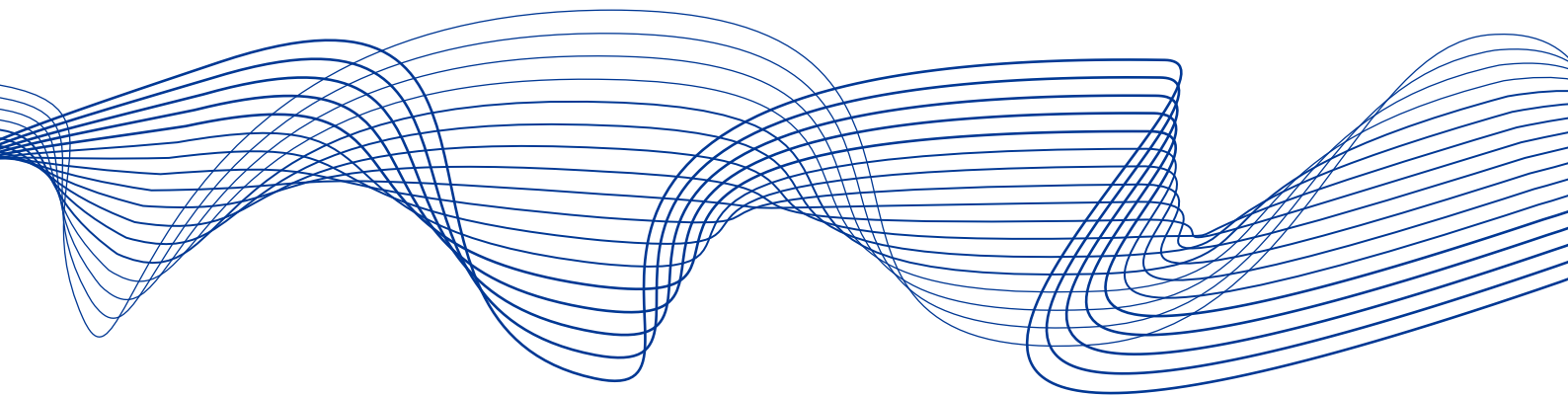




ESRB
Europäischer Ausschuss für Systemrisiken
Europäisches Finanzaufsichtssystem

ESRB-Jahresbericht 2024



Inhalt

Vorwort	3
Zusammenfassung	6
1 Systemrisiken im Finanzsystem der EU	11
1.1 Allgemeine Risikoeinschätzung	11
Kasten 1 Auswirkungen der von den Vereinigten Staaten im April und Mai 2025 verhängten Handelsbeschränkungen auf die Finanzstabilität	11
1.2 Hauptrisiken für die Finanzstabilität	15
Kasten 2 Überwachung systemischer Liquiditätsrisiken	17
Kasten 3 Handels- und Finanzverflechtungen mit geopolitisch entfernten Ländern	27
1.3 Regelmäßige Risikoüberwachung und Risikoeinschätzung	30
Kasten 4 Überwachung von Risiken im Zusammenhang mit der Finanzintermediation durch Nichtbanken	33
Kasten 5 Überwachung der Risiken am Markt für Verbriefungen in der EU	34
2 Maßnahmen des ESRB zur Abwendung systemischer Risiken	36
2.1 Maßnahmen gegen das Entstehen von Anfälligkeiten und Risiken im gesamten Finanzsystem	37
Kasten 6 Wichtigste Entwicklungen an den globalen Märkten für Kryptowerte von Januar 2024 bis März 2025	41
2.2 Stärkung des Regulierungsrahmens für Banken	46
2.3 Stärkung des Regulierungsrahmens für den Nichtbankenfinanzsektor	49
3 Überblick über die nationalen Maßnahmen	54
3.1 Überblick über die nationalen Maßnahmen	55
3.2 Antizyklischer Kapitalpuffer	58
3.3 Systemrisikopuffer	61
3.4 Puffer für systemrelevante Institute (A-SRIs und G-SRIs)	62

3.5	Risikogewichtsmaßnahmen	63
3.6	Kreditnehmerbasierte Maßnahmen	65
3.7	Sonstige Maßnahmen	67
3.8	Gegenseitige Anerkennung (Reziprozität)	69
4	Institutioneller Rahmen: Umsetzung und Rechenschaftslegung	72
4.1	Beurteilung der Umsetzung von Empfehlungen des ESRB	72
4.2	Bericht der hochrangig besetzten Gruppe	76
4.3	Berichterstattung an das Europäische Parlament und sonstige institutionelle Aspekte	77
4.4	Öffentliche Veranstaltungen des ESRB	78
	Anhang: Veröffentlichungen auf der Website des ESRB (1. April 2024 bis 31. März 2025)	81
	Working Papers	81
	Occasional Papers	81
	Berichte	81
	Risk Dashboards	82
	Stresstests	82
	Stellungnahmen	82
	Berichte des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses	83
	Berichte über die Umsetzung von Empfehlungen	83
	Empfehlungen	84
	Antworten und Schreiben	84
	Impressum	86

Vorwort



Ich freue mich sehr, Ihnen den 14. Jahresbericht des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) für den Zeitraum vom 1. April 2024 bis zum 31. März 2025 vorlegen zu dürfen. Der Jahresbericht ist fester Bestandteil der Verpflichtung des ESRB, Transparenz zu gewährleisten und seiner Rechenschaftspflicht nachzukommen. Mit diesem Bericht informiert der ESRB die EU-Gesetzgeber sowie die breite Öffentlichkeit in Europa darüber, wie er sein Mandat erfüllt hat.

Die zwölf Monate des Berichtszeitraums waren von Herausforderungen geprägt. Das europäische Finanzsystem erwies sich jedoch als widerstandsfähig. Die meisten Banken und Versicherungsgesellschaften verzeichneten historisch hohe Gewinne. Überdies sind die finanziellen Vermögenswerte für internationale Investoren attraktiver geworden. Dennoch ist dies kein Grund zur Sorglosigkeit. Die radikalen und rasanten Veränderungen im geopolitischen Umfeld fordern uns alle weiter heraus.

Auch dank der makroprudenziellen Politik konnte sich der Finanzsektor trotz der bekannten Anfälligkeiten behaupten. Die Behörden ergriffen erneut Maßnahmen, um die Herausforderungen anzugehen. Beispielsweise die ausgeprägte Volatilität an den Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten, die von übermäßigen und nicht tragfähigen Übertreibungen, einer anhaltenden Risikoscheu und dem Eintreten von Risiken gekennzeichnet war. Der Immobiliensektor gibt teilweise noch immer Anlass zur Sorge. Es wurden jedoch erhebliche Fortschritte erzielt, um die Auswirkungen auf den Finanzsektor in Grenzen zu halten.

Im aktuellen Umfeld, in dem die Risiken im Bankensektor durch Anfälligkeiten in anderen Bereichen des Finanzsystems noch verstärkt werden, ist ein systemweiter Ansatz für die makroprudenzielle Politik unerlässlich. Nach der globalen Finanzkrise wies der Finanzsektor in Europa eine bankenzentrierte Struktur auf. Dies ließ aufgrund der fehlenden Alternativen Bedenken hinsichtlich der Finanzstabilität aufkommen. Die EU-Gesetzgeber reagierten, indem sie den makroprudenziellen Behörden ein umfangreiches Instrumentarium für den Bankensektor an die Hand gaben. Heutzutage wird ein erheblicher Teil der Kredite von Nichtbanken vergeben. Ein vielfältigeres Angebot an Finanzdienstleistungen stellt für die Realwirtschaft eine Chance dar, birgt aber auch Risiken. Daher setzte sich der ESRB in den letzten Jahren für weitere makroprudenzielle Instrumente ein, mit denen sich die aus der Finanzintermediation durch Nichtbanken entstehenden Risiken bekämpfen lassen. Diese Angelegenheit ist weiterhin von vordringlicher Bedeutung, und ich sehe der Umsetzung der regulatorischen Reformen durch die Gesetzgeber der EU mit Freude entgegen.

Der ESRB sprach sich auch dafür aus, die Regulierung stärker an den Tätigkeiten auszurichten. Dies könnte eine Verlagerung von Risiken zwischen den Finanzsektoren verhindern oder begrenzen. Im November 2024 veröffentlichte der ESRB hierzu einen Bericht. In diesem wird aufgezeigt, welche

Vorteile es hätte, den bisherigen Fokus auf die Unternehmen mit einem Fokus auf die Geschäftstätigkeit zu kombinieren. Derzeit ist der Rechtsrahmen fragmentiert und bezieht sich auf jeweils unterschiedliche Rechtsträger. Deren Interaktion wird dabei nicht berücksichtigt. Um dies an einem Beispiel festzumachen: Zentrale Gegenparteien (CCPs), Clearingmitglieder und Bankkunden bilden ein integriertes Clearing-Ökosystem, das Kreditrisiken auffangen, aber auch Liquiditätsrisiken verstärken kann. Diesen Verflechtungen müssen der ESRB und alle für die jeweiligen Sektoren zuständigen Behörden viel Aufmerksamkeit schenken. Ich begrüße daher die jüngst erfolgte Einrichtung des Gemeinsamen Überwachungsmechanismus (Joint Monitoring Mechanism). Hier arbeiten sämtliche europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs), der ESRB, die EZB und die nationalen Behörden zusammen, um die makrofinanziellen Auswirkungen einer solchen Interaktion in ihrem vollen Ausmaß beurteilen zu können.

Über die dringend notwendige Schaffung einer Spar- und Investitionsunion wurde viel diskutiert. Ich habe mich daher gefreut, die EU-Kommissarin Maria Luísa Albuquerque bei der ersten Sitzung des ESRB-Verwaltungsrats nach ihrer Ernennung begrüßen zu dürfen. Bei dieser Gelegenheit haben wir darüber gesprochen, wie die makroprudenzielle Politik als zusätzliches Element zur makrofinanziellen Stabilität und somit zur Integration der Finanzmärkte beitragen kann – zum Nutzen der Bürgerinnen und Bürger wie auch der Unternehmen. In meinen einleitenden Bemerkungen vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung (ECON) des Europäischen Parlaments habe ich ebenfalls betont, dass die Aufsichtskompetenzen in Europa weiterentwickelt werden müssen, um die Risiken einer Fragmentierung zu verringern.

Im Berichtszeitraum drängten neue Akteure und neue Produkte auf den europäischen Finanzmarkt. Dazu zählten beispielsweise Anbieter von Kryptowerte-Dienstleistungen, die „Neulinge“ im Finanzwesen. Aber auch traditionelle Finanzmarktakteure bieten ihren Kunden zunehmend Krypto-Dienstleistungen an. Das birgt Chancen, bringt aber auch neue Risiken mit sich. Im Berichtszeitraum trat die Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCA-Verordnung) in Kraft. In meiner Eigenschaft als Vorsitzende des ESRB habe ich mehrfach darauf hingewiesen, dass die EU eine Integration des MiCA-Regimes in Erwägung ziehen sollte. Im vorliegenden Jahresbericht werden auch Bedenken hinsichtlich der Fungibilität von Stablecoins vorgebracht, die sowohl in der EU als auch in einem Drittland begeben werden (sogenannte Mehrfachemissionen). Mehrere ESRB-Mitgliedsinstitutionen teilen diese Bedenken.

Durch den Nexus aus Cyberkriminellen und staatlichen Akteuren ergeben sich neue hybride Risiken für die Finanzstabilität. Der ESRB veröffentlichte einen Bericht, in dem er die nationalen und gesamteuropäischen Rahmenwerke zur Stärkung der Cyberresilienz im Finanzsektor bewertete. Im Kontext der Verordnung über die digitale operationale Resilienz im Finanzsektor (DORA) haben die ESAs einen europaweiten Koordinierungsrahmen für systemische Cybervorfälle (EU-SCICF) entwickelt, dem sich der ESRB im Januar 2025 anschloss. Dabei handelt es sich um ein Forum, in dem sich Finanzbehörden vertraulich über großflächige Cybervorfälle austauschen können, unter anderem über deren mögliche Ausbreitung

und über Maßnahmen zu deren Eingrenzung. Durch die zeitnahe Aktivierung des Koordinierungsrahmens können Koordinierungsfehler zwischen den Behörden minimiert werden. Der Rahmen kann auch bei weiterreichenden Betriebsstörungen zur Anwendung kommen, deren Ursache sich oftmals erst geraume Zeit später ermitteln lässt.

Gemäß der ESRB-Verordnung musste die rechtliche Grundlage des ESRB bis Ende 2024 überprüft werden. In diesem Zusammenhang wurde eine vierköpfige Expertengruppe gebeten, ihre unabhängige Einschätzung zur **Zukunft des ESRB** abzugeben. Zu den längerfristigen Zielen des ESRB zählt die Entwicklung eines systemweiten Top-down-Stresstests. Ein wichtiger erster Schritt war ein Liquiditätsstresstest, der das gesamte Finanzsystem abdeckte und im Berichtszeitraum abgeschlossen wurde.

Die erfolgreiche Arbeit des ESRB ist in hohem Maße dem Engagement vieler Vertreterinnen und Vertreter der Mitgliedsinstitutionen sowie dem Einsatz der renommierten Expertinnen und Experten des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses zu verdanken. Ich möchte ihnen allen für ihre Beiträge danken, die in den zahlreichen Veröffentlichungen des ESRB Würdigung finden. An dieser Stelle kann ich leider nur einige wenige Personen nennen, mit denen ich in besonders engem Kontakt stehe. So gilt mein besonderer Dank François Villeroy de Galhau, Präsident der Banque de France, für seine Unterstützung im Lenkungsausschuss. Ich freue mich, dass Joachim Nagel, Präsident der Deutschen Bundesbank, seine Nachfolge angetreten hat. Überdies möchte ich Pablo Hernández de Cos danken, der sich nach Ablauf seines Mandats an der Spitze der Banco de España bereit erklärte, den Vorsitz im Beratenden Fachausschuss ein weiteres Jahr zu übernehmen. Ebenso gebührt mein Dank Aino Bunge, Vizepräsidentin der Sveriges riksbank, die die Funktion der stellvertretenden Vorsitzenden des Beratenden Fachausschusses angenommen hat. Danken möchte ich außerdem Stephen Cecchetti für den Vorsitz im Beratenden Wissenschaftlichen Ausschuss und seinem Nachfolger in dieser anspruchsvollen Position, Thorsten Beck. Und zu guter Letzt: Ohne den unermüdlichen Einsatz des ESRB-Teams unter der Führung des Leiters des ESRB-Sekretariats, Francesco Mazzaferro, wäre all unsere Arbeit überhaupt nicht möglich gewesen.

Christine Lagarde

Vorsitzende des ESRB

Zusammenfassung

Der vorliegende Jahresbericht bezieht sich auf den Zeitraum vom 1. April 2024 bis zum 31. März 2025.

Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) führte turnusgemäß eine Identifizierung und Bewertung von Anfälligkeiten und Risiken durch.

Die Wirtschaft in der EU sah sich im Berichtszeitraum vor allem aufgrund externer Faktoren mit erheblichen Herausforderungen für die Finanzstabilität konfrontiert. Zu den Hauptrisiken zählten die Spannungen im Nahen Osten sowie der fortwährende Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine. In der Folge entwickelten sich die Rohstoffpreise volatil, und es kamen Inflationsängste auf. Gemindert wurde dies aber durch die Bemühungen der EU, ihre Abhängigkeit von russischen Energielieferungen zu verringern. Auch politische Kurswechsel in den Vereinigten Staaten – darunter die vorgeschlagenen Handelsbeschränkungen und die Entscheidung, eine expansive Finanzpolitik zu verfolgen – sorgten weltweit für Unsicherheit. Diese trug dazu bei, dass die Marktvolatilität anstieg und die Prognosen für das Wirtschaftswachstum in der EU nach unten revidiert wurden. Wenngleich sich das Wirtschaftswachstum in der EU 2024 etwas beschleunigte, blieben die Aussichten angesichts der Unsicherheiten verhalten. Die Inflationsentwicklung schwächte sich Anfang 2025 ab und entsprach wieder den mittelfristigen Stabilitätserwartungen. Die Anfälligkeiten der Unternehmen blieben erhöht; so nahmen die Insolvenzzahlen zu, und die Gewinne wurden durch hohe Kosten und eine schwache Nachfrage gedämpft. Davon betroffen waren vor allem kleinere Unternehmen und Firmen mit starkem Engagement in den Vereinigten Staaten. Die privaten Haushalte in der EU erwiesen sich als widerstandsfähig. Ihnen kamen die gesunkene Inflation, die niedrigen Arbeitslosenquoten, die geringeren Finanzierungskosten und eine Erholung der Immobilienpreise zugute. An den Finanzmärkten war eine hohe Risikobereitschaft zu beobachten, wobei die Aktienkurse insbesondere in den USA anzogen. Allerdings wirken sich die geopolitischen und die makroökonomischen Risiken nach wie vor auf die Vermögensbewertungen aus. Die Banken in Europa zeigten sich weiterhin widerstandsfähig und verzeichneten Rekordgewinne. Ihre Widerstandsfähigkeit könnte jedoch künftig auf den Prüfstand gestellt werden. Aufgrund der erhöhten öffentlichen Schuldenquoten muss die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sorgfältig gesteuert werden, zumal wegen der zunehmenden Sicherheitsbedrohungen die Verteidigungsausgaben ausgeweitet wurden.

Kurz nach dem Redaktionsschluss dieses Jahresberichts verhängte die US-Regierung signifikante Zölle auf Waren der wichtigsten Handelspartner der Vereinigten Staaten, um das Handelsbilanzdefizit des Landes zu verringern. Infolge dieser Anfang April eingeführten Handelsbeschränkungen wurden die weltwirtschaftlichen Aussichten deutlich revidiert. Außerdem kam es zu einem Anstieg der Volatilität an den Finanzmärkten. Aus Umfragen geht hervor, dass die Marktteilnehmer ihre Projektionen für das Wirtschaftswachstum, insbesondere in den

Vereinigten Staaten, nach unten revidiert haben. Die Zölle führten auch zu höheren Inflationserwartungen, da davon ausgegangen wird, dass gestiegene Importkosten zum Teil an die Verbraucher weitergegeben werden. Wenngleich eine erhöhte Volatilität und in einigen Anlageklassen eine geringe Liquidität zu beobachten sind, erweisen sich die internationalen Finanzmärkte insgesamt weiter als widerstandsfähig. So waren keine nennenswerten Auswirkungen auf die Preisfindung zu verzeichnen. Sollten die Zölle über einen längeren Zeitraum in Kraft bleiben, könnten in der EU Finanzstabilitätsrisiken zum Tragen kommen. Die Behörden in Europa müssen die Entwicklungen daher genau im Blick behalten.

Im Einklang mit seinem Mandat zur Überwachung der systemischen Risiken im Finanzsektor der EU erweiterte der ESRB seinen Überwachungsrahmen.

Ausgehend von diesem Mandat veröffentlichte der ESRB im Februar 2025 einen Bericht, in dem ein umfassender Rahmen für die Überwachung systemischer Liquiditätsrisiken beschrieben wird.¹ Mit dem neuen Rahmen wird eine breite Palette von Indikatoren eingeführt, die Refinanzierungsrisiken für Banken, Versicherungsgesellschaften sowie Pensions- und Investmentfonds abdecken. Des Weiteren werden damit Marktliquiditätsrisiken in den wichtigen Anlageklassen bemessen. Der ESRB entwickelte darüber hinaus seinen Überwachungsrahmen für den Markt für Verbriefungen in der EU weiter. Auf seiner Sitzung im März 2025 erörterte und billigte der Verwaltungsrat des ESRB einen Bericht, der im Mai und somit nach dem Berichtszeitraum veröffentlicht wurde.² Ferner veröffentlichte der ESRB seinen regelmäßigen Überwachungsbericht zu Anfälligkeiten und Risiken im Zusammenhang mit bestimmten Finanzintermediären außerhalb des Bankensektors.³

Stresstests helfen dabei, die Anfälligkeit des Finanzsystems gegenüber dem möglichen Eintreten von Risiken zu beurteilen. Mit ihnen wird simuliert, wie Finanzinstitute unter hypothetischen negativen wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen reagieren würden; sie tragen damit zum Risikomanagement und zur Krisenprävention bei. Gemäß ihren jeweiligen Mandaten sind die europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) dazu verpflichtet, im Rahmen ihrer Zuständigkeiten und in Zusammenarbeit mit dem ESRB auf EU-Ebene Stresstests zu koordinieren. Im Berichtszeitraum stellte der ESRB der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) das adverse Szenario für den Stresstest 2024 für Geldmarktfonds zur Verfügung. Zudem lieferte er das adverse Szenario für den von der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) koordinierten EU-weiten Stresstest des Bankensektors 2025 sowie zwei adverse Szenarios für den von der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) koordinierten EU-weiten Stresstest der Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung 2025. Je nach Art der Finanzinstitute, die Gegenstand des jeweiligen Stresstests sind, berücksichtigen sämtliche Szenarios die spezifischen Geschäftsmodelle und Risikoprofile. Zusätzlich zu seinem Beitrag zu den sektoralen Stresstests der ESAs entwickelte der ESRB einen systemweiten

¹ Siehe ESRB, *Systemic liquidity risk: a monitoring framework*, Februar 2025.

² Siehe ESRB, *Unveiling the impact of STS on-balance-sheet securitisation on EU financial stability*, Mai 2025.

³ Siehe ESRB, *NBFI Monitor*, Nr. 9, Juni 2024.

Liquiditätsstresstest. Dies diene dazu, die Dynamik von Liquiditätsrisiken im gesamten Finanzsystem in der EU besser zu verstehen. Ziel dieses Stresstests war es, Erkenntnisse über die Verflechtungen innerhalb der und zwischen den EU-Sektoren zu gewinnen und die Auswirkungen eines aggregierten Liquiditätsschocks in der EU zu quantifizieren.

Für seine Aktivitäten im Bereich der Bewertung und Bekämpfung von Anfälligkeiten, die Risiken für die Finanzstabilität bergen könnten, ist der ESRB auf granulare, hochwertige Daten angewiesen. Zu bestimmten granularen transaktions- oder institutsspezifischen Daten hat der ESRB regelmäßig und kontinuierlich Zugang. Hierzu gehören Daten zu Derivatetransaktionen, Wertpapierfinanzierungsgeschäften, Verbriefungen und alternativen Investmentfonds. Der ESRB setzte die Analyse dieser Daten auch im Berichtszeitraum fort. Damit erfüllte er sein Mandat zur Bewertung von Risiken für die Finanzstabilität. Auf manche granularen Daten – wie etwa zu bestimmten Arten von Investmentfonds und Versicherungsunternehmen – kann er jedoch nicht regelmäßig und kontinuierlich zugreifen, was ihm die effektive Erfüllung seiner Aufgabe erschwert. Vor diesem Hintergrund nahm der ESRB zu der Frage Stellung, wie der Datenaustausch mit den ESAs verbessert werden kann, damit sein Datenzugang stärker an seinen Zielen und seinem Mandat ausgerichtet ist.⁴ Bis zum Ende des Berichtszeitraums wurde diesem Anliegen noch nicht nachgegangen.

Der ESRB bekräftigte auch die Notwendigkeit, eine systemweite Perspektive einzunehmen. Nur so kann er seinem Mandat nachkommen und die makroprudenzielle Aufsicht über das Finanzsystem in der EU ausüben.

Ein systemweiter Ansatz wird immer wichtiger, da durch die wechselseitigen Beziehungen zwischen Banken und Nichtbanken die Trennlinien zwischen den verschiedenen Sektoren des Finanzsystems verschwimmen. Im Rahmen seiner Antwort auf die Konsultation der Europäischen Kommission zur Bewertung der Angemessenheit makroprudenzieller Maßnahmen für die Finanzintermediation durch Nichtbanken stellte der ESRB sein Konzept für einen systemweiten Ansatz zur Bewertung und Eindämmung von Risiken für die Finanzstabilität vor.⁵ Die Bedeutung eines solchen Ansatzes wurde auch in einem Bericht unterstrichen, der in die Überprüfung der ESRB-Verordnung einfließt. Dieser Bericht wurde von einer hochrangig besetzten Arbeitsgruppe erarbeitet, deren vier Mitglieder mit der Arbeit und der Funktionsweise des ESRB vertraut sind.⁶

Der ESRB setzte angesichts dessen seine Arbeit an mehreren wichtigen Themen im Zusammenhang mit sektorübergreifenden und grenzüberschreitenden Maßnahmen fort. Der ESRB hat den systemweiten Ansatz auf drei Geschäftstätigkeiten angewandt, die er für die Finanzstabilität als wichtig erachtet: Vermögensverwaltung, Clearing und Kreditvergabe. Im Berichtszeitraum

⁴ Siehe auch Schreiben des ESRB betreffend den Datenaustausch zwischen den ESAs und dem ESRB, 19. August 2024 (Englisch).

⁵ Siehe ESRB, ESRB response to the European Commission's consultation assessing the adequacy of macroprudential policies for non-bank financial intermediation, November 2024.

⁶ Weitere Informationen finden sich im Bericht der hochrangig besetzten Arbeitsgruppe zur Überprüfung des ESRB; siehe hierzu: ESRB, Building on a decade of success, Dezember 2024.

schlug er auch sektorübergreifende Maßnahmen vor, um die Finanzstabilitätsrisiken zu bekämpfen, die von Kryptowerten und damit verbundenen Tätigkeiten sowie von Margin Calls ausgehen. Darüber hinaus arbeitete der ESRB weiter an Vorschlägen für Maßnahmen zur Verhinderung bzw. Minderung von Finanzstabilitätsrisiken, die sich aus systemweiten Cyber-Sicherheitsvorfällen sowie der Entwicklung an den Gewerbe- und Wohnimmobilienmärkten ergeben.

Parallel dazu entwickelte der ESRB seine sektorspezifischen Maßnahmen für Banken und Nichtbanken weiter, da diese auch die Stabilität des gesamten Finanzsystems fördern.

Der ESRB machte bei spezifischen Maßnahmen für den Bankensektor weitere Fortschritte. Dazu unterstützte er unter anderem die Europäische Kommission bei der laufenden Überprüfung des makroprudenziellen Rahmens. Diese Unterstützung erfolgte im Rahmen der Sitzungen der von der Europäischen Kommission eingesetzten Expertengruppe für Bankwesen, Zahlungsverkehr und Versicherungswesen im Oktober 2024 und im März 2025.

Der ESRB wandte erneut seinen allgemeinen Rahmen zur Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung für den Bankensektor an, um den makroprudenziellen Kurs der ESRB-Mitglieder zu bewerten. Damit sollen deren nationale Entscheidungen zu makroprudenziellen Maßnahmen unterstützt und hinterfragt werden. Im Berichtszeitraum wurde in diesem Zusammenhang unter anderem eine vertiefende länderspezifische Untersuchung vorgenommen. Der ESRB beabsichtigt, diese Analyse zu gegebener Zeit auf die Finanzintermediation durch Nichtbanken auszuweiten.

Des Weiteren veröffentlichte er gemeinsam mit der Europäischen Zentralbank (EZB) einen Bericht, um ein besseres Verständnis davon zu vermitteln, wie das Konzept einer positiven neutralen Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer (CCyB) im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) angewendet wird. Im Bericht wird dargelegt, wie die europäischen Rechtsvorschriften nach Auffassung der ESRB-Mitglieder diesbezüglich weiterentwickelt werden könnten. Dazu gehören auch Vorschläge, die Nutzung des CCyB in einer früheren Phase des Finanzzyklus zu vereinfachen.

Der ESRB befasste sich auch weiterhin mit Maßnahmen, die auf den Nichtbankensektor abzielen. Im vorausgegangenen Berichtszeitraum hatten die EU-Gesetzgeber eine politische Einigung über die Level-1-Gesetzestexte zum makroprudenziellen Regelwerk für Investmentfonds, Versicherungen und zentrale Gegenparteien (CCPs) erzielt. Im aktuellen Berichtszeitraum schlug der ESRB Änderungen an einigen dieser Regelungen vor, um die Widerstandsfähigkeit von Nichtbanken zu erhöhen. Darüber hinaus beriet er die EIOPA und die ESMA zu makroprudenziellen Aspekten bestimmter Level-2- und Level-3-Gesetzestexte, die die ESAs zur Umsetzung der neuen Aufsichtsregeln entwickeln. Hierzu zählen Vorschläge und Empfehlungen zu den aufsichtlichen Regelungen für CCPs, Investmentfonds und Versicherer.

Bei der Bewertung nationaler Maßnahmen nahm der ESRB erneut seine Aufsichtsfunktion wahr.

Er wird über die von den nationalen Behörden ergriffenen makroprudenziellen Maßnahmen in Kenntnis gesetzt; in einigen Fällen muss er eine Stellungnahme zu ihrem Einsatz und/oder zur Reziprozität abgeben. Was den Bankensektor betrifft, so wurden die kapitalbasierten makroprudenziellen Maßnahmen in mehreren Mitgliedstaaten im Berichtszeitraum weiter verschärft. Einige kreditnehmerbasierte Maßnahmen wurden dagegen aufgehoben oder gelockert. Es wurde eine Reihe von kapitalbasierten Maßnahmen ergriffen, vor allem im Zusammenhang mit dem CCyB. Sie zielten in erster Linie auf eine Straffung der bestehenden makroprudenziellen Politik ab. Hinzu kamen mehrere kreditnehmerbasierte Maßnahmen, die jedoch nicht explizit auf eine makroprudenzielle Straffung oder Lockerung in den jeweiligen Ländern ausgerichtet waren. Bei Betrachtung der Kapitalpufferanforderungen im gesamten EWR zeigt sich, dass die Systemrisikopuffer seit der Pandemie alles in allem geschrumpft sind. Unterdessen wurden CCyBs in ähnlichem Umfang aufgebaut, was insgesamt für einen weitgehenden Ausgleich sorgte. Mit Blick auf den Nichtbankensektor gaben die luxemburgische Finanzaufsichtsbehörde (Commission de Surveillance du Secteur Financier) und die Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland bekannt, gemäß Artikel 25 Absatz 3 der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) Begrenzungen von Hebelfinanzierungen einzuführen. Dies ist eines der wenigen makroprudenziellen Instrumente, das den Behörden zur Verfügung steht, um systemische Anfälligkeiten der Nichtbanken zu verringern. Der ESRB wurde im vorangegangenen Berichtszeitraum über diese Maßnahmen unterrichtet.

Der ESRB erfüllte seine Rechenschafts- und Berichtspflicht gegenüber dem Europäischen Parlament und der Öffentlichkeit. Die Vorsitzende des ESRB erschien am 4. Dezember 2024 zu einer öffentlichen Anhörung vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (ECON). Außerdem tauschte sie sich in zwei vertraulichen Sitzungen mit der Vorsitzenden und den stellvertretenden Vorsitzenden des ECON über Finanzstabilitätsrisiken aus. Bei der Anhörung vor dem ECON am 20. Februar 2025 erörterte der erste stellvertretende Vorsitzende des ESRB die strategischen Empfehlungen zur Zukunft des ESRB. Zur Erfüllung seiner Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit veröffentlichte der ESRB im Juli 2024 seinen Jahresbericht für 2023. Außerdem leistete er einen Beitrag zum Financial Sector Assessment Program für den Euroraum, das im Oktober 2024 und im Februar/März 2025 vom Internationalen Währungsfonds (IWF) durchgeführt wurde. Der IWF unterbreitete dem ESRB mehrere Empfehlungen. Der Verwaltungsrat des ESRB hatte die hochrangig besetzte Arbeitsgruppe zur Überprüfung des ESRB gebeten, an der zweiten Überprüfung der ESRB-Verordnung in Form von strategischen Empfehlungen zur Zukunft des ESRB mitzuwirken. Der **Bericht** der Gruppe wurde im Dezember 2024 veröffentlicht und der Europäischen Kommission, dem Europäischen Parlament und dem Rat der Europäischen Union vorgelegt.

1 Systemrisiken im Finanzsystem der EU

1.1 Allgemeine Risikoeinschätzung

Kasten 1

Auswirkungen der von den Vereinigten Staaten im April und Mai 2025 verhängten Handelsbeschränkungen auf die Finanzstabilität

Im vorliegenden Kasten wird erörtert, wie sich die von den Vereinigten Staaten nach dem Redaktionsschluss dieses Jahresberichts verhängten umfangreichen Handelsbeschränkungen auf die Finanzstabilität auswirken. Dabei wird der Zeitraum vom 1. April bis zum 31. Mai 2025 berücksichtigt.

Am 2. April 2025 beschloss die US-Regierung, signifikante Zölle auf Waren der wichtigsten Handelspartner der Vereinigten Staaten zu erheben, um das Handelsbilanzdefizit des Landes zu verringern. So wurde auf alle Einfuhren in die USA ein Mindest-Zollsatz von 10 % verhängt; für 57 der US-amerikanischen Handelspartner fielen die Zölle sogar noch höher aus. China erhob als Vergeltungsmaßnahme direkt anschließend ebenfalls höhere Zölle. Am 9. April kündigte Präsident Trump eine Zollpause von 90 Tagen für jene Länder an, die keine Vergeltungsmaßnahmen ergriffen hatten; zudem wurden alle reziproken Zölle auf 10 % gesenkt, während die Abgaben auf chinesische Waren auf 145 % erhöht wurden. Am 12. Mai stimmten die Vereinigten Staaten zu, die Zölle auf Waren aus China auf 30 % herabzusetzen, während China zugleich seine Zollabgaben auf US-amerikanische Produkte auf 10 % verringerte. Beide Seiten vereinbarten, die Situation nach 90 Tagen neu zu bewerten.

Im Zuge der am 2. April von der US-Regierung eingeführten Handelsbeschränkungen wurden die weltwirtschaftlichen Aussichten deutlich revidiert. Außerdem kam es in der Folge zu einer erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten. Die Einführung der Zölle und die anhaltende Unsicherheit darüber, wie lange diese wohl in Kraft bleiben werden, zeitigten spürbare Auswirkungen auf die weltweiten Wirtschaftsaussichten. Die Projektionen für das Wirtschaftswachstum in den meisten großen Volkswirtschaften, insbesondere in den Vereinigten Staaten, wurden nach unten revidiert. In den USA führten die Zölle auch zu höheren Inflationserwartungen, da davon ausgegangen wurde, dass die steigenden Importkosten zum Teil an die Verbraucher weitergegeben werden. Die von den Vereinigten Staaten erhobenen Zölle waren umfangreicher und höher als von den Märkten erwartet. Dementsprechend brachen die Kurse von risikoreicheren Vermögenswerten wie Aktien und hochverzinslichen Unternehmensanleihen vor dem Hintergrund einer extrem hohen Volatilität ein, da die Investoren ihre Mittel in sicherere Anlagen umschichteten. Die Risiken nahmen in der zweiten Aprilhälfte und

auch im Mai leicht ab, nachdem die US-Regierung einen Teil der Zollankündigungen wieder zurückgenommen hatte. Wenngleich in einigen Anlageklassen eine geringe Liquidität zu beobachten war, erwiesen sich die internationalen Finanzmärkte insgesamt als widerstandsfähig. So waren bezüglich der Preisfindung keine nennenswerten Auswirkungen zu verzeichnen.

Die Entscheidung der US-amerikanischen Regierung, umfangreiche Zölle zu verhängen, birgt zusätzliche Risiken für die Finanzstabilität in der EU. Sollten die Zölle über einen längeren Zeitraum in Kraft bleiben, könnten in der EU Finanzstabilitätsrisiken zum Tragen kommen. Ein niedrigeres Wachstum und eine erhöhte Unsicherheit in Bezug auf die Inflation könnten die Nachfrage nach Waren drosseln, die Gewinne drücken und für höhere Insolvenzquoten bei den Unternehmen sorgen. Auch dürfte die Arbeitslosigkeit steigen, was eine höhere Belastung für die privaten Haushalte nach sich ziehen würde. Eine länger andauernde Phase mit Handelsbeschränkungen und eine erhöhte Unsicherheit könnten zudem zu einer ungeordneten Korrektur der Vermögenspreise führen. Diese Entwicklung könnte durch den Nichtbankenfinanzsektor noch verschärft werden. Das Zusammenspiel aus niedrigem Wachstum und sinkenden Vermögenspreisen hätte möglicherweise negative Folgen für den Bankensektor, wie etwa höhere Refinanzierungskosten, eine niedrigere Ertragskraft und eine Verschlechterung der Aktivaqualität.

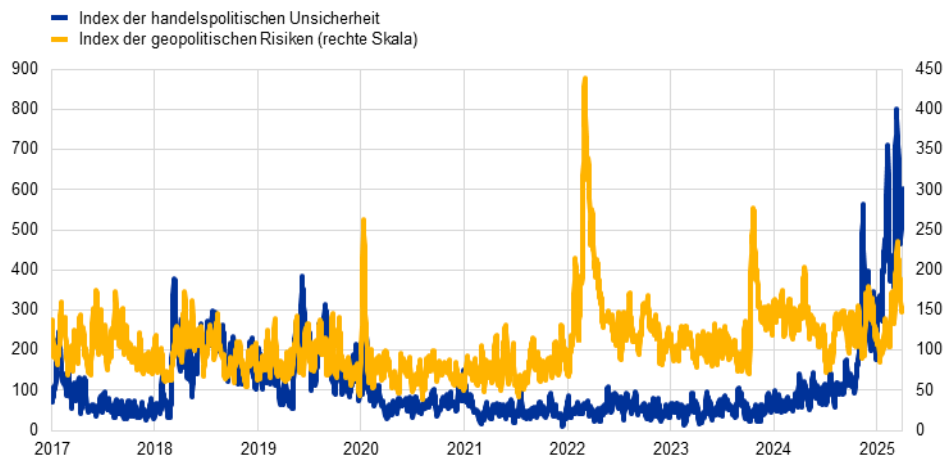
Im Jahr 2024 und Anfang 2025 bestanden weiterhin hohe Risiken für die Finanzstabilität. Die Aussichten wurden dabei durch die gestiegenen handels- und geopolitischen Spannungen beeinträchtigt.

Im Berichtszeitraum vom 1. April 2024 bis zum 31. März 2025 sah sich die Wirtschaft in der EU aufgrund externer Faktoren mit erheblichen Herausforderungen für die Finanzstabilität konfrontiert. Besondere Sorgen bereiteten unter anderem die anhaltenden Spannungen im Nahen Osten. Diese führten zu einer zeitweilig volatilen Entwicklung der Rohstoffpreise und vermehrten Befürchtungen hinsichtlich des Inflationsdrucks auf globaler Ebene. Auch vom fortwährenden Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine ging ein moderates Risiko für die Finanzstabilität aus. Dieses wurde durch die Bemühungen der EU-Institutionen gemindert, die Abhängigkeit Europas von russischen Energielieferungen und die entsprechenden finanziellen Risikopositionen zu verringern. Unterdessen sorgten politische Kurswechsel in den Vereinigten Staaten – darunter die vorgeschlagenen Handelsbeschränkungen und die Entscheidung, eine expansive Finanzpolitik zu verfolgen – für eine höhere makrofinanzielle Unsicherheit in der Mehrzahl der großen Volkswirtschaften. Die handels- und geopolitischen Risiken stiegen Ende 2024 und Anfang 2025 sprunghaft an, was die Wahrscheinlichkeit des Eintretens adverser Szenarios erhöhte (siehe Abbildung 1). Wenngleich sich das Wirtschaftswachstum in der EU 2024 etwas beschleunigte, blieben die Aussichten angesichts der Unsicherheiten verhalten. Die Inflationsentwicklung schwächte sich ab und entsprach ab Anfang 2025 wieder den mittelfristigen Stabilitätserwartungen.

Abbildung 1

Index der handelspolitischen Unsicherheit und Index der geopolitischen Risiken

(linke Skala: Index; rechte Skala: Index)



Quellen: Iacoviello et al., 2020 sowie Caldara und Iacoviello, 2022.

Anmerkung: Beide Indizes sind auf einen langfristigen Durchschnittswert von 100 normiert. Die Datenreihen sind als gleitende Siebentagesdurchschnitte der zugrunde liegenden Daten dargestellt.

Die Unternehmen wiesen weiterhin Anfälligkeiten auf, während an den Finanzmärkten 2024 eine hohe Risikobereitschaft vorherrschte. Die

Unternehmensinsolvenzen nahmen zu, da die Auswirkungen der Pandemie weiter andauerten und die Gewinne durch hohe Kosten und eine schwache Nachfrage gedämpft wurden. Betroffen davon waren vor allem kleinere Unternehmen und bestimmte Sektoren. Unternehmen mit einem starken Engagement in den Vereinigten Staaten sahen sich aufgrund der potenziellen Handelsbarrieren erhöhten Risiken ausgesetzt. Die privaten Haushalte in der EU erwiesen sich trotz dieser Herausforderungen als widerstandsfähig. Ihnen kamen die gesunkene Inflation, die niedrigen Arbeitslosenquoten, die geringeren Finanzierungskosten und eine Erholung der Immobilienpreise zugute. An den Finanzmärkten war eine hohe Risikobereitschaft zu beobachten, wobei die Aktienkurse insbesondere in den USA anzogen; vor allem bei den Technologiewerten wurden hier Kursgewinne verzeichnet. Allerdings schwächte sich der Risikoappetit ab, als die Anleger die Auswirkungen der Handelsbeschränkungen neu einschätzten. Die Bewertungen waren in verschiedenen Anlageklassen nach wie vor hoch, weshalb sich durch die potenziellen geopolitischen und makroökonomischen Risiken die Gefahr ungeordneter Kurskorrekturen ergab.

Die Banken in Europa erwiesen sich ungeachtet des schwierigen außenwirtschaftlichen Umfelds weiterhin als widerstandsfähig. Gestützt durch hohe Zinserträge und verkraftbare Kosten verzeichneten sie 2024 Rekordgewinne. Ihre Widerstandsfähigkeit könnte jedoch künftig durch makrofinanzielle Herausforderungen auf den Prüfstand gestellt werden. Dadurch ergeben sich potenzielle Risiken, beispielsweise ein Finanzierungsdruck und eine Verschlechterung der Qualität der Aktiva. Diese könnten insbesondere bei Banken zum Tragen kommen, die umfangreiche Risikopositionen gegenüber dem Gewerbeimmobiliensektor oder gegenüber Unternehmen mit einer starken Abhängigkeit vom Exportgeschäft aufweisen. In mehreren EU-Ländern resultierten

aus erhöhten öffentlichen Schuldenquoten Anfälligkeiten, die die Fähigkeit dieser Länder verminderten, künftige Schocks abzufangen.

Die zunehmenden Sicherheitsbedrohungen erfordern eine Erhöhung der Verteidigungsausgaben. Dies könnte die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen beeinträchtigen. Die Mitgliedstaaten müssen die Finanzierung ihrer Verteidigungsausgaben sorgfältig steuern, um zu vermeiden, dass sich die Bedenken hinsichtlich der Staatsverschuldung verstärken. Das Zusammenspiel aus steigenden Anleiherenditen und hohen öffentlichen Defiziten könnte Länder mit bestehenden Haushaltsungleichgewichten weiter belasten. Stabilität lässt sich nur mit einem Rahmenwerk für die Koordinierung und Überwachung der Wirtschafts- und Finanzpolitik gewährleisten, das sich auch in einer solch komplexen Lage als robust erweist.

Im März 2025 wies der ESRB auf sechs Hauptrisiken für die Finanzstabilität hin, von denen er zwei als „schwerwiegend“ einstufte (siehe Schaubild 1). Im Rahmen seines Mandats bewertet der ESRB regelmäßig die systemischen Risiken über einen Dreijahreszeitraum und spricht auf Basis der so identifizierten Risiken Warnungen und Empfehlungen aus. Das Risikoniveau ergibt sich aus der Eintrittswahrscheinlichkeit eines Risikos und seiner potenziellen systemischen Wirkung auf das Finanzsystem.

Schaubild 1
Risikobeurteilung des ESRB (Stand: März 2025)



Anmerkung: rot = schwerwiegendes systemisches Risiko; orange = erhöhtes systemisches Risiko; gelb = systemisches Risiko

1.2 Hauptrisiken für die Finanzstabilität

1.2.1 Schwerwiegende systemische Risiken

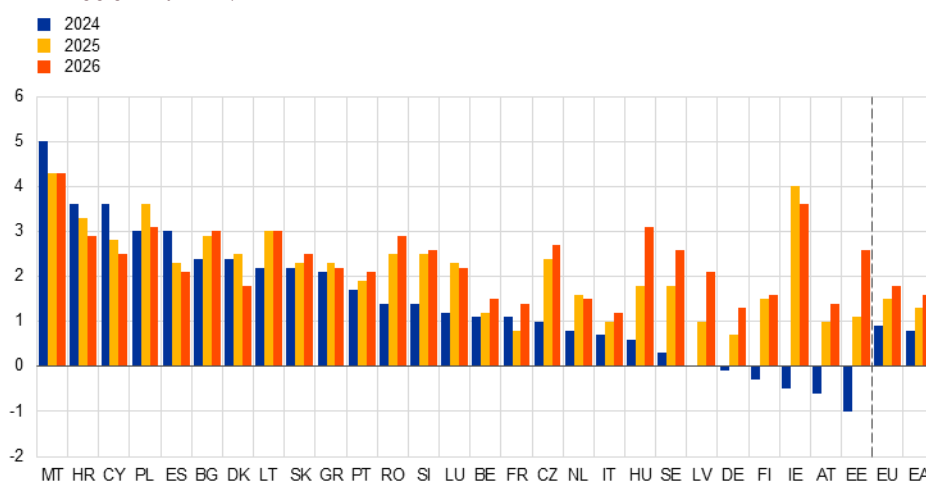
Risiko 1: Eintritt geopolitischer und/oder makroökonomischer Risiken, die zu bilanziellen Schwierigkeiten im privaten Sektor und hier vor allem bei nichtfinanziellen Unternehmen führen

Das Wirtschaftswachstum in der EU zog 2024 leicht an. Für das Jahr 2025 wird eine weitere graduelle Erholung erwartet. Das Wachstum des realen BIP erhöhte sich 2024 auf 0,8 %, was einem moderaten Anstieg gegenüber der im Jahr 2023 verbuchten Zuwachsrate von 0,4 % entspricht (siehe Abbildung 2). Die leichte Erholung war in erster Linie der robusten Binnennachfrage zu verdanken. Die stabile Arbeitsmarktlage trug in Verbindung mit einem nachlassenden Inflationsdruck positiv zu den Realeinkommen der privaten Haushalte bei und beflügelte die privaten Konsumausgaben. Mit Blick auf die nähere Zukunft dürfte sich die allmähliche Wirtschaftsbelebung in der EU 2025 – wenngleich in einem gedämpften Tempo – fortsetzen. Das aktuelle wirtschaftliche Umfeld ist jedoch von erheblicher politischer und geopolitischer Unsicherheit geprägt; die Risiken für den Wirtschaftsausblick in der EU sind daher abwärtsgerichtet.

Abbildung 2

Prognosen für das reale BIP-Wachstum in der EU auf nationaler und auf aggregierter Ebene für 2024, 2025 und 2026

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Europäische Kommission, Herbstprognose 2024.
Anmerkung: EA steht für Euroraum.

Die Anfälligkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen blieben im gesamten Berichtszeitraum erhöht. Die hohen Kosten und die schwache Nachfrage übten 2024 weiterhin Druck auf die Gewinne der nichtfinanziellen Unternehmen aus, während die Zinsdeckungsquoten nach wie vor niedrig waren. Die exportorientierten

Unternehmen verzeichneten zum Jahresende erheblichen konjunkturellen Gegenwind, da das Exportgeschäft aufgrund der nachlassenden Auslandsnachfrage und der Herausforderungen im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit unterdurchschnittlich ausfiel. Insgesamt war die Finanzlage im privaten Sektor – insbesondere bei den nichtfinanziellen Unternehmen – zum Abschluss des Jahres 2024 labiler. Für kleinere Firmen und Unternehmen in besonders stark betroffenen Sektoren (etwa in den energieintensiven Branchen, im Baugewerbe und in einigen Teilen des Einzelhandels) wurde es schwieriger, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen.

Die geopolitischen Risiken blieben hoch, und die handelspolitischen Risiken nahmen so stark zu, dass sie Anfang 2025 auf einem historisch hohen Niveau lagen. Der Krieg Russlands gegen die Ukraine belastete weiterhin die Wirtschaftstätigkeit wie auch die Stimmung, und der Konflikt im Nahen Osten führte zu einer erhöhten Volatilität an den Rohstoffmärkten. Anfang 2025 trug die größere Unsicherheit bezüglich der Handelspolitik dazu bei, dass die Projektionen zu den Ausfuhren und den Investitionen in der EU für das Jahr 2025 nach unten revidiert wurden. Von einer breitflächigen Zunahme der Handelsbarrieren profitiert keine Seite; vielmehr führt sie aller Voraussicht nach zu einem deutlich niedrigeren Wachstum und einer höheren Inflation. Ein derart ungünstiges außenwirtschaftliches Umfeld könnte die bilanziellen Schwierigkeiten für nichtfinanzielle Unternehmen in der EU verschärfen, da steigende Inputkosten und eine schwächere Nachfrage die Unternehmensgewinne in Mitleidenschaft ziehen würden (siehe auch Kasten 1 zu den Auswirkungen der von der US-Regierung Anfang April verhängten Zölle).

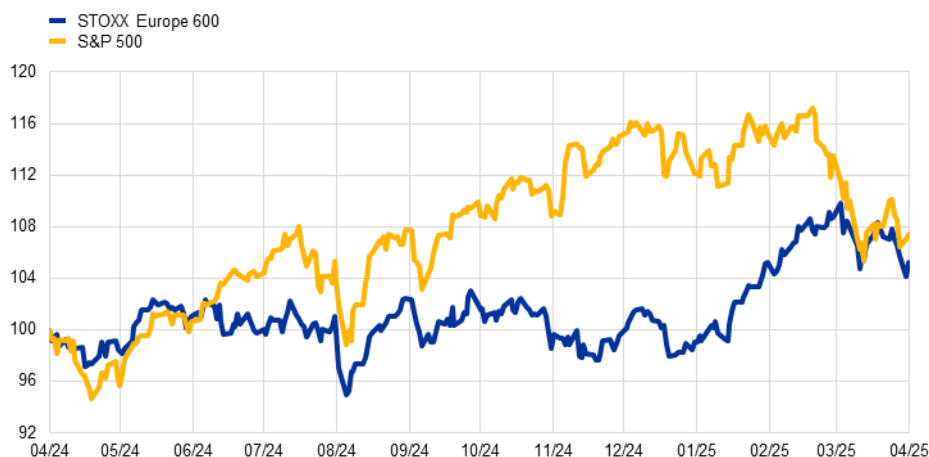
Risiko 2: Eintritt geopolitischer und/oder makroökonomischer Risiken, die eine ungeordnete, möglicherweise durch den Nichtbankenfinanzsektor verstärkte Marktkorrektur auslösen

An den Finanzmärkten war die Risikobereitschaft trotz uneinheitlicher Signale hinsichtlich der Konjunkturaussichten und ungeachtet der erhöhten geopolitischen und politischen Unsicherheit weiter hoch. Die Aktienkurse stiegen im Berichtszeitraum sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in der EU an. Gestützt wurden sie dabei von den niedrigeren Leitzinsen, einem abnehmenden Inflationsdruck und der Aussicht auf erhebliche staatliche Investitionen in wichtige Branchen wie die Rüstungsindustrie (siehe Abbildung 3). Was die anderen Märkte anbelangt, so verzeichneten Gold und Bitcoin in diesem Zeitraum deutliche Kursgewinne, während sich die Staatsanleihemärkte sehr volatil entwickelten. Die gesunkene Inflation und die niedrigeren Leitzinsen übten einen Abwärtsdruck auf die langfristigen Staatsanleiherenditen in der gesamten EU aus. Im späteren Verlauf der Berichtsperiode ließen jedoch die höheren langfristigen Inflationserwartungen in den USA sowie die Aussicht auf umfangreiche Staatsanleiheemissionen zur Finanzierung der ausgeweiteten Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben in der EU (die auch das Wirtschaftswachstum beflügeln sollten) die Anleiherenditen steigen.

Abbildung 3

Aktienmarktindizes in Europa und den USA

(Index: 1. April 2024 = 100)



Quelle: Bloomberg.

Was den Ausblick für die Finanzmärkte betrifft, so ist dieser weiterhin fragil und anfällig für negative Schocks. Erstens könnte eine spürbare Zuspitzung der geopolitischen Spannungen die Risikobereitschaft verringern, was zu beträchtlichen Korrekturen an den internationalen Finanzmärkten führen würde; zugleich würde das Wirtschaftswachstum wegen rückläufiger Handelsaktivitäten und Direktinvestitionen gedämpft werden (siehe auch Kasten 1 zur erhöhten Volatilität an den globalen Finanzmärkten nach den Anfang April verhängten Zöllen). Zweitens könnten eine expansivere Finanzpolitik in den Vereinigten Staaten oder die Einführung breit angelegter und langfristiger Handelszölle Stagflationsbefürchtungen aufkommen lassen, was die Kurse risikoreicherer Vermögenswerte belasten könnte. Drittens scheinen die Bewertungen von US-Aktien gemäß den meisten herkömmlichen Bewertungsmessgrößen überhöht zu sein. Kurskorrekturen könnten mit Übertragungseffekten auf die Märkte in Europa einhergehen. Darüber hinaus wird die ungünstige Marktdynamik möglicherweise durch Anfälligkeiten im Nichtbankenfinanzsektor – etwa durch Zwangsverkäufe von Vermögenswerten, eine niedrigere Liquidität und ein prozyklisches Verkaufsverhalten – verschärft (siehe Kasten 2). Dieses Risiko betrifft insbesondere Investmentfonds mit umfangreichen Hebelfinanzierungen und begrenzten Liquiditätspuffern.

Kasten 2

Überwachung systemischer Liquiditätsrisiken

Die jüngsten Entwicklungen im globalen Finanzsystem haben gezeigt, dass sich die Liquiditätslage rapide verschlechtern kann, wodurch unter Umständen systemischer Stress entsteht. Eine derartige Liquiditätsknappheit kann sich rasch über Märkte und Unternehmen hinweg ausbreiten. Dabei kann sie ihren Ursprung im Nichtbankenfinanzsektor haben oder durch diesen noch verstärkt werden. Ein Beispiel hierfür ist der „Ansturm auf Bargeld“ während der Corona-Pandemie.

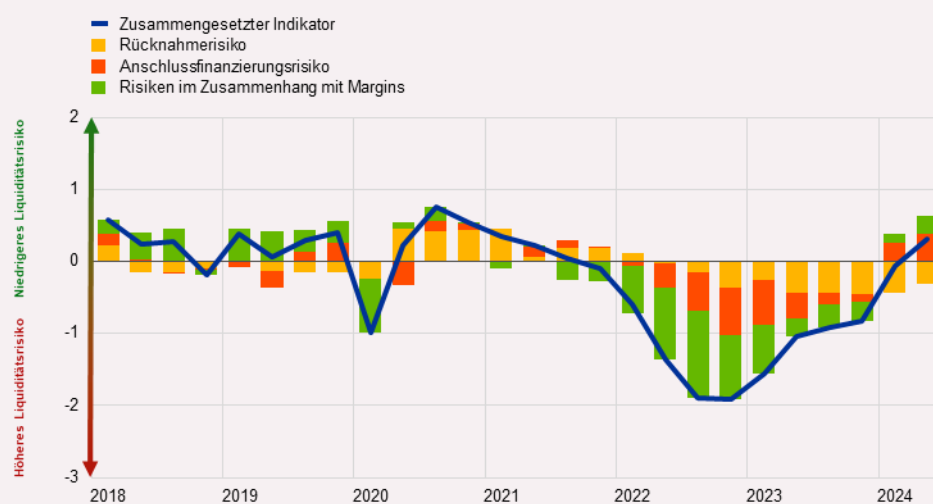
Der ESRB veröffentlichte im Februar 2025 einen **Bericht**, der einen umfassenden Rahmen für die Überwachung systemischer Liquiditätsrisiken im gesamten Finanzsystem der EU vorsieht. Mit dem neuen Rahmen wird eine breite Palette von Indikatoren eingeführt, die Refinanzierungsrisiken für Banken, Versicherungsgesellschaften sowie Pensions- und Investmentfonds abdecken. Des Weiteren werden damit die Marktliquiditätsrisiken in den wichtigen Anlageklassen bemessen, wie etwa bei Staats- und Unternehmensanleihen und an den Devisen- und Geldmärkten.

Abbildung A

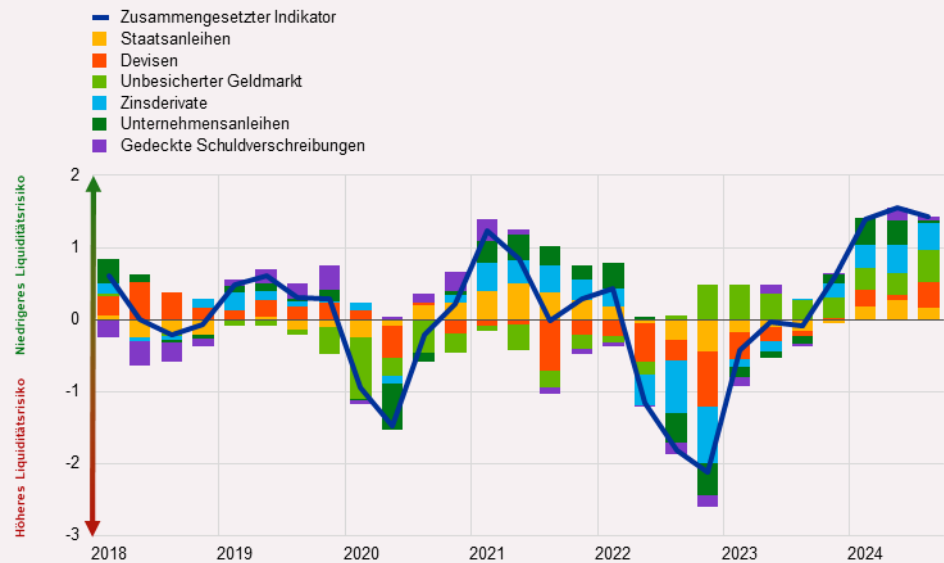
Zusammengesetzte Indikatoren der systemischen Liquiditätsrisiken im Euroraum

(x-Achse: Quartale; y-Achse: standardisierter Index)

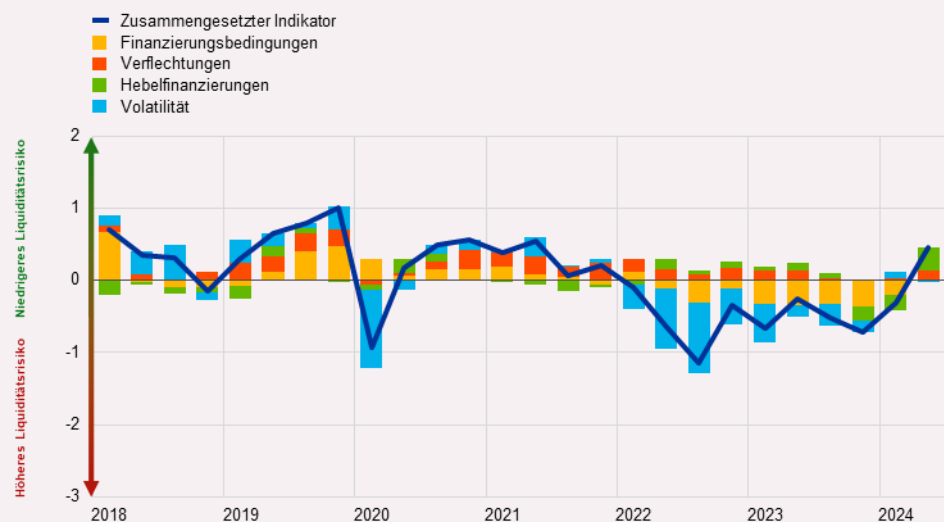
a) Refinanzierungsrisiken



b) Marktliquiditätsrisiken



c) Ansteckungs- und Verstärkungsrisiken



Quelle: ESRB.

Der Überwachungsansatz des ESRB basiert auf standardisierten zusammengesetzten Indikatoren, die mit historischen Durchschnittswerten verglichen werden. So sollen Abweichungen und mögliche Anfälligkeiten schnell erkannt werden. Zu den wichtigsten betrachteten Liquiditätsdimensionen gehören Refinanzierungs-, Liquiditäts-, Ansteckungs- und Verstärkungsrisiken (siehe Abbildung A). Dieser systematische Ansatz stärkt in Verbindung mit einer zeitnahen Aktualisierung der Indikatoren merklich die Fähigkeit des ESRB, entstehenden Liquiditätsstress zu erkennen. Damit unterstützt er eine wirksame makroprudenzielle Politik und steigert die Resilienz im Finanzsystem der EU.

1.2.2 Erhöhte systemische Risiken

Risiko 3: Ungünstige Entwicklung des Wachstums und der Fremdfinanzierungskosten, ausgelöst durch einen gestiegenen Kreditbedarf, der erneute Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung schürt

In mehreren EU-Ländern ergeben sich durch die erhöhten öffentlichen Schuldenquoten erhebliche Anfälligkeiten. Die hohe Staatsverschuldung, die zum Teil auf frühere negative Schocks zurückzuführen ist, belastet weiterhin die öffentlichen Finanzen in mehreren EU-Mitgliedstaaten. Die öffentliche Schuldenquote in der EU lag im dritten Quartal 2024 bei 81,6 % (siehe Abbildung 4) und damit mehr als 4 Prozentpunkte über dem Vorpandemieniveau. Laut der Herbstprognose 2024 der Europäischen Kommission dürfte diese Quote bis 2026 auf 83,4 % klettern. Anfang 2025 befanden sich mehrere Länder, darunter Belgien, Frankreich, Ungarn, Italien, Malta, Polen, Rumänien und die Slowakei, in einem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit.

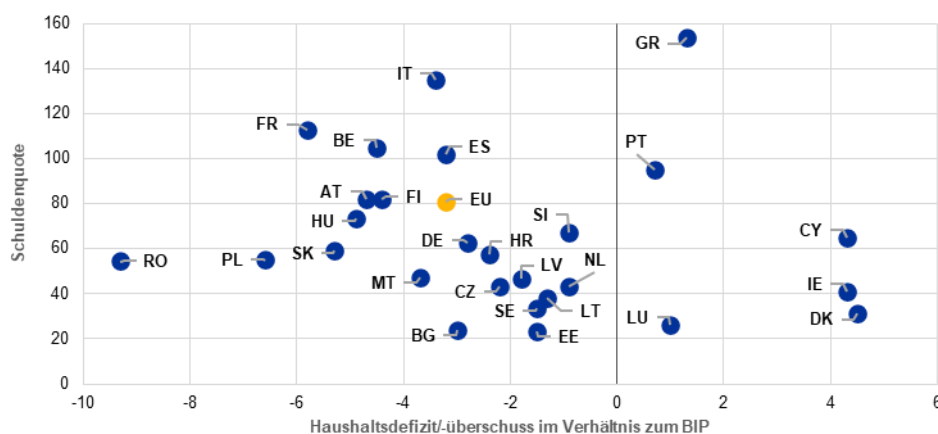
Die zunehmenden Sicherheitsbedrohungen erfordern entschlossene Maßnahmen, um die Verteidigungsausgaben europaweit zu steigern. Dies könnte jedoch die Bedenken bezüglich der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung in einigen EU-Mitgliedstaaten verstärken. Zwar dürften höhere Verteidigungsausgaben über Investitionen und eine Steigerung der Staatsausgaben wachstumsfördernd wirken, sie könnten aber auch Sorgen hinsichtlich der Finanzstabilität befördern. So könnte eine merkliche Ausweitung der Verteidigungsausgaben in einigen EU-Ländern mit begrenztem finanzpolitischem Spielraum die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung beeinträchtigen, was eine enge Überwachung erforderlich machen würde. Daher sollten die Mitgliedstaaten genau überlegen, auf welche Art sie ihre höheren Verteidigungsausgaben finanzieren wollen, um die Gefahr von möglicherweise aufkommenden Bedenken bezüglich der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung einzudämmen. Die Mitgliedstaaten sollten unbedingt eine umsichtige Finanzpolitik verfolgen und die öffentlichen Ausgaben sorgfältig priorisieren, um einen stabilen Schuldenpfad in der EU zu gewährleisten. Das Zusammenspiel aus steigenden Anleiherenditen und hohen Defiziten könnte Länder mit bereits bestehenden strukturellen Haushaltsungleichgewichten zusätzlich belasten.

Um die langfristigen Herausforderungen für die Finanzpolitik angehen zu können, sind erhebliche und nachhaltige haushaltspolitische Anstrengungen erforderlich. Zudem sind umfangreiche fiskalische Mittel vonnöten, um mittel- und langfristige Herausforderungen wie den Klimawandel, die Bevölkerungsalterung, den Schuldenabbau und, wie zuvor schon angeführt, die höheren Verteidigungsausgaben meistern zu können. Um auch weiterhin Stabilität zu gewährleisten, muss das Rahmenwerk für die Koordinierung und Überwachung der Wirtschafts- und Finanzpolitik robust bleiben.

Abbildung 4

Öffentliche Schuldenquote und Haushaltsdefizit/-überschuss im Verhältnis zum BIP in der EU

(x-Achse: in %; y-Achse: in %; 2024)



Quelle: Eurostat.

Risiko 4: Verschlechterung der Aktivaqualität und höhere Finanzierungsrisiken im Bankensektor infolge negativer makrofinanzieller oder geopolitischer Schocks

Die Banken in der EU zeigten sich 2024 weiterhin widerstandsfähig gegenüber Schocks. Sie erzielten seit Beginn des geldpolitischen Straffungszyklus im Jahr 2022 aufgrund hoher Zinsmargen und geringer Wertminderungen Rekordgewinne; zugleich verfügen sie nach wie vor über eine solide Kapitalausstattung. Den Daten des EBA Risk Dashboard zufolge lag die Eigenkapitalrendite des EU-Bankensektors auf aggregierter Ebene im vierten Quartal 2024 bei 10,5 % (im dritten Quartal der Verteilung nach Ländern lag sie sogar bei über 15 %). Dies war der höchste Stand seit 2014. Das Zinsergebnis der Banken nahm in den vergangenen beiden Jahren deutlich zu, da die höheren Leitzinsen auf die Kreditzinsen durchschlugen, während die Verzinsung von Einlagen niedrig blieb. Dies zeigte sich besonders deutlich bei kleineren Banken, deren Nettozinsmarge sich seit 2022 nahezu verdoppelt hat. Was die Eigenkapitalausstattung anbelangt, so lagen die harte Kernkapitalquote („fully-loaded“ CET1-Quote) – berechnet unter der Annahme vollständig umgesetzter regulatorischer Eigenkapitalanforderungen – und die Verschuldungsquoten weiterhin deutlich über ihren regulatorischen Mindestanforderungen. Auch war hier im Berichtszeitraum kein rückläufiger Trend zu beobachten.

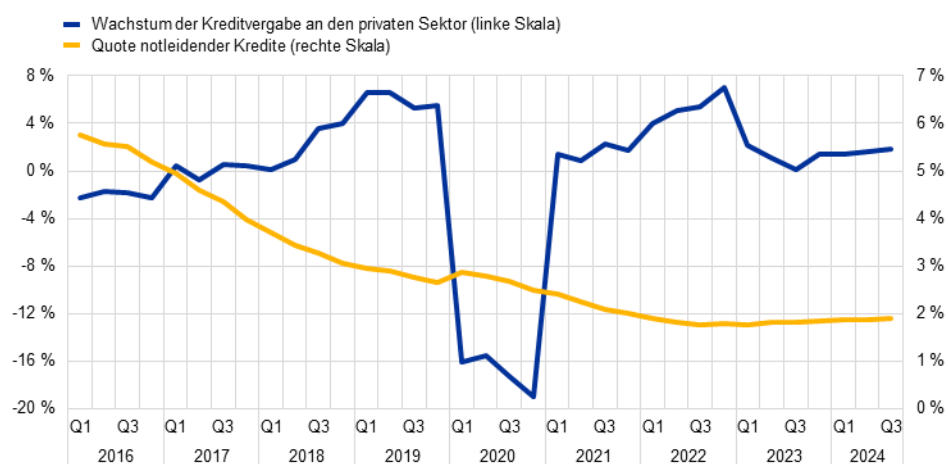
Nun, da im Zinszyklus in Europa eine Wende eingetreten ist, dürfte sich das Zinsergebnis der Banken in nächster Zeit allmählich verschlechtern, jedoch insgesamt recht stabil bleiben. Vor dem Hintergrund eines Rückgangs der Überschussliquidität infolge der Maßnahmen zur quantitativen Straffung und eines verstärkten Wettbewerbs durch andere Finanzprodukte könnten die Refinanzierungskosten der Bank steigen. Überdies dürfte die akkommodierendere Ausrichtung der Geldpolitik in der EU dazu führen, dass die Zinssätze für

Bankkredite an private Haushalte und Unternehmen und somit auch die Margen der Banken sinken. Andererseits dürften die niedrigeren Zinsen die Nachfrage nach Bankkrediten stützen. Aus umfragebasierten Daten wie etwa den Ergebnissen der Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft im Euroraum geht hervor, dass die Banken mit einer höheren Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten und – wenngleich in geringerem Maße – nach Unternehmenskrediten rechnen.

Abbildung 5

Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor und Quote notleidender Kredite in der EU

(linke Skala: Jahreswachstumsraten in %; rechte Skala: in Prozentpunkten)



Quelle: Konsolidierte Bankendaten der EZB.

Die Quote notleidender Kredite und weitere Indikatoren der Aktivaqualität befanden sich im Bankensystem der EU noch immer auf einem relativ niedrigen Niveau. Unterdessen stieg das Kreditrisiko in einzelnen Sektoren wie kleinen und mittleren Unternehmen sowie Gewerbeimmobilien leicht an. Der Anteil der notleidenden Kredite (NPLs) in den Bilanzen der EU-Banken liegt seit 2022 stabil bei knapp 2 % (siehe Abbildung 5). Dahinter verbergen sich allerdings gewisse Unterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten. So meldeten einige Länder, dass die NPLs bei ihnen 2024 moderat zugenommen hätten. In den Kreditportfolios gab es insgesamt einen leichten Anstieg des NPL-Bestands bei Ausleihungen an kleine und mittlere Unternehmen und an Gewerbeimmobilienunternehmen. Dies steht auch im Einklang mit den Daten zu den Insolvenzen. Betrachtet man andere Messgrößen der Aktivaqualität wie die Forderungen, die Forbearance-Maßnahmen unterliegen, oder den Anteil der Kredite, die gemäß IFRS 9 der Stufe 2 zugeordnet sind, so gibt es keine eindeutigen Hinweise auf eine deutliche Verschlechterung der Aktivaqualität, die die Solvenz des EU-Bankensystems insgesamt gefährden könnte. Allerdings könnten die Deckungsquoten bei Stufe-2-Krediten in einigen EU-Ländern darauf hindeuten, dass hierfür möglicherweise nur wenig Rückstellungen gebildet wurden. Dies muss sorgfältig beobachtet werden.

Gestiegene geopolitische Risiken und häufigere Cyberangriffe sind relevante Bedrohungen für die operationelle Resilienz des Bankensektors in der EU.

Sollten potenzielle Risiken – wie etwa makrofinanzielle oder geopolitische Schocks, möglicherweise im Zusammenwirken mit Vermögenspreiskorrekturen – tatsächlich zum Tragen kommen, könnte dies die Schwachstellen der EU-Banken zutage treten lassen. In einem solchen adversen Szenario könnten die Finanzierungsrisiken sprunghaft zunehmen, was vermehrte Einlagenabflüsse zur Folge hätte; außerdem könnte sich die Aktivaqualität der Banken stark verschlechtern. Dies beträfe vor allem Banken mit hohen Risikopositionen gegenüber Firmen mit einem großen US-Exportgeschäft oder umfangreichen Engagements in Segmenten wie Gewerbeimmobilienkrediten, Krediten gegenüber kleinen und mittleren Unternehmen und Konsumentenkrediten. Zudem könnten Cyberangriffe und eine hybride Kriegsführung Störungen im Finanzsystem verursachen und die Banken womöglich daran hindern, Finanzdienstleistungen zu erbringen.

Risiko 5: Entstehung von Anfälligkeiten im Immobiliensektor – insbesondere bei Gewerbeimmobilien – durch negative makrofinanzielle Entwicklungen

Die Preise für Wohnimmobilien haben sich in den Mitgliedstaaten 2024 wieder erhöht, nachdem sie zuvor nur schwach gestiegen oder sogar gesunken waren. Die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in den Jahren 2022 und 2023 ging mit einer geordneten Korrektur der Wohnimmobilienpreise in der EU einher. Im Jahr 2024 stützten die gesunkene Inflation und die günstigeren Kreditvergabebedingungen die Kaufkraft der privaten Haushalte in der EU. Dies trug zu einer Wende bei der Wohnimmobilienpreisentwicklung bei. Der Gesamtpreisindex übertraf zuletzt den während der Pandemie erzielten Höchststand (siehe Abbildung 6). Im Einklang mit den höheren Wohnimmobilienpreisen nahm die Vergabe von Wohnungsbaukrediten wieder leicht zu. Bis Ende 2024 war bei der Kreditvergabe im Neugeschäft auf Euroraumebene ein Anstieg von 6 % gegenüber 2023 zu verbuchen. Maßgeblich hierfür war die anziehende Kreditnachfrage. Unterdessen verzeichnete der Hochbau in der EU allerdings einen Abwärtstrend. Die Produktion schrumpfte hier 2024 im Vorjahresvergleich um 1 %.

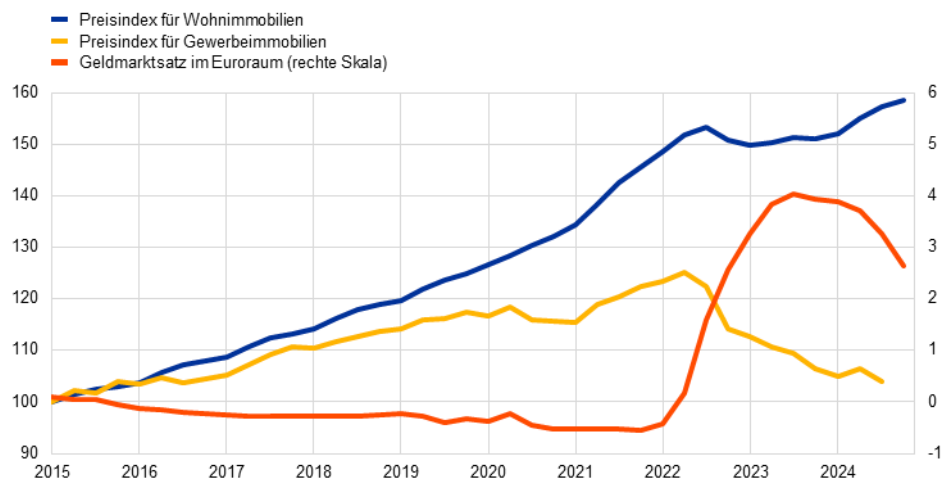
Die zyklischen und die strukturellen Risiken auf dem Wohnimmobilienmarkt müssen sorgfältig beobachtet werden. Die jüngsten Entwicklungen lassen darauf schließen, dass sich die Wahrscheinlichkeit weiterer umfangreicher Korrekturen an den Wohnimmobilienmärkten verringert hat. Der Anstieg der Wohnimmobilienpreise und der Vergabe von Wohnungsbaukrediten im Jahr 2024 markiert den Beginn eines neuen Wachstumszyklus am Wohnimmobilienmarkt. Das aktuelle gesamtwirtschaftliche Umfeld ist jedoch nach wie vor von großer Unsicherheit geprägt. Eine Eintrübung der Wirtschaftslage könnte somit das Risiko eines Abschwungs am Wohnimmobilienmarkt wieder aufleben lassen. Die Preiskorrektur im Jahr 2023 glich zwar die bisherigen Überbewertungen teilweise aus, die bereits bestehenden strukturellen Anfälligkeiten – wie die in manchen Ländern hohe Verschuldung der privaten Haushalte – wurden dadurch aber nicht vollständig abgefedert. Sollten Risiken außerhalb des Wohnimmobiliensektors schlagend werden, die sich negativ in der Schuldendienstfähigkeit der privaten Haushalte

niederschlagen könnten, würden strukturelle Faktoren die Auswirkungen möglicherweise noch verstärken.

Abbildung 6

Jahresänderungsraten der Preise für Wohn- und Gewerbeimmobilien in der EU und Sechsmonats-EURIBOR

(linke Skala: Index (Q1 2015 = 100); rechte Skala: in % p. a.)



Quellen: Eurostat und EZB.

Im Gewerbeimmobiliensektor zeichnete sich Ende 2024 eine gewisse Stabilisierung ab, doch sind noch immer signifikante Abwärtsrisiken vorhanden. Nach einer längeren Phase mit erheblichen Preiseinbußen stabilisierte sich der Abwärtstrend bei den Gewerbeimmobilienpreisen 2024. Im dritten Quartal 2024 blieb die Jahresänderungsrate zwar im negativen Bereich, doch die Preise für Gewerbeimmobilien gingen nicht mehr so stark zurück wie noch Mitte 2023. Das Transaktionsvolumen legte 2024 gegenüber dem Vorjahr leicht zu. Es war jedoch immer noch deutlich niedriger als vor Beginn der geldpolitischen Straffung. Das Gesamttransaktionsvolumen lag 2024 40 % unter dem Wert von 2022. Dieser Rückgang vollzog sich über alle wichtigen Arten von Immobilien und alle Länder hinweg. Die Stimmungsindikatoren weisen auf eine allgemein gedämpfte Entwicklung hin. Gleichwohl gibt es erste Anzeichen, dass sich die Gesamtnachfrage nach Gewerbeimmobilien in einigen Ländern angesichts der verbesserten Bedingungen belebt hat. Die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Preisentwicklung unterscheiden sich je nachdem, ob es sich um erstklassige Objekte handelt oder nicht.

Der Gewerbeimmobilienmarkt weist weiterhin erhebliche Anfälligkeiten auf, wird er doch nach wie vor sowohl von strukturellen als auch von zyklischen Faktoren negativ beeinflusst. Wenngleich die niedrigeren Zinsen dafür gesorgt haben, dass der unmittelbare Druck etwas gemindert wurde, müssen viele Gewerbeimmobilienunternehmen weiterhin operativen Herausforderungen begegnen. Diese beziehen sich insbesondere auf den Übergang zu umweltfreundlicheren und effizienteren Gebäuden. Die Risikoaussichten hängen in erster Linie davon ab, ob es den Unternehmen gelingt, diese operativen

Herausforderungen anzugehen. Aber auch der allgemeine Wirtschaftsausblick, der von erhöhter Unsicherheit geprägt ist, spielt eine Rolle.

1.2.3 Systemische Risiken

Risiko 6: Störung kritischer Finanzmarktinfrastrukturen einschließlich zentraler Gegenparteien

Die zentralen Gegenparteien (CCPs) erwiesen sich im Berichtszeitraum insgesamt weiterhin als widerstandsfähig. Die Risikoindikatoren der CCPs für das Jahr 2024 deuteten nicht darauf hin, dass die Bedenken hinsichtlich der Finanzstabilität zugenommen hätten. Die aggregierten vorfinanzierten Beträge zur Abdeckung des mit dem zentralen Clearing verbundenen Risikos blieben in den vergangenen vier Quartalen auf einem stabilen Niveau. Es gab auch keine Ausfälle von Clearingmitgliedern. Aufgrund temporärer Volatilitätsschübe sowie der erhöhten Unsicherheit waren teilweise hohe Nachschussforderungen (Margin Calls) zu bedienen, es wurde aber von keinen umfangreichen Liquiditätsengpässen bei den Clearingmitgliedern oder den Kunden berichtet.

Die Ergebnisse des CCP-Stresstests untermauern die Widerstandsfähigkeit der zentralen Gegenparteien in der EU. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) merkte jedoch an, dass ein bedeutender Anteil der Nachschusspflichten (Variation Margin Calls) im Stressszenario auf die Kunden überwältzt werden konnten. Im Juli 2024 veröffentlichte die ESMA die Ergebnisse ihres fünften CCP-Stresstests. Darin wird bestätigt, dass sich die 14 CCPs aus der EU sowie zwei CCPs aus dem Vereinigten Königreich gegenüber Kredit- und Liquiditätsrisiken in den Test-Szenarios insgesamt als widerstandsfähig erwiesen haben. Aus der Analyse wird ersichtlich, dass unter Stressbedingungen die umfangreichsten Liquiditätsanforderungen aus Variation Margin Calls auf die größten Finanzkonzerne entfallen. Zwar sollten diese Konzerne auf liquide Mittel zurückgreifen können, doch stellte die ESMA auch fest, dass ein erheblicher Teil der Variation Margin Calls im Stressszenario an Nichtbanken-Finanzintermediäre weitergereicht wird. Die Marktteilnehmer sollten auf jeden Fall wissen, wie sich Margin-Modelle in Stressphasen entwickeln, damit sie eine angemessene Vorsorge für Nachschussforderungen betreiben können.

Durch kürzere Abwicklungszyklen (Settlement Cycles) werden Sicherheiten freigesetzt. Im Mai 2024 wurde der Abwicklungszyklus für US-amerikanische Aktien und börsengehandelte Fonds (ETFs) von zwei Tagen auf einen Tag verkürzt.⁷ Grundsätzlich fördert ein kürzerer Abwicklungszyklus die Finanzstabilität, da niedrigere Rücklagen für Krisensituationen in Form von Margins gehalten werden

⁷ Die Europäische Kommission hat vor Kurzem vorgeschlagen, auch den Abwicklungszeitraum von Geschäften mit übertragbaren Wertpapieren in der EU von zwei Tagen (T+2) auf einen Tag (T+1) zu verkürzen. Siehe Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 in Bezug auf eine Verkürzung des Abwicklungszyklus in der Union.

müssen, wodurch es günstiger wird, an den Wertpapiermärkten zu investieren. Zudem bleiben weniger Transaktionen unabgewickelt, sodass die Glattstellung offener Positionen im Falle des Ausfalls eines Marktteilnehmers geordneter ablaufen würde.

1.2.4 Übergreifende Finanzstabilitätsrisiken

Systemweite Cyber-Sicherheitsvorfälle

Die Risiken für die Finanzstabilität durch Cybervorfälle sowie hybride Vorfälle blieben im vergangenen Jahr auf einem hohen Niveau. Die Anzahl der Cybervorfälle bei Kreditinstituten stieg im Jahr 2024 weiter an und lag auf dem höchsten Stand seit Beginn der Datenerhebung. Dies ist den Angaben von Banken zu entnehmen, die dem Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) unterliegen. Auch in Zukunft bleiben die Risiken für systemweite Cybervorfälle – vor allem im derzeitigen geopolitischen Umfeld – hoch. Großflächige Cybervorfälle können wichtige wirtschaftliche Funktionen beeinträchtigen, das Vertrauen schädigen und bereits bestehende Anfälligkeiten verstärken. Die Nutzung von künstlicher Intelligenz (KI) zur Durchführung komplexerer Cyberangriffe dürfte in Zukunft zunehmen. KI ermöglicht nicht nur den Finanzinstituten, Abwehrmaßnahmen zu ergreifen und ihre Systeme effektiver zu überwachen; auch Angreifer werden sich die Fähigkeiten der KI zunutze machen können. Diesen neuen Angriffsvektoren wird daher in Zukunft erhebliche Aufmerksamkeit gewidmet werden müssen. Die fortwährenden geopolitischen Spannungen könnten die anhaltend akute Bedrohungslage durch Cyberangriffe in Europa verschärfen. Der ESRB war im Berichtszeitraum aktiv an der Entwicklung von Instrumenten zur Eindämmung von Cyberrisiken beteiligt. Er veröffentlichte dazu im Betrachtungszeitraum einen Bericht und unterstützte die europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) bei der Einrichtung eines europaweiten Koordinierungsrahmens für systemische Cybervorfälle (siehe hierzu auch Abschnitt 2.1.4.).

Das europäische Finanzsystem war nicht unmittelbar von hybriden Bedrohungen betroffen, bleibt aber aufgrund seiner Vernetzung mit der kritischen Infrastruktur wachsam. Hybride Vorfälle gab es im Berichtszeitraum vor allem im nordisch-baltischen Raum. Dabei wurden überwiegend von Schiffen aus Anschläge auf die kritische Infrastruktur verübt, beispielsweise Sabotage an Unterseekabeln, die für das Funktionieren des Finanzsystems unerlässlich sind. Darüber hinaus zielten russische Desinformationskampagnen darauf ab, die Wahlen in der EU und in Deutschland zu beeinflussen und für politische Instabilität zu sorgen. Institutionelle und politische Stabilität sind das Fundament der europäischen Finanzstabilität. Die geopolitische Dynamik wird künftig eine wichtige Rolle bei der Entwicklung hybrider Bedrohungen spielen.

Klimabezogene Finanzstabilitätsrisiken

Hohe und möglicherweise das gesamte Finanzsystem betreffende Verluste könnten die Finanzinstitute in Mitleidenschaft ziehen, da diese sowohl direkt als auch indirekt den physischen Risiken und Transitionsrisiken im Zusammenhang mit der Erderwärmung und anderen Umweltrisiken ausgesetzt sind. Die Klimaerwärmung könnte auch zu Preiskorrekturen bei Vermögenswerten führen, die durch den Ausstieg aus fossilen Brennstoffen massiv an Wert verlieren (Stranded Assets). Außerdem könnten die Verluste aufgrund von Naturkatastrophen zunehmen. Grundsätzlich müssen die Behörden dringend Instrumente entwickeln, um klimabezogene Finanzstabilitätsrisiken besser überwachen und bewerten zu können. Diesbezüglich veröffentlichte der ESRB im April 2024 einen Bericht darüber, wie klimabezogenen Risiken in auf den IFRS basierenden Abschlüssen Rechnung getragen werden sollte.⁸

Geopolitische Spannungen

Die Risiken infolge geopolitischer Spannungen nahmen im Berichtszeitraum zu (siehe auch Kasten 3). Sollten sich die geopolitischen Spannungen deutlich verschärfen, könnten mehrere der oben aufgeführten Hauptrisiken zum Tragen kommen. So könnte es zu einer breit angelegten Korrektur der Vermögenspreise und folglich zu einem Anstieg des Kredit-, des Zinsänderungs- und des Liquiditätsrisikos kommen. In einem adversen Szenario könnten sinkende Vermögenspreise, abrupt steigende Rohstoffpreise, eine knappere Marktliquidität und angespanntere Refinanzierungsbedingungen sowie Handels- und Lieferkettenstörungen erhebliche negative Folgen für das globale Finanzsystem haben.

Kasten 3

Handels- und Finanzverflechtungen mit geopolitisch entfernten Ländern

Die Risikolage in der EU wurde 2024 erheblich durch unkonventionelle Risiken im Zusammenhang mit zunehmenden handels- und geopolitischen Spannungen beeinflusst. Infolgedessen mussten die verantwortlichen Behörden neue Indikatoren in ihr bestehendes Instrumentarium zur Risikoeinschätzung integrieren. So wurden beispielsweise risikobasierte geopolitische Messgrößen entwickelt, die unterschiedliche Länder und Sektoren umfassen.

Im vorliegenden Kasten wird ein Indikator vorgestellt, der von mehreren Finanzstabilitätsbehörden verwendet wird und es ihnen ermöglicht, die wirtschaftlichen und finanziellen Risikopositionen gegenüber „geopolitisch entfernten“ Ländern einzuordnen. Der Indikator basiert auf dem

⁸ Siehe ESRB, *Climate-related risks and accounting*, April 2024.

Abstimmungsverhalten bei den Vereinten Nationen. Länder mit deutlich anderem Abstimmungsverhalten als die EU-Mitgliedstaaten werden als „geopolitisch entfernt“ definiert (Bailey et al., 2017; Javorcik et al., 2022; Borin et al., 2023).⁹ ¹⁰ Sobald die geopolitisch entfernten Länder identifiziert wurden, können die finanziellen und handelsbezogenen Risikopositionen gegenüber diesen Ländern eingeschätzt werden.¹¹ Der Indikator beruht auf der Hypothese, dass erhöhte finanzielle und handelsbezogene Risikopositionen gegenüber geopolitisch entfernten Ländern die negativen Auswirkungen geopolitischer Schocks verstärken und dadurch die Anfälligkeiten innerhalb dieser Volkswirtschaften verschärfen könnten.¹²

⁹ Siehe M. Bailey, A. Strezhnev und E. Voeten, Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data, *Journal of Conflict Resolution*, Bd. 61, Nr. 2, 2017, S. 430-456; B. Javorcik, L. Kitzmueller, H. Schweiger und A. Yildirim, Economic Costs of Friend-Shoring, Working Paper des CESifo, Nr. 10869, 2023; A. Borin, G. Cariola, E. Gentili, A. Linarello, M. Mancini, T. Padellini, L. Panon und E. Sette, Inputs in Geopolitical Distress: A Risk Assessment Based on Micro Data, Occasional Paper der Banca d'Italia, Nr. 819, 2023.

¹⁰ Die Daten umfassen die Stimmabgaben in den Sitzungen Nr. 1 bis 78 der Generalversammlung der Vereinten Nationen (1946-2023). Es werden die Abstimmungspräferenzen jedes einzelnen Landes in jeder Sitzung berücksichtigt. Die wichtigsten zur Abstimmung stehenden Themen wurden sechs Hauptkategorien zugeordnet: Kolonialismus, Naher Osten, nukleare Angelegenheiten, Abrüstung, Menschenrechte und wirtschaftliche Fragen. Eine Abstimmung kann auch in mehrere Kategorien oder in keine Kategorie passen. Anhand dieser Kategorien gelten die Vereinigten Staaten nicht als geopolitisch entferntes Land. Die Auswirkungen der erheblichen Handelsbeschränkungen der US-Regierung auf die Finanzstabilität werden in Kasten 1 gesondert erörtert.

¹¹ Die Länder, die gemäß dem Abstimmungsverhalten bei den Vereinten Nationen im Jahr 2023 in das oberste Terzil der Verteilung der geopolitischen Distanz gegenüber der EU fallen und somit als geopolitisch entfernte Länder zählen, sind: Afghanistan, Ägypten, Algerien, Angola, Äquatorialguinea, Aserbaidshan, Bahrain, Bangladesch, Belarus, Bolivien, Brunei, Burkina Faso, Burundi, China, Dschibuti, Eritrea, Gambia, Ghana, Guinea-Bissau, Indonesien, Irak, Iran, Jordanien, Kambodscha, Kasachstan, Katar, Kirgisistan, Komoren, Kongo, Kuba, Kuwait, Laos, Lesotho, Libanon, Libyen, Madagaskar, Malaysia, Malediven, Mali, Mauretanien, Mongolei, Namibia, Nicaragua, Niger, Nigeria, Nordkorea, Oman, Russland, São Tomé und Príncipe, Saudi-Arabien, Senegal, Simbabwe, Somalia, Sri Lanka, Südafrika, Sudan, Syrien, Tadschikistan, Tunesien, Turkmenistan, Uganda, Usbekistan, Vereinigte Arabische Emirate und Vietnam.

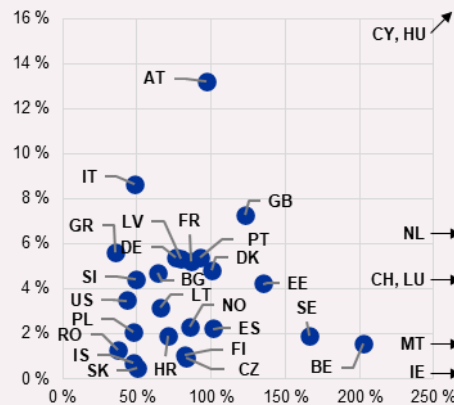
¹² Dabei gilt es zu beachten, dass geopolitische Distanz nicht zwangsläufig vor Störungen der Handels- und Finanzverflechtungen schützt, da diese auch durch Ereignisse wie Handelskriege, Lieferkettenstörungen oder Pandemien ausgelöst werden können. Allerdings sind die engen militärischen, diplomatischen und strategischen Beziehungen, die in der Regel zwischen geopolitisch nahen Ländern bestehen, wichtige Faktoren, durch die solche Schocks abgemildert bzw. verkürzt werden können.

Abbildung A

Finanz- und Handelsverflechtungen mit geopolitisch entfernten Ländern im Jahr 2023

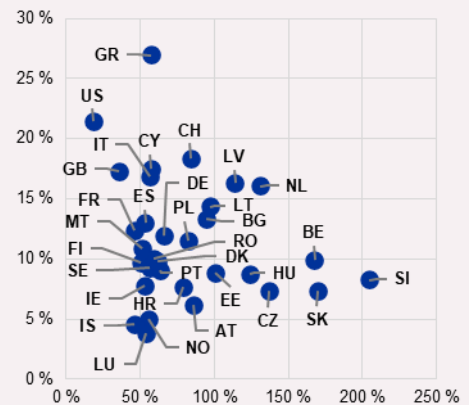
a) Finanzverflechtungen

(x-Achse: Direktinvestitionen in % des BIP; y-Achse: Anteil der Direktinvestitionen in und aus geopolitisch entfernten Ländern in %)



b) Handelsverflechtungen

(x-Achse: Handel in % des BIP; y-Achse: Anteil des Handels mit geopolitisch entfernten Ländern in %)



Quellen: IWF und ESRB-Berechnungen.

Anmerkung: „Geopolitisch entfernte Länder“ sind definiert als die Länder im obersten Terzil der Verteilung der geopolitischen Distanz gegenüber den EU-Mitgliedstaaten im Jahr 2023. Die Werte zu den Direktinvestitionen werden als Summe aus den Mittelzuflüssen und -abflüssen der Referenzländer im Jahr 2023 gegenüber den ausländischen Gegenparteien ermittelt. Die Angaben zum Handel werden gemessen als die Summe der Warenimporte und -exporte im Jahr 2023. Die relative Positionierung der Länder erweist sich auch bei Einbeziehung von Dienstleistungsimporten und -exporten als im Allgemeinen robust. Die auf Malta bezogenen Angaben zum Handel enthalten auch die Versicherungskosten für den Transit und die Frachtkosten für den Warentransport.

Die meisten EU-Länder haben relativ moderate finanzielle und realwirtschaftliche Verflechtungen mit geopolitisch entfernten Ländern.

Die Grafiken in Abbildung A zeigen die finanziellen und realwirtschaftlichen Verflechtungen der EU. Die Direktinvestitionen aus den EU-Ländern in geopolitisch entfernte Länder und umgekehrt werden als Näherungswert für die finanziellen Verflechtungen herangezogen, während das Volumen der Importe und Exporte als Näherungswert für die Handelsverflechtungen verwendet wird. In beiden Grafiken sind auf der x-Achse die Direktinvestitionen und die Handelspositionen als prozentualer Anteil des BIP angegeben, während auf der y-Achse der Anteil der Direktinvestitionen und des Handels gegenüber den identifizierten geopolitisch entfernten Ländern angezeigt wird. Die Analyse zeigt, dass die meisten Länder im und um den unteren linken Teil dieser Grafiken angesiedelt sind. Dies deutet darauf hin, dass sowohl die allgemeinen als auch die spezifischen Verflechtungen mit geopolitisch entfernten Ländern vergleichsweise gering sind. Allerdings gibt es mehrere Ausreißer. Diese Länder zeichnen sich nicht nur durch ihren generellen Offenheitsgrad bei Finanzen und Handel aus, sondern auch durch ihre starke Verflechtung mit den als geopolitisch entfernt identifizierten Ländern. Die Ergebnisse unterstreichen, wie wichtig es ist, diese Länder genau zu beobachten, da sie aufgrund ihrer erheblichen Verflechtungen mit geopolitisch entfernten Ländern anfälliger für die negativen Auswirkungen geopolitischer Schocks werden könnten.

1.3 Regelmäßige Risikoüberwachung und Risikoeinschätzung

Der ESRB führte seine regelmäßigen Überwachungsaktivitäten fort und erarbeitete adverse Szenarios für die von den ESAs durchgeführten Stresstests. In Abschnitt 1.3.1 werden die adversen Szenarios beschrieben, die der ESRB der ESMA und der EBA zur Verfügung gestellt hat und die im Berichtszeitraum des Jahresberichts veröffentlicht wurden. Darüber hinaus wird in diesem Abschnitt das Szenario vorgestellt, das für einen systemweiten Klimastresstest entwickelt wurde, und es werden die Fortschritte bei der Entwicklung eines Liquiditätsstresstests für das Finanzsystem in der EU dargelegt. Abschnitt 1.3.2 enthält zwei Kästen, in denen die Risikoüberwachung bzw. -einschätzung des ESRB in Bezug auf bestimmte Finanzinstitute außerhalb des Bankensektors (siehe Kasten 4) und im Hinblick auf synthetische Verbriefungen (siehe Kasten 5) zusammengefasst werden.

1.3.1 Stresstestszenarios

Stresstests helfen dabei, die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zu beurteilen. Sie simulieren, wie widerstandsfähig Finanzinstitute unter hypothetischen negativen wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen sind, und tragen damit zum Risikomanagement und zur Krisenprävention bei. Gemäß ihren jeweiligen Mandaten sind die ESAs dazu verpflichtet, im Rahmen ihrer Zuständigkeiten und in Zusammenarbeit mit dem ESRB auf EU-Ebene Stresstests zu koordinieren. Solche Stresstests unterstützen die Regulierungs- und Aufsichtsbehörden dabei, die Widerstandsfähigkeit der einzelnen Finanzinstitute zu prüfen, und helfen auch bei der Erkennung von Risiken und Anfälligkeiten im Finanzsystem insgesamt. Im Zuge der Zusammenarbeit mit den ESAs liefert der ESRB die adversen Szenarios für die Stresstests. Technisch unterstützt wird er hierbei von der EZB. Jedes Szenario spiegelt die Einschätzung des ESRB bezüglich der Risiken und wesentlichen Schwachstellen im Finanzsystem zum jeweiligen Zeitpunkt wider.

Der ESRB stellte im Berichtszeitraum drei adverse Szenarios für die sektoralen Stresstests zur Verfügung. Sie waren jeweils auf die Bedürfnisse der ESA ausgerichtet, die den Stresstest koordinierte.¹³ Je nach Art der Finanzinstitute, die Gegenstand des jeweiligen Stresstests sind, berücksichtigen die einzelnen Szenarios die spezifischen Geschäftsmodelle und Risikoprofile. Dementsprechend wurden die Szenarios in enger Zusammenarbeit mit der zuständigen ESA entworfen und intensiv mit den ESRB-Mitgliedsinstitutionen diskutiert.

Im Dezember 2024 lieferte der ESRB der ESMA dann das adverse Szenario für den Stresstest 2024 für Geldmarktfonds. Dieses Szenario spiegelt eine Verschärfung der geopolitischen Spannungen vor dem Hintergrund der erhöhten

¹³ Alle für diese aufsichtlichen Stresstests verwendeten Szenarios werden auf der [Website](#) des ESRB veröffentlicht.

Unsicherheit wider, die sich aus zahlreichen Konflikten weltweit ergibt. Die Folgen sind steigende Rohstoffpreise und Inflation, wodurch die Zinserwartungen an den Märkten steigen. Dies führt wiederum zu einer rasch zunehmenden Volatilität der Vermögenspreise, die durch eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen und die schwächeren gesamtwirtschaftlichen Aussichten ausgelöst wird. Angesichts erheblicher Störungen an den Finanzmärkten sind die Renditeabstände von Unternehmens- und Staatsanleihen besonders betroffen. Insgesamt führt dieses Umfeld zu einer abrupten Verlangsamung der Marktaktivität und deutlichen Liquiditätsengpässen. Die Märkte sehen sich gezwungen, die Preise von finanziellen Vermögenswerten und Immobilien unvermittelt neu zu bewerten bzw. nach unten zu korrigieren.

Im Januar 2025 stellte der ESRB das adverse Szenario für den von der EBA koordinierten EU-weiten Stresstest des Bankensektors 2025 zur Verfügung. Es umfasst ein makrofinanzielles Szenario, das sich über einen Zeitraum von drei Jahren erstreckt, sowie eine Marktrisikokomponente mit einem Zeithorizont von drei Monaten. Dieses Szenario ähnelt dem bereits oben beschriebenen Szenario. Es geht von einer starken Eskalation der geopolitischen Spannungen aus, die weltweit mit einer zunehmend nationalen Ausrichtung der Handelspolitik einhergeht. Wesentliche Komponenten des Szenarios sind eine erhebliche, breitflächige Korrektur der Vermögenspreise und ein über den Zeithorizont hinweg drastischer BIP-Rückgang. Ausschlaggebend hierfür sind umfangreiche und anhaltende negative Handels- und Vertrauensschocks, die die privaten Konsumausgaben und Investitionen sowohl im Inland als auch weltweit stark beeinträchtigen. Der anfängliche Inflationsdruck, der sich aus Störungen der Lieferketten und gestiegenen Energiepreisen ergibt, wird schließlich durch den anhaltenden Nachfragerückgang abgemildert. Das Szenario ist schwerwiegender als die 2024 von der Bank of England und vom Federal Reserve System verwendeten Szenarios, was zum Teil durch die unterschiedlichen konjunkturellen und strukturellen Eigenschaften der dem Stresstest unterworfenen Binnenwirtschaft bedingt ist.

Zum Ende des Berichtszeitraums lieferte der ESRB der EIOPA im März 2025 zwei adverse Szenarios für den Stresstest 2025 der Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung. Der Stresstest konzentriert sich auf das Liquiditätsrisiko. Er umfasst zwei unterschiedliche Stressszenarios, die darauf abzielen, die liquiditätsbezogenen Anfälligkeiten dieser Einrichtungen im Falle einer starken Zinsänderung nach oben und nach unten zu bewerten. Die Szenarios sind so kalibriert, dass sie einige wichtige Merkmale der „Gilt-Krise“ von September 2022 nachahmen, die Liquiditätsengpässe bei Pensionsfonds im Vereinigten Königreich zur Folge hatte. Daneben spiegeln sie auch das Eintreten geopolitischer Risiken wie oben beschrieben wider. Im Szenario „Zinsstrukturkurve nach oben“ führen angebotsseitige Handelsstörungen und Preissprünge bei Rohstoffen zu Inflationsdruck und einer Aufwärtsverschiebung der Swap-Kurven. Im Gegensatz dazu unterstellt das Szenario „Zinsstrukturkurve nach unten“ nachfrageseitige Probleme und einen Vertrauensverlust an den Finanzmärkten, die mit einer Abwärtsverschiebung der Swap-Kurve einhergehen. In beiden Szenarios verschlechtern sich die Konjunkturaussichten; gravierender Stress an den Finanzmärkten, ungeordnete Anpassungen der Vermögenspreise und ein deutlicher

Anstieg der Risikoprämien für Staats- und Unternehmensanleihen sind die Folge. Insgesamt ist das Szenario „Zinsstrukturkurve nach unten“ schwerwiegender, da es hier zu einem stärkeren und dauerhafteren Konjunkturabschwung kommt.

Neben den oben beschriebenen sektoralen Szenarios entwickelte der ESRB drei Szenarios für eine einmalige systemweite Analyse – die „Fit für 55“-Klimarisiko-Szenarioanalyse. Die Europäische Kommission forderte die ESAs und die EZB auf, die Widerstandsfähigkeit des EU-Finanzsektors dahingehend zu bewerten, inwieweit dieser klimabezogenen Schocks standhalten und die grüne Transformation auch unter Stressbedingungen unterstützen kann. Dabei wurde gemäß einem Top-Down-Ansatz das Finanzsystem als Ganzes betrachtet, einschließlich Banken, Investmentfonds, Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung und Versicherungswesen in der EU. Der ESRB legte ein Basisszenario und zwei adverse Szenarios vor. Im Basisszenario entwickeln sich die Wirtschaft und das Finanzsystem gemäß den makroökonomischen und finanziellen Bedingungen, die eine geordnete grüne Transformation ermöglichen. In den beiden adversen Szenarios wird die Entwicklung wichtiger wirtschaftlicher und finanzieller Variablen in hypothetischen adversen Situationen aufgezeigt, die durch das Eintreten klimabezogener und/oder makrofinanzieller Risiken ausgelöst werden. Die Szenarios wurden Ende 2023 finalisiert und im November 2024 während des Berichtszeitraums zusammen mit den Ergebnissen der Untersuchung durch die ESAs und die EZB veröffentlicht.¹⁴

Um die systemweite Dynamik von Liquiditätsrisiken besser zu verstehen, entwickelte der ESRB einen Liquiditätsstresstest, der das gesamte Finanzsystem in der EU abdeckte. Ziel dieses Stresstests war es, die Verflechtungen innerhalb der und zwischen den EU-Sektoren zu verstehen und die Auswirkungen eines aggregierten Liquiditätsschocks in der EU zu quantifizieren. Er erstreckte sich auf Banken, Investmentfonds und Versicherungsgesellschaften innerhalb der EU. Der systemweite Liquiditätsstresstest bestand aus zwei Komponenten. Beide basierten auf einem Top-Down-Stresstestmodell und berücksichtigten sowohl EU-weite als auch nationale Perspektiven. Die erste Komponente stützte sich auf bereits bestehende nationale Modelle für systemische Liquiditätsstresstests, wobei Daten auf Einzelinstitutsebene zum Tragen kamen. Im Rahmen der zweiten Komponente wurde ein Stresstestinstrument entwickelt, mit dem Simulationen für mehrere Länder über Finanzsektoren hinweg gemeinsam durchgeführt werden konnten. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass ein adverses Liquiditätsstressszenario, das die Spannungen der letzten Jahre widerspiegelt, zu einem Abwärtsdruck auf die Vermögenspreise führen und die anfänglichen Liquiditätsspannungen weiter verstärken könnte. Ein tieferes Verständnis der sektor- und vermögenswertübergreifenden Risikopositionen innerhalb des EU-Finanzsystems wird dem ESRB bessere Einblicke darin gewähren, welche Bedingungen einen abrupten Liquiditätsengpass an den Finanzmärkten zur Folge haben könnten und welche Auswirkungen ein solcher Engpass auf die Wirtschaft allgemein hätte. Die Ergebnisse dieses systemweiten Liquiditätsstresstests wurden im November 2024 vom Verwaltungsrat des ESRB erörtert. Die Arbeiten wurden in

¹⁴ Die Ergebnisse werden in einem gemeinsamen Bericht der ESAs und der EZB erörtert. Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in der entsprechenden [EZB-Pressemitteilung](#).

einem Occasional Paper dokumentiert, das nach dem Berichtszeitraum veröffentlicht wird.

1.3.2 Überwachung von bestimmten Finanzinstituten außerhalb des Bankensektors und Verbriefungsmärkten

Der ESRB überwacht und beurteilt die Risiken bestimmter Nichtbank-Finanzinstitute. Zudem ist er gesetzlich verpflichtet, die von den Verbriefungsmärkten ausgehenden Risiken für die Finanzstabilität zu überwachen. Diese Tätigkeiten ergänzen die in Abschnitt 1.1 dargestellte allgemeine Risikoüberwachung. Sie werden in den zwei nachfolgenden Kästen näher beschrieben.

Kasten 4

Überwachung von Risiken im Zusammenhang mit der Finanzintermediation durch Nichtbanken

In seinem EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2024 (NBFI Monitor) skizzierte der ESRB seine Tätigkeiten zur Überwachung der systemischen Risiken und Anfälligkeiten im Zusammenhang mit Finanzintermediären außerhalb des Bankensektors im Jahr 2023. Der Bericht wurde im Juni 2024 veröffentlicht und hebt drei solcher Risiken und Anfälligkeiten hervor. Erstens kann die übermäßige Nutzung von Hebelfinanzierungen Liquiditäts- und Marktrisiken erhöhen und darüber hinaus Schocks auf das Finanzsystem übertragen und verstärken. In dieser Ausgabe des Berichts wird betont, dass umfangreiche Hebelfinanzierungen, die üblicherweise mit alternativen Investmentfonds in Zusammenhang gebracht werden, auch bei Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) zum Tragen kommen können. So zeigt sich, dass OGAW, die hedgefondsähnliche Strategien verfolgen, eine Hebelfinanzierung von über 300 % erreichen können. Zweitens konzentriert sich der Bericht auch auf die wechselseitigen Verflechtungen, die Risiken im gesamten Finanzsystem verstärken und verbreiten können. Die Verflechtungen im Investmentfondssektor (d. h. Investmentfonds halten Anteile an anderen Investmentfonds) haben in den letzten Jahren zugenommen. Dies führt zu langen Intermediationsketten und steigert die Komplexität im Finanzsystem. Drittens engagieren sich Investmentfonds und sonstige Finanzinstitute intensiv an vielen Finanzmärkten, und es bestehen starke Portfolio-Überlappungen zwischen institutionellen Anlegern. In Stressphasen können solche Konzentrationen Vermögenspreisrückgänge verstärken und eine Verschlechterung der Liquiditätsbedingungen bewirken.

Der NBFI Monitor 2024 enthält drei Sonderbeiträge, in denen es um eine bessere Identifizierung von Risiken geht. Der erste Sonderbeitrag behandelt die Eigentümerstruktur von Verwaltungsgesellschaften von Investmentfonds mit Sitz in der EU. Daraus geht hervor, dass die meisten Fondsmanager in der EU mit

Bankengruppen verbunden sind, während Vermögensverwalter in den Vereinigten Staaten tendenziell unabhängig sind. Mit Blick auf die Finanzstabilität kommt der Beitrag zu dem Schluss, dass derartige Verflechtungen bei der Eigentümerstruktur Reputations- und Unterstützungsrisiken auslösen können. So kam es im Jahr 2023 zu Mittelabflüssen bei von der Credit Suisse verwalteten Fonds, wohl weil sich die Anleger um die Stabilität der Bank sorgten. Dabei ist das Fondsvermögen im Falle einer Insolvenz des Vermögensverwalters oder der Muttergesellschaft abgesichert. Der zweite Sonderbeitrag gibt einen Überblick über den Private-Finance-Markt in der EU und hebt Anfälligkeiten im Zusammenhang mit Hebelfinanzierungen, wechselseitigen Verflechtungen und Bewertungsunsicherheit hervor. So sind Portfoliounternehmen aufgrund umfangreicher Hebelfinanzierungen anfällig gegenüber einer Verschlechterung des Wirtschaftswachstums und gegenüber einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen. Das Fazit des Beitrags ist, dass Private Finance in der EU kein unmittelbares systemisches Risiko darstellt. Zugleich wird jedoch angemahnt, dass die Systemrelevanz dieser Branche aufgrund ihres starken Wachstums zunehmen könnte. Im dritten Sonderbeitrag wird die internationale Dimension von Geldmarktfonds mit Sitz in der EU untersucht. Der Analyse zufolge sind die in der EU ansässigen Geldmarktfonds überwiegend in Nicht-EU-Währungen wie US-Dollar und Pfund Sterling denominiert. Diese Fonds weisen eine globale Dimension auf: Sie ziehen Anleger außerhalb der EU an, bieten Emittenten und Kreditnehmern aus Nicht-EU-Ländern mehr Finanzierungsmöglichkeiten als Unternehmen aus der EU und spielen eine wichtige Rolle an den Märkten für kurzfristige Refinanzierung in anderen Währungen als dem Euro, insbesondere in Pfund Sterling. Der Beitrag kommt zu dem Schluss, dass die im Vergleich zu den Vereinigten Staaten und zum Vereinigten Königreich weniger strengen aufsichtsrechtlichen Vorschriften in der EU aufgrund des globalen Charakters von Geldmarktfonds die Finanzstabilität gefährden könnten, da die Fonds anfälliger für die Übertragung von Schocks von einem Markt auf einen anderen sein könnten.

Kasten 5

Überwachung der Risiken am Markt für Verbriefungen in der EU

Im März 2025 erörterte und billigte der Verwaltungsrat des ESRB einen Bericht, der sich damit befasste, welche Implikationen die Ausweitung der Kriterien für einfache, transparente und standardisierte (simple, transparent and standardised – STS) Verbriefungen auf bilanzwirksame Verbriefungen für die Finanzstabilität hat. Mit der EU-Verbriefungsverordnung wird dem ESRB die makroprudenzielle Aufsicht über den Verbriefungsmarkt in der EU übertragen. Im Jahr 2021 wurde der ESRB im Zuge von Änderungen an der Verbriefungsverordnung beauftragt, zu bewerten, wie sich die Ausweitung der STS-Kriterien auf bilanzwirksame Verbriefungen auf die Finanzstabilität auswirkt, und seine Ergebnisse in einem Bericht zu veröffentlichen. Anders als bei traditionellen

„True Sale“-Verbriefungen verbleiben die zugrunde liegenden Forderungen im Falle von bilanzwirksamen Verbriefungen in der Bilanz des Originators, und das Kreditrisiko wird mittels einer Besicherungsvereinbarung an den Anleger übertragen. Der Bericht wurde erst nach Ende des Berichtszeitraums veröffentlicht.

Der Bericht kommt zu dem Schluss, dass die Ausweitung der STS-Kriterien auf bilanzwirksame Verbriefungen keine signifikanten Risiken für die Finanzstabilität mit sich gebracht hat. Diese Schlussfolgerung ergibt sich aus vier wesentlichen Faktoren. Erstens sind die Kreditportfolios, die bilanzwirksamen STS-Verbriefungen zugrunde liegen, gemessen an den Bilanzsummen der originierenden Banken klein. Zweitens müssen die von privaten Anlegern gestellten Kreditabsicherungen mit Sicherheiten unterlegt sein, wodurch das Gegenparteirisiko gemindert wird. Drittens scheinen die Kreditportfolios, die bilanzwirksamen STS-Verbriefungen zugrunde liegen, eine hohe Bonität aufzuweisen. Viertens wird der Großteil des Risikos auf Investmentfonds und Pensionseinrichtungen übertragen, die überwiegend außerhalb des Euroraums ansässig sind.

Im Bericht wird darauf hingewiesen, dass sich diese Einschätzung ändern kann, wenn sich die Marktlage und die regulatorischen Bestimmungen verändern. Konkret wird angemerkt, dass im Falle einer Marktexpansion auch eine Überwachung und Bewertung der Risiken erforderlich wäre, die aus prozyklischen Effekten und Verflechtungen entstehen könnten. Prozyklische Effekte könnten sich ergeben, wenn es zu einer Neubewertung der Risikogewichte kommt oder wenn Kreditrisiken nicht an Investoren übertragen werden können; beides kann bei schweren Konjunkturabschwüngen Auswirkungen auf die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen haben. Durch Verflechtungen können sich Risiken im gesamten Finanzsystem ausbreiten. Sind diese Verflechtungen zudem undurchsichtig und dadurch schwer zu überwachen und einzuschätzen, können sich Ansteckungskanäle auftun. Schließlich wird in dem Bericht auch darauf hingewiesen, dass etwaige regulatorische Änderungen am STS-Rahmen gründlich geprüft werden sollten, um sicherzustellen, dass dadurch keine neuen Quellen für systemische Risiken entstehen.

2 Maßnahmen des ESRB zur Abwendung systemischer Risiken

Im Berichtszeitraum setzte der ESRB seine Arbeit an mehreren wichtigen Themen im Zusammenhang mit sektorübergreifenden und grenzüberschreitenden Maßnahmen fort. Um seinem Mandat nachzukommen, die makroprudenzielle Aufsicht über das Finanzsystem in der EU auszuüben und dadurch einen Beitrag zur Abwendung oder Eindämmung von Systemrisiken für die Finanzstabilität zu leisten,¹⁵ muss der ESRB eine systemweite Perspektive einnehmen. Dieser Ansatz spiegelt sich im konzeptionellen Rahmen wider, den der ESRB als Reaktion auf die Konsultation der Europäischen Kommission zur Angemessenheit makroprudenzieller Maßnahmen für die Finanzintermediation durch Nichtbanken entwickelt hat. Der ESRB hat diesen Ansatz auf drei Geschäftstätigkeiten angewandt, die er für die Finanzstabilität als wichtig erachtet: Vermögensverwaltung, Clearing und Kreditvergabe. In seiner Antwort an die Kommission schlug der ESRB auch sektorübergreifende Maßnahmen vor, um die Finanzstabilitätsrisiken zu bekämpfen, die von Kryptowerten und damit verbundenen Tätigkeiten sowie von Margin Calls ausgehen. Darüber hinaus arbeitete er weiter an Vorschlägen für Maßnahmen, die dazu beitragen sollen, einige der in Abschnitt 1 beschriebenen Risiken abzuwenden oder einzudämmen. Dazu zählen unter anderem Finanzstabilitätsrisiken, die von systemweiten Cyber-Sicherheitsvorfällen sowie von der Entwicklung an den Gewerbe- und Wohnimmobilienmärkten ausgehen. Eine Zusammenfassung der Arbeiten des ESRB an systemweiten Maßnahmen findet sich in Abschnitt 2.1.

Zudem entwickelte der ESRB seine sektorspezifischen Maßnahmen weiter, da diese auch die Stabilität des gesamten Systems fördern. Mit Blick auf den Bankensektor zählte hierzu die Anwendung des zuvor geschaffenen Rahmens zur Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung, der alle ESRB-Mitglieder bei makroprudenziellen Entscheidungen unterstützen soll. Außerdem veröffentlichten der ESRB und die EZB im Januar 2025 einen gemeinsamen Bericht, der darauf abzielt, das Know-how in Bezug auf die Umsetzung positiver neutraler Ansätze zur Festlegung der antizyklischen Kapitalpuffer (CCyBs) in Europa zu vertiefen. Eine Zusammenfassung dieser Arbeiten findet sich in Abschnitt 2.2. Um die Widerstandsfähigkeit von Nichtbanken zu erhöhen, schlug der ESRB Änderungen einiger Aufsichtsregeln vor, auf die sich die Gesetzgeber der EU im vorangegangenen Berichtszeitraum geeinigt hatten. Darüber hinaus beriet der ESRB die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) und die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) zu makroprudenziellen Aspekten bestimmter Level-2- und Level-3-Gesetzestexte, an denen die europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) zur Umsetzung der neuen Aufsichtsregeln arbeiteten. Hierzu zählen

¹⁵ Siehe Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 1.

Vorschläge und Empfehlungen zu den aufsichtlichen Regelungen für zentrale Gegenparteien (CCPs), Investmentfonds und Versicherer. Eine Zusammenfassung dieser sektorspezifischen Arbeiten des ESRB findet sich in Abschnitt 2.3.

2.1 Maßnahmen gegen das Entstehen von Anfälligkeiten und Risiken im gesamten Finanzsystem

Der ESRB setzte seine Arbeit an mehreren wichtigen Themen im Zusammenhang mit sektorübergreifenden und grenzüberschreitenden Maßnahmen fort. Im Rahmen seiner Antwort auf die Konsultation der Europäischen Kommission zur Bewertung der Angemessenheit makroprudenzieller Maßnahmen für die Finanzintermediation durch Nichtbanken unterbreitete der ESRB mehrere Vorschläge, die einen systemweiten Ansatz widerspiegeln und somit über Nichtbanken hinausgehen (siehe Abschnitt 2.1.1). Diese Vorschläge umfassen auch Maßnahmen, die dazu beitragen sollen, Finanzstabilitätsrisiken zu begegnen, die von Kryptowerten und damit verbundenen Aktivitäten (siehe Abschnitt 2.1.2) sowie von Margin Calls (siehe Abschnitt 2.1.3) ausgehen. Darüber hinaus arbeitete der ESRB weiter an Vorschlägen für Maßnahmen zur Abwendung bzw. Eindämmung von Finanzstabilitätsrisiken, die von systemweiten Cyber-Sicherheitsvorfällen (siehe Abschnitt 2.1.4), der Entwicklung an den Gewerbe- und Wohnimmobilienmärkten (siehe Abschnitt 2.1.5) sowie von Zinsschwankungen (siehe Abschnitt 2.1.6) ausgehen. In den folgenden Abschnitten wird die diesbezügliche Arbeit des ESRB näher beschrieben.

2.1.1 Ein systemweiter Ansatz für die makroprudenzielle Politik

Im November 2024 veröffentlichte der ESRB einen Bericht, in dem er einen systemweiten Ansatz für die makroprudenzielle Politik darlegte und auf Bereiche hinwies, in denen die Europäische Kommission gesetzgeberisch tätig werden könnte.¹⁶ Damit reagierte der ESRB auf die gezielte Konsultation der Kommission zur Bewertung der Angemessenheit makroprudenzieller Maßnahmen für die Finanzintermediation durch Nichtbanken. Der Bericht liefert einen konzeptionellen Rahmen, der den bisherigen Fokus auf die Unternehmen mit einem Fokus auf die Geschäftstätigkeit kombiniert und somit einen systemweiten Ansatz für die makroprudenzielle Politik verfolgt. Ein wesentlicher Aspekt dieses Ansatzes besteht darin, dass die Schwachstellen und Risiken unter Berücksichtigung der Geschäftsmodelle der verschiedenen Arten von Unternehmen betrachtet werden. In seinem Bericht fordert der ESRB die Kommission auf, diesen systemweiten Ansatz bei der regelmäßigen Überprüfung von Rechtsvorschriften und bei der Prüfung neuer Rechtsvorschriften zu nutzen.

¹⁶ Siehe ESRB, *A system-wide approach to macroprudential policy*, November 2024.

Der ESRB verfolgt diesen systemweiten Ansatz in Bezug auf drei Geschäftstätigkeiten – Vermögensverwaltung, Clearing und Kreditvergabe – und hat diesbezüglich Vorschläge für mittelfristige Maßnahmen unterbreitet.

Diese Geschäftstätigkeiten wurden ausgewählt, weil sie tatsächlich oder potenziell eine bedeutende grenzüberschreitende Dimension haben. Deshalb ist ihre Widerstandsfähigkeit nach Auffassung des ESRB von entscheidender Bedeutung für eine erfolgreiche Spar- und Investitionsunion. Was die Vermögensverwaltung betrifft, so wird im Bericht festgestellt, dass diese Tätigkeit in unterschiedlicher Form von verschiedenen Unternehmen durchgeführt wird, von denen einige ähnliche Anfälligkeiten aufweisen wie Investmentfonds. Die derzeitigen Regulierungsvorschriften berücksichtigen die potenziellen Auswirkungen auf die Finanzstabilität nicht ausreichend, und einige Unternehmen unterliegen keiner EU-weiten Regulierung. Dementsprechend wird die Europäische Kommission in dem Bericht aufgefordert, die Ausweitung des regulatorischen Umfangs und die Einführung von Meldepflichten für undurchsichtigere Formen der Vermögensverwaltung zu erwägen. In Bezug auf Clearing wird im Bericht festgestellt, dass es an Kassa- und Repomärkten für Staatsanleihen in den letzten Jahren zu mehreren illiquiden Phasen sowie zu Funktionsstörungen gekommen ist. Ein stärker zentralisiertes Clearing dieser Märkte könnte die Häufigkeit und/oder den Schweregrad solcher Episoden verringern. Dementsprechend wird die Europäische Kommission in dem Bericht aufgefordert, die Einführung von Margin-Anforderungen für bilateral geclearte Kassa- und Repo-Transaktionen mit Staatsanleihen zu erwägen, um Hemmnisse für das zentrale Clearing zu beseitigen und Möglichkeiten zur Erleichterung des zentralen Clearings solcher Transaktionen zu schaffen. Hinsichtlich der Kreditvergabe stellt der Bericht fest, dass die Kreditgewährung durch Nichtbanken zunimmt, sei es in Form von Buchkrediten oder durch den Erwerb von Schuldverschreibungen. Dies bedeutet, dass makroprudenzielle Maßnahmen zur Bekämpfung eines übermäßigen Kreditwachstums oder einer Überverschuldung möglicherweise nicht ausreichen, wenn sie nur auf Banken gerichtet sind. Dementsprechend wird die Europäische Kommission in dem Bericht aufgefordert, die Einführung einer tätigkeitsbasierten Regulierung zu erwägen, die es den Behörden ermöglicht, kreditnehmerbasierte Maßnahmen und Obergrenzen für die Risikokonzentration hoch verschuldeter Unternehmen festzulegen, unabhängig davon, ob die Kreditvergabe durch Banken oder Nichtbanken erfolgt.

Darüber hinaus zeigt der Bericht Bereiche auf, in denen der ESRB bereits zuvor Lücken identifiziert hatte, die auf kurze Sicht gesetzgeberische Maßnahmen erfordern. Dabei gibt es teilweise systemweiten Handlungsbedarf, beispielsweise in Bezug auf a) die Klärung des regulatorischen Rahmens für mit Kryptowerten verbundene Aktivitäten in der Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCA-Verordnung) und die Harmonisierung der Klassifizierung von Kryptowerten in den Mitgliedstaaten sowie b) die Umsetzung von Vorschlägen und Empfehlungen internationaler Gremien zum Margining, um die Liquiditätsvorsorge für Margin Calls zu gewährleisten. Auf diese Maßnahmen wird in Abschnitt 2.1.2 und 2.1.3 ausführlicher eingegangen. Daneben sind auch sektorspezifische Maßnahmen geboten. Beispielsweise müssen die Anfälligkeiten bei EU-Geldmarktfonds angegangen werden, und die Bewältigung der Schwachstellen bei Investmentfonds

muss weiter vorangetrieben werden. Nähere Ausführungen hierzu finden sich in Abschnitt 2.3.

Der ESRB-Bericht geht auch auf zwei operationelle Elemente des makroprudenziellen Rahmens ein, die alle Nichtbank-Finanzinstitute betreffen:

Daten und Koordinierung. Im Hinblick auf Daten wird im Bericht betont, dass die Behörden a) umfassendere und qualitativ hochwertigere Daten, b) einen einfacheren Zugang zu Daten und c) mehr Ressourcen für die Datenanalyse benötigen. Zudem wird hervorgehoben, dass die Gesetzgeber rechtliche Hindernisse beseitigen müssen, die einem verbesserten Datenaustausch innerhalb des Europäischen Finanzaufsichtssystems im Wege stehen. Was das Thema Koordinierung betrifft, so wird die Europäische Kommission in dem Bericht aufgefordert, die bestehenden Regelungen für die politische Zusammenarbeit in der EU zu überprüfen. Außerdem müssen Rahmenbedingungen erörtert und geschaffen werden, die es den ESAs ermöglichen, die systemrelevantesten grenzüberschreitenden Akteure an ihren Finanzmärkten zu beaufsichtigen. Darüber hinaus sollte die Kommission prüfen, wie die Reziprozität gemäß Artikel 25 der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) umgesetzt werden könnte.

2.1.2 Kryptowerte und dezentrale Finanzanwendungen

Der vom ESRB veröffentlichte Bericht mit dem Titel „A system-wide approach to macroprudential policy“ enthält auch einen Beitrag zum Thema Kryptowerte und dezentrale Finanzanwendungen, in dem mögliche regulatorische Maßnahmen aufgezeigt werden. Im Rahmen der Antwort des ESRB auf die Konsultation der Europäischen Kommission zur Angemessenheit makroprudenzieller Maßnahmen für die Finanzintermediation durch Nichtbanken wurden in einem Beitrag die Parallelen zwischen Kryptowerten und traditionellen Finanzanwendungen untersucht. Wichtige Tätigkeiten im Bereich Kryptowerte – darunter Krypto-Vermögensverwaltung, zentral geclearte Produkte, Kryptokredite, einlagenartige Finanzinstrumente und Zahlungsdienstleistungen – weisen ähnliche Anfälligkeiten und Risiken auf wie herkömmliche Finanzdienstleistungen. In dem Beitrag wird auch die fehlende EU-weite Harmonisierung bei der Kategorisierung von Kryptowerten thematisiert, die teilweise als Kryptowerte im Sinne der MiCA-Verordnung und teilweise als Finanzinstrumente klassifiziert werden. Zurückzuführen ist dies darauf, dass die in der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) festgelegte Definition von Finanzinstrumenten nicht einheitlich angewendet wird. Im Bericht erkennt der ESRB die Bemühungen der ESAs um eine einheitliche regulatorische Klassifizierung von Kryptowerten und tokenisierten Finanzinstrumenten durch die Marktteilnehmer und zuständige Behörden an. Gleichwohl erachtet er es als erforderlich, das einschlägige Level-I-Recht zu ändern, um die Klassifizierung von Finanzinstrumenten und Kryptowerten in der gesamten EU zu standardisieren. Darüber hinaus schlägt der ESRB eine rechtliche Überprüfung der MiCA-Verordnung mit Blick auf unregulierte Tätigkeiten wie Kryptokredite und komplett dezentrale Finanzanwendungen vor.

Wenngleich die vollständige Umsetzung der am 30. Dezember 2024 in Kraft getretenen MiCA-Verordnung noch nicht abgeschlossen ist, hat sich Europa dadurch als Standardsetter auf dem globalen Kryptomarkt positioniert. Die MiCA-Verordnung ist ein Meilenstein in Richtung europaweit einheitlicher Marktregeln für Kryptowerte und damit verbundene Tätigkeiten, die derzeit nicht in den Geltungsbereich der bestehenden Finanzgesetzgebung fallen (darunter auch Finanzinstrumente gemäß der MiFID). Eine wesentliche Herausforderung ergibt sich daraus, dass die Mitgliedstaaten unterschiedliche Übergangsfristen festgelegt haben, teilweise bis Juli 2026. Dies erfordert eine enge Zusammenarbeit zwischen den nationalen Behörden und ein großes Engagement der europäischen Behörden zur Förderung der aufsichtlichen Konvergenz.

Aufbauend auf seinem Bericht zu Kryptowerten und dezentralen Finanzanwendungen aus dem Jahr 2023 hat der ESRB weitere Themen untersucht und die Marktentwicklung beobachtet. Der Bericht¹⁷ war zu dem Schluss gekommen, dass die systemischen Auswirkungen von Kryptowerten bislang beschränkt seien und es derzeit nur wenige Verbindungen zum traditionellen Finanzsystem gebe. Dennoch ist der ESRB nach wie vor der Auffassung, dass die Behörden ihre Kapazitäten ausbauen sollten, um die Entwicklungen des Krypto-Ökosystems und deren potenzielle Auswirkungen auf die Finanzstabilität wirksamer zu überwachen. Anknüpfend an diese Feststellungen hat der ESRB seine Forschung auf Stablecoins, börsengehandelte Kryptoprodukte (Krypto-ETPs) und Krypto-Konglomerate ausgeweitet. Er hat auch die Risiken überwacht, die von den Märkten für Kryptowerte ausgehen, um deren systemische Relevanz zu beurteilen und mögliche Maßnahmen zu eruieren. Im Jahr 2024 hat sich die Gesamtkapitalisierung am Kryptomarkt nahezu verdoppelt und ein beispielloses Niveau erreicht. Befeuert wurde dieser Trend vor allem von der Zulassung von Bitcoin-Spot-ETPs durch die US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde im Januar 2024 sowie von Spekulationen über eine günstige regulatorische Behandlung nach der US-Präsidentschaftswahl (siehe auch Kasten 6). Aufgrund der Entwicklungen an den Märkten und bei der Regulierung sind die Kryptomärkte jedoch weiterhin sehr volatil. Die Anfälligkeit für Cyberangriffe und Diebstähle von Kryptowerten bleibt hoch. So kam es im Januar 2025 zum bislang größten Kryptoraub aller Zeiten, bei dem an der Kryptobörse Bybit Kryptowerte im Wert von 1,5 Mrd. USD erbeutet wurden. Wie im Bericht aus dem Jahr 2023 hervorgehoben, müssen die Behörden Maßnahmen prüfen und durchsetzen, um sicherzustellen, dass die Akteure an den Märkten für Kryptowerte ihr operationelles Risiko mindern.

¹⁷ Siehe ESRB, *Crypto-assets and decentralised finance – Systemic implications and policy options*, Mai 2023.

Kasten 6

Wichtigste Entwicklungen an den globalen Märkten für Kryptowerte von Januar 2024 bis März 2025

Nach der Zulassung börsengehandelter Kassa-Bitcoin-Produkte (Bitcoin-Spot-ETPs) durch die US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde im Januar 2024 schnellte die Nachfrage nach solchen Produkten in die Höhe, was zu starken Kursgewinnen bei Bitcoin führte. ETPs erleichtern Anlegern insbesondere in den Vereinigten Staaten den Zugang zu Kryptowerten, ohne dass die Anleger diese direkt halten müssen. Damit ziehen sie eine größere Bandbreite von Investoren an, darunter auch große institutionelle Anleger wie Hedgefonds und Pensionseinrichtungen. Kryptowerte verzeichneten Ende 2024 erneut kräftige Zuwächse, da der Markt nach den Wahlen mit einer bedeutenden günstigen Verschiebung der US-Politik rechnete.

Im Exekutiverlass der US-Regierung vom 23. Januar 2025 legte diese ausdrücklich das Ziel dar, die globale Entwicklung und Ausweitung digitaler Vermögenswerte und US-Stablecoins zu fördern, um die Souveränität des US-Dollar und der Distributed-Ledger-Technologie zu schützen und zu stärken. Zudem wurden Maßnahmen ergriffen, um das Vorgehen der US-Aufsichtsbehörden anzupassen. So wurden Klagen gegen bestimmte Unternehmen zurückgezogen, eine Arbeitsgruppe zu digitalen Vermögenswerten errichtet und eine nationale Reserve an digitalen Vermögenswerten geschaffen.

Die Gesetzgeber der Vereinigten Staaten und der EU verfolgen unterschiedliche Positionen in Bezug auf die Regulierung von Krypto-Aktivitäten. Mit dem am 4. Februar 2025 vorgelegten Gesetzesentwurf zum sogenannten „GENIUS Act“ will die US-Regierung einen günstigen regulatorischen Rahmen für Stablecoins als Zahlungsmittel und neue Optionen für internationale Zahlungen und die Wertaufbewahrung schaffen. Zudem wurde ein Gesetzesentwurf (der „STABLE Act“) im Repräsentantenhaus eingebracht und im April 2025 vom zuständigen Ausschuss des Repräsentantenhauses gebilligt. Gemäß der MiCA-Verordnung werden Stablecoins indes entweder als E-Geld-Token behandelt oder als vermögenswertereferenzierte Token, die einer gesonderten regulatorischen Behandlung unterliegen. Der ursprüngliche Entwurf des GENIUS Act zielt darauf ab, einen gesonderten Regulierungsrahmen für Stablecoins und Optionen für internationale Zahlungen und die Wertaufbewahrung zu schaffen. Er steht nur teilweise mit den Empfehlungen des Finanzstabilitätsrats (FSB) zu globalen Stablecoins im Einklang, da er keine Bestimmungen zu Interessenkonflikten oder Krisenmanagementplänen enthält. Auch unterscheidet er sich in mehreren wesentlichen Punkten von der EU-Verordnung über Märkte für Kryptowerte. Anders als bei den nach der MiCA-Verordnung lizenzierten Stablecoin-Emittenten wäre es US-Emittenten gemäß dem vorgeschlagenen Rahmenwerk nicht untersagt, Rücknahmegebühren zu erheben. Sie wären nicht verpflichtet, einen Großteil ihrer Mittel in Form von Bankeinlagen zu halten. Außerdem könnten sie zur Deckung von Stablecoins flexibel auf ein breiteres Spektrum an zugelassenen Reserven

zurückgreifen. Darüber hinaus enthält der Entwurf des GENIUS Act keine Angaben darüber, wie die Eigenkapitalanforderungen für Emittenten aussehen würden.

Diese Divergenz der Regulierungsansätze könnte die Finanzstabilität in der EU beeinträchtigen, auch wenn in jüngster Zeit regulatorische Maßnahmen zur Begrenzung der Risiken aus Krypto-Aktivitäten ergriffen wurden. Insbesondere könnte sie die Zunahme von Kryptowerten fördern, die von EU- und US-Emittenten gemeinsam begeben werden („one-leg out multi-issuance schemes“). Diesbezüglich sieht der Entwurf des GENIUS Act – im Einklang mit dem einschlägigen Exekutiverlass zu Stablecoins – gegenseitige Vereinbarungen mit anderen Ländern bzw. Wirtschaftsräumen vor, die im Wesentlichen ähnliche Stablecoin-Regelungen haben. Dies soll internationale Transaktionen erleichtern und die Interoperabilität mit Stablecoins in US-Dollar sicherstellen, die in den betreffenden Ländern ausgegeben werden. Demgegenüber enthält die MiCA-Verordnung kein Verfahren zur gegenseitigen Anerkennung vergleichbarer Regelungen anderer Länder oder Wirtschaftsräume. Vielmehr wurde die Europäische Kommission beauftragt, entweder bis Juni 2025 oder Juni 2027 einen Bericht zu veröffentlichen, in dem sie die Notwendigkeit der Einführung eines solchen Verfahrens beurteilt. Sollte die EU solche Mehrfachemissionen tatsächlich zulassen, ohne dass ein entsprechendes Regulierungssystem in den USA und ein angemessener Schutz innerhalb der EU besteht, könnte dies die Anfälligkeit von Stablecoin-Haltern in der EU in Zeiten von Marktinstabilität potenziell verstärken. Insbesondere könnten sich Stablecoin-Halter in den USA bei einer angespannten Marktlage veranlasst sehen, ihre Stablecoins bei EU-Emittenten zurückzugeben, um die von US-Emittenten erhobenen Rücknahmegebühren zu umgehen. Infolgedessen könnten die Vermögenswertreserven, die gemäß dem MiCA-Regulierungsrahmen für Stablecoins gehalten werden müssen, letztlich US-Haltern zugutekommen, und Halter aus der EU könnten leer ausgehen.

Der ESRB wird weiter erörtern, wie die nationalen zuständigen Behörden die Bestimmungen der MiCA-Verordnung durchsetzen können, um die Probleme zu beheben, die sich unter Stressbedingungen im Zusammenhang mit Mehrfachemissionen ergeben können, und ob diesbezüglich weitere regulatorische Bestimmungen erforderlich wären.

2.1.3 Minderung von Finanzstabilitätsrisiken im Zusammenhang mit Margin Calls

Im April 2024 antwortete der ESRB auf eine Konsultation zur Transparenz und Reagibilität von Einschusszahlungen (Initial Margins) an zentral geclearten Märkten.¹⁸ Im Januar 2024 veröffentlichten der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS), der Ausschuss für Zahlungsverkehr und Marktinfrastrukturen (CPMI) und die Internationale Organisation der

¹⁸ Siehe ESRB, *ESRB response to the consultative report by the BCBS, CPMI and IOSCO on transparency and responsiveness of initial margin in centrally cleared markets*, April 2024.

Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) einen Konsultationsbericht zur Transparenz und Reagibilität von Initial Margins an zentral geclearten Märkten. Mit den darin enthaltenen Vorschlägen soll sichergestellt werden, dass die Marktteilnehmer Margin Calls besser nachkommen können, insbesondere wenn die Margin-Anforderungen in Stressphasen steigen. In seiner Antwort auf die Konsultation sprach der ESRB seine Unterstützung für diese Vorschläge aus und stellte fest, dass einige davon bereits in den EU-Rechtsvorschriften enthalten sind. Er forderte die Europäische Kommission auf, zu prüfen, ob die EU-Rechtsvorschriften verbessert werden müssen, um den Vorschlägen und Empfehlungen vollständig Rechnung zu tragen.

Der ESRB befasste sich im Rahmen seiner Antwort auf die Konsultation der Europäischen Kommission zur Bewertung der Angemessenheit makroprudenzieller Maßnahmen für die Finanzintermediation über Nichtbanken mit dem Thema Margins und der Vorsorge für Margin Calls.¹⁹ Der ESRB ist der Ansicht, dass der regelmäßige Austausch von Margins zur Besicherung von Transaktionen die Sicherheit des Finanzsystems gestärkt hat. Er warnt jedoch, dass das Liquiditätsrisiko, das sich aus plötzlichen Margin Calls in Zeiten erhöhter Marktvolatilität ergeben kann, besser gesteuert werden muss. CCPs und insbesondere ihre Clearingmitglieder müssen sicherstellen, dass ihr Verhalten das Clearing-Ökosystem nicht unnötig belastet. Gleichzeitig müssen alle Marktteilnehmer, die Transaktionen tätigen, die einen Austausch von Margins erfordern, darauf vorbereitet sein, Margin Calls in Stressphasen nachzukommen. Aus diesem Grund forderte der ESRB die Europäische Kommission auf, zu prüfen, ob die EU-Rechtsvorschriften verbessert werden müssen, um die Vorschläge und Empfehlungen des BCBS, des CPMI/der IOSCO und des FSB vollständig widerzuspiegeln.²⁰ Der ESRB stellte ferner fest, dass Stresstests ein wichtiges Instrument zur Prüfung der Vorsorge für Margin Calls sind, und begrüßt, dass dieser Aspekt in den EU-weiten Stresstests der ESAs berücksichtigt wird.

2.1.4 Stärkung der Cyberresilienz des gesamten Finanzsystems

Im April 2024 veröffentlichte der ESRB einen zweiten Bericht über die Weiterentwicklung makroprudenzieller Instrumente zur Stärkung der Cyberresilienz.²¹ In diesem Bericht kam er zu dem Schluss, dass es zu gravierenden Vorfällen kommen könnte, die umfangreiche gemeinsame und koordinierte Maßnahmen zwischen den einzelnen Ländern erfordern. Es wurden drei Bereiche mit Handlungsbedarf identifiziert. Erstens legte der ESRB den Behörden und Finanzinstituten nahe, ihr Informationsmanagement und ihren

¹⁹ Siehe ESRB, *A system-wide approach to macroprudential policy*, a. a. O.

²⁰ Die betreffenden Abschlussberichte von BCBS/CPMI/IOSCO wurden im Januar 2025 veröffentlicht. Siehe BCBS/CPMI/IOSCO, *Transparency and responsiveness of initial margin in centrally cleared markets – review and policy proposals*, Januar 2025; BCBS/IOSCO, *Streamlining variation margin processes and initial margin responsiveness of margin models in non-centrally cleared markets*, Januar 2025; CPMI/IOSCO, *Streamlining variation margin in centrally cleared markets – examples of effective practices*, Januar 2025.

²¹ Siehe ESRB, *Advancing macroprudential tools for cyber resilience – Operational policy tools*, April 2024.

Informationsaustausch zu verbessern. Zweitens sprach er sich für nationale und EU-weite Verfahren für das Krisenmanagement und die Krisenkoordination aus, die auf europäischen und internationalen Standards beruhen. Drittens wird der ESRB die Vor- und Nachteile systemweiter Notfalloptionen und Backup-Regelungen weiter abwägen. Der Bericht wurde vom Verwaltungsrat des ESRB erörtert und im März 2024 gebilligt. Eine ausführlichere Erläuterung hierzu findet sich im ESRB-Jahresbericht 2023.

Im Januar 2025 wurde der ESRB Mitglied des neuen EU-weiten Koordinierungsrahmens für systemische Cybervorfälle (EU-SCICF), der von den ESAs eingerichtet wurde. Zu Beginn des Jahrzehnts hatte der ESRB eine Lücke in den bestehenden Krisenmanagementrahmen erkannt und die Notwendigkeit festgestellt, einen Mechanismus zur Überwindung möglicher Koordinierungsfehler bei der Reaktion auf systemische Cybervorfälle zu schaffen. Der Mechanismus sollte dazu dienen, den Bereitschaftsgrad zu erhöhen und kohärente und wirksame Reaktionen zu definieren. Im Jahr 2021 erließ der Verwaltungsrat des ESRB eine Empfehlung²² an die ESAs, den EU-SCICF im Zuge der Umsetzung der Verordnung über die digitale operationelle Resilienz im Finanzsektor einzurichten. Die ESAs begrüßten diese Empfehlung²³ und gaben im Juli 2024 die Errichtung des EU-SCICF bekannt.²⁴ Seit Januar 2025 betreiben die ESAs das EU-SCICF-Sekretariat und leiten das EU-SCICF-Forum, in dem der ESRB als Mitglied vertreten ist.²⁵

2.1.5 Anfälligkeiten an den Immobilienmärkten

Der ESRB hat weiterhin die Entwicklung an den europäischen Immobilienmärkten beobachtet und dabei auch anhand von Daten aus den Mitgliedsländern die Entwicklung der Kreditrichtlinien analysiert. In den EWR-Ländern kam es 2023 im Vergleich zum Vorjahr verbreitet zu Anstiegen der Kreditdienst-Einkommen-Relation (LSTI) bzw. Schuldendienst-Einkommen-Relation (DSTI) bei neuen Krediten, nachdem die Schuldendienstkosten durch den Zinsanstieg zugenommen hatten. Diese Anstiege gingen in der Regel mit einer Erhöhung der Laufzeit von Hypothekarkrediten einher. Darüber hinaus sank in vielen Ländern die Kreditvolumen-Immobilienwert-Relation (LTV) bzw. die Darlehensvolumen-Einkommen-/Schulden-Einkommen-Relation (LTI/DTI), was auf einen Rückgang des durchschnittlichen Hypothekenbetrags hindeuten könnte, den private Haushalte im Jahr 2023 aufnahmen. Der ESRB verglich die Hypothekenrichtlinien der einzelnen Länder. Die Analyse wurde zwar durch die uneinheitlichen Definitionen erschwert,

²² Siehe Empfehlung ESRB/2021/17 sowie das Begleitdokument: ESRB, *Mitigating systemic cyber risk*, Januar 2022.

²³ Siehe die öffentliche Erklärung der ESAs zur Begrüßung der Empfehlung des ESRB zur Schaffung eines europaweiten Koordinierungsrahmens für systemische Cybervorfälle, 27. Januar 2022 (Englisch).

²⁴ Siehe EBA, *ESAs establish framework to strengthen coordination in case of systemic cyber incidents*, Pressemitteilung vom 17. Juli 2024.

²⁵ Siehe *Terms of Reference (ToR) – EU-SCICF Forum* und *The Systemic Cyber Incident Coordination Framework: EU-SCICF*. Der Vorsitz des EU-SCICF rotiert zwischen den ESAs und dem ESRB.

bot aber einen guten Ausgangspunkt für die Identifizierung von Ländern, in denen die Kreditvergabepraxis noch verbessert werden könnte.

Anknüpfend an den 2024 veröffentlichten **Bericht über Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor des EWR** bewertete der ESRB die Entwicklung der Anfälligkeiten an den Wohnimmobilienmärkten neu, wobei er den Schwerpunkt auf einen Vergleich der jüngsten Trends mit dem europäischen Durchschnitt legte. In einigen Ländern wiesen die Wohnimmobilienmärkte zuletzt eine sehr lebhaftere Dynamik und erhöhte zyklische Risiken auf. Allerdings haben die Behörden in diesen Ländern kürzlich neue Maßnahmen ergriffen, die die zunehmenden Anfälligkeiten angemessen abmildern dürften.

Ein weiterer Arbeitsschwerpunkt liegt auf der Erforschung von Möglichkeiten, kreditnehmerbasierte Maßnahmen für den Gewerbeimmobilienmarkt zu konzipieren. Diese neuen Instrumente würden die Risikoübernahme der Kreditgeber begrenzen und sicherstellen, dass Unternehmen am Gewerbeimmobilienmarkt, die Kredite aufnehmen, besser in der Lage sind, ihre Schulden zu bedienen. Diese laufenden Arbeiten untermauern die **ESRB-Empfehlung zu Anfälligkeiten des Gewerbeimmobiliensektors im Europäischen Wirtschaftsraum (ESRB/2022/9)**, in der die Mitgliedstaaten aufgefordert wurden, für solide Finanzierungspraktiken bei der Finanzierung von Gewerbeimmobilien zu sorgen. In dieser Empfehlung wurde der Europäischen Kommission die Aufgabe zugewiesen, gegebenenfalls Vorschläge für Rechtsvorschriften der EU zu unterbreiten, die die bestehenden unternehmensspezifischen makroprudenziellen Instrumente durch tätigkeitsbasierte makroprudenzielle Instrumente ergänzen, um Anfälligkeiten am Gewerbeimmobilienmarkt zu beseitigen. Diese Arbeiten stehen auch im Einklang mit den Vorschlägen zur tätigkeitsbasierten Regulierung der Kreditvergabe, die der ESRB in seiner Antwort auf das Konsultationsverfahren der Europäischen Kommission zu makroprudenziellen Maßnahmen für die Finanzintermediation durch Nichtbanken unterbreitet hat.²⁶

2.1.6 Bewältigung des unsichereren Umfelds und der größeren Zinsvariabilität

Die Corona-Pandemie, der Einmarsch Russlands in die Ukraine und die Maßnahmen der neuen Trump-Regierung haben gezeigt, dass systemische Risiken nicht nur durch die inhärente Zyklizität des Finanzsystems, sondern auch durch exogene Schocks entstehen können. Der durch diese Ereignisse ausgelöste Inflationsanstieg führte zu einer raschen Straffung der Geldpolitik und einem starken Zinsanstieg. Dies stellte einen großen Schock für das Finanzsystem dar, der hohe Bewertungsverluste bei festverzinslichen Aktiva und einen großen Liquiditätsbedarf zur Erfüllung der Margin-Anforderungen für Zinsderivate verursachte.

²⁶ Siehe ESRB, **A system-wide approach to macroprudential policy**, a. a. O.

Der Zinsanstieg führte in der EU zwar nicht zu Finanzinstabilität, doch der Verwaltungsrat war dennoch der Auffassung, dass systemische Risiken im Zusammenhang mit Zinsvariabilität genauer beobachtet werden sollten. In der EU kam es weder zu größeren Bankenausfällen wie in der Schweiz und in den Vereinigten Staaten noch zu größeren Liquiditätskrisen wie im Vereinigten Königreich, wo die Bank of England intervenieren musste, um Pensionseinrichtungen zu unterstützen. Der ESRB richtete ein informelles Netzwerk von Fachleuten aus den ESAs, dem Einheitlichen Abwicklungsausschuss, der EZB, dem Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM), dem Beratenden Wissenschaftlichen Ausschuss des ESRB und mehreren nationalen Zentralbanken ein. Das Netzwerk wird Lehren aus den jüngsten Zinsanstiegen ziehen und versuchen zu beurteilen, inwieweit das EU-Finanzsystem auf künftige Zinsänderungen vorbereitet ist, die angesichts der herrschenden globalen Unsicherheit wahrscheinlicher geworden sind.

Die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit der (geo-)politischen, technologischen und klimabezogenen Entwicklung stellt die makroprudenzielle Politik vor neue Herausforderungen. Der ESRB hat unter der Federführung seines Beratenden Fachausschusses und seines Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses eine Sondierungsgruppe eingerichtet. Diese soll Möglichkeiten erörtern, das etablierte aufsichtliche Instrumentarium um Methoden zur Überwachung von Finanzstabilitätsrisiken zu ergänzen, die sich nicht anhand historischer Daten bewerten lassen. Die Gruppe hat sich mit Foresight- und Szenarioanalysemethoden befasst und soll 2025 praktische Möglichkeiten vorschlagen, die Kapazitäten der makroprudenziellen Behörden so zu verbessern, dass diese eine größere Bandbreite von Bedrohungen für die Finanzstabilität antizipieren und sich darauf vorbereiten können.

2.2 Stärkung des Regulierungsrahmens für Banken

2.2.1 Analyse des Länderrisikos und der Rahmen zur Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung

Wie im Jahresbericht 2023 dargelegt, nutzt der ESRB seinen Rahmen zur Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung, um alle ESRB-Mitglieder bei makroprudenziellen Entscheidungen zu unterstützen. Die Bedeutung dieser ganzheitlichen Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung wurde auch im Bericht der hochrangig besetzten Arbeitsgruppe des ESRB betont. Die vier Autorinnen und Autoren des Berichts heben hervor, wie wichtig es ist, eine länderübergreifende Perspektive einzunehmen. Dadurch werde sichergestellt, dass das heterogene makroökonomische und finanzielle Umfeld aller EU-Mitgliedstaaten berücksichtigt werde und systemische Risiken, die ihren Ursprung in einem einzelnen Land hätten, identifiziert werden könnten. Der ESRB nimmt sowohl länderübergreifende als auch länderspezifische Beurteilungen vor. Sie basieren auf qualitativen Wirtschaftsanalysen und werden durch Gespräche mit nationalen

makroprudenziellen Behörden ergänzt. Zudem beinhalten sie einen indikatorbasierten Ansatz, bei dem leicht verfügbare Indikatoren für Risiken, Resilienz und Politik länderübergreifend mit Blick auf kapitalbasierte wie auch kreditnehmerbasierte Maßnahmen verglichen werden.²⁷ Mit diesem systematischen Ansatz lassen sich alle Länder auf die gleiche Weise vergleichen. Damit ergänzt er die länderspezifische Beurteilung und liefert eine allgemeine Bewertung der makroprudenziellen Ausrichtung aller ESRB-Mitglieder.

Im vergangenen Jahr hat der ESRB seine Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung optimiert, um eine breitere und zukunftsgerichtete Analyse zu ermöglichen. Europa steht vor signifikanten Herausforderungen, die auch Implikationen für das systemische Risiko haben. Die Unsicherheit ist in Anbetracht der geopolitischen Lage außerordentlich hoch. Ausschlaggebend hierfür ist eine Reihe internationaler Spannungen, darunter der russische Angriffskrieg gegen die Ukraine, der Krieg im Nahen Osten und die Handelsbeschränkungen. Hinzu kommt, dass die vorangegangene geldpolitische Straffung noch nicht vollständig auf den Kreditzyklus durchgewirkt hat. Dabei sollten die inzwischen wieder niedrigeren Leitzinsen den Zyklus eigentlich verstärken. Die Analyse des ESRB berücksichtigt zusätzliche Faktoren wie die derzeit hohe Unsicherheit und den Effekt von Zollerhöhungen und beurteilt zugleich aus einer zukunftsgerichteten Perspektive, ob der makroprudenzielle Kurs den in den einzelnen Ländern vorherrschenden Finanzierungsbedingungen angemessen ist. Gleichwohl wurden traditionellere Risiken, wie etwa jene im Zusammenhang mit den Immobilienmärkten, weiterhin über den Rahmen zur Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung überwacht.

Der ESRB wird den Rahmen zur Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung auch weiterhin nutzen und ihn weiter verbessern. Der Rahmen enthält zudem einen Growth-at-Risk-Ansatz (GaR-Ansatz), bei dem die Auswirkungen makroprudenzieller Maßnahmen auf die Prognosen der Verteilung des künftigen Wirtschaftswachstums geschätzt werden. Das für den GaR-Ansatz verwendete Modell wird weiter verfeinert, um die Prognoseleistung zu verbessern. Aktuell deckt der Ansatz nur den Bankensektor ab, doch Finanzintermediäre außerhalb des Bankensektors gewinnen zunehmend an Bedeutung und sind immer stärker mit dem Bankensystem verflochten. Daher ist vorgesehen, dass der Rahmen schlussendlich auf diese Finanzintermediäre ausgeweitet wird, was eine wirklich ganzheitliche Beurteilung der makroprudenziellen Ausrichtung des europäischen Bankensektors ermöglichen wird.

2.2.2 Positiver neutraler Ansatz zur Festlegung des antizyklischen Kapitalpuffers

Der ESRB und die EZB veröffentlichten im Januar 2025 einen gemeinsamen Bericht, der darauf abzielt, das Knowhow in Bezug auf die Umsetzung

²⁷ Siehe ESRB, Improvements to the ESRB macroprudential stance framework, 2024; ESRB, Report of the Expert Group on Macroprudential Stance – Phase II (implementation), 2021; ESRB, Features of a macroprudential stance: initial considerations, 2019.

positiver neutraler Ansätze zur Festlegung des CCyB zu vertiefen.²⁸ Für die Finanzstabilität ist ein frühzeitiger Aufbau von Kapitalpuffern unabdingbar, die dann in Stressphasen freigegeben werden können. Dies kann etwa dadurch erreicht werden, dass bereits frühzeitig im Finanzzyklus, wenn die zyklischen Systemrisiken weder gedämpft noch erhöht sind, eine positive CCyB-Quote angesetzt wird. In den letzten Jahren hat in den EWR-Ländern dieser „positive neutrale“ Ansatz für den CCyB als eine Möglichkeit, die Widerstandsfähigkeit im Finanzzyklus zu erhöhen, an Zugkraft gewonnen. Eine solche frühzeitige Aktivierung des CCyB haben inzwischen 17 EWR-Länder umgesetzt. Dadurch wird sichergestellt, dass in Stressphasen genügend Puffer zur Verfügung stehen, um Verluste abzufangen und es Kreditinstituten in Abschwungphasen zu ermöglichen, ihre wichtigen wirtschaftlichen Funktionen zu erfüllen. Der Bericht soll ein besseres Verständnis davon vermitteln, wie die Behörden diesen „positiven neutralen“ Ansatz anwenden können. Um die Nutzung des CCyB voranzutreiben, ist dieses Verständnis von entscheidender Bedeutung.

Im Bericht werden die verfügbaren Informationen und die bisher gewonnenen Erfahrungen zur Umsetzung eines positiven neutralen CCyB untersucht, um das Peer-Learning und ein gemeinsames Verständnis seiner Nutzung zu fördern. Aufbauend auf einer umfangreichen Umfrage unter den ESRB-Mitgliedsinstitutionen beschreibt der Bericht die Erfahrungen der Länder, die einen positiven neutralen CCyB implementiert haben oder dessen Umsetzung in Betracht ziehen. Er geht auch auf die Beweggründe der Länder ein, die diesen Ansatz nicht umgesetzt haben. Dies ermöglicht ein besseres Verständnis der unterschiedlichen Perspektiven und die Identifizierung möglicher Hindernisse für die Nutzung eines positiven neutralen CCyB. Der Bericht behandelt mehrere Aspekte der Umsetzungsstrategien der jeweiligen Mitgliedstaaten. Dazu gehört auch eine Untersuchung der Gründe für bzw. gegen die Nutzung eines positiven neutralen Ansatzes zur Festlegung des CCyB. In dem Bericht werden überdies die wahrgenommene Kosten-Nutzen-Bilanz, Implikationen für die Festlegung des CCyB über den gesamten Finanzzyklus, Kalibrierungsmethoden, Wechselwirkungen mit anderen Kapitalinstrumenten, Puffernutzbarkeit und Überlegungen zur Reziprozität berücksichtigt.

Für einen positiven neutralen CCyB gibt es viele unterschiedliche Gründe, die häufig gemeinsam zum Tragen kommen. Sie beziehen sich in erster Linie auf a) die Notwendigkeit, den CCyB frühzeitig aufzubauen (um Verzögerungen oder Unsicherheit bei der Identifizierung von Systemrisiken entgegenzuwirken und auch um sicherzustellen, dass freigebbare Kapitalpuffer in den frühen Phasen des Finanzzyklus verfügbar sind), b) die Möglichkeit eines graduelleren (und damit kostengünstigeren) Aufbaus des Puffers und c) eine Aufstockung der zur Freigabe verfügbaren Puffer, unter anderem um die Widerstandsfähigkeit gegen ein breiteres Spektrum potenziell großer Schocks zu erhöhen.

In dem Bericht werden einige gemeinsame Elemente der von den verschiedenen EWR-Ländern eingeführten Ansätze aufgezeigt. Erstens ist ein

²⁸ Siehe ESRB und EZB, *Using the countercyclical capital buffer to build resilience early in the cycle*, Januar 2025.

positiver neutraler Ansatz nicht als neuer Puffer gedacht, sondern als eine frühzeitigere Aktivierung des CCyB in einem Umfeld, in dem die zyklischen Systemrisiken weder gedämpft noch erhöht sind. Zweitens wird in den meisten Ländern nicht erwartet, dass ein positiver neutraler Ansatz zu höheren Kapitalanforderungen durch den CCyB auf dem Höhepunkt des Zyklus führen wird. Dies steht im Einklang mit dem Ziel, den CCyB frühzeitig aufzubauen. Drittens besteht durch diese proaktivere und flexiblere Nutzung des CCyB in Anbetracht seines risikobasierten Charakters in den meisten Ländern keine Notwendigkeit, Kapitalanforderungen an anderer Stelle zu verringern.

In dem Bericht wird ferner beschrieben, welche Herausforderungen und Hindernisse die ESRB-Mitgliedsinstitutionen bei der Umsetzung des Ansatzes eines positiven neutralen CCyB sehen und wie diese überwunden werden können. So könnte mehr Klarheit über die Ziele des positiven neutralen Ansatzes Bedenken entkräften, die im Hinblick auf mögliche Überschneidungen mit den Zielen anderer Instrumente, insbesondere des Systemrisikopuffers, bestehen. Einige Länder erachten zudem die mangelnde Präzision der EU-Rechtsvorschriften als Hindernis für die Einführung. In diesem Zusammenhang wäre es hilfreich, das europäische makroprudenzielle Rahmenwerk zu präzisieren, um sicherzustellen, dass der CCyB flexibler und proaktiver genutzt werden kann. So könnte etwa die Relevanz der Kredit/BIP-Lücke und anderer Kreditindikatoren als Ausgangspunkt für die Festlegung der CCyB-Quote verringert werden. Die ESRB-Mitgliedsinstitutionen unterstützen auch weitgehend die Förderung einer einheitlicheren Umsetzung des CCyB in der EU (einschließlich seiner frühzeitigen Nutzung im Finanzzyklus), wobei gleichzeitig ein gewisser Ermessensspielraum zur Berücksichtigung länderspezifischer Gegebenheiten gewahrt werden soll. Die meisten ESRB-Mitgliedsinstitutionen sprechen sich für eine Aktualisierung der Empfehlung ESRB/2014/1²⁹ aus, um den Behörden, die einen positiven neutralen Ansatz umsetzen möchten, auch einen gemeinsamen Referenzrahmen für die Festlegung und Kalibrierung des CCyB zu bieten, wenn die zyklischen Risiken nicht erhöht sind. Zugleich soll weiterhin ein ausreichender nationaler Ermessensspielraum möglich sein.

2.3 Stärkung des Regulierungsrahmens für den Nichtbankenfinanzsektor

Der ESRB schlug Änderungen an bestimmten Level-1-Gesetzestexten vor, um die Widerstandsfähigkeit von Nichtbanken zu erhöhen, und beriet die ESAs zu einzelnen Level-2- und Level-3-Texten. Im vorausgegangenen Berichtszeitraum hatten die EU-Gesetzgeber eine politische Einigung über die Level-1-Gesetzestexte zum makroprudenziellen Regelwerk für bestimmte Arten von Finanzinstituten aus dem Nichtbankensektor erzielt: Investmentfonds (AIFM-Richtlinie³⁰), Organismen für

²⁹ Siehe Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 18. Juni 2014 zu Orientierungen zur Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer (ESRB/2014/1).

³⁰ Siehe Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1.

gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-Richtlinie³¹), Versicherungen (Solvency-II-Richtlinie³²) sowie CCPs (EMIR-Verordnung³³). Im aktuellen Berichtszeitraum schlug der ESRB Änderungen an einigen dieser Regelungen vor, um die Widerstandsfähigkeit von Nichtbanken zu erhöhen. Darüber hinaus beriet der ESRB die EIOPA und die ESMA zu makroprudenziellen Aspekten bestimmter Level-2- und Level-3-Gesetzestexte, die die ESAs zur Umsetzung der neuen Aufsichtsregeln entwickeln. Hierzu zählen Vorschläge und Empfehlungen zu den aufsichtlichen Regelungen für CCPs, Investmentfonds und Versicherer. In den folgenden Abschnitten wird die diesbezügliche Arbeit des ESRB näher beschrieben.

2.3.1 Zentrales Clearing

Im Januar 2025 antwortete der ESRB auf die Konsultation der ESMA zu den Bedingungen für die Pflicht zum Führen eines aktiven Kontos.³⁴ Die Überarbeitung der EMIR 3 sieht vor, dass bestimmte finanzielle und nichtfinanzielle Gegenparteien aktive Konten bei CCPs in der EU für Derivatekontrakte im Zusammenhang mit Clearingdiensten unterhalten müssen, denen von der ESMA eine wesentliche Systemrelevanz für die Finanzstabilität der EU oder eines oder mehrerer EU-Mitgliedstaaten zugeschrieben wurde. In seiner Antwort auf die Konsultation der ESMA zu den Bedingungen einer solchen Pflicht unterstützte der ESRB die Vorschläge der ESMA und gab Bemerkungen zu den Aspekten der Konsultation ab, die er aus Sicht der Finanzstabilität als am relevantesten erachtete: a) operative Bedingungen, b) Repräsentativität und c) Berichtspflichten. Der ESRB äußerte darüber hinaus seine Ansichten zu Themen, die über den Rahmen der Konsultation der ESMA hinausgingen. So vertrat er die Auffassung, dass die Art und Weise, in der die Pflicht zum Führen eines aktiven Kontos im Level-1-Gesetzestext eingeführt werde, wahrscheinlich nicht ausreichen werde, um Risiken für die Finanzstabilität angemessen zu begegnen. Insbesondere bedauerte der ESRB, dass es keine risikobasierten Messgrößen gebe, die auf die Gesamtrisikopositionen gegenüber CCPs aus Drittstaaten abzielten. Darüber hinaus hätte der ESRB es begrüßt, wenn die neuen Berichtspflichten in die zuvor festgelegten Berichtswege für Transaktionsregister im Rahmen der EMIR-Verordnung aufgenommen worden wären.

³¹ Siehe Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 32.

³² Siehe Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II) (Neufassung), ABl. L 335 vom 17.12.2009, S. 1.

³³ Siehe Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. L 201 vom 27.7.2012, S. 1.

³⁴ Siehe die Antwort des ESRB auf die Konsultation der ESMA zu den Bedingungen einer Pflicht zum Führen eines aktiven Kontos nach der Überarbeitung der EMIR-Verordnung, Januar 2025 (Englisch).

2.3.2 Investmentfonds einschließlich Geldmarktfonds

Im Dezember 2024 veröffentlichte der ESRB einen Bericht, in dem Anfälligkeiten bei Geldmarktfonds und anderen Investmentfonds in der EU als Bereiche mit hoher Priorität für gesetzgeberische Maßnahmen identifiziert wurden. Der Bericht, der die Antwort des ESRB auf die gezielte Konsultation der Europäischen Kommission zur Bewertung der Angemessenheit makroprudenzieller Maßnahmen für die Finanzintermediation durch Nichtbanken darstellt, konzentriert sich größtenteils auf Maßnahmen, die finanzsystemübergreifende Rechtsvorschriften erfordern. Nähere Ausführungen hierzu finden sich in Abschnitt 2.1. In dem Bericht werden aber auch Bereiche aufgezeigt, in denen Maßnahmen zur Verbesserung der sektorspezifischen Rechtsvorschriften erforderlich sind, um Schwachstellen zu beseitigen. Dies betrifft die Verordnung über Geldmarktfonds (MMFR), die AIFM-Richtlinie und die OGAW-Richtlinie.

In dem Bericht wird zur Umsetzung der Empfehlung des ESRB zu Geldmarktfonds aus dem Jahr 2021 aufgerufen,³⁵ denn die Anfälligkeiten bei Geldmarktfonds seien nach wie vor nicht behoben und stellten weiterhin Risiken für die Finanzstabilität dar. In dieser Empfehlung sprach sich der ESRB dafür aus, dass die Europäische Kommission, a) Schwelleneffekte reduziert, die zu einem „First Mover Advantage“ führen und einen erhöhten Mittelabzug der Anleger auslösen könnten, indem sie unter anderem allen Geldmarktfonds, deren Nettoinventarwert eine geringe Volatilität aufweist, einen schwankenden Nettoinventarwert vorschreibt, b) höhere Liquiditätsanforderungen einführt und Anreize für Geldmarktfonds setzt, vorhandene Liquiditätspuffer für Anteilsrückgaben zu verwenden, c) dafür sorgt, dass Geldmarktfonds über mindestens ein Liquiditätsmanagementinstrument verfügen, durch das Handelskosten an aussteigende oder einsteigende Anleger weitergegeben werden, und d) den Rahmen für die Überwachung und für Stresstests verbessert. Diese Empfehlung spiegelte sich in Vorschlägen der ESMA zur Überprüfung der MMFR wider.³⁶ Während in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich Anfälligkeiten angegangen werden, stellte der ESRB in seiner Antwort auf die gezielte Konsultation der Kommission zur Bewertung der Angemessenheit makroprudenzieller Maßnahmen für die Finanzintermediation durch Nichtbanken fest, dass in der EU keine Maßnahmen ergriffen wurden.³⁷ Dies birgt Risiken für die Finanzstabilität und erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass Geldmarktfonds in der EU über ihre grenzüberschreitenden Verflechtungen Schocks an die globalen Märkte übertragen.

Der Bericht enthält zudem den Vorschlag, die bestehenden Instrumente des Regulierungsrahmens für Investmentfonds anzupassen und neue Instrumente zur Verringerung von Systemrisiken zu entwickeln. Dem Bericht zufolge wurde der regulatorische und aufsichtliche Rahmen für Investmentfonds weiter verbessert.

³⁵ Siehe Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zur Reform der Geldmarktfonds (ESRB/2021/9), ABI. C 129 vom 22.3.2022, S. 1.

³⁶ Siehe ESMA, Final Report: ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation, 2022.

³⁷ Siehe ESRB, Compliance report. Recommendation of the European Systemic Risk Board of 2 December 2021 on reform of money market funds (ESRB/2021/9), Februar 2025. Darin wird die wesentliche Nichteinhaltung der Empfehlung durch die Europäische Kommission aufgezeigt (siehe Abschnitt 4.2).

So wurden mit den jüngsten Änderungen der AIFM- und der OGAW-Richtlinie wichtige Bestimmungen für Liquiditätssteuerungsinstrumente eingeführt und die Meldepflichten optimiert.³⁸ Allerdings sind weitere Anstrengungen erforderlich, um Risiken und Schwachstellen zu verringern. In seinem Bericht spricht sich der ESRB für längere Kündigungsfristen und eine geringere Rücknahmehäufigkeit aus, um strukturelle Liquiditätsinkongruenzen bei Fonds, die in naturgemäß illiquide Vermögenswerte investieren, zu beheben. Der ESRB fordert darüber hinaus, dass Maßnahmen zum Verwässerungsschutz in das Fondsmanagement einbezogen werden. Außerdem sollten Liquiditätsrisiken, die sich aus Margen und/oder Sicherheiten ergeben, wirksamer in den Rahmen für Liquiditätsstresstests integriert werden. Des Weiteren schlägt der ESRB einheitliche Verschuldungsdefinitionen und -kennzahlen für OGAWs und Verwalter von alternativen Investmentfonds vor, um eine übermäßige Verschuldung wirksam zu überwachen und einzudämmen. Ergänzt werden soll dies durch direkte Verschuldungsbeschränkungen. Außerdem bedarf es einer größeren Transparenz bei Private-Equity- und Fremdkapitalfonds, um Risiken effektiv beurteilen zu können.

2.3.3 Versicherungen

Im Dezember 2024 beriet der ESRB die EIOPA zu den Kriterien für die Identifizierung außergewöhnlicher sektorweiter Schocks.³⁹ Gemäß Artikel 144c der Solvency-II-Richtlinie können die Aufsichtsbehörden bei außergewöhnlichen sektorweiten Schocks Maßnahmen ergreifen, um die Finanzlage einzelner Versicherungsunternehmen oder die Stabilität des Finanzsystems zu bewahren. Um sicherzustellen, dass die Aufsichtsbehörden diese Maßnahmen einheitlich anwenden, wurde die EIOPA beauftragt, gemäß Artikel 144c Absatz 7 nach Konsultation des ESRB einen technischen Regulierungsstandard zu entwickeln, in dem Kriterien für die Identifizierung außergewöhnlicher sektorweiter Schocks festgelegt werden. Im Rahmen dieser Konsultation beriet der ESRB die EIOPA im Hinblick auf einen von ihr erstellten Entwurf für einen technischen Regulierungsstandard. Mit seinen Empfehlungen weist der ESRB auf Bereiche hin, in denen der Entwurf verbessert werden könnte. Dazu gehört auch die Klarstellung, dass die im technischen Regulierungsstandard festgelegten Kriterien keine abschließende Liste darstellen. Außerdem sollten das Hintergrundwissen in Bezug auf sektorweite Schocks erweitert sowie Transmissions- und Verstärkungsfaktoren in den Identifizierungskriterien berücksichtigt werden. Des Weiteren wird angeraten, Hintergrundinformationen zu wichtigen Konzepten, die nicht in der Solvency-II-Richtlinie definiert sind, zu liefern und diese zu präzisieren. Die Empfehlungen des ESRB heben auch hervor, dass die technischen Regulierungsstandards und andere in der Entwicklung befindlichen Leitlinien maßgeblich dazu beitragen, dass die neuen Aufsichtsbestimmungen gemäß Artikel 144a bis Artikel 144d der Solvency-II-Richtlinie nach einem ganzheitlichen Ansatz umgesetzt werden. Darüber hinaus bekräftigt der ESRB erneut die Bedeutung von technischen Regulierungsstandards

³⁸ Siehe Richtlinie (EU) 2024/927.

³⁹ Siehe ESRB, *ESRB advice to EIOPA on the criteria for identification of exceptional sector-wide shocks*, 19. Dezember 2024.

und anderen Leitlinien, um eine geeignete makroprudenzielle Überwachung der Versicherungsbranche zu gewährleisten.

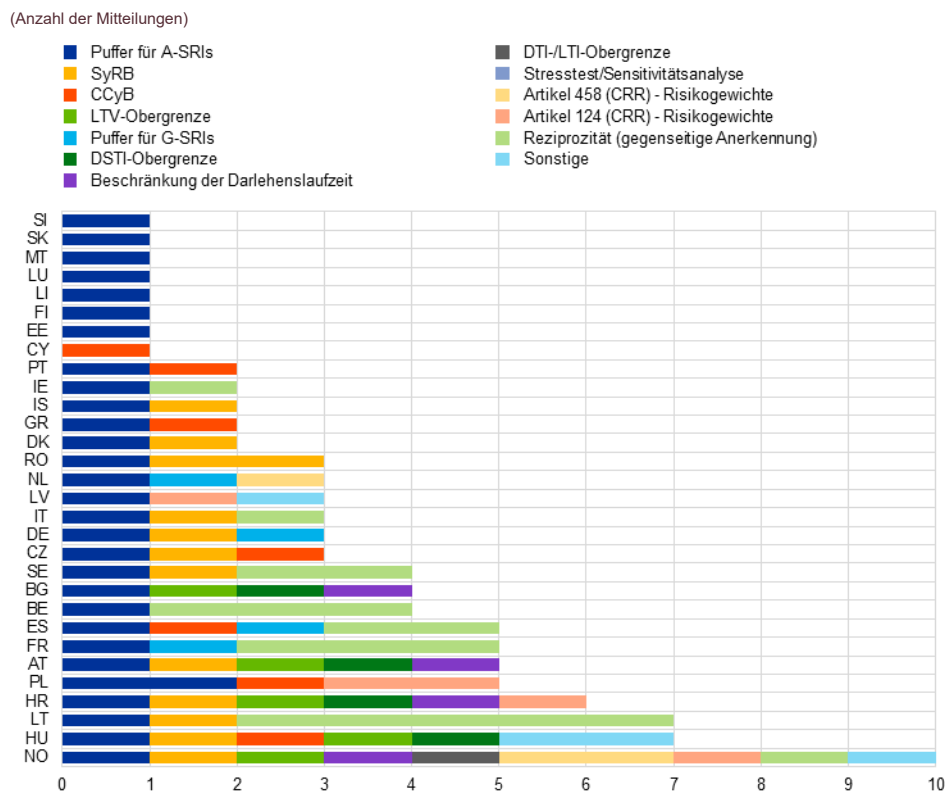
3 Überblick über die nationalen Maßnahmen

Dieser Abschnitt gibt einen Überblick über die makroprudenziellen Maßnahmen der Länder des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR), die dem ESRB im Berichtszeitraum gemeldet wurden.⁴⁰ Im Einklang mit seinem breit gefassten Mandat und seiner EWR-weiten Perspektive fungiert der ESRB als zentrale Sammelstelle für Informationen über die von den Mitgliedstaaten ergriffenen makroprudenziellen Maßnahmen. Der ESRB unterhält eine Datenbank der von den EWR-Ländern ergriffenen und dem ESRB gemeldeten makroprudenziellen Maßnahmen. Im Berichtszeitraum meldeten alle EWR-Länder dem ESRB mindestens eine makroprudenzielle Maßnahme. In diesem Abschnitt werden die dem ESRB angezeigten Maßnahmen, unterteilt nach Art des Instruments, dargelegt.

⁴⁰ Dies bezieht sich auf Maßnahmen, die während des Berichtszeitraums (1. April 2024 bis 31. März 2025) gemeldet und angekündigt wurden. Die Meldungen anderweitig systemrelevanter Institute (A-SRIs) werden einmal jährlich von den Ländern eingereicht, sodass es pro Jahr einen Eintrag pro Land gibt.

Abbildung 7

Von April 2024 bis März 2025 beim ESRB eingegangene Mitteilungen nach Art der Maßnahme und nach Land



Quelle: ESRB.

Anmerkung: Es sind nur Maßnahmen berücksichtigt, die im Berichtszeitraum und vor dem Redaktionsschluss am 31. März 2025 verabschiedet oder öffentlich angekündigt wurden. Reziprozität (gegenseitige Anerkennung) steht für Entscheidungen von Ländern, die Maßnahmen anderer Länder anzuerkennen.

3.1 Überblick über die nationalen Maßnahmen

Im Berichtszeitraum bewirkten die meisten makroprudenziellen Beschlüsse in mehreren EWR-Ländern eher eine Verschärfung als eine Lockerung; dies betraf vor allem Maßnahmen im Hinblick auf die Kapitalpuffer (siehe Abbildung 8). In einer Reihe von EWR-Ländern wurden die Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer (CCyB) angehoben, und in vier Ländern wurde der Puffer erstmals aktiviert. In einigen Fällen verfolgten die Behörden mit der Anhebung einen positiven neutralen Ansatz. Dabei wird bereits eine positive Pufferquote angestrebt, wenn die Risiken weder als gedämpft noch als erhöht eingeschätzt werden. Zwei Länder aktivierten einen neuen Systemrisikopuffer (SyRB), ein Land führte als Reaktion auf zunehmende Systemrisiken einen sektoralen SyRB ein, während zwei andere Länder die Systemrisikopufferquote senkten.

Hinzu kam eine Reihe von kreditnehmerbasierten Maßnahmen, mit denen die jeweiligen Länder jedoch nicht explizit eine Veränderung der allgemeinen makroprudenziellen Politikausrichtung anstrebten. Zwei Länder verabschiedeten neue kreditnehmerbasierte Maßnahmen, andere lockerten die bestehenden

Maßnahmen entweder generell oder für eine bestimmte Gruppe von Kreditnehmern, und wieder andere vereinfachten oder änderten die den Maßnahmen zugrunde liegenden Berechnungsmethoden.

Ein Land führte eine neue Risikogewichtsmaßnahme für Risikopositionen im Gewerbeimmobiliensektor ein. Zwei Länder verlängerten den Anwendungszeitraum bestehender Risikogewichtsmaßnahmen für Risikopositionen im Wohn- oder Gewerbeimmobiliensektor.⁴¹ In drei anderen Ländern wurden hingegen vor dem Hintergrund des Inkrafttretens der überarbeiteten Eigenkapitalverordnung (CRR) strengere nationale Maßnahmen für Risikogewichte wieder aufgehoben.⁴²

⁴¹ Siehe Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 1.

⁴² Siehe Verordnung (EU) 2024/1623 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2024 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 im Hinblick auf Vorschriften für das Kreditrisiko, das Risiko einer Anpassung der Kreditbewertung, das operationelle Risiko, das Marktrisiko und die Eigenmitteluntergrenze (Output-Floor), ABl. L 2024/1623.

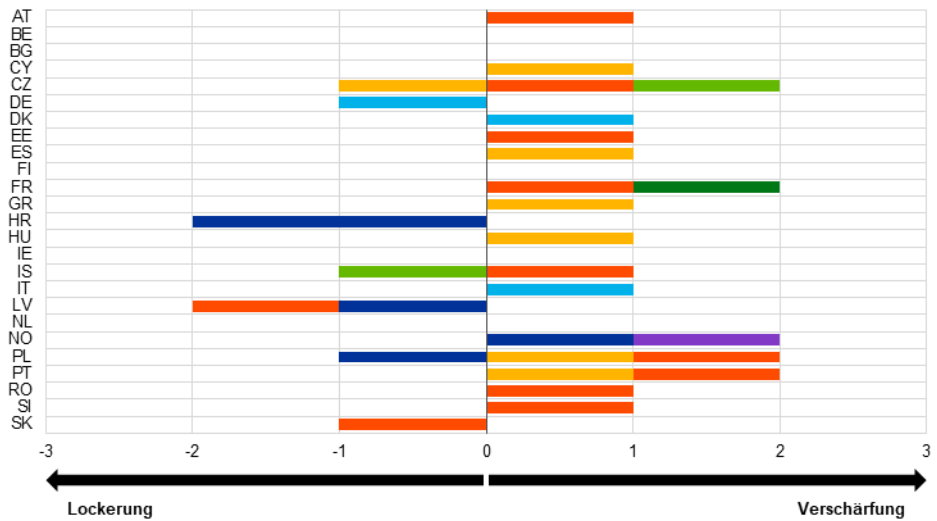
Abbildung 8

Überblick über Beschlüsse zur Verschärfung oder Lockerung von kapital- bzw. kreditnehmerbasierten Maßnahmen im Zeitraum von April 2024 bis März 2025

(Anzahl der Maßnahmen)

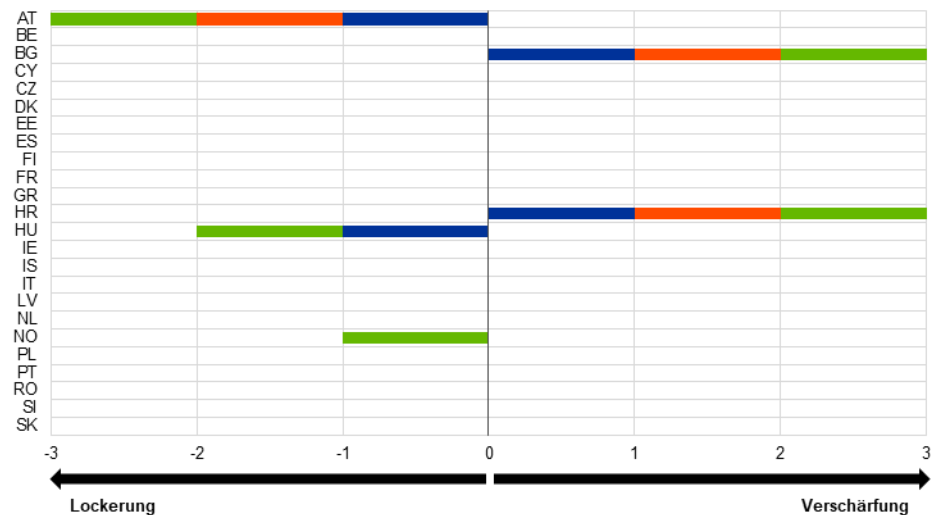
a) Kapitalbasierte Maßnahmen

- Artikel 124 - Risikogewichte
- CCyB
- Puffer für A-SRIs
- SyRB - allgemein
- SyRB - sektoral
- Puffer für G-SRIs
- Artikel 458 - Risikogewichte



b) Kreditnehmerbasierte Maßnahmen

- DSTI-Obergrenze
- DTI-Obergrenze
- Beschränkung von Darlehenslaufzeiten
- LTV-Obergrenze



Quelle: ESRB.

Anmerkung: Die Lockerung der bestehenden LTV- und DSTI-Obergrenzen in Ungarn bezieht sich lediglich auf eine bestimmte Gruppe von Kreditnehmern und „grüne“ Kredite. Nach der Umsetzung der überarbeiteten CRR III überprüfen einige Länder die gemäß Artikel 124 ergriffenen nationalen Maßnahmen und verzichteten auf die Anwendung eines höheren Risikogewichts für Risikopositionen im Zusammenhang mit Immobilien. Für die Zwecke dieser Abbildung wird dies als Lockerung von Maßnahmen betrachtet. In Abschnitt 3.5 wird darauf näher eingegangen.

3.2 Antizyklischer Kapitalpuffer

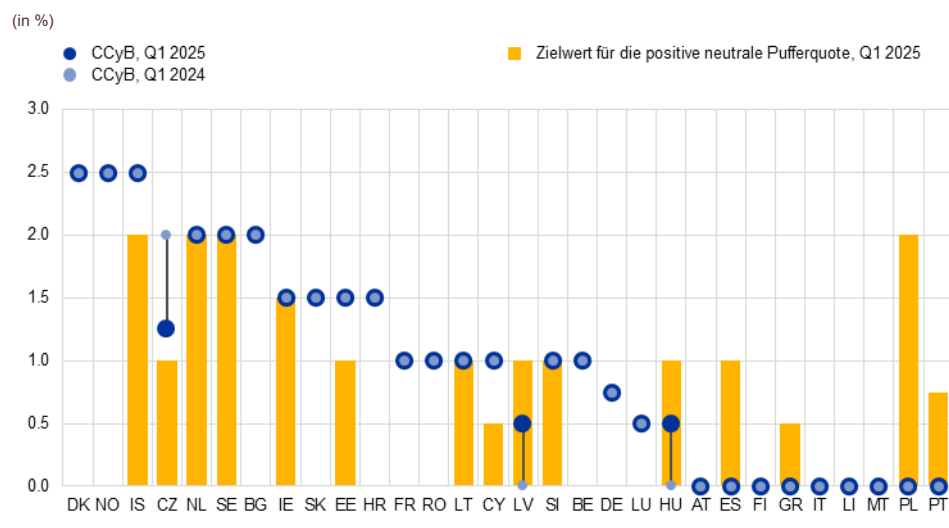
Im Berichtszeitraum kündigten sieben Länder eine Änderung ihrer Quoten für den CCyB an, wobei sie ihren Kurs zumeist verschärfen. Griechenland, Polen, Portugal und Spanien kündigten die erstmalige Aktivierung von CCyB-Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer an, wobei die Werte von 0,25 % bis 1,0 % reichten. Zwei Länder, Zypern und Ungarn, erhöhten ihre CCyB-Quote auf 1,5 % bzw. 1,0 %. In Zypern wurde der entsprechende Beschluss trotz der positiven Konjunkturaussichten gefasst. Zurückzuführen war dies auf die Identifizierung höherer zyklischer Systemrisiken und Reputationsrisiken sowie die geopolitischen Entwicklungen. Nachdem Ungarn die Aktivierung des CCyB aufgrund der sich abschwächenden zyklischen Systemrisiken und der Bedenken hinsichtlich einer Überbewertung am Wohnimmobilienmarkt zunächst aufgeschoben hatte, aktivierte das Land im Juli 2024 erstmals eine CCyB-Quote von 0,5 %. Die Tschechische Republik senkte hingegen ihre CCyB-Quote in zwei Schritten weiter auf 1,25 %, da sich die zyklischen Risiken im heimischen Bankensektor verringert hatten. Dies steht im Einklang mit dem dort verfolgten Ansatz, den Puffer so zu kalibrieren, dass er die jeweilige Phase des Finanzzyklus genau widerspiegelt. Bei einer allmählichen Abschwächung des Zyklus werden die Ergebnisse weiterhin mithilfe quantitativer Methoden überwacht. Zur Senkung der CCyB-Quote kommt dabei ein konservativerer Ansatz zur Anwendung. Bis zum Ende des Berichtszeitraums (31. März 2025) hatten insgesamt 25 Länder positive CCyB-Quoten angekündigt oder bereits umgesetzt (siehe Abbildung 9).

In einigen Ländern standen die Anhebungen im Zusammenhang mit der Einführung positiver neutraler Quoten für den CCyB. Ein positiver neutraler Ansatz soll sicherstellen, dass ausreichend Kapital zur Verfügung steht, das zu einem frühen Zeitpunkt im Zyklus freigegeben werden kann. Dadurch sollen die Kreditinstitute in die Lage versetzt werden, Verluste zu absorbieren und ihre zentralen wirtschaftlichen Funktionen in Abschwungphasen zu erfüllen. Spanien und Ungarn gingen im Berichtszeitraum zu einem solchen Ansatz über. Dabei wurde die positive neutrale Quote für den CCyB auf 0,5 % bzw. 1 % festgelegt. In Spanien wurde der Zielwert für die positive neutrale Quote auf 1 % festgesetzt unter der Voraussetzung, dass die zyklischen Systemrisiken weiterhin auf einem üblichen Niveau liegen. Die Pufferanforderung wird zunächst 0,5 % betragen und tritt am 1. Oktober 2025 in Kraft. Für das vierte Quartal 2025 ist eine Erhöhung der Quote auf 1 % geplant, wobei dieser neue Wert ab 1. Oktober 2026 anwendbar sein wird. Polen und Zypern hoben ihre CCyB-Quoten im Rahmen eines positiven neutralen Ansatzes auf 1 % bzw. 1,5 % an. Im Fall Zyperns war dies jedoch auf erhöhte zyklische Risiken zurückzuführen. Griechenland und Portugal überarbeiteten ihre Regelwerke mit dem Ziel positiver neutraler Quoten oder entwickelten diese weiter. Griechenland beschloss, seine CCyB-Quote mit Wirkung ab Oktober 2025 auf 0,25 % festzusetzen. Danach wird sie voraussichtlich auf einen Zielwert für die positive neutrale Quote in Höhe von 0,5 % umgestellt, der ab Oktober 2026 anwendbar sein wird. Portugal ging ebenfalls zu einem positiven neutralen Ansatz über, wobei die Quote hier 0,75 % beträgt. Eine positive neutrale CCyB-Quote wurde bereits in vielen Ländern eingeführt. Am 31. März 2025 hatten insgesamt 17 Staaten

eine solche Quote festgelegt. Diese Zahl umfasst auch jene Länder, in denen die Quote zwar schon bekannt gegeben wurde, aber noch nicht in Kraft getreten ist.

Abbildung 9

Implementierte CCyB-Quoten und Zielwerte für positive neutrale Quoten in den EWR-Ländern zum 31. März 2025



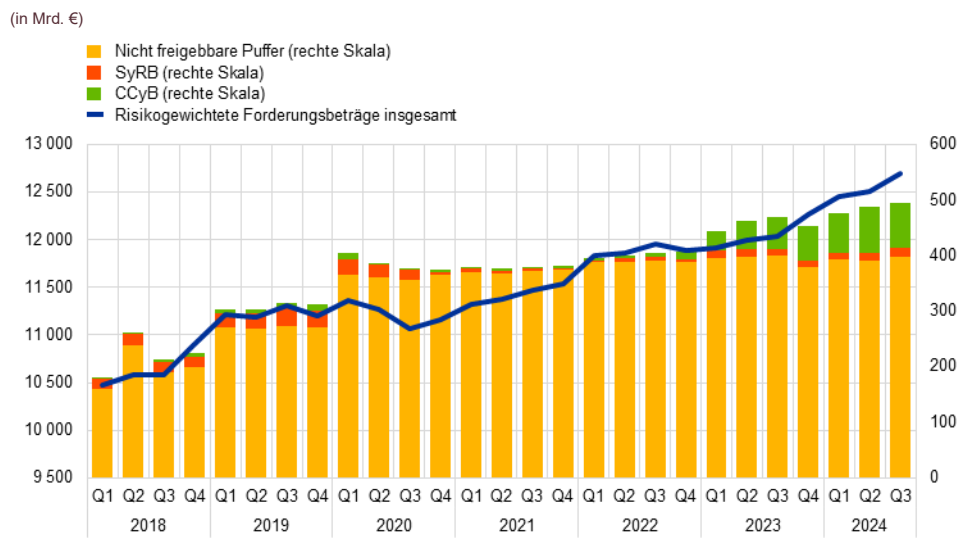
Quelle: ESRB.

Anmerkung: Für den CCyB ist die tatsächlich implementierte Quote abgebildet. Für die positive neutrale Pufferquote ist der betreffende Zielwert dargestellt. Die Abbildung zeigt die am Ende des ersten Quartals 2024 und des ersten Quartals 2025 geltenden CCyB-Quoten. Zypern und Island haben für die positive neutrale Pufferquote einen Mindestzielwert von 0,5 % bzw. 2 % festgelegt. In Dänemark und Norwegen wurde kein Zielwert für diese Quote bestimmt. Bei der Festlegung des CCyB wurde vielmehr der Ansatz eines „frühzeitigen und allmählichen Vorgehens“ verfolgt. Auch diese Länder werden zu den 17 Ländern mit einem positiven neutralen Ansatz gezählt.

Auf Ebene des Euroraums machen nicht freigebbare makroprudenzielle Puffer – d. h. Puffer für global systemrelevante Institute (G-SRI-Puffer), Puffer für anderweitig systemrelevante Institute (A-SRI-Puffer) und Kapitalerhaltungspuffer – nach wie vor den größten Teil der gesamten Pufferanforderungen aus (siehe Abbildung 10). Nicht freigebbare Puffer gewährleisten die Widerstandsfähigkeit der Banken gegenüber Risiken, die sich im Zeitverlauf nicht ändern dürften. Die Banken können diese Puffer zwar in Stressphasen nutzen, aber da nicht davon auszugehen ist, dass die Pufferanforderungen in solchen Phasen gesenkt werden, bieten sie den Banken keine Kapitalerleichterungen zur Abfederung von Schocks. Sofern die makroökonomischen und makrofinanziellen Bedingungen dies zulassen, könnte eine proaktive Erhöhung der freigebbaren Puffer in einigen Ländern in Zeiten normaler Wirtschaftstätigkeit von Vorteil sein, um die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors in Krisenzeiten zu gewährleisten.

Abbildung 10

Anforderungen an freigebbare und nicht freigebbare makroprudenzielle Puffer für die Banken im Euroraum



Quelle: Statistical Data Warehouse der EZB.

Anmerkung: Zu den nicht freigebbaren Elementen der makroprudenziellen Kapitalanforderungen zählen der Kapitalerhaltungspuffer sowie der A-SRI-Puffer bzw. der G-SRI-Puffer, je nachdem, welcher der beiden Puffer höher ist. Im Zeitraum vom dritten Quartal 2022 bis zum dritten Quartal 2024 erhöhten sich die in Form von CCyBs gehaltenen Kapitalbeträge um 76,4 Mrd. € (dargestellt als Anstieg der grünen Balken).

Die EU-Eigenkapitalvorschriften für Banken sehen auch die Möglichkeit vor, höhere CCyBs für Risikopositionen gegenüber Drittländern festzulegen. In Anbetracht der Vielzahl von Drittländern, auf die solche Maßnahmen Anwendung finden könnten, übernehmen der ESRB, die EZB und die EU-Mitgliedstaaten gemeinsam die Verantwortung für diese Aufgabe. Dabei werden schwerpunktmäßig die Länder identifiziert und überwacht, gegenüber denen das Bankensystem des EWR als Ganzes oder das Bankensystem eines einzelnen EWR-Landes wesentliche Risikopositionen hält. Um eine einheitliche Herangehensweise in der gesamten EU zu gewährleisten, hat der ESRB in der Empfehlung ESRB/2015/1⁴³ und im Beschluss ESRB/2015/3⁴⁴ seinen Ansatz im Einzelnen dargelegt. So erstellt der ESRB insbesondere eine Liste wesentlicher Drittländer für das EWR-Bankensystem insgesamt und überwacht die Entwicklungen in diesen Ländern. Im Jahr 2020 wurde die Identifikationsstichprobe von der EU auf den gesamten EWR ausgedehnt. Sie umfasst die Banken, deren Risikopositionen gegenüber Drittländern berücksichtigt werden.⁴⁵

⁴³ 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), ABl. C 97 vom 12.3.2016, S. 1.

⁴⁴ Siehe 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), ABl. C 97 vom 12.3.2016, S. 23.

⁴⁵ Da gemäß der Drittland-Definition in Beschluss ESRB/2015/3 alle Länder außerhalb des EWR als Drittländer zählen und die makroprudenziellen Instrumente der Eigenkapitalrichtlinie (CRD) und Eigenkapitalverordnung (CRR) seit dem 1. Januar 2020 in Island, Liechtenstein und Norwegen anwendbar sind, sollten nun alle EWR-Länder in der Identifikationsstichprobe aufgenommen sein. Siehe Beschluss des Gemeinsamen EWR-Ausschusses Nr. 79/2019 vom 29. März 2019 zur Änderung des Anhangs IX (Finanzdienstleistungen) des EWR-Abkommens [2019/2133], ABl. L 321 vom 12.12.2019, S. 170.

Der ESRB überarbeitete im Berichtszeitraum die Liste der wesentlichen Drittländer, die er im Jahr 2021 für den gesamten EWR erstellt hatte, und beließ diese unverändert. Die im Jahr 2022 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 der Empfehlung ESRB/2015/1 identifizierten einzelne EWR-Länder die für ihr nationales Bankensystem wesentlichen Drittländer und **überarbeiteten 2024 ihre Listen** anhand ihrer jeweiligen Methodik. Im Berichtszeitraum gab der ESRB keine Empfehlung ab, für Risikopositionen von EWR-Banken gegenüber Drittländern höhere CCyBs festzusetzen. Auch ergriff kein EWR-Land eine solche Maßnahme aus eigener Initiative.

3.3 Systemrisikopuffer

In der Tschechischen Republik wurde als Reaktion auf zunehmende Systemrisiken ein SyRB aktiviert. Die Tschechische Republik beschloss, für alle dort zugelassenen Institute eine allgemeine SyRB-Quote von 0,5 % festzusetzen. Die Entscheidung stand in erster Linie im Zusammenhang mit der Offenheit der tschechischen Wirtschaft, der hohen Außenhandelskonzentration, der starken Produktions- und Beschäftigungskonzentration, den potenziellen Kosten des Übergangs zu einer klimaneutralen Wirtschaft und dem steigenden Cyberrisiko. Diese Risiken werden durch die anhaltenden geopolitischen Spannungen und die wachsende Unsicherheit über die künftige wirtschaftliche Entwicklung im Ausland, insbesondere in wichtigen Handelspartnerländern, verstärkt.

In Italien wurde ein neuer SyRB für Kreditrisikopositionen und Gegenparteiausfallrisikopositionen im Inland eingeführt. Die Aktivierung eines SyRB von 1 % zielte darauf ab, die Widerstandsfähigkeit des italienischen Bankensystems gegenüber Schocks weiter zu erhöhen und die Fähigkeit der Banken zu stärken, mögliche Verluste zu absorbieren und italienische Unternehmen und private Haushalte weiterhin mit Krediten zu versorgen. Dies sollte schrittweise erreicht werden. Dabei galt ab dem 31. Dezember 2024 eine Quote von 0,5 %, und zum 30. Juni 2025 erfolgte eine Anhebung um weitere 0,5 %. Der Entscheidung zur Aktivierung des SyRB lag die Tatsache zugrunde, dass die italienische Realwirtschaft in hohem Maße von der Finanzierung über Bankkredite abhängig ist. Daher wurde es als wesentlich erachtet, dass das Bankensystem in der Lage bleibt, private Haushalte und Unternehmen im Falle negativer Schocks zu unterstützen. Dies schließt auch Schocks ein, deren Ursprung außerhalb des Finanzsystems liegt, wie etwa Pandemien und Kriege. Dadurch soll die Wahrscheinlichkeit schwerwiegender Störungen verringert werden.

In Dänemark wurde ein neuer sektoraler SyRB für alle Arten von Risikopositionen gegenüber Immobiliengesellschaften eingeführt. Es wurde beschlossen, eine sektorale SyRB-Quote von 7 % für Risikopositionen im Inland gegenüber nichtfinanziellen Unternehmen zu aktivieren, die im Immobiliengeschäft und in der Entwicklung von Bauprojekten tätig sind. Ausgenommen von der angepassten Pufferquote sind Risikopositionen, bei denen sich die Kreditvolumen-

Immobilienwert-Relation innerhalb einer Spanne von 0 % bis 15 % bewegt. Die Entscheidung zur Aktivierung wurde damit begründet, dass der Anteil der von dänischen Kreditinstituten an Immobiliengesellschaften vergebenen Kredite deutlich ansteigt und die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Bedingungen die Möglichkeit des Eintretens von Risiken im Zusammenhang mit Immobilienunternehmen erhöhen.

Deutschland und Island reduzierten dagegen ihre für alle Institute geltenden SyRB-Quoten. Deutschland teilte seine Absicht mit, den sektoralen SyRB von 2 % auf 1 % zu senken. Der deutschen makroprudenziellen Behörde zufolge war dies auf die vorangegangene Stabilisierung am deutschen Wohnimmobilienmarkt zurückzuführen. Der Kapitalpuffer gilt für alle Risikopositionen, die durch Wohnimmobilien in Deutschland besichert sind. Die reduzierte Pufferquote ist ab Mai 2025 anwendbar. In Island beschloss die makroprudenzielle Behörde, den SyRB von 3 % auf 2 % herabzusetzen. Dieser Beschluss wurde getroffen, obwohl das Risiko besteht, dass die Wirtschaft stärker auf die weltwirtschaftlichen Entwicklungen reagieren und es zu häufigen und extremen konjunkturellen Schwankungen kommen könnte, die zu höheren Kreditrisiken für Banken führen. Die Behörde war jedoch zu dem Schluss gekommen, dass die übrigen Risiken abgenommen hätten. In der dieser Anpassung zugrunde liegenden Risikobeurteilung wurde hervorgehoben, dass sich die Konjunkturschwankungen in Island in den letzten Jahren verringert hätten. Darüber hinaus ist der Netto-Auslandsvermögensstatus Islands, welcher in der Vergangenheit negativ war, nun positiv, was den Aufbau umfangreicher Devisenreserven ermöglicht. Dies wurde als Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft gegenüber externen Schocks bewertet. Die reduzierte Pufferquote trat am 5. Dezember 2024 in Kraft.

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

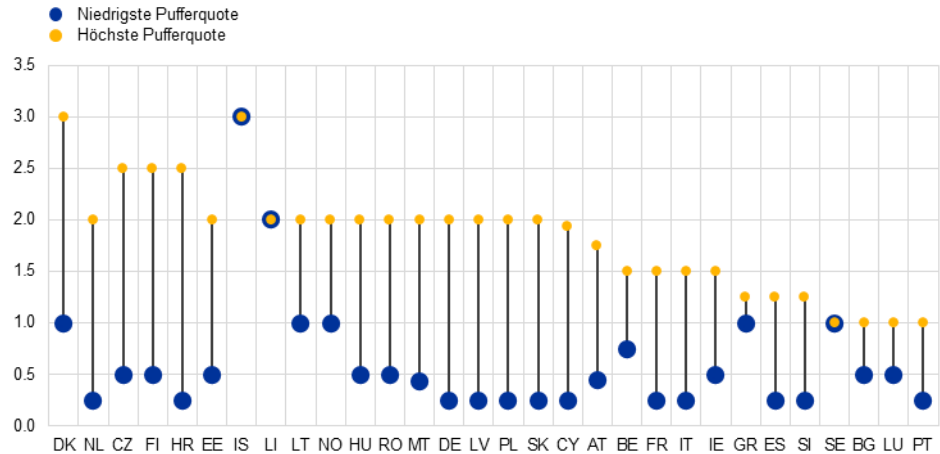
Zum 1. Januar 2025 wurden im EWR insgesamt 185 A-SRIs identifiziert und damit zwei Institute mehr als im Vorjahr. Die höchsten Pufferquoten, die in den einzelnen EWR-Ländern für A-SRIs galten, lagen zwischen 1 % und 3 % (siehe Abbildung 11). Die bei der Festlegung der Pufferhöhe von A-SRIs seit Langem bestehende Heterogenität war weiterhin erkennbar. So gelten für Banken mit vergleichbaren Systemrelevanz-Scores von Land zu Land unterschiedliche Pufferquoten. Wie der ESRB zuvor festgestellt hatte,⁴⁶ lassen sich diese Unterschiede nicht vollständig durch Besonderheiten in der Wirtschaft oder im Finanzsektor erklären, wie etwa die Größe des Bankensektors in Relation zum BIP oder die Position der Mitgliedstaaten im Finanzzyklus.

⁴⁶ Siehe ESRB, *Review of the EU Macroprudential Framework for the Banking Sector: Response to the call for advice*, März 2022, S. 32.

Abbildung 11

Höchste und niedrigste A-SRI-Pufferquote im März 2025 nach Land

(in %)



Quelle: ESRB.

Für das Jahr 2024 wurden insgesamt sieben G-SRIs in vier EWR-Ländern**identifiziert.** Gemäß der im November 2024 vom Finanzstabilitätsrat (FSB)

veröffentlichten Liste der global systemrelevanten Banken sind in Frankreich vier

G-SRIs ansässig und in Deutschland, den Niederlanden und Spanien jeweils ein

G-SRI. Diese Zahlen sind gegenüber dem Vorjahr unverändert. Vier der sieben

Bankengruppen wurde eine G-SRI-Pufferquote von 1 % zugewiesen. Für die drei

anderen wurde eine Pufferquote von 1,5 % festgelegt. Mit Ausnahme einer

Bankengruppe, deren Quote gegenüber dem Vorjahr angehoben wurde, blieben die

Quoten für die weiterhin als G-SRIs identifizierten Institute unverändert.

3.5 Risikogewichtsmaßnahmen

Im Berichtszeitraum führte ein ESRB-Mitgliedstaat eine neue**Risikogewichtsmaßnahme für Risikopositionen im Gewerbeimmobiliensektor****ein. Zwei Länder verlängerten bestehende Maßnahmen für Risikopositionen im****Wohn- bzw. Gewerbeimmobiliensektor, während drei andere Länder strengere****naionale Maßnahmen für Risikogewichte aufhoben.** Einige dieserRisikogewichtsmaßnahmen wurden gemäß Artikel 458 CRR umgesetzt.⁴⁷ Dabei

waren die nationalen Behörden der Auffassung, dass dem betreffenden Systemrisiko

nicht mit anderen makroprudenziellen Instrumenten begegnet werden könne. In

einigen anderen Fällen wurden die Risikogewichte verändert oder bestehende

Risikogewichtsmaßnahmen auf Grundlage von Artikel 124 CRR beibehalten.

Norwegen implementierte eine nationale Risikogewichtsmaßnahme, um den**zunehmenden Risiken im Gewerbeimmobiliensektor entgegenzuwirken. Auf**

⁴⁷ Siehe Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 1.

Grundlage von Artikel 124 CRR wird ein Risikogewicht von 100 % für Risikopositionen angewandt, bei denen eine Gewerbeimmobilie als Sicherheit dient. Ein Risikogewicht von 75 % gilt für durch Gewerbeimmobilien besicherte Risikopositionen, die die Anforderungen für die Einstufung in die Kategorie Mengengeschäft erfüllen.⁴⁸ Risikopositionen, die durch nicht als Wohnimmobilien geltende landwirtschaftliche Immobilien besichert sind, unterliegen dem in Artikel 126 Absatz 1 CRR genannten Risikogewicht. Der ESRB ist der Auffassung, dass die Maßnahme keine unverhältnismäßigen nachteiligen Auswirkungen für die Finanzstabilität in Norwegen oder in der EU nach sich zieht und das reibungslose Funktionieren des Binnenmarkts nicht behindern dürfte. Der Ausschluss von Risikopositionen im Zusammenhang mit landwirtschaftlichen Gewerbeimmobilien ist durch die günstigeren Risikomerkmale dieses Teilsektors gerechtfertigt und wird die Wirksamkeit der Maßnahme nicht nennenswert beeinflussen.

Die Niederlande und Norwegen erweiterten den Anwendungsbereich ihrer gemäß Artikel 458 CRR ergriffenen strengeren nationalen Maßnahmen. In Norwegen bezog sich die strengere Maßnahme auf die Festlegung einer Untergrenze für das Risikogewicht von 35 % zur Bekämpfung von Vermögenspreisblasen im Gewerbeimmobiliensektor. Die Erweiterung war auf anhaltende Systemrisiken aufgrund hoher Verschuldung und sinkender Gewerbeimmobilienpreise zurückzuführen und soll ab dem 31. Dezember 2024 für mindestens zwei Jahre gelten. Darüber hinaus wurde in Norwegen die Gültigkeit der Untergrenze für das Risikogewicht von 20 % zur Bekämpfung von Vermögenspreisblasen im Wohnimmobiliensektor bis Juni 2025 verlängert. Da sich die Risikogewichte dadurch um weniger als 25 % erhöhten, war gemäß Artikel 458 Absatz 10 CRR keine Stellungnahme des ESRB erforderlich. Das Verfahren für die gegenseitige Anerkennung dieser Maßnahmen wird in den Berichtszeitraum des nächsten Jahresberichts fallen. In den Niederlanden betraf die strengere nationale Maßnahme Risikogewichte, die auf Vermögenspreisblasen im Wohnimmobiliensektor abzielten. Dabei wurde eine durchschnittliche Risikogewichtsuntergrenze für die Ermittlung der aufsichtsrechtlichen Kapitalanforderungen festgelegt. Diese gilt für Forderungen gegenüber natürlichen Personen, die mit Hypotheken auf niederländische Wohnimmobilien besichert sind. Die bestehende strengere Anforderung gilt für Banken, die ihre aufsichtlichen Kapitalanforderungen anhand des IRB-Ansatzes berechnen. Kredite, die dem nationalen Hypothekengarantieprogramm teilweise oder vollständig unterliegen, sind von der Maßnahme ausgenommen. Der ESRB ist der Auffassung, dass die Intensität der makroprudenziellen oder systemischen Risiken, die aus den Risikopositionen resultieren, weiterhin ein Risiko für die Finanzstabilität auf nationaler Ebene darstellt. Daher stimmte er der Erweiterung der Maßnahme zu.

Kroatien, Lettland und Polen hoben ihre strengeren Risikogewichte für durch Immobilien besicherte Risikopositionen auf. In Polen wurden die höheren Risikogewichte für Risikopositionen, die durch Hypotheken auf Immobilien besichert

⁴⁸ Die mit der CRR III eingeführten Änderungen wirken sich auf die Risikogewichtung von Risikopositionen im Gewerbeimmobiliensektor aus, die dem Standardansatz unterliegen. Da die CRR III in Norwegen am 1. April 2025 in Kraft tritt, fallen diese Änderungen nicht in den Berichtszeitraum des vorliegenden Berichts.

sind, außer Kraft gesetzt. Somit werden künftig die in der CRR festgelegten Standard-Risikogewichte angewandt. Daher bedurfte es keiner Stellungnahme des ESRB. In Lettland wurden die höheren Risikogewichte (80 %) für Forderungen, die vollständig durch Hypotheken auf Gewerbeimmobilien in diesem Mitgliedstaat besichert sind, infolge der Umsetzung der CRR III aufgehoben. Dies trat am 1. Januar 2025 in Kraft. Vor dem Hintergrund der Umsetzung der CRR III überprüfte Kroatien die gemäß Artikel 124 CRR gewährten Ermessensspielräume. Diese waren genutzt worden, um strengere Kriterien für Risikopositionen anzuwenden, die durch Hypotheken auf Wohnimmobilien besichert sind (Risikogewicht von 35 %). Dabei war auch ein höheres Risikogewicht von 100 % für Risikopositionen, die durch Hypotheken auf Gewerbeimmobilien besichert sind, festgelegt worden. Im Zuge der Überprüfung beschloss Kroatien, zwei der vier zuvor eingeführten strengeren Kriterien für Risikopositionen im Zusammenhang mit Wohnimmobilien zu streichen. Damit passte sich das Land an die aktualisierte Definition von „Wohnimmobilie“ an. Zudem verzichtete es auf die Anforderung eines höheren Risikogewichts für Risikopositionen im Zusammenhang mit Gewerbeimmobilien. Dem ESRB ging keine formelle Mitteilung über diese Änderung zu, da die daraus resultierenden Risikogewichte mit den in der CRR festgelegten standardmäßigen Risikogewichten übereinstimmen. Die Änderungen gelten ab dem 1. Januar 2025.

3.6 Kreditnehmerbasierte Maßnahmen

Vor dem Hintergrund zunehmender oder erhöhter Anfälligkeiten am Immobilienmarkt passten einige Länder ihre kreditnehmerbasierten Maßnahmen an. In insgesamt sechs EWR-Ländern ergriffen die nationalen Behörden unterschiedliche Maßnahmen. Hierzu zählten die Einführung und Änderung von Maßnahmen in Bezug auf die Kreditvolumen-Immobilienwert-Relation (LTV), die Schuldendienst-Einkommen-Relation (DSTI) und die Kreditlaufzeit. Zwei Länder führten kreditnehmerbasierte Maßnahmen ein, einige Länder lockerten die Anforderungen entweder generell oder für eine bestimmte Gruppe von Kreditnehmern, und in anderen Fällen wurden die Berechnungsmethoden für bestehende Maßnahmen vereinfacht oder geändert.

In Bulgarien und Kroatien wurden einige neue kreditnehmerbasierte Maßnahmen ergriffen. Sie bezogen sich auf die Indikatoren der Kreditvergabe an private Haushalte und die Richtlinien für die Vergabe von Krediten an private Haushalte, die durch Wohnimmobilien besichert sind. Die regelmäßigen Analysen der bulgarischen Behörden ergaben, dass die Kreditvergabe im Wohnimmobiliensektor nach wie vor erhöht war und sich das Kreditwachstum im zweiten Quartal 2024 weiter beschleunigte. Die Untersuchungen zeigten, dass einige Indikatoren wie Kreditwachstum, Verschuldung, Anstieg der Wohnimmobilienpreise, Überbewertung von Wohnimmobilien sowie durchschnittliches Kreditvolumen einer höheren Risikokategorie zugeordnet wurden, was auf einen potenziellen Aufbau mittelfristiger Risiken im Bankensystem hindeutet. Um diesen Risiken entgegenzuwirken, wurden bei der Neukreditvergabe Obergrenzen für die LTV-Quote (85 %) und die DSTI-Quote (50 %) eingeführt.

Zudem wurde die Laufzeit von Wohnimmobilienkrediten auf 30 Jahre begrenzt. Die Banken können von den genannten Anforderungen im Rahmen sogenannter Freikontingente abweichen. Dabei macht das Freikontingent für die neu vergebenen Kredite und die Anschlussfinanzierungen im laufenden Quartal bis zu 5 % des gesamten Bruttobetrags der im vorangegangenen Quartal neu vergebenen Kredite und Anschlussfinanzierungen aus. Kroatien führte eine Reihe kreditnehmerbasierter Maßnahmen ein, darunter Obergrenzen für die LTV- und die DSTI-Quoten sowie Beschränkungen der Darlehenslaufzeiten. Ausnahmen bis zu einem bestimmten Prozentsatz der Neukreditvergabe sind zulässig, wobei die Obergrenzen, Beschränkungen und Ausnahmen von der Kreditart abhängen. Für Wohnimmobilienkredite gilt in Kroatien nun eine DSTI-Obergrenze von 45 %, und eine Überschreitung ist bei bis zu 20 % der neuen Kredite erlaubt. Davon müssen wiederum mindestens 75 % an Verbraucherinnen und Verbraucher vergeben werden, die die Immobilie als Hauptwohnsitz nutzen. Bei nicht als Wohnimmobilienkredite eingestuft Krediten beträgt die DSTI-Obergrenze 40 %, und diese darf bei bis zu 10 % der neuen Kredite überschritten werden. Außerdem wurde eine LTV-Obergrenze von 90 % eingeführt, die bei bis zu 20 % der neuen Kredite überschritten werden darf. Auch hiervon müssen mindestens 75 % an Verbraucherinnen und Verbraucher vergeben werden, die die Immobilie als Hauptwohnsitz nutzen. Darüber hinaus wurde eine Laufzeitobergrenze von 30 Jahren für Wohnimmobilienkredite sowie grundpfandrechtlich besicherte nicht als Wohnimmobilienkredite eingestufte Kredite eingeführt. Bei anderen nicht als Wohnimmobilienkredite zählenden Krediten beträgt die maximale Laufzeit 10 Jahre. Für alle oben genannten kreditnehmerbasierten Maßnahmen gelten mehrere Ausnahmen.

Ungarn und Norwegen lockerten ihre bestehenden LTV-Obergrenzen, was im Fall Ungarns nur für bestimmte Kreditnehmer galt. Ungarn erhöhte die LTV-Obergrenze für bestimmte „grüne“ Kredite von 80 % auf 90 %. Die Maßnahme gilt für Kredite mit einer Zinsbindung von mindestens zehn Jahren, bei denen die Bedingungen für das Vorliegen grüner Kreditsicherheiten und die Vergabe zu grünen Zwecken erfüllt sind. Das bedeutet, dass diese Kredite für den Erwerb und Bau energieeffizienter Wohnungen sowie für Renovierungsmaßnahmen zur Steigerung der Energieeffizienz eingesetzt werden müssen. Die Maßnahme gilt lediglich für auf ungarische Forint lautende Hypothekarkredite. Mit Ausnahme der Kredite an Erstkäufer, bei denen die LTV-Obergrenze ebenfalls 90 % beträgt, liegt die LTV-Obergrenze für alle anderen Kreditnehmer weiterhin bei 80 %. In Norwegen wurde die maximale LTV-Quote für Hypothekarkredite von 85 % auf 90 % erhöht. Zugleich wurde, wie nachfolgend beschrieben, eine weitere kreditnehmerbezogene Maßnahme geändert.

Was die kreditnehmerbasierten Maßnahmen im Zusammenhang mit dem Einkommen und der Schuldendienstfähigkeit der Kreditnehmer anbelangt, so wurden in Ungarn die DSTI-Obergrenzen für bestimmte Kreditnehmer gelockert, während in Norwegen und Estland einige Änderungen an den Berechnungs- und Stresstestmethoden vorgenommen wurden. In Ungarn wurden die DSTI-Obergrenzen für auf ungarische Forint lautende „grüne“ Hypothekarkredite mit einer Zinsbindung von mindestens zehn Jahren sowie für

Konsumentenkredite auf 60 % angehoben, sofern bestimmte Bedingungen für das Vorliegen grüner Kreditsicherheiten und die Vergabe zu grünen Zwecken erfüllt sind. Dies gilt ab Januar 2025. Norwegen änderte seine Anforderungen an die Schuldendienstfähigkeit, um es Kreditgebern zu ermöglichen, die risikomindernden Effekte festverzinslicher Kredite zu berücksichtigen. So wird bei der Beurteilung der Schuldendienstfähigkeit von Kunden fortan ein Zinsstresstest durchgeführt. Dabei müssen die Kreditgeber sicherstellen, dass die Kunden nach einer Zinsanhebung um 3 Prozentpunkte noch über ausreichende Mittel zur Deckung ihrer regelmäßigen Ausgaben verfügen würden. Als Mindestanforderung müssen die Kunden in der Lage sein, ihre regelmäßigen Aufwendungen zu decken, wenn der Zinssatz 7 % beträgt. Bei einem festverzinslichen Kredit bezieht sich der Stresstest auf die Restschuld, die gemäß Tilgungsplan am Ende der Zinsbindungsfrist noch besteht. Dabei wird das erwartete Wachstum des Einkommens und der Kosten berücksichtigt. In Estland blieb zwar die DSTI-Obergrenze von 50 % unverändert, doch die Grundsätze für die Berechnung der DSTI-Anforderung wurden geändert. So ist für die Ermittlung der Kreditzahlungen nun entweder der im Vertrag festgelegte Zinssatz oder ein Zinssatz von 6 % zugrunde zu legen, je nachdem, welcher Zinssatz höher ist. Zuvor wurde entweder ein Zuschlag von 2 Prozentpunkten auf den durchschnittlichen Kreditzins berechnet oder ein Zinssatz von 6 % zugrunde gelegt, je nachdem, welcher Wert höher war. Der Zuschlag ist nun entfallen.

Im Berichtszeitraum änderte Österreich den rechtlichen Status seiner kreditnehmerbasierten Maßnahmen von verbindlich zu nicht verbindlich und fasste zwei Beschlüsse in Bezug auf solche Maßnahmen. Zum einen nahm das Land Änderungen am Ausnahmekontingent für die derzeit am Wohnimmobilienmarkt geltenden kreditnehmerbasierten Maßnahmen vor. Diese bezogen sich insbesondere auf die DSTI- und LTV-Quoten und die Beschränkungen der Darlehenslaufzeiten und waren ab Juli 2024 anzuwenden. Die bisher vier kennzahlenspezifischen Ausnahmekontingente werden nun in einem einzigen institutsspezifischen Ausnahmekontingent in Höhe von 20 % des Neukreditvolumens zusammengefasst. Dadurch wird die Verwaltung der Ausnahmekontingente für die aktuellen kreditnehmerbasierten Maßnahmen vereinfacht. Zum anderen wurden diese zuvor verbindlichen Maßnahmen in einem separaten Vorgang mit Wirkung ab Juli 2025 als nicht verbindlich klassifiziert.

3.7 Sonstige Maßnahmen

In Ungarn wurde der institutionelle Geltungsbereich von drei makroprudenziellen Verordnungen zum Thema Finanzierung geändert. Dabei wurden die bestehenden De-minimis-Obergrenzen angepasst, um den Compliance-Aufwand und die regulatorischen Hürden für kleinere Banken und Institute zu verringern. Die Änderungen beziehen sich nicht auf spezifische makroprudenzielle Risiken, sondern zielen darauf ab, es den nicht wesentlichen Banken bzw. Bankengruppen leichter zu machen, die Ausnahmeregelungen für Institute nutzen zu können, die einzeln betrachtet kein systemisches Risiko

darstellen. Folgende Änderungen wurden vorgenommen: a) Einführung einer De-minimis-Obergrenze für die Bilanzsumme von 100 Mrd. HUF bei der Foreign Exchange Funding Adequacy Ratio; b) Einführung einer De-minimis-Obergrenze für die Bilanzsumme von 100 Mrd. HUF bei der Foreign Exchange Coverage Ratio; und c) eine Erhöhung der De-minimis-Obergrenze für die Bilanzsumme von 30 Mrd. HUF auf 100 Mrd. HUF bei der Interbank Funding Ratio. Seit dem 1. Oktober 2024 sind nur Banken, einschließlich Zweigstellen und Bankkonzerne, deren Bilanzsumme 100 Mrd. HUF übersteigt, zur Einhaltung dieser Vorschriften verpflichtet.

Im Hinblick auf Maßnahmen, die auf die Refinanzierungsrisiken der Banken abzielen, aktualisierte Ungarn seine Verordnung über die Quote für eine angemessene Refinanzierung von Hypothekendarlehen, um Laufzeitinkongruenzen bei den Banken zu verringern. Zuvor war diese Verordnung mit Wirkung vom 1. Juli 2022 so abgeändert worden, dass auf Fremdwährung lautende Hypothekenanleihen und Refinanzierungskredite anerkannt werden, neue Devisenfonds aber ab dem 1. Oktober 2023 nur zur Finanzierung von energieeffizientem Wohnraum genutzt werden dürfen. Die makroprudenzielle Behörde entschied jedoch, dass mehr Vorbereitungszeit für die Erfüllung dieser „grünen“ Anforderung erforderlich ist. So wurde ihr Inkrafttreten zunächst um ein Jahr auf den 1. Oktober 2024 verschoben und mit der aktuellen Änderung auf unbestimmte Zeit vertagt.

Außerhalb des Bankensektors gaben die luxemburgische Finanzaufsichtsbehörde (Commission de Surveillance du Secteur Financier) und die Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland am 29. April 2024 bekannt, gemäß Artikel 25 Absatz 3 der AIFM-Richtlinie Beschränkungen von Hebelfinanzierungen einzuführen. Die Maßnahmen wurden von den beiden nationalen zuständigen Behörden (NCAs) gemeinsam erarbeitet. Gemäß Artikel 25 Absatz 3 müssen die zuständigen Behörden des Herkunftsmitgliedstaats des AIFM vor dem Erlass von Beschränkungen von Hebelfinanzierungen unter anderem den ESRB darüber in Kenntnis setzen. Der ESRB erhielt die betreffende Mitteilung im vorangegangenen Berichtszeitraum, und die Maßnahmen wurden auch im Jahresbericht 2023 des ESRB beschrieben. Sie gelten für Verwalter von auf Pfund Sterling lautenden alternativen Investmentfonds, die Liability-Driven-Investment-Strategien verfolgen. Die Maßnahmen sehen vor, dass diese Fondsverwaltungsgesellschaften einen ausreichend hohen „Renditepuffer“ vorhalten sollen, um sicherzustellen, dass der Fonds einem Anstieg der Renditen von Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs um 300 Basispunkte standhalten kann, ohne dass der Nettoinventarwert negativ wird. Durch die Festlegung eines Renditepuffers wird die maximale Hebelung des Fonds in Abhängigkeit von der Laufzeit begrenzt, denn Höhe und Laufzeit der Risikopositionen eines Fonds bestimmen, wie hoch der Nettoinventarwert ex ante mindestens sein müsste, um nach einem Anstieg der Staatsanleiherenditen um 300 Basispunkte positiv zu bleiben.

3.8 Gegenseitige Anerkennung (Reziprozität)

Durch die gegenseitige Anerkennung soll sichergestellt werden, dass eine makroprudenzielle Maßnahme, die auf ein bestimmtes Risiko in einem Land abzielt, für alle Finanzinstitute in der EU gilt, die Kredite in dieses Land vergeben und diesem Risiko ausgesetzt sind, unabhängig davon, wo die Finanzinstitute ihren Sitz haben. Makroprudenzielle Maßnahmen, die in einem Mitgliedstaat ergriffen werden, gelten häufig nur für die Finanzinstitute mit Sitz in diesem Mitgliedstaat. Daher finden solche Maßnahmen in der Regel keine Anwendung auf Risikopositionen von in anderen Mitgliedstaaten zugelassenen Finanzinstituten. Reziprozität ist gegeben, wenn die zuständige Behörde im anerkennenden Mitgliedstaat eine makroprudenzielle Maßnahme anwendet, die mit einer im aktivierenden Mitgliedstaat ergriffenen Maßnahme identisch oder gleichwertig ist. Somit kann durch Reziprozität sichergestellt werden, dass diese oder gleichwertige Maßnahmen in Bezug auf die im aktivierenden Mitgliedstaat belegenen Risikopositionen auch für Institute mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat angewendet werden, um das ansonsten nicht abgedeckte Risiko abzusichern. Die gegenseitige Anerkennung makroprudenzieller Maßnahmen erhöht die Wirksamkeit und Kohärenz der makroprudenziellen Politik in der EU und trägt zu einheitlichen Wettbewerbsbedingungen im Binnenmarkt bei. Ende 2015 implementierte der ESRB einen Rahmen zur gegenseitigen Anerkennung makroprudenzieller Maßnahmen auf freiwilliger Basis.⁴⁹ Der Reziprozitätsrahmen bildet die Grundlage für einen koordinierten Ansatz zur gegenseitigen Anerkennung solcher makroprudenzieller Maßnahmen, für die das EU-Recht keine obligatorische Anerkennung vorsieht. Der Prozess der gegenseitigen Anerkennung wird durch einen formellen Antrag eingeleitet. Dieser Antrag wird von der Behörde, die die ursprüngliche Maßnahme aktiviert hat, beim ESRB eingereicht. Hält der ESRB die gegenseitige Anerkennung für begründet, gibt er eine Empfehlung zur reziproken Anwendung der Maßnahme ab.

Während des Berichtszeitraums begann der ESRB in seinen Empfehlungen zur gegenseitigen Anerkennung spezifischer nationaler Maßnahmen festzulegen, ob die Mitgliedstaaten die makroprudenzielle Maßnahme eines anderen Mitgliedstaats auf Einzelinstitutsebene, teilkonsolidierter und/oder konsolidierter Ebene anerkennen sollten, wobei grundsätzlich die Reziprozität auf allen Ebenen empfohlen wird. Abweichungen von diesem Grundsatz sind möglich, wenn triftige Gründe vorliegen, beispielsweise wenn ein durch die Maßnahme adressiertes Risiko bereits durch andere Maßnahmen, die für eine Bankengruppe im anerkennenden Mitgliedstaat gelten, hinreichend abgedeckt ist. Damit soll sichergestellt werden, dass zusätzliches Kapital, das von einem Teil einer

⁴⁹ Der Reziprozitätsrahmen wird in den folgenden Dokumenten erläutert: a) Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 15. Dezember 2015 zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen (ESRB/2015/2), ABl. C 97 vom 12.3.2016, S. 9; b) Artikel 5 des Beschlusses des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 16. Dezember 2015 zu einem Koordinierungsrahmen in Bezug auf die Anzeige von nationalen makroprudenziellen Maßnahmen durch die jeweilige Behörde, die Abgabe von Stellungnahmen und Empfehlungen durch den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken und zur Aufhebung des Beschlusses ESRB/2014/2 (ESRB/2015/4), ABl. C 97 vom 12.3.2016, S. 28; und c) ESRB, The ESRB Handbook on operationalising macroprudential policy in the banking sector, 2018, Kapitel 11.

Bankengruppe gehalten wird, um erhöhten makroprudenziellen Risiken entgegenzuwirken, nicht zur Erfüllung anderer Anforderungen innerhalb der Gruppe verwendet werden kann. Ist eine Bankengruppe über eines ihrer Unternehmen höheren makroprudenziellen Risiken ausgesetzt, sollte die Gruppe insgesamt mehr Kapital halten. Dies ist für die Erreichung des angestrebten Niveaus an makroprudenzieller Resilienz unerlässlich. Die Anwendung aller makroprudenziellen Anforderungen auf konsolidierter Basis gewährleistet außerdem gleiche Wettbewerbsbedingungen. Wenn Bankengruppen zusätzliche makroprudenzielle Eigenkapitalanforderungen nutzen können, um die Eigenkapitalanforderungen an anderer Stelle innerhalb der Gruppe zu erfüllen (Mehrfachbelegung des Eigenkapitals), erhalten sie einen Vorteil gegenüber Wettbewerbern, die keine solchen Möglichkeiten haben.

Im Einklang mit seinem Reziprozitätsrahmen empfahl der ESRB die gegenseitige Anerkennung eines neu von Italien aktivierten SyRB. Am 12. März 2024 legte Italien dem ESRB einen Antrag auf gegenseitige Anerkennung eines sektoralen SyRB vor. Wie in Abschnitt 3.3 erläutert, zielt diese Maßnahme darauf ab, die Widerstandsfähigkeit des italienischen Bankensystems gegenüber Schocks weiter zu erhöhen und die Fähigkeit der Banken zu stärken, mögliche Verluste zu absorbieren und die Kreditversorgung der italienischen Unternehmen und privaten Haushalte sicherzustellen. Der ESRB empfahl die gegenseitige Anerkennung der Maßnahme auf Einzel- und konsolidierter Basis unter Anwendung einer institutsspezifischen Wesentlichkeitsschwelle von 25 Mrd. €.

Der ESRB empfahl auch die gegenseitige Anerkennung eines neu von Dänemark eingeführten sektoralen SyRB. Wie in Abschnitt 3.3 beschrieben war der Grund für die Aktivierung des sektoralen SyRB von 7 % die stark gestiegene Kreditvergabe dänischer Kreditinstitute an Immobilienunternehmen. Um negative grenzüberschreitende Effekte in Form von Regulierungslücken und Aufsichtsarbitrage zu vermeiden, die sich aus der Umsetzung der Maßnahme in Dänemark ergeben könnten, empfahl der ESRB die gegenseitige Anerkennung auf Einzel- und konsolidierter Basis unter Anwendung einer maximalen institutsspezifischen Wesentlichkeitsschwelle von 200 Mio. €.

Überdies empfahl der ESRB weiterhin die gegenseitige Anerkennung des von Belgien eingeführten sektoralen SyRB. Bei der Maßnahme handelt es sich um einen von IRB-Banken anzuwendenden sektoralen SyRB von 6 % für Kredite an private Haushalte, die durch in Belgien befindliche Wohnimmobilien besichert sind. Der ESRB beschloss, die gegenseitige Anerkennung der Maßnahme weiterhin zu empfehlen, und zwar auf konsolidierter, teilkonsolidierter und individueller Basis. Damit möchte er negative grenzüberschreitende Effekte in Form von Regulierungslücken und Aufsichtsarbitrage verhindern, die sich aus der Umsetzung der in Belgien geltenden makroprudenziellen Maßnahme ergeben könnten, und gleiche Wettbewerbsbedingungen für die Kreditinstitute im EWR wahren.

Schließlich empfahl der ESRB weiterhin die gegenseitige Anerkennung des in Norwegen um zwei weitere Jahre verlängerten SyRB. Die Maßnahme umfasst einen SyRB von 4,5 % für alle norwegischen Risikopositionen. Die Wesentlichkeitsschwelle für die gegenseitige Anerkennung des SyRB wurde bei

einem risikogewichteten Forderungsbetrag von 5 Mrd. NOK belassen. Der ESRB empfahl die gegenseitige Anerkennung der Maßnahme auf konsolidierter, teilkonsolidierter und individueller Basis.

4 Institutioneller Rahmen: Umsetzung und Rechenschaftslegung

Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die Maßnahmen, die der ESRB ergriffen hat, um seine Rechenschaftspflichten umfassender zu erfüllen.

Zunächst wird beurteilt, inwieweit die Empfehlungen des ESRB im Berichtszeitraum umgesetzt wurden. 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 wichtigsten Instrumente des ESRB zur Erfüllung seines Mandats, Risiken für die Finanzstabilität abzuwenden und einzudämmen, sind Warnungen und Empfehlungen. In den Empfehlungen des ESRB wird festgelegt, welche Abhilfemaßnahmen die jeweiligen Adressaten innerhalb welcher Fristen umsetzen sollen. Die Empfehlungen des ESRB sind zwar nicht rechtsverbindlich, unterliegen jedoch gemäß Artikel 17 der ESRB-Verordnung dem Mechanismus des „Handelns oder Rechtfertigens“.⁵⁰ Dementsprechend sind die Adressaten (d. h. die EU, einzelne Mitgliedstaaten, die europäischen Aufsichtsbehörden, nationale Behörden, benannte Behörden, Abwicklungsbehörden, die EZB in ihrer Funktion als Bankenaufsichtsbehörde, der Einheitliche Abwicklungsausschuss und die Europäische Kommission) verpflichtet, dem ESRB, dem Europäischen Parlament, dem Rat der EU und der Europäischen Kommission entweder Bericht über die von ihnen ergriffenen Umsetzungsmaßnahmen zu erstatten oder in angemessener Weise zu begründen, warum eine Empfehlung nicht umgesetzt wurde.

Die Beurteilung, inwieweit die Empfehlungen umgesetzt wurden, ist von entscheidender Bedeutung für die effektive Implementierung der vom ESRB ausgesprochenen Maßnahmen. In den vergangenen Jahren hat der ESRB eine Reihe von Empfehlungen zu sektorübergreifenden und sektorspezifischen Systemrisiken unterschiedlichen Ursprungs herausgegeben. Aufgrund der Themenvielfalt setzt der ESRB zur Beurteilung der Umsetzung seiner jeweiligen Empfehlungen spezielle Teams ein. Diese Teams bestehen aus Fachleuten der Mitgliedsinstitutionen des ESRB. Sie werden unter der Federführung des Beratenden Fachausschusses gebildet und vom ESRB-Sekretariat unterstützt. Das Beurteilungsverfahren bietet die Möglichkeit, sich mit den Adressaten

⁵⁰ Siehe Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, ABI. L 331 vom 15.12.2010, S. 1.

auszutauschen. Die Umsetzungsberichte werden vom Verwaltungsrat gebilligt und auf der Website des ESRB unter den betreffenden Empfehlungen veröffentlicht.⁵¹

Die Beurteilungsteams stellten fest, dass den im Berichtszeitraum betrachteten ESRB-Empfehlungen in hohem Maße nachgekommen wurde. Von April 2024 bis März 2025 beurteilten sie die Umsetzung von sieben ESRB-Empfehlungen.⁵² Demnach hatten die meisten Adressaten die Empfehlungen bereits vollständig („fully compliant“) bzw. weitgehend umgesetzt („largely compliant“). Eine Empfehlung wurde vom Adressaten in wesentlichen Teilen nicht umgesetzt („materially non-compliant“).

Aus dem Bericht über die Umsetzung der Empfehlung ESRB/2021/17 zu einem europaweiten Koordinierungsrahmen für betreffende Behörden in Bezug auf systemische Cybervorfälle geht ein hoher Grad der Umsetzung hervor. Es zeigt sich zudem, dass die Adressaten erkannt haben, wie wichtig eine wirksame koordinierte Reaktion auf EU-Ebene für den Fall ist, dass es zu einem schwerwiegenden grenzüberschreitenden Cybervorfall oder einer vergleichbaren Bedrohung kommt, die systemische Auswirkungen auf den Finanzsektor der EU haben könnten. Der Empfehlung A Nummer 1 wurde vollständig nachgekommen. Diese besagt, dass die europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) gemeinsam mit der Europäischen Zentralbank (EZB), dem ESRB und den zuständigen nationalen Behörden mit den Vorbereitungen für die schrittweise Entwicklung einer wirksamen koordinierten Reaktion auf EU-Ebene beginnen sollten. Im Zuge dessen sollte sukzessive ein europaweiter Koordinierungsrahmen für systemische Cybervorfälle (EU-SCICF) errichtet werden. Empfehlung B betrifft die Einrichtung von Kontaktstellen für den EU-SCICF und wurde von der Mehrheit (94 %) der Adressaten (ESAs, EZB und Mitgliedstaaten) vollständig umgesetzt. Zwei Adressaten wurde indes eine weitgehende Umsetzung bescheinigt. Für die an die Europäische Kommission gerichtete Empfehlung C zur Ergreifung geeigneter Maßnahmen auf EU-Ebene

⁵¹ Siehe ESRB-Empfehlungen.

⁵² Siehe hierzu

- 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), ABl. C 134 vom 25.3.2022, S. 1-10;
- Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Deutschlands (ESRB/2021/10), ABl. C 122 vom 17.3.2022, S. 1-8;
- Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Österreichs (ESRB/2021/11), ABl. C 122 vom 17.3.2022, S. 9-14;
- Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 18. Juni 2014 zu Orientierungen zur Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer (ESRB/2014/1), ABl. C 293 vom 2.9.2014, S. 1-10;
- Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 15. Dezember 2015 zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen (ESRB/2015/2), ABl. C 97 vom 12.3.2016, S. 9-14;
- Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 31. Oktober 2016 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten (ESRB/2016/14), ABl. C 31 vom 31.1.2017, S. 1-42;
- Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 1. Dezember 2022 zu Anfälligkeiten des Gewerbeimmobiliensektors im Europäischen Wirtschaftsraum (ESRB/2022/9), ABl. C 39 vom 1.2.2023, S. 1-14;
- Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zur Reform der Geldmarktfonds (ESRB/2021/9), ABl. C 129 vom 22.3.2022, S. 1-10.

Die Empfehlungen und die Umsetzungsberichte sind auf der Website des ESRB abrufbar.

wurde kein formelles Beurteilungsverfahren eingeleitet, da der entsprechende Bericht nur zu Informationszwecken vorgelegt wurde.

Der Bericht über die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Deutschlands (ESRB/2021/10) bzw. Österreichs (ESRB/2021/11) weist auf einen generell hohen Umsetzungsgrad hin. So wurde den beiden Adressaten Deutschland und Österreich insgesamt eine vollständige Einhaltung der Empfehlungen attestiert. Zwar wurden drei der sechs Empfehlungen nicht umgesetzt, doch die entsprechenden Begründungen wurden als angemessen und hinreichend und als nicht wesentlich genug erachtet, um das Gesamturteil zu ändern.

Der aktuelle Bericht über die Umsetzung der Empfehlung ESRB/2014/1 zu Orientierungen zur Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer zeigt, dass die Empfehlung – wie schon in der ersten Beurteilung im Jahr 2017 festgestellt – weiterhin in hohem Maße befolgt wurde. Alle Adressaten (d. h. die nationalen benannten Behörden) haben die Empfehlung entweder vollständig oder weitgehend umgesetzt. Bei den meisten Adressaten wurde im Vergleich zur ersten Beurteilung ein insgesamt unveränderter Umsetzungsgrad festgestellt. Allerdings ist die Zahl derjenigen, denen eine weitgehende Umsetzung attestiert wurde, von zwei auf drei gestiegen. Grund hierfür waren bestimmte Mängel bei der Umsetzung von Empfehlung B oder Empfehlung C. Bei Empfehlung B betraf dies die Methode der benannten Behörden zur Messung und Berechnung der Kredit/BIP-Lücke, des Referenzwerts für den Kapitalpuffer und des Puffer-Richtwerts. Im Hinblick auf Empfehlung C wurden indes Mängel bei den Messgrößen festgestellt, welche die benannten Behörden zur Festlegung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer (CCyB) in der Phase verwenden, in der sich systemweite Risiken aufbauen. Einem Land, das zuvor noch nicht beurteilt worden war, wurde eine weitgehende Umsetzung bescheinigt. Wie bereits bei der ersten Beurteilung wurde auch dieses Mal die EZB als Teil des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) im Einklang mit ihren makroprudenziellen Aufgaben gemäß Artikel 5 der SSM-Verordnung⁵³ als Adressat der Empfehlung berücksichtigt. Die Gesamtbeurteilung der EZB fiel hoch aus. So hatte sie nicht nur die Empfehlung A, der zufolge die benannten Behörden bei der Beurteilung und Festsetzung der CCyB-Quoten bestimmte Grundsätze beachten sollten, vollständig umgesetzt, sondern auch die Empfehlungen B und C. Die Empfehlung D zu Messgrößen, die die benannten Behörden bei ihrer Entscheidung, den CCyB beizubehalten, abzusenken oder vollständig aufzuheben, berücksichtigen sollten, fand indes keine Anwendung.

Aus dem Bericht über die Umsetzung der Empfehlung ESRB/2015/2 zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen geht hervor, dass die meisten Adressaten die Empfehlung vollständig umgesetzt haben. Dabei handelt es sich um die Behörden, die mit dem Erlass und/oder der Aktivierung makroprudenzieller Maßnahmen betraut sind, d. h. die nationalen benannten

⁵³ Siehe Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates vom 15. Oktober 2013 zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank, ABl. L 287/63 vom 29.10.2013, S. 1.

Behörden, die nationalen zuständigen Behörden (NCAs) und sonstige relevante makroprudenzielle Einrichtungen. Die Ergebnisse der Beurteilung zeigen einen hohen Umsetzungsgrad der Empfehlung auf. Allen 30 Ländern wurde insgesamt die vollständige Umsetzung bescheinigt. Die Beurteilung umfasste auch die EZB als Teil des SSM, wenngleich es im Referenzzeitraum keinen Fall gab, in dem die EZB die ihr gemäß Artikel 5 der SSM-Verordnung zustehende Befugnis, strengere makroprudenzielle Maßnahmen festzulegen („top-up“), ausübte. Daher wurde ihr Nichthandeln als hinreichend gerechtfertigt („sufficiently explained“) eingestuft.

Der Bericht über die Umsetzung der ESRB-Empfehlungen zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten (ESRB/2016/14) und zu Anfälligkeiten des Gewerbeimmobiliensektors im Europäischen Wirtschaftsraum (ESRB/2022/9) zeigt, dass beiden Empfehlungen insgesamt in hohem Maße nachgekommen wurde. Was Empfehlung F von ESRB/2016/14 betrifft, so wurde dem Adressaten, d. h. der Europäischen Kommission (Eurostat), eine insgesamt hohe Umsetzung attestiert. Die Adressaten der Empfehlung A von ESRB/2022/9 – also die Behörden, denen eine Rolle im Hinblick auf die Finanzstabilität zukommt, darunter nationale Behörden, die EZB und die ESAs – haben die Empfehlung entweder vollständig oder weitgehend umgesetzt. Konkret geht aus den Ergebnissen hervor, dass die meisten Adressaten der Empfehlung A Nummer 1 zur Überwachung der Anfälligkeiten des Marktes für Gewerbeimmobilien die entsprechenden Anforderungen vollständig erfüllt haben. Die Empfehlung A Nummer 2, der zufolge die Risiken im Zusammenhang mit Gewerbeimmobilien regelmäßig überwacht werden sollten, wurde von allen Adressaten vollständig umgesetzt. Dabei verpflichteten sie sich, diese Risiken mindestens einmal jährlich im Einklang mit den Leitlinien des ESRB zu überwachen. Mit Blick auf die Empfehlung A Nummer 3, die sich mit der Koordinierung und Zusammenarbeit bei der Überwachung von Risiken im Zusammenhang mit Gewerbeimmobilien befasst, haben fast alle Adressaten nachgewiesen, dass sie effektiv mit anderen Behörden und dem ESRB zusammenarbeiten. Damit fördern sie einen zeitnahen Informationsaustausch und eine koordinierte Risikoüberwachung.

Der Bericht über die Umsetzung der Empfehlung ESRB/2021/9 zur Reform der Geldmarktfonds kommt zu dem Ergebnis, dass die Europäische Kommission der Empfehlung in wesentlichen Teilen nicht nachgekommen ist („materially non-compliant“). Das Ergebnis ist darauf zurückzuführen, dass drei der vier Empfehlungen – A, B und D – nicht umgesetzt und die entsprechenden Begründungen nicht als angemessen erachtet wurden. Das Nichthandeln wurde daher als nicht hinreichend gerechtfertigt eingestuft. Den genannten Empfehlungen zufolge sollte die Europäische Kommission Maßnahmen vorschlagen, um Schwelleneffekte zu reduzieren (Empfehlung A), die Liquiditätstransformation zu verringern (Empfehlung B) sowie die Überwachung und die Stresstests zu verbessern (Empfehlung D). Laut Empfehlung C sollte die Europäische Kommission vorschlagen, dass die einschlägige Gesetzgebung der EU die Aufnahme von Liquiditätssteuerungsinstrumenten in die Gründungsdokumente der Geldmarktfonds oder in sonstige vorvertragliche Informationen vorschreibt. Die Europäische Kommission sollte zudem die ESMA damit beauftragen, Kriterien für die Aufnahme in die einschlägigen Rechtsvorschriften der EU zu entwickeln, um den

Geldmarktfondsmanagern den Einsatz von Liquiditätssteuerungsinstrumenten in allen Marktlagen zu erleichtern, sowie Orientierungshilfen zu diesen Kriterien zu erarbeiten. Dieser Empfehlung wurde nachgekommen und sie wurde als weitgehend umgesetzt eingestuft. Die Beurteilung beruhte auf den von der Kommission bis Ende 2023 getätigten Maßnahmen und Empfehlungen; vor allem auf dem im Juli 2023 veröffentlichten Bericht der Kommission über die Angemessenheit der Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates über Geldmarktfonds, die nach aufsichtlichen und wirtschaftlichen Gesichtspunkten geprüft wurde. Im Umsetzungsbericht wird darauf hingewiesen, dass die Kommission nach diesem Zeitraum – genauer gesagt im Mai 2024 – eine gezielte Konsultation zur Bewertung der Angemessenheit makroprudenzieller Maßnahmen für die Finanzintermediation durch Nichtbanken eingeleitet hat. Diese enthielt einen Abschnitt über Geldmarktfonds sowie mehrere Fragen zum Inhalt der Empfehlung, insbesondere im Hinblick auf die Empfehlung D. Zum Beurteilungszeitpunkt hatte die Konsultation jedoch noch nicht zu konkreten Schritten seitens der Kommission geführt, die das Ergebnis der Umsetzungsbeurteilung verändern könnten.

Überdies wurde eine zweite Beurteilung der Umsetzung der Empfehlung ESRB/2021/17 zu einem europaweiten Koordinierungsrahmen für betreffende Behörden in Bezug auf systemische Cybervorfälle in die Wege geleitet, mit deren Abschluss und Veröffentlichung im Lauf des Jahres 2025 zu rechnen ist. Dies betrifft die Empfehlung A Nummer 1 und bezieht sich auf einen Abschlussbericht der ESAs über die Vorbereitungen für die schrittweise Entwicklung einer wirksamen koordinierten Reaktion auf EU-Ebene im Falle eines schwerwiegenden grenzüberschreitenden Cybervorfalles oder einer vergleichbaren Bedrohung, die systemische Auswirkungen auf den Finanzsektor der EU haben könnten (EU-SCICF).

4.2 Bericht der hochrangig besetzten Gruppe

Der Verwaltungsrat des ESRB hatte die hochrangig besetzte Arbeitsgruppe zur Überprüfung des ESRB⁵⁴ (die „Gruppe“) gebeten, an der zweiten Überprüfung der ESRB-Verordnung in Form von strategischen Empfehlungen zur Zukunft des ESRB mitzuwirken. Die Gruppe untersuchte die Arbeit und die Erfahrungen des ESRB in den letzten zehn Jahren, darunter auch die Verordnungen, die seinen Funktionen zugrunde liegen. Ziel war es, die makroprudenzielle Aufsichtsfunktion des ESRB weiter zu verbessern. Sie führte überdies eine Umfrage durch, um Meinungen der Mitglieder des Beratenden Fachausschusses einzuholen. Der Bericht der Gruppe wurde im Dezember 2024 veröffentlicht und der Europäischen Kommission, dem Europäischen Parlament und dem Rat vorgelegt.

Die Gruppe kam überein, dass der ESRB sein Mandat der makroprudenziellen Aufsicht erfolgreich erfüllt hat. Auf dieser Grundlage unterbreitete die Gruppe acht

⁵⁴ Mitglieder dieser Arbeitsgruppe waren Olli Rehn, erster stellvertretender Vorsitzender des ESRB und Präsident der finnischen Zentralbank (Vorsitz), Professor Stephen Cecchetti, stellvertretender Vorsitzender des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses, Luis de Guindos, EZB-Vizepräsident, sowie Pablo Hernández de Cos, Vorsitzender des Beratenden Fachausschusses.

Empfehlungen, die darauf abzielen, den ganzheitlichen Ansatz des ESRB für die Beurteilung von Systemrisiken zu stärken. Konkret sollte ein systemweiter Top-down-Stresstest unter der Federführung des ESRB entwickelt werden. Auch sektorübergreifende und grenzüberschreitende Aspekte sollten verstärkt integriert werden. Empfohlen wurde zudem, die Kommunikation über Themen der Finanzstabilität zu intensivieren, den Zugang zu wichtigen Daten zu verbessern und den Wissensaustausch zu fördern, wobei auch einige Auswirkungen auf die Governance und Ressourcen thematisiert wurden. Auf eine Empfehlung der Gruppe hin wird derzeit unter der Leitung des Beratenden Fachausschusses ein Masterplan zur Umsetzung der Vorschläge entwickelt, der im ersten Halbjahr 2025 dem Verwaltungsrat zur Genehmigung vorgelegt werden soll.

4.3 Berichterstattung an das Europäische Parlament und sonstige institutionelle Aspekte

Im Einklang mit der Rechenschafts- und Berichtspflicht traten die Vorsitzende des ESRB und ihr erster Stellvertreter zu Anhörungen vor den Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (ECON). Am

4. Dezember 2024 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 Finanzstabilitätsrisiken erörtert wurden. Olli Rehn, erster stellvertretender Vorsitzender des ESRB und Präsident der finnischen Zentralbank, erläuterte am 20. Februar 2025 in einer öffentlichen Anhörung vor dem ECON, wie er seine Aufgaben wahrzunehmen gedenkt.

In der Anhörung am 4. Dezember 2024 wies die ESRB-Vorsitzende darauf hin, dass Finanzstabilität eine Voraussetzung für nachhaltiges Wachstum sei. Sie betonte, dass auch wenn die Erinnerungen an zurückliegende Krisen mittlerweile verblassten, ein robuster und widerstandsfähiger Regulierungsrahmen weiterhin unerlässlich sei. Nur ein stabiles Finanzsystem, das durch solide mikro- und makroprudenzielle Maßnahmen gestützt werde, könne zu Innovationen, Wettbewerbsfähigkeit und einer stärkeren Integration der Kapitalmärkte beitragen. Die Vorsitzende forderte einen umfassenden systemweiten Ansatz, um regulatorische Lücken insbesondere bei der Finanzintermediation durch Nichtbanken zu schließen. Sie wies zudem darauf hin, wie wichtig ein stärkerer Datenaustausch zwischen den Behörden sei, um systemische Risiken zu erkennen und zu mindern. Diese zukunftsgerichtete Agenda ist im **Bericht des ESRB über einen systemweiten Ansatz für die makroprudenzielle Politik** näher dargelegt. Sie schafft die Voraussetzungen für eine stärkere Finanzaufsicht in der EU und gewährleistet, dass die regulatorischen Maßnahmen mit der sich rasch verändernden Finanzlandschaft Schritt halten können.

Bei der Anhörung am 20. Februar 2025 erörterte der erste stellvertretende Vorsitzende des ESRB die strategischen Empfehlungen zur Zukunft des ESRB, die von der hochrangigen Gruppe erarbeitet und in ihrem Bericht

zusammenfassend dargestellt wurden. Der erste stellvertretende Vorsitzende betonte, dass die Stärke des ESRB in seiner Fähigkeit liege, systemische Risiken im gesamten Finanzsystem der EU mithilfe eines ganzheitlichen Ansatzes zu überwachen und zu bewerten. Zu diesem Zweck enthalte der Bericht der hochrangigen Gruppe zwei wesentliche Vorschläge. Zum einen solle ein systemweiter Top-down-Stresstest in das Mandat des ESRB aufgenommen und zum anderen der Zugang des ESRB zu wichtigen granularen Datensätzen verbessert werden. Darüber hinaus betonte der erste stellvertretende Vorsitzende, wie wichtig eine klare und überzeugende Kommunikation sei. Selbst ohne Rechtsverbindlichkeit seien die Warnungen und Empfehlungen des ESRB unerlässlich, um die Finanzstabilität zu wahren, die wiederum für ein nachhaltiges Wachstum und Innovationen in der gesamten EU Sorge.

Außerdem wurde der Leiter des ESRB-Sekretariats, Francesco Mazzaferro, am 19. März 2025 vom ECON zu einer öffentlichen Anhörung zum Thema „Bewertung der Angemessenheit makroprudenzieller Maßnahmen für die Finanzintermediation durch Nichtbanken in der EU“ eingeladen. In seinen **einleitenden Bemerkungen** verwies er auf den systemweiten Ansatz des ESRB für die makroprudenzielle Politik. Der ESRB habe diesen systemweiten Ansatz auf drei Geschäftstätigkeiten angewandt, die sowohl Banken als auch Nichtbanken betreffen: Vermögensverwaltung, Clearing und Kreditvergabe. Der Leiter des ESRB-Sekretariats stellte zudem fest, dass zwar noch weitere Arbeiten erforderlich seien, der ESRB aber bereits folgenden Handlungsbedarf erkannt habe: Bei der Vermögensverwaltung sollte die Transparenz erhöht werden. Es sollten zudem Anreize für das zentrale Clearing an den Kassa- und Repomärkten für Staatsanleihen geschaffen werden. Ferner sollte es den Behörden ermöglicht werden, kreditnehmerbasierte Maßnahmen und Obergrenzen für die Risikokonzentration hoch verschuldeter Unternehmen festzulegen, unabhängig davon, ob die Kreditvergabe durch Banken oder Nichtbanken erfolge.

Überdies erstatten der Leiter und der stellvertretende Leiter des ESRB-Sekretariats dem Wirtschafts- und Finanzausschuss der EU regelmäßig Bericht über die jeweils aktuelle Risikoeinschätzung des ESRB. Dieser EU-Ausschuss soll die Koordinierung von Politikmaßnahmen der Mitgliedstaaten fördern. Darüber hinaus nehmen der Leiter des ESRB-Sekretariats und sein Stellvertreter turnusmäßig an den Sitzungen der Räte der Aufseher der ESAs teil.

4.4 Öffentliche Veranstaltungen des ESRB

Der Beratende Wissenschaftliche Ausschuss 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 Beratenden Wissenschaftlichen Ausschuss angehörte und von 1999 bis 2009 Mitglied des Europäischen Parlaments war. Preisträgerin im Jahr 2024 war Tsvetelina Nenova für

ihr Forschungspapier mit dem Titel „Global or Regional Safe Assets: Evidence from Bond Substitution Patterns“.

Am 26./27. September 2024 fand die achte Jahreskonferenz des ESRB in hybrider Form statt. Sie war dem Thema „New Frontiers in Macroprudential Policy“ gewidmet und beschäftigte sich somit mit neuen Herausforderungen für die makroprudenzielle Politik. Die Eröffnungsrede am ersten Konferenztag hielt die Vorsitzende des ESRB, Christine Lagarde. Der zweite Tag wurde dann von Pablo Hernández de Cos, Vorsitzender des Beratenden Fachausschusses und ehemaliger Präsident der Banco de España, eröffnet. Die Konferenz umfasste vier Panels. Das erste wurde von Luis de Guindos (Vizepräsident der EZB) geleitet. Es befasste sich mit makroprudenziellen Maßnahmen außerhalb des Bankensektors. Das zweite Panel betraf künstliche Intelligenz und Systemrisiken und wurde von Andréa Maechler (stellvertretende Generaldirektorin der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) geleitet. Im dritten Panel ging es unter der Leitung von Stephen Cecchetti (Professor an der Brandeis International Business School und stellvertretender Vorsitzender des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses des ESRB) um systemische Liquiditätsrisiken. Das letzte Panel beschäftigte sich mit neu auftretenden Risiken und makroprudenzieller Politik und wurde von Thorsten Beck (Professor am European University Institute und Vorsitzender des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses des ESRB) geleitet. Zudem gab es zwei Keynote-Reden. Die erste wurde von Claudia Buch, der Vorsitzenden des Aufsichtsgremiums der EZB, gehalten. Dabei ging es um die Bankenaufsicht in einer Zeit geopolitischer Instabilität (*Global risks and financial shifts: Supervising banks in an era of geopolitical instability*). In der zweiten Rede sprach Olli Rehn (erster stellvertretender Vorsitzender des ESRB und Präsident der Suomen Pankki – Finlands Bank) über alte und neue Herausforderungen für den ESRB im Hinblick auf Systemrisiken, Nichtbanken und Datenanalyse (*Old and new frontiers of the ESRB: Systemic risk, non-banks and data analysis*). Die Abschlussrede hielt Francesco Mazzaferro in seiner Funktion als Leiter des ESRB-Sekretariats. Eine Videoaufzeichnung der Jahreskonferenz steht auf der Website des ESRB zur Verfügung.

Am 6./7. November 2024 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. Bei dem hybriden Treffen gaben die Teilnehmenden zunächst einen Überblick über ihre Aktivitäten im zurückliegenden Jahr. Bei der anschließenden Diskussion ging es um das aktuell von Unsicherheit geprägte Umfeld und die Frage, wie makroprudenzielle Politik darauf reagieren kann. Danach drehte es sich um die Rolle von Einlagen und Derivaten bei der Steuerung von Zinsänderungsrisiken in den Bankbilanzen. Es folgte ein Gespräch über die erste Umsetzung europäischer Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung. Das letzte Diskussionsthema war die Zunahme der vermögensbasierten Rückversicherung (asset-based reinsurance) in einigen Ländern. Mit Blick auf sonstige Risiken brachten die Teilnehmenden abschließend den Klimawandel, künstliche Intelligenz und die Immobilienbewertung zur Sprache.

Am 22. November 2024 hielt Olli Rehn eine Keynote-Rede vor dem Systemic Risk Council des CFA Institute. Der erste stellvertretende Vorsitzende des ESRB und Präsident der finnischen Zentralbank sprach dabei über den Umgang mit systemischen Risiken für die Finanzstabilität in der EU.

Anhang: Veröffentlichungen auf der Website des ESRB (1. April 2024 bis 31. März 2025)

Working Papers

2. Januar 2025

Molestina Vivar, L., [Mitigating fragility in open-ended investment funds: the role of redemption restrictions](#), Working Paper Series des ESRB, Nr. 150

2. Januar 2025

Körükmez, B., [Microstructure implications of ETF arbitrage with custom baskets](#), Working Paper Series des ESRB, Nr. 149

4. November 2024

Bräuer, L. und Hau, H., [Fund-Level FX Hedging Redux](#), Working Paper Series des ESRB, Nr. 148

Occasional Papers

1. August 2024

Andersen, I. und Sánchez Serrano, A., [A map of the euro area financial system](#), Occasional Paper Series des ESRB, Nr. 26

Berichte

3. Februar 2025

[Systemic liquidity risk: a monitoring framework](#)

31. Januar 2025

[Using the countercyclical capital buffer to build up resilience early in the cycle](#)

18. Dezember 2024

[Building on a decade of success](#)

4. Dezember 2024

[A system-wide approach to macroprudential policy – ESRB response to the European Commission’s consultation assessing the adequacy of macroprudential policies for non-bank financial intermediation](#)

13. Juni 2024

[EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2024](#)

16. April 2024

Advancing macroprudential tools for cyber resilience – Operational policy tools

3. April 2024

Climate-related risks and accounting

Risk Dashboards

5. Dezember 2024

ESRB Risk Dashboard, November 2024 (Ausgabe 50)

Anhang 1 zur 50. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Anhang 2 zur 50. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

4. Oktober 2024

ESRB Risk Dashboard, September 2024 (Ausgabe 49)

Anhang 1 zur 49. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Anhang 2 zur 49. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

27. Juni 2024

ESRB Risk Dashboard, Juni 2024 (Ausgabe 48)

Anhang 1 zur 48. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Anhang 2 zur 48. Ausgabe des ESRB Risk Dashboard

Stresstests

28. Februar 2025

Macro-financial scenario for the 2025 EU-wide banking sector stress test (updated on 28 February 2025)

7. Januar 2025

Adverse scenario for the 2024 European Securities and Markets Authority's money market fund stress-testing guidelines

19. November 2024

Climate-related scenarios for the one-off Fit-for-55 scenario analysis exercise

4. April 2024

Adverse scenario for the 2024 European Insurance and Occupational Pensions Authority's insurance sector stress test exercise

Stellungnahmen

4. Dezember 2024

Opinion of the European Systemic Risk Board of 7 October 2024 regarding the Norwegian notifications of the resetting of the systemic risk buffer pursuant to Article

133 and of the resetting of the O-SII buffer pursuant to Article 131 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/2024/6)

Erläuternder Vermerk zur vorgenannten Stellungnahme

28. Oktober 2024

Opinion of the European Systemic Risk Board of 21 August 2024 regarding the Dutch notification of an extension of the period of application of a stricter national measure based on Article 458 of Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions (ESRB/2024/4)

Erläuternder Vermerk zur vorgenannten Stellungnahme

1. Juli 2024

Opinion of the European Systemic Risk Board of 23 May 2024 regarding the Norwegian notification of an adjustment of the risk weight set for commercial immovable property pursuant to Articles 124(2) and 126(1) of Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and amending Regulation (EU) No 648/2012 (ESRB/2024/1)

Erläuternder Vermerk zur vorgenannten Stellungnahme

30. April 2024

Opinion of the European Systemic Risk Board of 16 November 2023 regarding the Danish notification of the setting or resetting 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/2023/12)

Erläuternder Vermerk zur vorgenannten Stellungnahme

Berichte des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses

29. August 2024

Beck, T., Ioannidou, V., Perotti, E., Sánchez Serrano, A., Suarez, J. und Vives, X., Addressing banks' vulnerability to deposit runs: revisiting the facts, arguments and policy options, Reports of the Advisory Scientific Committee, Nr. 15

Berichte über die Umsetzung von Empfehlungen

28. Februar 2025

Zusammenfassender Bericht über die Umsetzung von Empfehlung A der

Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 1. Dezember 2022 zu Anfälligkeiten des Gewerbeimmobiliensektors im Europäischen Wirtschaftsraum (ESRB/2022/9) sowie von Empfehlung F der Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 31. Oktober 2016 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten (ESRB/2016/14) (Englisch)

4. Juli 2024

Bericht über die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 2. Dezember 2021 zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Deutschlands (ESRB/2021/10) sowie Österreichs (ESRB/2021/11) (Englisch)

27. Juni 2024

Zusammenfassender Bericht über die Umsetzung von Empfehlung A Nummer 1, von Empfehlung B und von Empfehlung C der 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) (Englisch)

Empfehlungen

3. Dezember 2024

Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 3. Dezember 2024 zur Änderung der Empfehlung ESRB/2015/2 zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen (ESRB/2024/7)

8. Juli 2024

Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 8. Juli 2024 zur Änderung der Empfehlung ESRB/2015/2 zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen (ESRB/2024/3)

11. Juni 2024

Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 11. Juni 2024 zur Änderung der Empfehlung ESRB/2015/2 zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen (ESRB/2024/2)

Antworten und Schreiben

27. Januar 2025

Antwort des ESRB auf die Konsultation der ESMA zu den Bedingungen einer Pflicht zum Führen eines aktiven Kontos nach der Überarbeitung der EMIR-Verordnung (Englisch)

20. Dezember 2024

Erläuterung des ESRB für die EIOPA zu den Kriterien für die Identifizierung außergewöhnlicher sektorweiter Schocks (Artikel 144c Absatz 7) (Englisch)

2. September 2024

Antwort des ESRB zur Konsultation der ESMA zum Entwurf technischer Regulierungsstandards und Leitlinien für Liquiditätssteuerungsinstrumente (Englisch)

19. August 2024

Schreiben des ESRB an das Europäische Parlament – Datenaustausch zwischen den europäischen Aufsichtsbehörden und dem ESRB (Englisch)

19. August 2024

Schreiben des ESRB an die Europäische Kommission – Datenaustausch zwischen den europäischen Aufsichtsbehörden und dem ESRB (Englisch)

19. August 2024

Schreiben des ESRB an den Rat der Europäischen Union – Datenaustausch zwischen den europäischen Aufsichtsbehörden und dem ESRB (Englisch)

23. April 2024

Erläuterung des ESRB für die EIOPA zur prudenziellen Behandlung von Umwelt- und Sozialrisiken (Englisch)

17. April 2024

Antwort des ESRB zum Konsultationsbericht von BCBS, CPMI und IOSCO zur Transparenz und Reagibilität von Initial Margins an zentral geclearten Märkten (Englisch)

Impressum

© Europäischer Ausschuss für Systemrisiken 2025

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland
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.

Im [ESRB-Glossar](#) finden Sie Erläuterungen zu speziellen Fachtermini (Englisch).

PDF ISBN 978-92-9472-400-7, ISSN 1977-5091, doi:10.2849/4420842, DT-01-25-009-DE-N
HTML ISBN 978-92-9472-399-4, ISSN 1977-5091, doi:10.2849/6180509, DT-01-25-009-DE-Q