stressphasen nicht so viel Liquidität vorhalten müssen wie unter normalen Bedingungen.

Empfehlung C zielt darauf ab, Anlegern, die ihre Anteile zur Rücknahme einreichen, Rückgabekosten aufzuerlegen. Es wird vorgeschlagen, dass alle Geldmarktfonds über mindestens ein Liquiditätsmanagementinstrument verfügen sollten, durch das die Handelskosten an aussteigende oder einsteigende Anleger weitergegeben werden (Verwässerungsschutzgebühren, Liquiditätsgebühren oder Swing Pricing bei Geldmarktfonds mit einem schwankenden NAV). Um den Einsatz dieser Liquiditätsmanagementinstrumente zu fördern, sollen Kriterien festgelegt werden, die ihre Anwendbarkeit unter allen Marktbedingungen regeln.

Empfehlung D zielt darauf ab, die Überwachung und Stresstests zu verbessern. Sie sieht eine Erhöhung der Meldefrequenz und Ausweitung der Datenerhebung sowie Vereinbarungen zum Datenaustausch zwischen den nationalen zuständigen Behörden und EU-Institutionen mit Finanzstabilitätsmandat vor. Hierdurch sollen den nationalen und den EU-Organen bessere Informationen zur Ermittlung systemischer Anfälligkeiten von Geldmarktfonds zur Verfügung gestellt werden. Zudem wird in der Empfehlung die Einführung systemweiter Stresstests als Ergänzung zu den internen Stresstests, die Geldmarktfonds durchführen müssen, gefordert. In Abschnitt 2.3.4 wird erläutert, wie der ESRB die ESMA bei der Entwicklung der Leitlinien für die internen Stresstests unterstützt.

Die Empfehlung versteht sich darüber hinaus als Beitrag zur Überprüfung der Verordnung über Geldmarktfonds (MMFR) durch die Europäische Kommission. Bei der Ausarbeitung der Empfehlung berücksichtigt der ESRB auch politische Diskussionen auf internationaler Ebene,



darunter die **von der ESMA durchgeführten Konsultationen** und die **Vorschläge des Finanzstabilitätsrats (FSB)**. In einem der Empfehlung beigefügten Bericht wurden die wirtschaftlichen Gründe für die Vorschläge dargelegt. Im Vorfeld dazu erschien im Juli 2021 eine **Issues Note**. Der ESRB sprach sich außerdem dafür aus, die Angemessenheit der MMFR fünf Jahre nach Inkrafttreten der neuen Bestimmungen nochmals daraufhin zu überprüfen, ob die rechtlichen Reformen die Widerstandsfähigkeit von Geldmarktfonds gestärkt und Ansteckungskanäle verringert haben.

2.3.2 Zentrales Clearing

Im Dezember 2021 veröffentlichte der ESRB eine Antwort im Rahmen des Konsultationsverfahrens der ESMA zur Bestimmung der Systemrelevanz von LCH Ltd und ICE Clear Europe Ltd bzw. deren Clearingdiensten. Die ESMA hatte den ESRB auf der Grundlage von Artikel 25 Absatz 2 Buchstabe c EMIR konsultiert, um zu entscheiden, ob bestimmte zentrale Gegenparteien (CCPs) aus dem Vereinigten Königreich bzw. einige von deren Clearingdiensten weiterhin für die Erbringung von Dienstleistungen in der EU anerkannt werden. Der ESMA-Konsultation vorausgegangen waren die befristet geltenden Äquivalenzentscheidungen der Europäischen Kommission zum Regulierungs- und Aufsichtsrahmen des Vereinigten Königreichs für CCPs sowie ein Beschluss der ESMA, drei im Vereinigten Königreich ansässige CCPs anzuerkennen.

Der ESRB gelangte zu dem Schluss, dass einige der von diesen CCPs erbrachten Clearingdienste zwar eine wesentliche Systemrelevanz für die EU haben, die CCPs aber weiterhin anerkannt werden sollten. Insbesondere befand der ESRB, dass die von ICE Clear Europe Ltd in Euro erbrachten Dienste für kurzfristige Zinssätze und Kreditausfallswaps (CDS) sowie die von LCH Ltd in Euro und Zloty erbrachten SwapClear-Dienste von wesentlicher systemischer Relevanz für die EU sind, ihre Erbringung in der EU jedoch weiterhin zugelassen werden sollte. Eine Verlängerung der derzeit bestehenden Anerkennung dieser beiden systemrelevanten CCPs (Tier-2-CCPs) sollte dem Vorschlag des ESRB zufolge zeitlich begrenzt sein und von bestimmten Maßnahmen flankiert werden. Diese Maßnahmen würden dazu dienen, a) die Anzahl der von in der EU ansässigen CCPs angebotenen Clearinglösungen zu erhöhen und b) die Finanzstabilitätsrisiken, die sich aus der wesentlichen Systemrelevanz der von ICE Clear Europe Ltd und LCH Ltd betriebenen Dienste ergeben, zu verringern. Vorgeschlagen wurde vom ESRB unter anderem, die Kapazitäten für das zentrale Clearing in der EU auszuweiten, die Befugnisse der ESMA in Bezug auf systemrelevante CCPs aus dem Vereinigten Königreich und zum Teil auch aus der EU zu stärken (sofern deren Bedeutung zunimmt, weil die Risikopositionen gegenüber der EU bestimmte Schwellenwerte überschreiten) und die Abhängigkeit von Clearingdiensten, bei denen eine wesentliche Systemrelevanz für die EU festgestellt wurde, noch schneller abzubauen.

Der ESRB beteiligte sich auch an einer gezielten Konsultation zur Überprüfung des Regelungsrahmens für das zentrale Clearing; diese wurde von der Europäischen Kommission eingeleitet, nachdem die Einstufung der Systemrelevanz für die im Vereinigten Königreich ansässigen CCPs abgeschlossen war. Mit der Konsultation wollte die Europäische Kommission ermitteln, durch welche Maßnahmen das Clearing in der EU attraktiver werden und in einem gestärkten Aufsichtsrahmen erfolgen könnte. In seiner Antwort hob der ESRB die Notwendigkeit hervor, den Zugang zu CCPs aus Drittländern im Kontext eines allgemeineren EU-



Regulierungsrahmens für derartige CCPs weiterhin zu gewährleisten. Der ESRB schlug ferner eine Reihe von spezifischen Instrumenten (darunter makroprudenzielle Maßnahmen) mit dem Ziel vor, die Widerstandsfähigkeit gegenüber systemischen Risiken zu stärken, die sich aus der übermäßigen Abhängigkeit von CCPs aus Drittländern ergeben, ein ausgewogeneres Verhältnis zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU im Hinblick auf das Clearingvolumen zu fördern und das Clearing über CCPs innerhalb der EU attraktiver zu machen.

Der ESRB beteiligte sich auch an der von der ESMA durchgeführten Überprüfung der Systemrelevanz von 22 CCPs aus Drittstaaten, die von der ESMA bislang als nicht systemrelevant (Tier-1-CCPs) eingestuft worden waren. Die Einstufung von CCPs basiert auf bestimmten quantitativen Indikatoren, die in der einschlägigen **delegierten Verordnung der Kommission** festgelegt sind. Da keine der CCPs die relevanten Schwellenwerte überschritt, befand der ESRB, dass sie in der Tier-1-Kategorie verbleiben sollten.

Ebenfalls im Dezember 2021 verfasste das ESRB-Sekretariat eine Antwort im Rahmen des Konsultationsverfahrens der ESMA zur Befreiung der Pensionseinrichtungen von der Clearingpflicht. Die ESMA ist laut Artikel 85 Absatz 2 EMIR verpflichtet, gemeinsam mit dem ESRB alle zwölf Monate einen Bericht über potenzielle zentrale Clearinglösungen für Pensionseinrichtungen vorzulegen. Pensionseinrichtungen sind seit dem Inkrafttreten der EMIR im Jahr 2012 von der Clearingpflicht befreit. Diese befristete Befreiung wurde bislang dreimal verlängert und endete am 18. Juni 2022. Seinen früheren Stellungnahmen folgend schlug das ESRB-Sekretariat in der Antwort vor, die Befreiung von der Clearingpflicht für Pensionseinrichtungen schrittweise auslaufen zu lassen, um eine breite Anwendung der Clearingpflicht zu unterstützen. Das ESRB-Sekretariat stellte des Weiteren fest, dass die Pensionseinrichtungen, so wie in einem entsprechenden Vermerk der ESMA erläutert, über die für das Clearing notwendigen operativen Voraussetzungen verfügen.

Im März 2022 verfasste das ESRB-Sekretariat eine Antwort im Rahmen des Konsultationsverfahrens der ESMA zu vorgeschlagenen Änderungen an einem technischen Regulierungsstandard in Bezug auf die Prozyklizität von Einschusszahlungen. Diese Änderungen beziehen sich auf Anforderungen, die für CCPs im Zusammenhang mit der Begrenzung der Prozyklizität von Einschusszahlungen gelten. Die EU, so merkte das ESRB-Sekretariat in seiner Antwort an, verfüge zwar über einen der weltweit ausgereiftesten Regulierungsrahmen zum Umgang mit der Prozyklizität von Einschusszahlungen, doch die Covid-19-Krise habe Bereiche aufgezeigt, in denen dieser Rahmen verbessert werden könne. Der ESRB hat wiederholt auf die Notwendigkeit hingewiesen, die Prozyklizität bei Einschusszahlungen und den entsprechenden Praktiken der CCPs anzugehen – zuletzt in seiner **Empfehlung von 2020**. In seiner Antwort benannte das ESRB-Sekretariat auch andere überarbeitungsbedürftige Bereiche des in der EMIR enthaltenen Regelungsrahmens zur Begrenzung von Prozyklizität. Hierzu zählten finanzstabilitätsrelevante Überlegungen zum Kundenclearing, zur Verhältnismäßigkeit und zum Einsatz von Strategien zur Ausschöpfung von Puffern.



2.3.3 Investmentfonds

Im Berichtszeitraum war der ESRB – zusammen mit der Europäischen Kommission und der ESMA – Gegenstand einer vom Europäischen Rechnungshof (EuRH) durchgeführten Prüfung des EU-Investmentfondssektors. Bei der Prüfung wurde untersucht, ob die EU einen echten Binnenmarkt für Investmentfonds geschaffen hat, in dem Anlegerschutz und Finanzstabilität gewährleistet sind. Der EuRH richtete keine Empfehlungen an den ESRB. Er stellte in seinem **Bericht** jedoch unter anderem fest, dass die ESMA und der ESRB die Nutzung vorhandener, von den Zentralbanken erhobener Daten nicht umfassend geprüft und sich stattdessen auf weniger verlässliche Daten von kommerziellen Anbietern gestützt hätten.

Im März 2022 richtete der ESRB verschiedene Schreiben an das Europäische Parlament und den Rat, die sich mit den von der Europäischen Kommission vorgelegten Änderungsvorschlägen zur Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD) befassten. In diesen Schreiben verglich der ESRB die Vorschläge, die er im Rahmen **des Konsultationsverfahrens der Europäischen Kommission zur Überarbeitung der AIFMD** im Januar 2021 unterbreitet hatte, mit dem später von der Europäischen Kommission veröffentlichten Richtlinienvorschlag. Er stellte fest, dass der Vorschlag den Großteil der vom ESRB zuvor eingebrachten Überlegungen widerspiegelte, verwies hierbei aber auch auf drei nicht berücksichtigte Punkte, die nach seiner Auffassung von den EU-Mitgesetzgebern aufgegriffen werden könnten, um den Richtlinienvorschlag der Kommission zu verbessern: Erstens hatte der ESRB in seinen Schreiben auf die Dringlichkeit hingewiesen, sich mit den Liquiditätsinkongruenzen bei offenen alternativen Investmentfonds (AIFs), die in inhärent weniger liquide Vermögenswerte investieren, zu befassen. Zweitens hatte er betont, dass für Krisensituationen Vereinbarungen zum Datenaustausch in Kraft gesetzt und hochfrequente Meldungen vorgesehen werden müssten. Hiervon würden alle Behörden mit makroprudenziellem Mandat (darunter auch der ESRB) profitieren. Drittens hatte der ESRB weitere Klarstellungen bezüglich einer Operationalisierung der Begrenzung von Hebelfinanzierungen bei AIFs gefordert.

Kasten 6

Überwachung von Risiken im Zusammenhang mit der Finanzintermediation durch Nichtbanken

Im August 2021 veröffentlichte der ESRB die sechste Ausgabe des NBFi Monitor und skizzierte darin seine Tätigkeiten zu Überwachung der systemischen Risiken und Anfälligkeiten im Zusammenhang mit der Finanzintermediation durch Nichtbanken. Nach Ausbruch der Covid-19-Pandemie war der Nichtbankenfinanzsektor der EU im ersten Quartal 2020 zunächst geschrumpft, erholte sich jedoch bis zum Jahresende wieder. Ende 2020 lag der Gesamtwert des von Investmentfonds und sonstigen Finanzinstituten (SFIs) in der EU verwalteten Vermögens bei 39,4 Billionen € (Euroraum: 36,7 Billionen €). Verglichen mit Ende 2019 entsprach dies einem Anstieg um 1,5 % für die EU bzw. 0,5 % für das Eurogebiet (siehe Abbildung A). In der aktuellen Ausgabe des NBFi Monitor wurden verschiedene strukturelle und zyklische Risiken der Finanzintermediation durch Nichtbanken beleuchtet. Risikoquellen im Investmentfondssektor waren dabei erneut die Liquiditäts- und die Fristentransformation. Der Bericht zeigte beispielsweise, dass Geldmarktfonds weiterhin durch die geringe Liquidität der privaten Geldmarktinstrumente, in die sie investieren, gefährdet waren. Diese Anfälligkeit soll mithilfe der Empfehlung des ESRB zu Geldmarktfonds angegangen werden (siehe Abschnitt 2.3.1). Darüber hinaus wurde festgestellt,

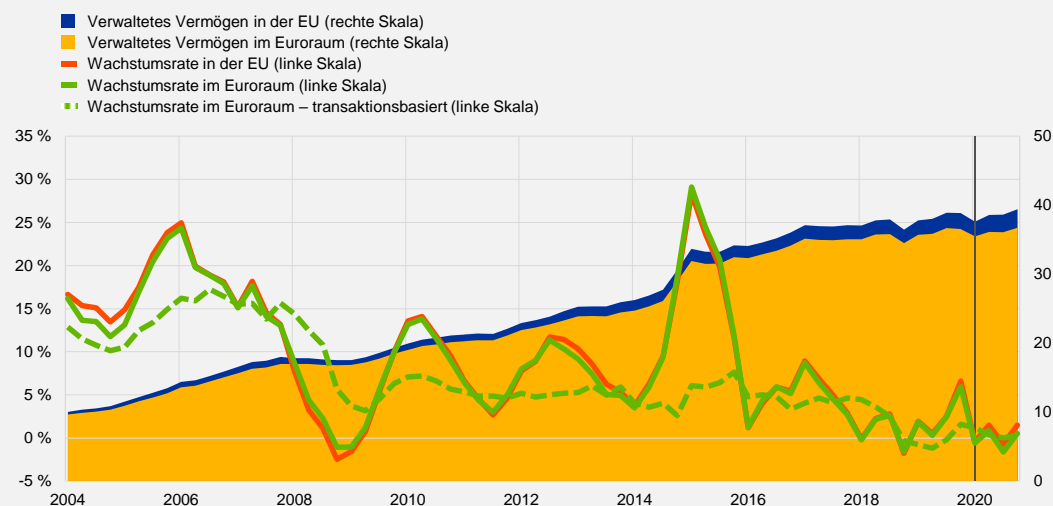


dass die Liquiditätsbestände von Rentenfonds weiter gesunken und sie zugleich höheren Kreditrisiken ausgesetzt waren.

Abbildung A

Von Investmentfonds und SFIs in der EU und im Euroraum verwaltetes Vermögen

(rechte Skala: in Billionen €; linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2020.

Der NBFi Monitor 2021 enthielt auch drei Sonderbeiträge mit umfassenden Analysen zu speziellen Aspekten der Risikoüberwachung im Nichtbankenfinanzsektor. Einer dieser Beiträge befasste sich mit den Liquiditätsinkongruenzen und Hebelfinanzierungen von Gewerbeimmobilienfonds unter besonderer Berücksichtigung der im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie entstandenen Anfälligkeiten am Gewerbeimmobilienmarkt. Thema eines weiteren Sonderbeitrags war die Rolle des Versicherungssektors bei der Finanzintermediation durch Nichtbanken. Darin ging es vor allem um die Beteiligung der Versicherungsunternehmen an der Kreditintermediation, die wechselseitigen Beziehungen mit anderen Nichtbanken und die aufgrund von Derivatepositionen bestehende marktübergreifende Verflechtung. Im letzten Sonderbeitrag wurde anhand des Short Squeeze bei der GameStop-Aktie, der Insolvenz von Greensill Capital und des Zusammenbruchs von Archegos gezeigt, wie Hebelfinanzierungs-, Konzentrations- und Liquiditätsrisiken schlagend werden und sich im Finanzsystem verbreiten können.

2.3.4 Stresstestszenarios

Der ESRB lieferte im Berichtszeitraum adverse Szenarios für Stresstests, die von den ESAs zur Beurteilung der Risiken im Finanzsystem durchgeführt wurden. Der ESRB entwickelte mit Unterstützung der EZB und in enger Abstimmung mit der jeweiligen ESA die Beschreibungen dieser adversen Stresstestszenarios sowie deren Kalibrierung. Die Szenarios spiegelten die Einschätzung des ESRB zu den Risiken und wesentlichen Schwachstellen im Finanzsystem zum



jeweiligen Zeitpunkt wider. Finanzinstitute verfügen je nach Art über unterschiedliche Geschäftsmodelle und Risikoprofile, sodass sie auch für unterschiedliche Arten von Schocks anfällig sind. Aus diesem Grund wurde jedes Szenario auf die Besonderheiten des betreffenden Sektors zugeschnitten und auf den Schwerpunkt des jeweiligen Stresstests ausgerichtet. Insgesamt steuerte der ESRB im Berichtszeitraum drei verschiedene adverse Szenarios bei.²¹

Im Juni 2021 lieferte der ESRB das adverse Szenario für den von der ESMA durchgeführten EU-weiten Stresstest 2021 für zentrale Gegenparteien (CCPs). Das Narrativ für dieses Szenario basierte auf Bedenken hinsichtlich des Pandemieverlaufs und der sich daraus ergebenden wirtschaftlichen Folgen. Darin wurden vor allem negative Vertrauenseffekte unterstellt, die einen länger anhaltenden Abschwung der Weltwirtschaft bewirkten. Hieraus ergaben sich wiederum Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen und privaten Verschuldung in Europa, was im beschriebenen Szenario eine drastische Erhöhung der Kreditrisikoprämien und eine Ausweitung der Kreditspreads zur Folge hätte. Gemäß den zugrunde liegenden Annahmen käme es auf breiter Front zu einer Verkleinerung der Unternehmen und zu Ratingherabstufungen, was umfangreiche Notverkäufe im Nichtbankensektor nach sich zöge. Der **Stresstest der ESMA** umfasste 13 zentrale Gegenparteien in der EU und zwei zentrale Gegenparteien im Vereinigten Königreich. Die Veröffentlichung der Ergebnisse wurde für die zweite Jahreshälfte 2022 geplant.

Im Dezember 2021 lieferte der ESRB das adverse Szenario für den von der ESMA durchgeführten Stresstest 2021 für Geldmarktfonds. Die Beschreibung dieses Szenarios trug den Unsicherheiten Rechnung, die a) in Bezug auf die Bereitstellung und Wirksamkeit von Impfstoffen gegen Virusvarianten und b) die Dauerhaftigkeit globaler Lieferkettenprobleme bestanden. Wie in dem bereits erwähnten Szenario für den CCP-Stresstest der ESMA wurden als Schocks auch hier einmalige, sofortige Veränderungen der Vermögenspreise unterstellt, die durch Ereignisse und Entwicklungen in unterschiedlichen Marktsegmenten ausgelöst wurden.

Im März 2022 lieferte der ESRB ein Klimarisikoszenario für den von der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) durchgeführten EU-weiten Stresstest für betriebliche Altersversorgungseinrichtungen. Der ESRB hat die Klimarisiken als prioritär eingestuft und im Berichtszeitraum erstmals ein klimabezogenes Szenario für einen von einer ESA durchgeführten Stresstest vorgelegt. Das Szenario beschrieb einen verzögerten Übergang zu einer klimafreundlichen Wirtschaft und wurde auf der Grundlage des vom Network for Greening the Financial System (NGFS) entwickelten Szenarios kalibriert. Da im Stresstest für betriebliche Altersversorgungseinrichtungen ein einjähriger Zeitraum betrachtet wird, wurde das NGFS-Szenario so angepasst, dass die ersten drei Jahre zu einem Einjahreszeitraum zusammengefasst wurden.

2.3.5 Versicherungssektor

Im Dezember 2021 veröffentlichte der ESRB einen Bericht über die finanzstabilitätsrelevanten Auswirkungen des IFRS 17. Der IFRS 17 ist der neue Rechnungslegungsstandard für Versicherungsverträge und tritt am 1. Januar 2023 in Kraft. In seinem Bericht stellte der ESRB fest, dass der IFRS 17 einen wesentlichen Beitrag zur

²¹ Der ESRB veröffentlicht sämtliche Szenarios, die für diese aufsichtlichen Stresstests verwendet werden, auf seiner [Website](#).



Finanzstabilität leisten dürfte, da er die internationale Vergleichbarkeit von Rechnungslegungspraktiken fördert und die Transparenz im Versicherungssektor erhöht. Die größere Transparenz ergibt sich aus einer neuen Anforderung, wonach die vertragliche Servicemarge gruppenweise für im gleichen Jahr abgeschlossene Versicherungsverträge zu berechnen ist (Bildung von Jahreskohorten). Zudem nannte der ESRB in seinem Bericht drei Punkte, die eventuell noch Nachbesserungen erfordern, damit der finanzstabilitätsrelevante Nutzen der Umsetzung des IFRS 17 voll ausgeschöpft werden kann. Erstens erhält die nicht beobachtbare Komponente der Diskontierungssätze im IFRS 17 ein so hohes Gewicht, dass eine gründliche Überwachung durch Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Enforcement-Institutionen und Aufsichtsbehörden notwendig sein könnte. Zweitens lässt der IFRS 17 eine große Bandbreite an Rechnungslegungsgrundsätzen für die Ermittlung der Risikoanpassung zu, wodurch der Vergleich zwischen Ländern und Sektoren möglicherweise erschwert wird. Drittens birgt die optionale Befreiung von der Anforderung zur Bildung von Jahreskohorten die Gefahr, dass die durch die Umsetzung des IFRS 17 beabsichtigte Transparenz wieder verringert wird.

Im Februar 2022 richtete der ESRB verschiedene Schreiben an das Europäische Parlament und den Rat, die sich mit den von der Europäischen Kommission vorgelegten Änderungsvorschlägen zur Solvency-II-Richtlinie befassen. In diesen Schreiben verglich der ESRB die Vorschläge, die er im Rahmen des Konsultationsverfahrens der Europäischen Kommission zur Überarbeitung von Solvency II im Januar 2021 unterbreitet hatte, mit dem später von der Europäischen Kommission veröffentlichten Richtlinienvorschlag. Der ESRB sah in diesem Vorschlag einen guten Ausgangspunkt, da er viele – wenngleich nicht alle – der vom ESRB mit Blick auf die Eindämmung von Finanzstabilitätsrisiken als relevant erachteten Elemente berücksichtige. Der ESRB verwies aber auch auf einige nicht berücksichtigte Punkte sowie auf Punkte, die nach seiner Auffassung von den EU-Mitgesetzgebern aufgegriffen werden könnten, um den Richtlinienvorschlag der Kommission zu verbessern. In diesem Zusammenhang wurden vier wesentliche Punkte hervorgehoben: Erstens wies der ESRB auf die Gefahr hin, dass in einem Niedrigzinsumfeld die Solvabilitätsquoten für Versicherungsunternehmen zu hoch ausfallen werden, und schlug deshalb eine stärker am Markt orientierte Methode zur Ableitung risikofreier Diskontierungssätze vor. Zweitens betonte der ESRB, dass es in Ausnahmefällen bestimmter Aufsichtsbefugnisse zur marktweiten Beschränkung von Gewinnausschüttungen bedarf (z. B. wenn die Gefahr besteht, dass Versicherungsunternehmen versuchen könnten, ihre Kapitalausstattung durch den Abbau von Risiken aufrecht zu erhalten). Drittens forderte der ESRB eine engere Abstimmung der aufsichtlichen Behandlung von Hypothekarkrediten in Solvency II mit dem Kreditrisikorahmen des Bankensektors. Dabei verwies er auch auf die Bedeutung von kreditnehmerbasierten Maßnahmen, die bei der Hypothekarkreditvergabe angewendet werden könnten, um das mit dem Platzen von Immobilienblasen einhergehende Zwangsvollstreckungsrisiko zu begrenzen. Viertens wies der ESRB unter Berufung auf die Erfahrungen aus der Anfangszeit der Pandemie im März 2020 auf die Risiken hin, die sich aus dem prozyklischen Anlageverhalten der Versicherungsunternehmen ergeben, und hob die Bedeutung von Verbesserungen an den bestehenden Solvency-II-Mechanismen (darunter eine höhere Symmetrie von antizyklischen Maßnahmen) hervor.

2.4 Vorbereitung auf neue Herausforderungen

Der ESRB hat im Berichtszeitraum weitere Fortschritte bei der Bekämpfung sogenannter hybrider Risiken erzielt (d. h. allgemeinere Risiken, die auch den Finanzsektor betreffen könnten),



insbesondere was die Risiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel sowie mit Krypto-Assets und dezentralen Finanzanwendungen (DeFi) betrifft.

2.4.1 Finanzstabilitätsrisiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel

Im Juli 2021 veröffentlichten die EZB und der ESRB einen gemeinsamen Bericht; darin wird anhand einer breiten Auswahl von Faktoren erläutert, wie sich der Klimawandel auf mehrere Tausend Finanzunternehmen in der EU und Millionen von Unternehmen weltweit auswirkt.

Der Bericht vermittelt ein Bild der potenziellen Finanzstabilitätsrisiken und trägt zur Entwicklung einer analytischen Grundlage für gezieltere und wirksamere politische Maßnahmen bei.

In dem Bericht werden Modellierungsfragen behandelt, und auf der Grundlage früherer einschlägiger Arbeiten wird eine detaillierte Topologie der physischen Risiken und Transitionsrisiken des Klimawandels festgelegt, die sich für die einzelnen Regionen, Sektoren und Unternehmen ergeben. Darüber hinaus werden in Szenarioanalysen mit langfristigen Risikohorizonten die potenziellen finanziellen Verluste dargestellt, die sich aus den Umsetzungszeitpunkten und der Wirksamkeit von Klimaschutzmaßnahmen und -technologien ergeben.

Der Bericht bildet auf granularer Ebene ab, inwieweit der Finanzsektor von den verschiedenen Klimafaktoren betroffen ist, und skizziert drei Bereiche mit einer hohen Risikokonzentration:

- Erstens treten die Belastungen durch die physischen Risiken des Klimawandels vor allem auf regionaler Ebene auf. Der Analyse zufolge werden Flusshochwasser in den nächsten zwei Jahrzehnten der wirtschaftlich bedeutendste Risikofaktor des Klimawandels in der EU sein. In einigen Regionen wird dieses Risiko durch eine starke Anfälligkeit für Waldbrände, Hitzebelastungen und Wasserknappheit verstärkt. Rund 30 % der gesamten Kreditrisikopositionen des Bankensektors im Euroraum bestehen gegenüber nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die einer oder mehreren dieser physischen Risiken ausgesetzt sind.
- Zweitens kann es sowohl sektorübergreifend als auch sektorintern zu einer Konzentration von Risikopositionen gegenüber Unternehmen mit besonders hohen Treibhausgasemissionen kommen. Auf diese Firmen entfallen 11 % der ausstehenden Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Eurogebiet. Der Großteil dieser Unternehmen ist im verarbeitenden Gewerbe, in der Stromversorgung, im Verkehr und im Baugewerbe tätig. Doch auch innerhalb der einzelnen Sektoren variiert die Konzentration solcher emissionsstarken Unternehmen erheblich. Wenn sich die derzeit hohe Varianz der Emissionsintensität in Zukunft verringert, ergibt sich somit ein gewisses Neubewertungspotenzial an den Finanzmärkten.
- Drittens sind bestimmte europäische Finanzintermediäre besonders stark von klimabedingten Risikofaktoren betroffen. So halten gerade einmal 25 Banken in ihren Kreditportfolios rund 70 % der gesamten Forderungen des Bankensystems gegenüber Unternehmen, die in den kommenden Jahrzehnten hohen oder zunehmenden physischen Risiken ausgesetzt sein werden. Zugleich ist das mit Transitionsrisiken verbundene Neubewertungspotenzial an den Finanzmärkten bei den Investmentfonds besonders hoch, denn diese sind zu mehr als 55 % in Unternehmen mit hohen Treibhausgasemissionen investiert. Schätzungen zufolge



entsprechen lediglich 1 % der Vermögenswerte den Nachhaltigkeitskriterien der EU-Taxonomie. Die Direktbestände der Versicherungsgesellschaften an klimasensitiven Vermögenswerten sind möglicherweise noch steuerbar, aber durch die über Investmentfonds bestehenden indirekten Beteiligungen, die etwa 30 % ausmachen, könnten sich die Risiken in diesem Sektor verstärken.

Langfristige Szenarioanalysen für Banken²², Versicherungsunternehmen und Investmentfonds in der EU lassen vermuten, dass sich das Kredit- und das Marktrisiko erhöhen könnten, wenn es nicht gelingt, die Erderwärmung wirksam zu bekämpfen. Die Szenariomodellierung deutet darauf hin, dass sich die physischen Risiken des Klimawandels in den nächsten rund 15 Jahren zur häufigsten Ursache für Verluste – insbesondere bei emissionsintensiven Unternehmen – entwickeln könnten, sofern der Übergang zu einer klimafreundlichen Wirtschaft nicht hinreichend geordnet verläuft. Folglich könnte das globale BIP bis zum Ende dieses Jahrhunderts um bis zu 20 % schrumpfen, wenn sich die Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels als unzureichend oder unwirksam erweisen.

Seit der Veröffentlichung des letzten ESRB-Jahresberichts im Juli 2021 haben sich der ESRB und die EZB den verbleibenden analytischen Anforderungen – insbesondere in den Bereichen Messung und Methodik – gewidmet. Darüber hinaus laufen weitere Arbeiten, um die zunehmende Evidenz mit makroprudenziellen politischen Überlegungen in Beziehung zu bringen.

2.4.2 Krypto-Assets und dezentrale Finanzanwendungen

Krypto-Assets und DeFi stehen angesichts ihres raschen Wachstums zunehmend im Fokus der Regulierungsbehörden und politischen Entscheidungsträger, auch was die Rolle des ESRB in diesem Bereich betrifft.²³ Durch DeFi wird die Blockchain-Nutzung ausgeweitet; diese beschränkt sich somit nicht mehr auf einfache Wertübertragungen, sondern umfasst durch die Verwendung dezentraler Anwendungen und Smart Contracts mittlerweile auch komplexere Anwendungsfälle. Die Bedeutung von Krypto-Assets und DeFi im Hinblick auf den Anlegerschutz – sowie hinsichtlich allgemeinerer politischer Ziele wie etwa der Bekämpfung illegaler Aktivitäten – ist bereits hinlänglich bekannt. Weniger klar erscheinen möglicherweise die Folgen für die Finanzstabilität. Die Tatsache, dass Kryptowerte und DeFi automatisierte Protokolle verwenden und somit nicht auf traditionelle Finanzintermediäre angewiesen sind, eliminiert a priori nicht die allgemein bestehenden Finanzstabilitätsrisiken, wie sie sich etwa aus übermäßiger Verschuldung, Liquiditätsinkongruenzen und finanziellen Verflechtungen ergeben.

Zur Wahrung der Finanzstabilität müssen die Regulierungs- und Aufsichtsbehörden daher womöglich einen stärker aktivitätsbasierten Ansatz verfolgen, um sicherzustellen, dass diese neuen Anwendungsfälle auch tatsächlich abgedeckt werden. Zugleich können einige Krypto-Assets und innovative Formen der Finanzintermediation neuartige Wechselwirkungen zwischen finanziellen und nichtfinanziellen Aktivitäten bzw. Unternehmen mit sich bringen, beispielsweise zwischen FinTech- und BigTech-Unternehmen. Angesichts dieser neuen und noch unbekannteren Interaktionsformen erweist sich das regulatorische Paradigma, wonach gleiche Aktivitäten auch der gleichen Regulierung unterliegen sollten, möglicherweise als ungeeignet. Die Arbeit der European

²² Vom NGFS erstellte übergeordnete Benchmark-Szenarios.

²³ Siehe M. McGuinness, **The ESRB at 10 years – key achievements and future challenges**, Keynote-Rede auf der fünften Jahreskonferenz des ESRB, 8. Dezember 2021.



Systemic Cyber Group des ESRB wie auch die Analysen im **Bericht des ASC über die Digitalisierung und Zukunft des Bankensektors** enthalten relevante Aspekte zum Thema Krypto-Assets und DeFi.

Im Februar 2022 gründete der ESRB aus Mitgliedern des ATC und des ASC eine hochrangige Sondierungsgruppe zu Krypto-Assets und DeFi. Sie soll ausloten, ob und in welchem Umfang der ESRB künftig die systemischen Implikationen der Kryptomärkte und DeFi für die Stabilität des Finanzsektors in der EU analysieren muss. Auf der Grundlage dieser Arbeiten wäre dann zu beurteilen, inwieweit politischer Handlungsbedarf in diesem Bereich besteht. Bei der Festlegung des Umfangs und der Prioritäten für die Analyse von Krypto-Assets und DeFi aus Sicht der Finanzstabilität zielen die Arbeiten der Sondierungsgruppe darauf ab, Mechanismen (alte und neue), Schwachstellen und Risiken zu identifizieren, die dazu führen könnten, dass sich Krypto-Assets und DeFi zu einem Systemrisiko oder zu einer Gefahr für die Finanzstabilität entwickeln. Bei der Festlegung der Prioritäten des ESRB in diesem Bereich mit Blick wird die Sondierungsgruppe prüfen, wie prudenzielle Maßnahmen diesen Risiken begegnen können. Zudem versucht sie, jene Bereiche herauszuarbeiten, in denen der ESRB – dank seines umfassenden europaweiten Mitgliederkreises und seines auf Warnungen und Empfehlungen basierenden Instrumentariums – die laufenden politischen Arbeiten auf Ebene der EU und darüber hinaus bestmöglich ergänzen und vertiefen kann. Die Sondierungsgruppe wird dabei die derzeit in den unterschiedlichen Ländern weltweit unternommenen Schritte in Bezug auf die Behandlung von Krypto-Assets und DeFi berücksichtigen und aus ihrer makroprudenziellen Perspektive einen Mehrwert liefern.

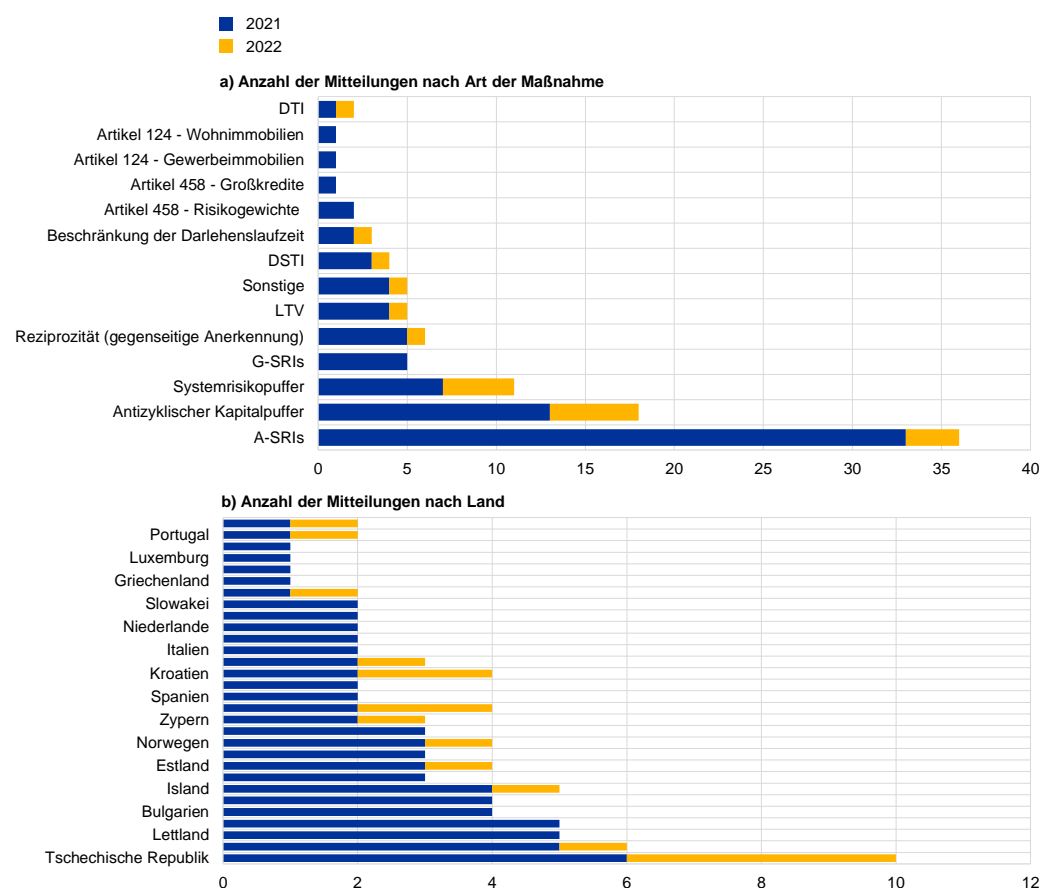


3 Überblick über die nationalen Maßnahmen

Dieser Abschnitt gibt einen Überblick über die von den EWR-Ländern im Berichtszeitraum verabschiedeten oder öffentlich angekündigten Maßnahmen (siehe Abbildung 13). Angesichts seines breit gefassten Mandats und seiner EWR-weiten Perspektive eignet sich der ESRB gut als zentrale Sammelstelle für Informationen über die von den Mitgliedstaaten ergriffenen makroprudenziellen Maßnahmen. Mehrere dem ESRB angezeigte Maßnahmen wurden auf der Website des ESRB veröffentlicht. In diesem Abschnitt werden die von den EWR-Ländern im Berichtszeitraum ergriffenen Maßnahmen erörtert, wobei eine Unterteilung nach Art des Instruments erfolgt.

Abbildung 13
Von April 2021 bis März 2022 beim ESRB eingegangene Mitteilungen nach Art der Maßnahme und nach Land

(Anzahl der Mitteilungen)



Quelle: ESRB.

Anmerkung: Es sind nur Maßnahmen berücksichtigt, die im Berichtszeitraum und vor dem Redaktionsschluss am 31. März 2022 verabschiedet oder öffentlich angekündigt wurden.



3.1 Maßnahmenübersicht

Im Berichtszeitraum ergriffen mehrere Länder erste Schritte in Richtung einer makroprudenziellen Straffung, vor allem durch den Wiederaufbau von Kapitalpuffern. Einige wenige Länder beschlossen kreditnehmerbasierte Maßnahmen. So wurde in Island eine neue kreditnehmerbasierte Maßnahme ergriffen, in Litauen wurde eine zuvor ergriffene Maßnahme verlängert, und in der Tschechischen Republik wurde eine Maßnahme wieder eingeführt, die von April bis Juni 2020 aufgrund der Corona-Pandemie ausgesetzt worden war. Zehn Länder nahmen Anpassungen ihrer Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer vor, entweder indem sie den Puffer erstmals aktivierten oder indem sie die Quote anhoben. Vor dem Hintergrund der Einführung der jüngsten Anpassungen der Eigenkapitalrichtlinie (CRD V) beschlossen einige Länder, ihre strukturellen Risiken ausschließlich über die Pufferquoten für anderweitig systemrelevante Institute (A-SRIs) anzugehen, und setzten dementsprechend ihre anwendbaren Systemrisikopuffer außer Kraft. Und schließlich entschieden sich eine Reihe von Ländern dafür, strengere nationale Maßnahmen (gemäß Artikel 458 der CRR) zu ergreifen, oder bedienten sich des neu verfügbaren Instruments der sektoralen Systemrisikopuffer.

3.2 Kreditnehmerbasierte Maßnahmen

Vor dem Hintergrund zunehmender Anfälligkeiten am Immobilienmarkt passten sieben Länder ihre bestehenden kreditnehmerbasierten Maßnahmen an. Die nationalen Behörden verabschiedeten eine breite Palette an Maßnahmen. Hierzu zählten Obergrenzen für das Kreditvolumen in Relation zum Immobilienwert (Loan-to-Value – LTV), für die Gesamtverschuldung in Relation zum Einkommen (Debt-to-Income – DTI) und für den Schuldendienst in Relation zum Einkommen (Debt Service to Income – DSTI) sowie Beschränkungen von Darlehenslaufzeiten. In Zypern wurde die bestehende LTV-Obergrenze um ein spezielles Limit für Luxusimmobilien ergänzt. Nachdem die Tschechische Republik und Finnland ihre LTV-Obergrenzen während der Pandemie gelockert hatten, setzten sie diese wieder auf das Vorpandemieniveau herab. Litauen senkte die LTV-Obergrenzen für Zweit- und Folgehypotheken. In Island wurde eine DSTI-Obergrenze als einkommensbezogene Maßnahme eingeführt, um Anfälligkeiten im Zusammenhang mit dem Schuldenaufbau zu begrenzen. Lettland verlängerte indes sein umfangreiches Paket kreditnehmerbasierter Maßnahmen (bestehend aus Obergrenzen für LTV, DSTI, DTI und die Beschränkung der Darlehenslaufzeit). Die in Frankreich bestehenden kreditnehmerbasierten Maßnahmen wurden in rechtsverbindliche Maßnahmen umgewandelt. In Portugal wurde indes die Beschränkung der Darlehenslaufzeiten für Hypothekarkredite verschärft. Und im November 2021 gab die Tschechische Republik ihre Entscheidung bekannt, ab April 2022 wieder kreditnehmerbasierte Maßnahmen einzuführen und sie zudem rechtsverbindlich zu machen.

3.3 Risikogewichte

Zwei Länder (Irland und Polen) teilten dem ESRB mit, dass sie ihre gemäß Artikel 124 der CRR eingeführten strengeren nationalen Maßnahmen gelockert hätten. Darüber hinaus gingen aus Estland und Schweden Mitteilungen über Maßnahmen auf der Grundlage von Artikel 458 der CRR ein, zu denen der ESRB Stellungnahmen abgab.



Am 18. Mai 2021 teilte die Eesti Pank dem ESRB ihre Absicht mit, die im Einklang mit Artikel 458 Absatz 2 Buchstabe d Ziffer vi der CRR erlassene strengere nationale Maßnahme für Risikogewichte zu verlängern. Dabei handelte es sich um eine zweijährige Verlängerung der institutsspezifischen Untergrenze von 15 % für den forderungsbetragsgewichteten Durchschnitt der Risikogewichte für Portfolios hypothekarisch besicherter Immobilienkredite, die im Rahmen des Mengengeschäfts an in Estland ansässige Schuldner vergeben wurden. Diese Maßnahme gilt für Banken, die ihre aufsichtlichen Kapitalanforderungen anhand des IRB-Ansatzes berechnen. Die bestehende Maßnahme war am 30. September 2019 in Kraft getreten. Gemäß Artikel 458 Absatz 4 in Verbindung mit Artikel 458 Absatz 9 der CRR übermittelte der ESRB dem Rat, der Europäischen Kommission und Estland am 17. Juni 2021 seine Stellungnahme. Darin vertrat er die Ansicht, dass die vorgeschlagene Verlängerung der Maßnahme dazu beitragen könne, die Angemessenheit der Kapitalausstattung der in Estland ansässigen IRB-Banken so zu erhalten, dass ein mögliches Eintreten systemischer Risiken am Wohnimmobilienmarkt begrenzt würde. Auch wenn das von den Wohnimmobilienmärkten ausgehende Systemrisiko in Estland in den letzten Jahren zugenommen habe, handle es sich bei dieser Maßnahme um einen vorbeugenden Schritt. Sie zielen nämlich darauf ab, eine ausreichende Eigenmittelausstattung der Banken sicherzustellen, um systemische Risiken aufzufangen, sollten diese zum Tragen kommen. Der ESRB führte ferner aus, dass die anderen in Artikel 458 der CRR aufgeführten makroprudenziellen Instrumente angesichts der zum Zeitpunkt der Beurteilung herrschenden Unsicherheit hinsichtlich der wirtschaftlichen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie nicht geeignet seien, um dem vorherrschenden Risiko zu begegnen. Insgesamt werde die Verlängerung der Maßnahme keine unverhältnismäßigen nachteiligen Auswirkungen auf den europäischen Binnenmarkt oder die Finanzsysteme anderer Mitgliedstaaten haben. Die Maßnahme werde verhindern, dass IRB-Banken die Risikogewichte, die sie auf ihre Portfolios mit estnischen Hypothekarkrediten anwenden, weiter herabsetzen. Da die Aktivitäten und Marktanteile ausländischer Zweigstellen am estnischen Hypothekenmarkt begrenzt sind, beantragte die Eesti Pank keine gegenseitige Anerkennung der verlängerten Maßnahme.

Am 20. September 2021 teilte die schwedische Finanzaufsichtsbehörde (Finansinspektionen) dem ESRB gemäß Artikel 458 Absatz 2 Buchstabe d Ziffer iv der CRR ihre Absicht mit, eine nationale Maßnahme zur Begrenzung der Risiken aus schwedischen Hypothekarkrediten zu verlängern. Diese Maßnahme beinhaltet eine Untergrenze für das Risikogewicht in Höhe von 25 % für schwedische Hypothekarkredite und gilt für Kreditinstitute, die den IRB-Ansatz verwenden. Gemäß Artikel 458 Absatz 4 in Verbindung mit Artikel 458 Absatz 9 der CRR übermittelte der ESRB dem Rat, der Europäischen Kommission und Schweden am 20. Oktober 2021 hierzu seine Stellungnahme. Die Bewertung erfolgte vor dem Hintergrund zunehmender Anfälligkeiten am schwedischen Wohnimmobilienmarkt. Dabei vertrat der ESRB die Auffassung, dass die anderen in Artikel 458 der CRR aufgeführten makroprudenziellen Instrumente, die zunächst zu prüfen seien, bevor strengere nationale Maßnahmen ergriffen würden, nicht geeignet seien, um dem vorherrschenden Risiko zu begegnen. Der ESRB war daher der Ansicht, dass die strengere Maßnahme für den oben genannten Zweck gerechtfertigt, geeignet, verhältnismäßig, wirksam und effizient sei. Insgesamt werde die Maßnahme keine unverhältnismäßigen nachteiligen Auswirkungen auf den europäischen Binnenmarkt oder andere Finanzsysteme haben. In der wirtschaftlichen Einschätzung, die der ESRB zusammen mit seiner Stellungnahme vorlegte, betonte er, dass es wichtig sei, auch die gegenseitige Anerkennung der Maßnahme durch andere Mitgliedstaaten zu verlängern, in denen es Kreditinstitute gebe, die sich am schwedischen Wohnimmobilienmarkt engagieren.



3.4 Antizyklischer Kapitalpuffer

Elf Länder nahmen Anpassungen an ihren Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer vor, um den zunehmenden zyklischen Risiken entgegenzuwirken. Bulgarien, die Tschechische Republik, Dänemark und Norwegen hoben hierfür ihre Pufferquoten mehrfach schrittweise an. In Frankreich, Deutschland, Island und Schweden wurden die Quoten indes jeweils nur einmal angepasst. Estland, Kroatien und Rumänien aktivierten erstmalig antizyklische Kapitalpuffer und legten sie auf 1 %, 0,5 % bzw. 0,5 % fest.

Einige Länder setzten ihre antizyklischen Kapitalpuffer wieder auf das vor der Pandemie geltende Niveau herauf, und fünf Länder erhöhten ihre Puffer über das Vorpandemieniveau hinaus. In Bulgarien, Dänemark und Norwegen wurde der antizyklische Kapitalpuffer wieder auf den vor der Pandemie geltenden Wert gesetzt (1,5 %, 2 % bzw. 2,5 %). Die Tschechische Republik, Deutschland, Estland, Frankreich, Kroatien und Rumänien hoben ihre jeweiligen Pufferquoten indes auf höhere Werte als vor der Pandemie an. In Schweden wurde der antizyklische Kapitalpuffer auf 1,0 % erhöht, während er vor der Pandemie bei 2,5 % gelegen hatte. Einige andere Länder, die ihre Vorgaben für den antizyklischen Kapitalpuffer während der Covid-19-Krise gelockert hatten, ergriffen noch keine Maßnahmen zur Wiederanhebung.

Die EU-Eigenkapitalvorschriften für Banken sehen auch die Möglichkeit vor, derartige Quoten für Risikopositionen gegenüber Drittländern festzusetzen. In Anbetracht der Vielzahl an Drittländern, auf die solche Maßnahmen Anwendung finden könnten, konzentrieren sich der ESRB, die EZB und die EU-Mitgliedstaaten auf die Identifizierung und Überwachung wesentlicher Drittländer und übernehmen gemeinsam die Verantwortung für diese Aufgabe. Um eine einheitliche Herangehensweise in der gesamten EU zu gewährleisten, hat der ESRB in einer Empfehlung und einem Beschluss Einzelheiten zu seinem Ansatz vorgelegt.²⁴ Dabei erstellt der ESRB insbesondere eine Liste der Drittländer, gegenüber denen das EU-Bankensystem als Ganzes wesentliche Risikopositionen hält, und überwacht die Entwicklung in diesen Ländern. Die Identifikationsstichprobe hierfür wurde 2020 von der EU auf den gesamten EWR ausgedehnt.²⁵

Der ESRB überprüfte die im Jahr 2020 erstellte Liste der wesentlichen Drittländer und bestätigte, dass die einzige Änderung an der Liste die Aufnahme des Vereinigten Königreichs war. Seit dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU am 31. Januar 2020 und dem Ende der Übergangsphase am 31. Dezember 2020 gilt das Vereinigte Königreich nunmehr als Drittland. Die im Jahr 2021 veröffentlichte Liste der wesentlichen Drittländer umfasst somit Brasilien, China, Hongkong, Mexiko, Russland, die Schweiz, Singapur, die Türkei, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten. Im Einklang mit Empfehlung ESRB/2015/1 identifizierten einzelne EWR-Länder die für sie jeweils wesentlichen Drittländer und überarbeiteten ihre Listen im Jahr 2021 anhand ihrer jeweiligen Methodik.

²⁴ Siehe [Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 11. Dezember 2015 zur Anerkennung und Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer für Risikopositionen gegenüber Drittländern \(ESRB/2015/1\)](#) und [Beschluss des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 11. Dezember 2015 zur Bewertung der Wesentlichkeit von Drittländern für das europäische Bankensystem im Hinblick auf die Anerkennung und die Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer \(ESRB/2015/3\)](#).

²⁵ Da gemäß der Drittland-Definition in Beschluss ESRB/2015/3 alle Länder außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums als Drittländer zählen und die makroprudenziellen Instrumente der CRD und der CRR seit dem 1. Januar 2020 in Island, Liechtenstein und Norwegen anwendbar sind, war es erforderlich, die Identifikationsstichprobe auf alle EWR-Länder auszuweiten. Siehe [Beschluss des Gemeinsamen EWR-Ausschusses Nr. 79/2019 vom 29. März 2019 zur Änderung des Anhangs IX \(Finanzdienstleistungen\) des EWR-Abkommens 2019/2133](#).



3.5 Systemrisikopuffer

Die Tschechische Republik und Estland beschlossen, ihre jeweiligen Systemrisikopuffer außer Kraft zu setzen. Als Reaktion auf die Covid-19-Krise hatte die Eesti Pank ihre Systemrisikopufferquote im Frühjahr 2020 von 1 % auf 0 % gesenkt. Nach einer Überprüfung des makroprudenziellen Rahmens des Landes und der damit verbundenen Entscheidung, Ende 2021 einen Kapitalpuffer zu aktivieren, beschlossen die estnischen Behörden, den Systemrisikopuffer vollständig außer Kraft zu setzen. Nach der Einführung der CRD V beschloss die Česká národní banka im Oktober 2021 ebenfalls die Aussetzung ihres Systemrisikopuffers, da das bis dato über den Systemrisikopuffer gesteuerte Risiko künftig durch die Festlegung von A-SRI-Pufferquoten angegangen wird.

In Belgien, Deutschland und Litauen wurden sektorale Systemrisikopuffer eingerichtet, um Anfälligkeiten im Zusammenhang mit dem Immobilienmarkt zu bekämpfen. So führte die Lietuvos bankas im November 2021 einen sektoralen Systemrisikopuffer in Höhe von 2 % für durch Wohnimmobilien besicherte Risikopositionen gegenüber natürlichen Personen ein. Die Maßnahme gilt auf der höchsten Konsolidierungsebene für alle in Litauen zugelassenen Banken und zentralen Kreditgenossenschaften, die die festgelegte Wesentlichkeitsschwelle überschreiten. In Deutschland gab die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) im ersten Quartal 2022 bekannt, dass ab dem 1. Februar 2023 ein sektoraler Systemrisikopuffer in Höhe von 2 % für alle mit deutschen Wohnimmobilien besicherten Forderungen an natürliche und juristische Personen gelten wird. Vor dem Redaktionsschluss am 31. März 2022 teilte die Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique dem ESRB ihre Absicht mit, einen sektoralen Systemrisikopuffer in Höhe von 9 % einzuführen, der von IRB-Banken ab dem 1. Mai 2022 auf alle durch belgische Wohnimmobilien besicherte Engagements gegenüber natürlichen Personen anzuwenden ist.

3.6 Puffer für systemrelevante Institute (A-SRIs und G-SRIs)

Anfang 2022 wurden im EWR insgesamt 175 anderweitig systemrelevante Institute (A-SRIs) identifiziert, wobei gewisse nationale Unterschiede erkennbar waren. Mit Ausnahme von zwei finanziellen Kapitalgesellschaften in Norwegen handelte es sich dabei ausschließlich um Banken. Die niedrigste Kapitalpufferquote für A-SRIs wies Lettland²⁶ auf (0,0 %), die höchste Dänemark (3 %). Die Liste der A-SRIs wurde aus verschiedenen Gründen angepasst. In einigen Ländern kam es im Gefolge von Zusammenschlüssen zu Streichungen. Darüber hinaus passten einige Länder im Zuge der Umsetzung der CRD V in nationales Recht ihre bereits beschlossenen makroprudenziellen Puffer an, wodurch sich in einigen Fällen auch die Wechselwirkungen zwischen den einzelnen makroprudenziellen Puffern veränderten. So setzte z. B. die Tschechische Republik ihren Systemrisikopuffer aus und verwendet nun stattdessen A-SRI-Pufferquoten, um Risiken im Zusammenhang mit systemrelevanten Banken zu bekämpfen.

Für das Jahr 2022 wurden insgesamt acht global systemrelevante Institute (G-SRIs) in fünf EWR-Ländern identifiziert. In Frankreich sind vier G-SRIs und in Deutschland, Italien, den Niederlanden und Spanien jeweils ein G-SRI ansässig. Sechs der acht Banken bekamen eine

²⁶ Die Pufferquote von 0 % gilt im Jahr 2022 für eine Bank in Lettland, die ab diesem Jahr neu als A-SRI identifiziert wurde. Aufgrund der schrittweisen Implementierung der Pufferanforderungen wird sich die Pufferanforderung für dieses Institut 2023 auf 0,25 % erhöhen.



G-SRI-Pufferquote von 1 % zugewiesen. Für die beiden anderen Banken wurde eine Pufferquote von 1,5 % festgelegt, wobei die Pufferquote bei einer dieser Banken 2023 auf 2 % angehoben wird.

3.7 Sonstige Maßnahmen

Der französische Finanzstabilitätsrat (Haut Conseil de Stabilité Financière – HCSF) teilte dem ESRB seine Absicht mit, die Anwendung seiner aktuellen makroprudenziellen Maßnahme auf der Grundlage von Artikel 458 Absatz 2 Buchstabe d Ziffer ii der CRR zu verlängern. Ziel der Maßnahme ist es, das Konzentrationsrisiko der französischen Banken gegenüber großen hoch verschuldeten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften mit Sitz in Frankreich zu begrenzen. Die Maßnahme wurde ursprünglich am 1. Juli 2018 für zwei Jahre aktiviert und mit Wirkung vom 1. Juli 2020 bereits um ein Jahr verlängert. Die jüngste Verlängerung der Maßnahme unterschied sich aufgrund einer Änderung der Definition von Großkrediten nach Anwendung der **Verordnung (EU) 2019/876** (CRR II) von der ursprünglichen Maßnahme. Am 25. Mai 2021 legte der ESRB dem Rat, der Europäischen Kommission und Frankreich hierzu eine Stellungnahme gemäß Artikel 458 Absatz 4 der CRR vor. Der ESRB war der Ansicht, dass die vorgeschlagene Verlängerung der Maßnahme als hilfreicher Sicherheitsmechanismus dienen würde, um die Risikodiversifikation des französischen Bankensystems zu gewährleisten und dessen Widerstandsfähigkeit sicherzustellen. Der ESRB unterstützte das Vorhaben des HCSF, die Anwendungsdauer der strengeren nationalen Maßnahme unter Verwendung der aus CRR II stammenden modifizierten Berechnung der Risikopositionen zu verlängern. Dabei vertrat der ESRB die Auffassung, dass die anderen in Artikel 458 der CRR aufgeführten makroprudenziellen Instrumente, die zunächst zu prüfen seien, bevor strengere nationale Maßnahmen ergriffen würden, nicht geeignet seien, um dem vorherrschenden Risiko zu begegnen. Der ESRB war daher der Ansicht, dass die strengere Maßnahme für den oben genannten Zweck gerechtfertigt, geeignet, verhältnismäßig, wirksam und effizient sei. Insgesamt werde die Maßnahme keine unverhältnismäßigen nachteiligen Auswirkungen auf den europäischen Binnenmarkt oder andere Finanzsysteme haben. In der wirtschaftlichen Einschätzung, die der ESRB zusammen mit seiner Stellungnahme vorlegte, betonte er auch, dass es wichtig sei, die gegenseitige Anerkennung der Maßnahme durch andere Mitgliedstaaten zu verlängern, in denen es Kreditinstitute gebe, die Risiken im Zusammenhang mit der Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in Frankreich ausgesetzt seien.

Im Juni 2021 teilte Ungarn dem ESRB eine Änderung seiner Verordnung über die Quote für eine angemessene Refinanzierung von Hypothekendarlehen mit. Mit dem neuen Erlass wurden Klimaaspekte in die Verordnung aufgenommen, um regulatorischen Zielen im Zusammenhang mit Laufzeitinkongruenzen des ungarischen Forint und der Weiterentwicklung des Hypothekenanleihemarkts Rechnung zu tragen.

Die Banka Slovenije informierte den ESRB darüber, dass sie ihre Empfehlung, die Verteilung ausschüttungsfähiger und einbehaltener Gewinne von Leasinggesellschaften aus den Jahren 2019 und 2020 vorübergehend zu beschränken, verlängert habe. Dadurch sollen die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber Finanzschocks erhöht, die Finanzstabilität aufrechterhalten, Störungen des Finanzsystems in Slowenien verhindert und der Aufbau systemischer Risiken verringert werden. Die Maßnahme wurde nach dem 30. September 2021 nicht verlängert.



3.8 Gegenseitige Anerkennung (Reziprozität)

Im Einklang mit dem Reziprozitätsrahmen des ESRB empfahl der ESRB die gegenseitige Anerkennung einer von der Nederlandsche Bank gemäß Artikel 458 Absatz 2 Buchstabe d Ziffer vi der CRR ergriffenen nationalen Maßnahme. Diese Maßnahme war eigentlich bereits für 2020 vorgesehen, wurde aber aufgrund der Covid-19-Pandemie auf den 1. Januar 2022 verschoben. Sie sieht eine Risikogewichtsuntergrenze für Kreditinstitute vor, die ihre aufsichtlichen Kapitalanforderungen anhand des IRB-Ansatzes ermitteln. Die Maßnahme gilt für alle Portfolios von Forderungen gegenüber natürlichen Personen, die durch Hypotheken auf niederländische Wohnimmobilien besichert sind. Dabei wird die Risikogewichtsuntergrenze eines Portfolios ermittelt als der mit dem Forderungsbetrag gewichtete Durchschnitt der einzelnen darin enthaltenen Kredite. Für jede Risikoposition, die in den Anwendungsbereich der Maßnahme fällt, wird dem Anteil des Kredits, der 55 % des Marktwerts der als Sicherheit dienenden Immobilie nicht übersteigt, ein Risikogewicht von 12 % zugewiesen; das Risikogewicht für den verbleibenden Teil des Kredits beträgt 45 %. Kredite, die dem nationalen Hypothekengarantieprogramm (Nationale Hypotheek Garantie – NHG) unterliegen, sind von der Maßnahme ausgenommen. Um Sockerverluste und Aufsichtsarbitrage zu vermeiden, empfahl der ESRB die gegenseitige Anerkennung der Maßnahme unter Anwendung einer institutsspezifischen Wesentlichkeitsschwelle von 5 Mrd €. Dadurch werden knapp 1 % der gesamten relevanten Engagements aller in den Niederlanden meldepflichtigen Institute von der Maßnahme erfasst.

Der ESRB empfahl ferner die gegenseitige Anerkennung eines Systemrisikopuffers für sämtliche Immobilienkredite, die in Litauen im Mengengeschäft an natürliche Personen vergeben wurden und durch Wohnimmobilien besichert sind. Die Maßnahme besteht aus einem sektoralen Systemrisikopuffer in Höhe von 2 % für derartige Forderungen. Sie gilt ab dem 1. Juli 2022 für alle Kreditinstitute, deren relevante sektorale Risikopositionen eine Wesentlichkeitsschwelle von 50 Mio € überschreiten, was 0,5 % des relevanten sektoralen Gesamtengagements des litauischen Bankensektors im zweiten Quartal 2021 entspricht. Der ESRB empfahl die gegenseitige Anerkennung der Maßnahme unter Anwendung einer institutsspezifischen Wesentlichkeitsschwelle von 50 Mio € für das betreffende sektorale Engagement, also desselben Schwellenwerts für die Wesentlichkeit, der auch für in Litauen zugelassene Kreditinstitute gilt.

Die Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique ließ dem ESRB vor dem Redaktionsschluss am 31. März 2022 einen Antrag auf gegenseitige Anerkennung ihres sektoralen Systemrisikopuffers zukommen. Die Bewertung des Antrags auf gegenseitige Anerkennung war zum Redaktionsschluss dieses Berichts noch nicht abgeschlossen.

Die BaFin legte dem ESRB einen Antrag auf gegenseitige Anerkennung eines sektoralen Systemrisikopuffers für Wohnimmobilienkredite vor. Die Maßnahme sieht vor, dass IRB-Banken auf alle durch deutsche Wohnimmobilien besicherten Risikopositionen gegenüber natürlichen und juristischen Personen einen sektoralen Systemrisikopuffer von 2 % anwenden. Bei Instituten, die den Standardansatz verwenden, gilt die Pufferquote für den vollständig besicherten Teil ihrer betreffenden Engagements. Die Maßnahme tritt am 1. Februar 2023 in Kraft. Der ESRB wird seine Bewertung des Antrags auf gegenseitige Anerkennung erst nach dem Redaktionsschluss dieses Berichts abschließen.



4 Institutioneller Rahmen: Umsetzung und Rechenschaftslegung

Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die Maßnahmen, die der ESRB ergriffen hat, um seine Rechenschaftslegung umfassender zu erfüllen. Zunächst wird beurteilt, inwieweit die Empfehlungen des ESRB umgesetzt wurden; Grundlage hierfür sind die Ergebnisse der im Berichtszeitraum durchgeführten Folgebeurteilungen. Anschließend wird die Berichterstattung des ESRB gegenüber dem Europäischen Parlament erläutert, und es werden einige der vom ESRB im Berichtszeitraum organisierten Veranstaltungen beschrieben.

4.1 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlungen des ESRB

Die Empfehlungen des ESRB sind zwar nicht rechtsverbindlich, unterliegen jedoch gemäß Artikel 17 der ESRB-Verordnung dem Mechanismus des „Handelns oder Rechtfertigens“.

Die Verordnung verpflichtet die Adressaten der Empfehlungen (z. B. die Europäische Union, einzelne Mitgliedstaaten, die europäischen Aufsichtsbehörden, nationale Behörden, benannte Behörden, Abwicklungsbehörden, die EZB, der Einheitliche Abwicklungsausschuss (SRB) und die Europäische Kommission), dem Europäischen Parlament, dem Rat der EU, der Europäischen Kommission und dem ESRB entweder Bericht über die von ihnen ergriffenen Umsetzungsmaßnahmen zu erstatten oder die Nichtumsetzung einer Empfehlung in angemessener Weise zu begründen. Die Beurteilung, inwieweit die Empfehlungen des ESRB umgesetzt wurden, ist für die effektive Durchführung der von ihm ergriffenen Maßnahmen von entscheidender Bedeutung. Die Beurteilungen werden von speziellen Teams vorgenommen, die sich aus Fachleuten der Mitgliedsinstitutionen des ESRB zusammensetzen. Somit ist der ESRB auf die Unterstützung seiner Mitgliedsinstitutionen angewiesen.

4.1.1 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2020/8

Am 27. Mai 2020 erließ der ESRB die Empfehlung ESRB/2020/8 zur Überwachung der Auswirkungen von als Reaktion auf die COVID-19-Pandemie aufgelegten Schuldenmoratorien und öffentlichen Garantieprogrammen sowie ergriffenen weiteren finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf die Finanzstabilität. In Empfehlung A wird den nationalen makroprudenziellen Behörden empfohlen, die Auswirkungen der pandemiebezogenen, von den Mitgliedstaaten zum Schutz der Realwirtschaft ergriffenen Maßnahmen auf die Finanzstabilität zu überwachen und zu bewerten. Empfehlung B schafft einen Rahmen für regelmäßige Berichterstattungen der nationalen makroprudenziellen Behörden an den ESRB in Bezug auf die Informationen, die dieser benötigt, um die Auswirkungen der nationalen Maßnahmen zu überwachen und zu bewerten. Zu Empfehlung B veröffentlichte der ESRB im Juli 2021 einen Umsetzungsbericht.



Insgesamt ergab die Bewertung, dass die Adressaten die Anforderungen der Empfehlung B in hohem Maße und konsistent umsetzten und dass die nationalen Behörden dem ESRB regelmäßig die Informationen übermittelten, die dieser benötigte, um die Auswirkungen der nationalen finanzpolitischen Maßnahmen auf die Finanzstabilität in der Europäischen Union zu überwachen und zu bewerten. Dadurch war der ESRB in der Lage, die Auswirkungen der Unterstützungsmaßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf die Finanzstabilität kontinuierlich zu überwachen, und konnte hierzu im Februar 2021 einen **Bericht** veröffentlichen.

4.1.2 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2019/18

Am 26. September 2019 erließ der ESRB die Empfehlung ESRB/2019/18 über den Austausch und die Erhebung für makroprudenzielle Zwecke von Informationen zu Zweigstellen von Kreditinstituten mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat oder in einem Drittland. Angesichts der zunehmenden Bedeutung von grenzüberschreitend bereitgestellten Finanzdienstleistungen über Zweigstellen innerhalb der EU zielt die Empfehlung darauf ab, den Austausch und die Erhebung von Informationen über Zweigstellen für makroprudenzielle und der Finanzstabilität dienende Zwecke zu verbessern. Im September 2021 wurde ein Zwischenbericht über die Umsetzung von Empfehlung A fertiggestellt; der entsprechende zusammenfassende Bericht wurde im Oktober 2021 veröffentlicht.

Insgesamt deuten die Ergebnisse der Beurteilung auf einen hohen Umsetzungsgrad von Empfehlung A hin. Mit Blick auf die Einzelempfehlung A(1) ist allerdings anzumerken, dass im Beurteilungszeitraum (Dezember 2019 bis Dezember 2020) nur wenige Anfragen versendet wurden oder eingingen, bei denen es um für makroprudenzielle Zwecke erforderliche Informationen über Zweigstellen von Kreditinstituten mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat oder einem Drittland ging.

4.1.3 Beurteilung der Umsetzung der Empfehlungen ESRB/2019/4 bis ESRB/2019/9

Im Jahr 2019 erließ der ESRB sechs Empfehlungen an sechs Mitgliedstaaten (Belgien, Dänemark, Luxemburg, die Niederlande, Finnland und Schweden), die darauf abzielten, mittelfristige Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor zu beseitigen. Im vierten Quartal 2021 wurden die Umsetzung anhand der von den Adressaten zum 31. März 2021 und zum 31. Oktober 2021 bereitgestellten Angaben beurteilt. Der Umsetzungsbericht wurde im Februar 2022 veröffentlicht.

Die wichtigsten Ergebnisse der Umsetzungsbeurteilungen lauten wie folgt: Luxemburg hat die Empfehlungen vollständig umgesetzt, Belgien, Dänemark und Schweden haben sie weitgehend und die Niederlande und Finnland teilweise umgesetzt. Gegenüber der vorangegangenen Beurteilung wurde der Umsetzungsfortschritt von Dänemark, Finnland und Schweden in die nächstniedrigere Bewertungskategorie eingestuft. Im Gegensatz zum Beginn der Covid-19-Pandemie betrachtete das Bewertungsteam das Vermeiden prozyklischer Effekte, die sich aus der Aktivierung oder Verschärfung makroprudenzieller Instrumente ergeben, nicht mehr länger als angemessenen oder ausreichenden Grund für die Nichtumsetzung der Empfehlung.



Anders als im vorherigen Umsetzungsbericht gibt es zudem nun auch deutliche Hinweise für das Entstehen von Finanzstabilitätsrisiken im Wohnimmobiliensektor; zudem könnten die Anfälligkeiten durch die robuste wirtschaftliche Erholung (die zwar weiterhin erwartet wird, aber wegen des Ukraine-Krieges möglicherweise geringer ausfällt) und die rückläufige Unsicherheit in Bezug auf die Pandemie noch verstärkt werden. Insgesamt fiel die Zahl der nicht umgesetzten Empfehlungen im Verhältnis zu den tatsächlich umgesetzten Empfehlungen deutlich niedriger aus als im letzten Beurteilungszeitraum. Dies war überwiegend darauf zurückzuführen, dass die empfohlenen Maßnahmen umgesetzt oder aktiviert wurden, nachdem sich die Coronakrise abgeschwächt hatte.

4.1.4 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2015/1

Empfehlung ESRB/2015/1 dient der Förderung eines unionsweit kohärenten Ansatzes bei der Anerkennung und Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer für Risikopositionen gegenüber Drittländern. Dadurch soll der Bankensektor in den EU-Mitgliedstaaten besser vor den Risiken geschützt werden, die sich aus einem übermäßig starken Wachstum der Kredite an den privaten nichtfinanziellen Sektor in Drittländern ergeben. Ferner soll die Empfehlung zur Gewährleistung gleicher Wettbewerbsbedingungen in der EU sowie zur Verhinderung von Regulierungsarbitrage beitragen. Im zweiten Quartal 2022 wird voraussichtlich ein zusammenfassender Umsetzungsbericht zu beiden Beurteilungsrunden veröffentlicht.

Das Bewertungsteam stellte fest, dass mehrere der beurteilten Einzelempfehlungen in der Praxis keine Anwendung fanden, denn während des (am 31. Dezember 2020 endenden) Beurteilungszeitraums traten keine Situationen ein, die die in der Empfehlung vorgesehenen Maßnahmen seitens der nationalen benannten Behörden hätten auslösen können. Sofern eine Anwendung der Einzelempfehlungen geboten war, wurden die von den Adressaten ergriffenen Maßnahmen in fast allen Fällen als angemessen erachtet. Allen Adressaten wurde folglich die vollständige Umsetzung der Gesamtempfehlung attestiert.

4.1.5 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2020/7 (in der durch Empfehlung ESRB/2020/15 geänderten Fassung)

Der ESRB erließ die **Empfehlung ESRB/2020/7** zur Beschränkung der Ausschüttungen während der COVID-19-Pandemie (später geändert durch **Empfehlung ESRB/2020/15**). Darin wird den zuständigen Behörden empfohlen, die ihrer Aufsicht unterliegenden Finanzinstitute aufzufordern, von Maßnahmen abzusehen, die zu einer Verringerung der Quantität oder Qualität ihrer Eigenmittel führen, es sei denn, die Institute lassen hierbei äußerste Vorsicht walten und überschreiten nicht die von ihrer zuständigen Behörde festgelegten konservativen Schwellenwerte. Die gegebenenfalls zu unterlassenden Maßnahmen sind: die Ausschüttung von Dividenden oder unwiderrufliche Verpflichtungen zur Dividendenausschüttung, der Rückkauf von Stammaktien und das Eingehen von Verpflichtungen zur Zahlung einer variablen Vergütung an Träger eines erheblichen Risikos. Inwieweit die Adressaten die Empfehlungen umgesetzt haben, wird derzeit anhand ihrer Berichte beurteilt, die sie bis zum 15. Oktober 2021 einreichen mussten. Ein zusammenfassender Umsetzungsbericht wird voraussichtlich im Verlauf dieses Jahres veröffentlicht.



4.1.6 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2020/6

Am 25. Mai 2020 erließ der ESRB die Empfehlung ESRB/2020/6 zu Liquiditätsrisiken aufgrund von Einschusszahlungen. Der Umsetzungsbericht zu den Empfehlungen A, B(2), B(3), B(4) und C wurde im November 2021 fertiggestellt.

Insgesamt wurde die Empfehlung weitgehend umgesetzt, zumindest in Bezug auf die Bestimmungen, die bis zum 30. November 2020 umzusetzen waren. Die Beurteilungsergebnisse zu den einzelnen Ländern zeugen von einer gewissen Homogenität einerseits und Konzentration andererseits. So scheint das Clearing von Derivaten durch zentrale Gegenparteien oder auch auf bilateraler Basis in einigen europäischen Ländern von großer Bedeutung zu sein, in anderen Ländern hingegen keinen Grund für nennenswerte Bedenken darzustellen. Hierdurch lässt sich auch die sehr hohe Zahl von Empfehlungen erklären, bei denen das Beurteilungsteam das Nichthandeln als hinreichend gerechtfertigt erachtete.

Die Antworten der zuständigen Behörden waren generell ermutigend: Es ergaben sich nur wenige Probleme, und es wurden keinerlei potenziell systemrelevante Punkte angezeigt.

Nach Eingang der Berichte der ESMA und der zuständigen Behörden nahm das Bewertungsteam im Januar 2022 seine Arbeit auf und befasst sich derzeit die Umsetzung der Einzelempfehlungen B(1) und D(1). Die Beurteilung wird voraussichtlich im dritten Quartal 2022 abgeschlossen.

4.1.7 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2016/14 (in der durch Empfehlung ESRB/2019/3 geänderten Fassung)

Die Empfehlung ESRB/2016/14 sieht vor, dass nationalen makroprudenziellen Behörden einen Rahmen für die Überwachung finanzstabilitätsrelevanter Entwicklungen im Immobiliensektor umsetzen, der auf gemeinsam vereinbarten Zieldefinitionen und Indikatoren basiert. Nach Berichten in den Jahren 2019 und 2020 erstellte der ESRB 2021 anhand der Zwischenberichte einen Vermerk über die Umsetzung der Empfehlungen A bis D sowie einen Bericht über die Umsetzung der Empfehlungen A und B.

Die Beurteilung ergab, dass die Empfehlungen A und B zum großen Teil umgesetzt wurden, sowohl was die Existenz eines Risikoüberwachungsrahmens für den inländischen Wohnimmobiliensektor betrifft als auch hinsichtlich der Verfügbarkeit relevanter Risikoindikatoren für diesen Sektor. Bis zum 31. Dezember 2021 legten die makroprudenziellen Behörden dem ESRB ihre Abschlussberichte zum Gewerbeimmobiliensektor im Einklang mit den Empfehlungen C und D vor. Gleichzeitig lieferte die Europäische Kommission (Eurostat) dem ESRB einen Zwischenbericht zur Empfehlung F. Die aktuelle Umsetzungsbeurteilung zu dieser Empfehlung läuft derzeit noch und wird voraussichtlich im Verlauf dieses Jahres abgeschlossen.

4.1.8 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2015/2

Die Empfehlung ESRB/2015/2 soll sicherstellen, dass makroprudenzielle Maßnahmen innerhalb der EU grenzüberschreitend koordiniert werden und Finanzdienstleister die nationalen makroprudenziellen Maßnahmen nicht umgehen. Die Empfehlung enthält eine fortlaufend aktualisierte Liste makroprudenzieller Maßnahmen, die von den zuständigen Behörden



erlassen wurden und deren gegenseitige Anerkennung der ESRB empfiehlt. Die Umsetzungsbeurteilung zu dieser Empfehlung begann im ersten Quartal 2018 und basierte auf den von den Adressaten bis zum 30. Juni 2017 gemachten Angaben. Der entsprechende Umsetzungsbericht wurde im Juli 2021 fertiggestellt.

In dieser ersten Beurteilung der Empfehlung zeigte sich deutlich, welche umfangreiche Palette an makroprudenziellen Instrumenten und Maßnahmen den Adressaten zur Verfügung stand, um Systemrisiken zu mindern, die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors zu erhöhen und dadurch die Finanzstabilität zu fördern. Grundsätzlich wurde die Empfehlung von der Mehrheit der Adressaten vollständig umgesetzt. Die zweite Beurteilung wird auf den von den Adressaten bis zum 30. Juni 2021 gemachten Angaben beruhen und wurde bislang noch nicht begonnen.

4.1.9 Beurteilung der Umsetzung von Empfehlung ESRB/2017/6

Mit der Empfehlung ESRB/2017/6 zu Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken von Investmentfonds sollen die systemischen Risiken beseitigt werden, die in Verbindung mit Liquiditätsinkongruenzen und dem Einsatz von Hebelfinanzierungen bei Investmentfonds stehen. Im September 2021 wurde ein Umsetzungsbericht zu den an die ESMA gerichteten Empfehlungen C (Stresstests) und E (Orientierungshilfe für Artikel 25 der Richtlinie 2011/61/EU) fertiggestellt.

Der ESMA wurde ein sehr hoher Umsetzungsgrad für die Empfehlungen C und E bescheinigt. Die Umsetzungsbewertung für die Empfehlungen A, B und D, die sich an die Europäische Kommission richten, wird voraussichtlich im vierten Quartal 2022 abgeschlossen.

4.2 Berichterstattung an das Europäische Parlament und sonstige institutionelle Aspekte

Im Einklang mit der Rechenschafts- und Berichtspflicht tritt der bzw. die Vorsitzende des ESRB regelmäßig zu Anhörungen vor den Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (ECON). Am 1. Juli 2021 nahm die Vorsitzende des ESRB, Christine Lagarde, an einer öffentlichen Anhörung vor dem ECON teil. Außerdem fanden im Berichtszeitraum zwei vertrauliche Sitzungen mit der Vorsitzenden und den stellvertretenden Vorsitzenden des ECON statt, in denen Risiken für die Finanzstabilität erörtert wurden. Aufgrund der Corona-Pandemie wurden sämtliche Sitzungen als Videokonferenzen abgehalten.

Im Rahmen der öffentlichen Anhörung erläuterte die ESRB-Vorsitzende den Mitgliedern des Europäischen Parlaments (MdEPs) ihre Einschätzung der Risiken für die Finanzstabilität unter besonderer Berücksichtigung der Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Die MdEPs wurden über einen **Bericht über die Vermeidung und Steuerung eines hohen Aufkommens an Unternehmensinsolvenzen** sowie einen **Bericht über die Auswirkungen der Covid-19-Hilfsmaßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf die Finanzstabilität** informiert. Die Vorsitzende des ESRB legte auch die Ansicht des Verwaltungsrats über das weitere Vorgehen in Bezug auf die ESRB-Empfehlung zur Beschränkung der Ausschüttungen während der Covid-19-Pandemie dar. Hierzu merkte sie an,



dass die Empfehlung Ende September 2021 entfallen könnte, sofern sich die Lage im Wirtschafts- und Finanzsektor nicht wesentlich verschlechtere.

In ihrem Eingangsstatement erörterte die ESRB-Vorsitzende darüber hinaus die zentralen Themen von zwei ESRB-Veröffentlichungen, die am Tag der Anhörung erschienen. Hierbei handelte es sich zum einen um eine **Issues Note zu Geldmarktfonds**, in dem die systemischen Anfälligkeiten dieses Sektors und das umfangreiche Maßnahmenpaket zu deren Bekämpfung beschrieben werden (siehe Abschnitt 2.3.1) und zum anderen um den von EZB und ESRB gemeinschaftlich verfassten zweiten **Bericht zur Überwachung von Klimarisiken** (siehe Abschnitt 2.4.1). Am selben Tag wurde auch der **ESRB-Jahresbericht 2020** veröffentlicht.

Außerdem erstattete der stellvertretende Vorsitzende des ESRB dem Wirtschafts- und Finanzausschuss der EU regelmäßig über die Risikoeinschätzung Bericht. Dieser Ausschuss soll die Koordinierung der politischen Maßnahmen der Mitgliedstaaten fördern. Darüber hinaus nehmen der Leiter des ESRB-Sekretariats und sein Stellvertreter turnusmäßig an den Sitzungen der Räte der Aufseher der europäischen Aufsichtsbehörden teil. Der Leiter des ESRB-Sekretariats beteiligte sich 2021 auch an einer Arbeitsgruppe, die von der Europäischen Kommission gemeinsam mit den EU-Behörden und der Wertpapierclearingbranche eingerichtet wurde. Sie soll ausloten, wie sich die Abhängigkeit von zentralen Gegenparteien aus dem Vereinigten Königreich verringern lässt. Ein weiterer Arbeitsschwerpunkt ist die einfachere Übertragung von auf Euro oder andere EU-Währungen lautenden Derivatekontrakten an zentrale Gegenparteien der EU.

4.3 Veranstaltungen und Auftritte in den sozialen Medien

Am 29. April 2021 richtete der ESRB ein virtuelles Seminar zu Unternehmensinsolvenzen und staatlichen Hilfsmaßnahmen aus. Das Seminar fand im Rahmen der Veröffentlichung eines **Berichts über die Vermeidung und Steuerung eines hohen Aufkommens an Unternehmensinsolvenzen** statt. Wertvolle Einblicke gaben dabei Pablo Hernández de Cos (Präsident der Banco de España und Vorsitzender des Beratenden Technischen Ausschusses (ATC)), Claudia Buch (Vizepräsidentin der Deutschen Bundesbank, stellvertretende Vorsitzende des ATC und Vorsitzende der ESRB-Arbeitsgruppe, die die Berichte über die Auswirkungen der Covid-19-Hilfsmaßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf die Finanzstabilität verfasste) und Ralf Jacob (Europäische Kommission; stellvertretender Vorsitzender der ESRB-Arbeitsgruppe, die den Bericht über Unternehmensinsolvenzen verfasste).

Am 15./16. November 2021 kam der ESRB zu seiner jährlichen Sitzung mit dem Ausschuss der Europäischen Aufsichtsstellen für Abschlussprüfer und mit Abschlussprüfern von in der EU ansässigen global systemrelevanten Finanzinstituten (G-SIFIs) zusammen. Diese Sitzung ist nach **EU-Recht** vorgeschrieben und soll dem ESRB Informationen zu sektorspezifischen oder wichtigen auf Ebene der G-SIFIs stattfindenden Entwicklungen liefern. Aufgrund der coronabedingten Kontaktbeschränkungen fand die Sitzung als Videokonferenz statt. Im Mittelpunkt der Diskussion standen die Auswirkungen der Pandemie auf die Prüfungsgesellschaften und die potenziellen Risiken von hybrid durchgeführten Prüfungen. Ein weiterer Schwerpunkt waren Testate Dritter im Finanzdienstleistungssektor.

Am 8. Dezember 2021 fand die fünfte Jahreskonferenz des ESRB statt; sie war dem zehnjährigen Bestehen des ESRB gewidmet. Die virtuell abgehaltene Konferenz wurde von der Vorsitzenden des ESRB eröffnet. Es folgten Festreden von Jean-Claude Trichet (Ehrenpräsident



der Banque de France, früherer Präsident der EZB und ehemaliger Vorsitzender des ESRB) sowie Mairead McGuinness (Kommissarin für Finanzdienstleistungen, Finanzstabilität und Kapitalmarktunion der Europäischen Kommission). Im Rahmen der Konferenz gab es drei Diskussionen: Die erste wurde von Stefan Ingves (Präsident der Sveriges riksbank und erster stellvertretender Vorsitzender des ESRB) geleitet und beschäftigte sich mit der makroprudenziellen Politik der vergangenen zehn Jahre. In der zweiten Diskussion unter Vorsitz von Richard Portes (Professor an der London Business School, Mitglied des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses (ASC) und stellvertretender Vorsitzender der Non-Bank Expert Group des ESRB) wurden die Schwachstellen der Finanzintermediation von Nichtbanken und künftige Herausforderungen erörtert. In der dritten, von Pablo Hernández de Cos geleiteten Sitzung ging es um die Frage, wie das Finanzsystem nach der Corona-Pandemie wieder gestärkt werden kann. Videoaufzeichnungen der Konferenz stehen auf der [Website des ESRB](#) zur Verfügung. Anlässlich des zehnjährigen Bestehens des ESRB wurde ein kurzer Film mit dem Titel „[Celebrating ten years of the ESRB](#)“ produziert.

Der ASC verleiht alljährlich den Ieke-van-den-Burg-Preis, mit dem herausragende Forschungsarbeiten von jungen Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftlern gewürdigt werden, die sich mit ESRB-relevanten Themen befassen. Die Auszeichnung wurde 2014 im Gedenken an Ieke van den Burg ins Leben gerufen, die von 2011 bis 2014 dem ASC angehörte und von 1999 bis 2009 Mitglied des Europäischen Parlaments war. Im Jahr 2021 wurde der Preis an Karsten Müller und Emil Verner für ihr Forschungspapier mit dem Titel „Credit Allocation and Macroeconomic Fluctuations“ verliehen.

Erstmals können an dieser Stelle die Aktivitäten des ESRB auf Twitter für den gesamten Berichtszeitraum dargestellt werden. Das Konto soll ein die Öffentlichkeit auf die Arbeit und die Publikationen des ESRB aufmerksam machen. Eine vollständige Auflistung der Veröffentlichungen des ESRB während des Berichtszeitraums findet sich im Anhang.

Der ESRB setzt sich aus dem Verwaltungsrat, dem Lenkungsausschuss, dem ASC, dem ATC sowie dem Sekretariat zusammen. Im Berichtszeitraum wurde François Villeroy de Galhau, Präsident der Banque de France, als neues nationales Mitglied des Lenkungsausschusses benannt. Da die Mandate von Ignazio Visco, Präsident der Banca d'Italia, und von Pierre Wunsch, Präsident der Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, im Dezember 2021 bzw. im März 2022 ausliefen, wurden überdies Mário Centeno, Präsident der Banco de Portugal, und Lars Rohde, Präsident der Danmarks Nationalbank, als neue nationale Mitglieder in den Lenkungsausschuss gewählt. Ihr dreijähriges Mandat begann am 15. März 2022. Des Weiteren trat Prof. Stephen Cecchetti im März 2021 die Nachfolge von Prof. Richard Portes in der Funktion des stellvertretenden Vorsitzenden des ASC an, und Prof. Lorian Pelizzon wurde im Januar 2022 als Nachfolgerin von Prof. Javier Suarez zur Vorsitzenden des ASC berufen.²⁷ Prof. Thorsten Beck, Prof. Lorian Pelizzon und Prof. Richard Portes wurden im März 2022 vom Verwaltungsrat erneut in den ASC berufen.

Im Berichtsjahr gab es 17 aktive Arbeitsgruppen innerhalb des ESRB. Das ESRB-Sekretariat organisierte insgesamt 88 Sitzungen des Verwaltungsrats, des Lenkungsausschusses, des ASC und des ATC sowie ihrer wichtigsten Unterausschüsse, die aufgrund der Corona-Pandemie alle als Videokonferenz stattfanden.

²⁷ Prof. Javier Suarez übernahm zusammen mit Stephen Cecchetti den stellvertretenden Vorsitz des ASC.



Die EZB unterstützt die Arbeit des ESRB auf vielfältige Weise. Für das Tagesgeschäft des ESRB ist das ESRB-Sekretariat zuständig. Dessen Leiter ist Francesco Mazzaferro, sein Stellvertreter ist Tuomas Peltonen. Im Einklang mit der **Verordnung (EU) Nr. 1096/2010 des Rates** gewährleistet die EZB die Funktionsfähigkeit des Sekretariats und unterstützt den ESRB damit in analytischen, statistischen, logistischen und administrativen Belangen. Im Jahr 2021 stellte die EZB dem ESRB Personalressourcen im Umfang von 63,4 Vollzeitäquivalenten (VZÄ) zur Verfügung. Davon waren 31,9 VZÄ im Sekretariat angesiedelt, und 31,5 VZÄ leisteten anderweitig Unterstützung. Die direkten Kosten der EZB beliefen sich dabei auf 9,9 Mio €. Hinzu kamen indirekte Kosten im Zusammenhang mit anderen Unterstützungsleistungen (z. B. Personal, IT, allgemeine Verwaltung). Von anderen Mitgliedsinstitutionen des ESRB wurden im genannten Zeitraum rund 59,3 VZÄ für die analytische Mitwirkung in den ESRB-Gruppen und als deren Vorsitzende abgestellt.



Anhang: Veröffentlichungen auf der Website des ESRB vom 1. April 2021 bis zum 31. März 2022

Working Papers

15. März 2022

R. Giuliana, **Fluctuating bail-in expectations and effects on market discipline, risk-taking and cost of capital**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 133

29. Dezember 2021

F. C. Bagliano, C. Fugazza und G. Nicodano, **Life-cycle risk-taking with personal disaster risk**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 132

29. Dezember 2021

M. Grothe, N. A. Pancost und S. Tompaidis, **Empirical analysis of collateral at central counterparties**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 131

15. Dezember 2021

E. Dávila und A. Walther, **Prudential policy with distorted beliefs**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 130

15. Dezember 2021

A. Skouralis, **The role of systemic risk spillovers in the transmission of Euro Area monetary policy**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 129

1. Dezember 2021

S. Kundu und N. Vats, **Banking networks and economic growth: from idiosyncratic shocks to aggregate fluctuations**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 128

1. Oktober 2021

P.G. Dunne und R. Giuliana, **Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 127

15. September 2021

D. Fricke, **Synthetic Leverage and Fund Risk-Taking**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 126



15. September 2021

V. Cuciniello und N. di Iasio, **Determinants of the credit cycle: a flow analysis of the extensive margin**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 125

16. August 2021

F. Meglioli und S. Gauci, **A Multi-level Network Approach to Spillovers Analysis: An Application to the Maltese Domestic Investment Funds Sector**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 124

2. August 2021

A. Buesa, A. De Quinto und F. J. Población García, **Risky mortgages, credit shocks and cross-border spillovers**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 123

15. Juni 2021

V. P. Vacca, F. Bichlmeier, P. Biraschi, N. Boschi, A. J. Bravo Álvarez, L. Di Primio, A. Ebner, S. Hoeretzeder, E. Llorente Ballesteros, C. Miani, G. Ricci, R. Santioni, S. Schellerer und H. Westman, **Measuring the impact of a bank failure on the real economy: an EU-wide analytical framework**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 122

1. Juni 2021

F. McCann und T. O'Malley, **Resolving mortgage distress after COVID-19: some lessons from the last crisis**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 121

1. Juni 2021

M. Faria-e-Castro, **A quantitative analysis of the countercyclical capital buffer**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 120

10. Mai 2021

C. Kaufmann, **Investment funds, monetary policy, and the global financial cycle**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 119

10. Mai 2021

M. Eller, N. Hauzenberger, F. Huber, H. Schuberth und L. Vashold, **The impact of macroprudential policies on capital flows in CESEE**, Working Paper Series des ESRB, Nr. 118



Occasional Papers

1. September 2021

J. Suarez, **Growth-at-risk and macroprudential policy design**, Occasional Paper Series des ESRB, Nr. 19

1. September 2021

F. Laurent, B. Kaminska, C. Aparicio, B. Dworak, L. Garcia, D. Durant, L. Ristori, R. Kirchner, R. Calleja, E. Katsigianni, D. Vitellas und F. Pistelli, **The benefits of the Legal Entity Identifier for monitoring systemic risk**, Occasional Paper Series des ESRB, Nr. 18

Berichte

31. März 2022

Review of the EU Macroprudential Framework for the Banking Sector – A Concept Note

11. Februar 2022

Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries

27. Januar 2022

Mitigating systemic cyber risk

25. Januar 2022

Report on the economic rationale supporting the ESRB Recommendation of 2 December 2021 on money market funds and assessment

17. Dezember 2021

Report of the Analytical Task Force on the overlap between capital buffers and minimum requirements

13. Dezember 2021

Financial stability implications of IFRS 17 Insurance Contracts

1. Dezember 2021

Report of the Expert Group on Macroprudential Stance – Phase II (implementation)

8. Dezember 2021

Monitoring the financial stability implications of COVID-19 support measures



30. August 2021

EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2021

1. Juli 2021

A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2020

1. Juli 2021

Climate-related risk and financial stability

Datenanhang zum vorgenannten Bericht

1. Juli 2021

Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds (MMFs)

1. Juni 2021

Lower for longer – macroprudential policy issues arising from the low interest rate environment

Anhang 1 zum vorgenannten Bericht

Anhang 2 zum vorgenannten Bericht

1. Juni 2021

ESRB, Jahresbericht 2020

28. April 2021

Prevention and management of a large number of corporate insolvencies

Risk Dashboards

31. März 2022

ESRB Risk Dashboard, Ausgabe 39

Anhang 1 zur 39. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Anhang 2 zur 39. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

9. Dezember 2021

ESRB Risk Dashboard, 38. Ausgabe



Anhang 1 zur 38. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Anhang 2 zur 38. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

24. September 2021

ESRB Risk Dashboard, 37. Ausgabe

Anhang 1 zur 37. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Anhang 2 zur 37. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

1. Juli 2021

ESRB Risk Dashboard, 36. Ausgabe

Überblick zur 36. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Anhang 1 zur 36. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Anhang 2 zur 36. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

6. April 2021

ESRB Risk Dashboard, Ausgabe 35

Überblick zur 35. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Anhang 1 zur 35. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Anhang 2 zur 35. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Stresstests

14. Februar 2022

Adverse scenario for the European Securities and Markets Authority's money market fund stress testing guidelines in 2021

7. Juni 2021

Adverse scenario for the European Securities and Markets Authority's 2021 EU-wide central counterparty stress test

Schreiben an Anneli Tuominen



7. Mai 2021

Adverse scenario for the 2021 EU-wide insurance sector stress test coordinated by the European Insurance and Occupational Pensions Authority

Schreiben an Peter Braumueller

Stellungnahmen

17. Juni 2021

Opinion of the European Systemic Risk Board of 17 June 2021 regarding Estonian notification of an extension of the period of application of a stricter national measure based on Article 458 of the CRR (ESRB/2021/5)

Erläuternder Vermerk zur vorgenannten Stellungnahme

25. Mai 2021

Opinion of the European Systemic Risk Board of 25 May 2021 regarding French notification of an extension of the period of application of a stricter national measure based on Article 458 of the CRR (ESRB/2021/4)

Erläuternder Vermerk zur vorgenannten Stellungnahme

Berichte des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses

18. Januar 2022

T. Beck, S. Cecchetti, M. Grothe, M. Kemp, L. Pelizzon und A. Sánchez Serrano, **Will video kill the radio star? – Digitalisation and the future of banking**, Reports of the Advisory Scientific Committee, Nr. 12

1. Dezember 2021

S. G. Cecchetti und J. Suarez, **On the stance of macroprudential policy**, Reports of the Advisory Scientific Committee, Nr. 11



Berichte über die Umsetzung von Empfehlungen

11. Februar 2022

Zusammenfassender Bericht über die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen des ESRB vom 27. Juni 2019

Anhang 3 zum vorgenannten Bericht

17. Dezember 2021

Zusammenfassender Bericht über die Umsetzung der Empfehlung ESRB/2015/2

19. November 2021

Zusammenfassender Bericht über die Umsetzung der Empfehlung ESRB/2020/6 (Einzelempfehlungen A, B(2), B(3), B(4) und C)

13. Oktober 2021

Bericht über die Umsetzung der Empfehlung ESRB/2017/6 (Einzelempfehlungen C und E)

13. Oktober 2021

Bericht über die Umsetzung der Empfehlung ESRB/2020/4

8. Oktober 2021

Zusammenfassender Bericht über die Umsetzung der Empfehlung ESRB/2019/18 (Einzelempfehlung A)

3. September 2021

Zusammenfassender Bericht über die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen des ESRB vom 27. Juni 2019

22. Juli 2021

Bericht über die Umsetzung der Empfehlung ESRB/2020/8 (Einzelempfehlung B)

30. Juni 2021

Zusammenfassender Bericht über die Umsetzung der Empfehlung ESRB/2016/14



Empfehlungen

11. Februar 2022

Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Österreichs (ESRB/2021/11)

Begleitschreiben zur vorgenannten Empfehlung

Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Deutschlands (ESRB/2021/10)

Begleitschreiben zur vorgenannten Empfehlung

Antwort des Bundesfinanzministeriums

Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zu einem europaweiten Koordinierungsrahmen für betreffende Behörden in Bezug auf systemische Cybervorfälle (ESRB/2021/17)

Öffentliche Erklärung der europäischen Aufsichtsbehörden

25. Januar 2022

Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zur Reform der Geldmarktfonds (ESRB/2021/9)

Warnungen

11. Februar 2022

Warnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors der Slowakei (ESRB/2021/16)

Begleitschreiben zur vorgenannten Warnung

Antwort des Finanzministeriums der Slowakei

Warnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Liechtensteins (ESRB/2021/14)

Begleitschreiben zur vorgenannten Warnung

Antwort des Fachministers und der Finanzaufsichtsbehörde Liechtensteins

Warnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Ungarns (ESRB/2021/15)



Begleitschreiben zur vorgenannten Warnung

Antwort des Finanzministeriums Ungarns

Warnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Kroatiens (ESRB/2021/13)

Begleitschreiben zur vorgenannten Warnung

Antwort des Finanzministeriums Kroatiens

Warnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Bulgariens (ESRB/2021/12)

Begleitschreiben zur vorgenannten Warnung

Antwort des Finanzministeriums Bulgariens

Antwort der der Bulgarischen Nationalbank

Stellungnahmen

16. Februar 2022

Opinion of the European Systemic Risk Board of 16 February 2022 regarding the existing O-SII buffer pursuant to Article 131 and the Belgian notification of the setting of a systemic risk buffer rate pursuant to Article 133 of Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions (ESRB/2022/2)

Erläuternder Vermerk zur vorgenannten Stellungnahme

19. Oktober 2021

Opinion of the European Systemic Risk Board of 19 October 2021 regarding Swedish notification of an extension of the period of application of a stricter national measure based on Article 458 of the CRR (ESRB/2021/8)

Erläuternder Vermerk zur vorgenannten Stellungnahme



Antworten und Schreiben

31. März 2022

Antwort des ESRB-Sekretariats im Rahmen einer Konsultation der ESMA zu Maßnahmen zur Vermeidung prozyklischer Margin-Anforderungen in Bezug auf zentrale Gegenparteien

31. März 2022

Antwort des ESRB im Rahmen einer Konsultation der Europäischen Kommission zur Überarbeitung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie

23. März 2022

Schreiben an das Europäische Parlament zur Überarbeitung der AIFMD

23. März 2022

Schreiben an die Arbeitsgruppe des Rates zur Überarbeitung der AIFMD

23. März 2022

Antwort des ESRB im Rahmen einer gezielten Konsultation der Europäischen Kommission zur Überprüfung des Regelungsrahmens für das zentrale Clearing in der EU

2. Februar 2022

Schreiben an die Mitglieder des Europäischen Parlaments zur Überarbeitung von Solvency II

2. Februar 2022

Schreiben an die Arbeitsgruppe des Rates zur Überarbeitung von Solvency II

20. Januar 2022

Antwort des ESRB im Rahmen einer Konsultation der ESMA zur Bestimmung der Systemrelevanz von LCH Ltd und ICE Clear Europe Ltd bzw. von deren Clearingdiensten



Abkürzungen

Länder

BE	Belgien	MT	Malta
BG	Bulgarien	NL	Niederlande
CZ	Tschechische Republik	AT	Österreich
DK	Dänemark	PL	Polen
DE	Deutschland	PT	Portugal
EE	Estland	RO	Rumänien
IE	Irland	SI	Slowenien
GR	Griechenland	SK	Slowakei
ES	Spanien	FI	Finnland
FR	Frankreich	SE	Schweden
HR	Kroatien	IS	Island
IT	Italien	LI	Liechtenstein
CY	Zypern	UK	Vereinigtes Königreich
LV	Lettland	NO	Norwegen
LT	Litauen	US	Vereinigte Staaten
LU	Luxemburg	EA	Euro-Währungsgebiet
HU	Ungarn		

Sonstige

AIF	Alternativer Investmentfonds
AIFMD	Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (Alternative Investment Fund Managers Directive)
ASC	Beratender Wissenschaftlicher Ausschuss (Advisory Scientific Committee)
A-SRI	Anderweitig systemrelevantes Institut (other systemically important institution)
ATC	Beratender Fachausschuss (Advisory Technical Committee)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BBM	Kreditnehmerbasierte Maßnahme (borrower-based measure)
BIP	Bruttoinlandsprodukt
CAPE	Konjunkturbereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis (cyclically adjusted price-to-earnings ratio)
CCP	Zentrale Gegenpartei (central counterparty)



CDS	Kreditausfallswap (credit default swap)
CESEE	Mittel-, Ost- und Südosteuropa (Central, eastern and south-eastern Europe)
CRD	Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive)
CRR	Eigenkapitalverordnung (Capital Requirements Regulation)
DeFi	dezentrale Finanzanwendungen
DORA	Verordnung über die Betriebsstabilität digitaler Systeme des Finanzsektors (Digital Operational Resilience Act)
DSTI	Schuldendienst im Verhältnis zum Einkommen (debt-service-to-income)
DTI	Gesamtverschuldung im Verhältnis zum Einkommen (debt-to-income)
EBA	Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority)
ECON	Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament)
EIOPA	Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority)
ENISA	Agentur der Europäischen Union für Cybersicherheit (European Union Agency for Cybersecurity)
ESAs	Europäische Aufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities)
ESG	Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (environmental, social and governance)
ESMA	Europäischer Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority)
ESRB	Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board)
EU	Europäische Union
EuRH	Europäischer Rechnungshof
EU-SCICF	europaweiter Koordinierungsrahmen in Bezug auf systemische Cybervorfälle (pan-European systemic cyber incident coordination framework)
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EZB	Europäische Zentralbank
G-SIFI	Global systemrelevantes Finanzinstitut (global systemically important financial institution)
G-SRI	Global systemrelevantes Institut (global systemically important institution)
IFRS	Internationale Rechnungslegungsstandards (International Financial Reporting Standards)
IRB	Auf internen Ratings basierend (internal ratings-based)
LTV	Kreditvolumen in Relation zum Immobilienwert (loan-to-value)



LVNAV	Nettoinventarwert mit niedriger Volatilität (low-volatility net asset value)
MdEP	Mitglied des Europäischen Parlaments
MMF	Geldmarktfonds (money market fund)
MMFR	Verordnung über Geldmarktfonds (Money Market Fund Regulation)
MREL	Mindestanforderung an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten (minimum requirement for own funds and eligible liabilities)
NAV	Nettoinventarwert (net asset value)
NGFS	Network for Greening the Financial System
NPL	notleidender Kredit (non-performing loan)
SI	bedeutendes Institut (significant institution)
SRB	Einheitlicher Abwicklungsausschuss (Single Resolution Board)
SREP	Aufsichtlicher Überprüfungs- und Bewertungsprozess (Supervisory Review and Evaluation Process)
SSM	Einheitlicher Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism)
VZÄ	Vollzeitäquivalent



Impressum

© Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, 2022

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main
Telefon +49 69 1344 0
Internet 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 Kopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.

Redaktionsschluss für die in diesem Bericht enthaltenen Daten war am 31. März 2022.

Im **ESRB-Glossar** finden Sie Erläuterungen zu speziellen Fachtermini (nur in englischer Sprache verfügbar).

ISSN 1977-5091 (pdf)
ISBN 978-92-9472-269-0 (pdf)
DOI 10.2849/989706 (pdf)
EU-Katalognummer DT-AA-22-001-DE-N (pdf)