

## Unterrichtung

durch die Bundesregierung

### Vierter Bericht des Ausschusses für Finanzstabilität zur Finanzstabilität in Deutschland

#### Inhaltsverzeichnis

	Seite
<b>1 Überblick: Risikolage im deutschen Finanzsystem .....</b>	<b>4</b>
Niedrige Zinsen und politische Unsicherheit prägen Risikolage .....	4
Keine akuten Anzeichen für übermäßige Übernahme von Risiken.....	4
Aufwärtstrend bei Wohnimmobilienpreisen verstärkt sich .....	5
Markt für Gewerbeimmobilien unter Beobachtung.....	6
Anreize für stabilitätskonformes Verhalten weiter stärken .....	6
Quellenverzeichnis .....	7
<b>2 Teilaspekte der Risikolage .....</b>	<b>8</b>
<b>2.1 Das internationale makroökonomische und finanzielle Umfeld .....</b>	<b>8</b>
Verhaltenes globales Wachstum und sehr niedrige Zinsen prägen das Umfeld .....	8
Finanzmärkte zeigen sich robust .....	10
Herausforderungen im europäischen Bankensektor bestehen fort .....	10
Brexit zunächst mit geringen Auswirkungen .....	11
Risiken in Schwellenländern sind gestiegen .....	11
Quellenverzeichnis .....	12
<b>2.2 Risiken im deutschen Bankensektor.....</b>	<b>13</b>
Risiken aus der Fristentransformation nehmen zu .....	13
Geringe Profitabilität verdeutlicht strukturelle Herausforderungen .....	14
Verbesserte Widerstandsfähigkeit, aber erhöhte Risiken .....	15
Makroprudenzielle Instrumente.....	16
Quellenverzeichnis .....	18

	Seite
2.3 Risiken bei deutschen Lebensversicherern.....	20
Marktwertorientiertes und risikoadäquates Aufsichtsregime eingeführt .....	20
Ergebnisse und Einschätzung des EIOPA-Stresstests 2016 .....	21
Mehrere Lebensversicherer schließen ihre Bestände und wickeln sie ab .....	23
Quellenverzeichnis .....	23
2.4 Vom Wohn- und Gewerbeimmobilienmarkt ausgehende Risiken .....	25
Risiken aus dem Markt für Wohnimmobilien .....	25
Stand der Umsetzung makroprudenzieller Instrumente für den Wohnimmobiliensektor .....	27
Risiken aus dem Markt für Gewerbeimmobilien .....	29
ESRB-Empfehlung zur Schließung von Datenlücken auf Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten .....	32
Jährliche Überprüfung gemäß Kapitaladäquanzverordnung ergibt keinen Anpassungsbedarf bei mit Immobilien besicherten Risikopositionen.....	33
Quellenverzeichnis .....	33
2.5 Cyberrisiken .....	35
Quellenverzeichnis .....	35
2.6 Weitere Themen .....	36
Risiken aus Derivatemärkten und CCPs.....	36
Risiken aus der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln.....	36
Finanzstabilitätsrelevante Ergebnisse des Financial Sector Assessment Program (FSAP) .....	37
Quellenverzeichnis .....	38
<b>3 Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken .....</b>	<b>39</b>
Quellenverzeichnis .....	39
<b>Anhang .....</b>	<b>40</b>
A   Strategie des Ausschusses für Finanzstabilität .....	40
B   Mitglieder des Ausschusses für Finanzstabilität .....	49
C   Sitzungstermine im Berichtszeitraum.....	49

## Vorwort

Der Ausschuss für Finanzstabilität (im Folgenden „Ausschuss“) ist das zentrale Gremium der makroprudenziellen Überwachung in Deutschland; er wurde Anfang 2013 durch das Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität eingerichtet. Dem Ausschuss gehören jeweils drei Vertreter des Bundesministeriums der Finanzen (BMF), der Deutschen Bundesbank, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sowie – ohne Stimmrecht – ein Vertreter der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA) an. Er tagt regelmäßig einmal pro Quartal.

Der Ausschuss erörtert auf Grundlage von Analysen der Bundesbank Sachverhalte, die für die Stabilität des deutschen Finanzsystems von Bedeutung sind. Unter Stabilität des Finanzsystems („Finanzstabilität“) versteht der Ausschuss im Einklang mit seiner Strategie einen Zustand, in dem die zentralen volkswirtschaftlichen Funktionen effizient erfüllt werden – und zwar gerade auch im Falle von unvorhersehbaren Ereignissen, in Stresssituationen sowie in strukturellen Umbruchphasen. Die zentralen Funktionen umfassen sowohl die Allokation der finanziellen Mittel und Risiken als auch die Abwicklung des Zahlungsverkehrs. Der Ausschuss kann Warnungen und Empfehlungen aussprechen. Diese sind auf die Abwehr von Gefahren für die Finanzstabilität ausgerichtet und dienen der Sicherstellung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems und der Begrenzung systemischer Risiken.

Der Ausschuss bildet zugleich die Schnittstelle zur makroprudenziellen Überwachung in Europa. Er ist Ansprechpartner für den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) und die makroprudenziellen Behörden der anderen EU-Mitgliedsländer, er informiert den ESRB über seine Warnungen und Empfehlungen und berät über die Deutschland betreffenden Warnungen und Empfehlungen des ESRB.

Die Strategie des Ausschusses bedarf nach Ansicht der AFS-Mitglieder derzeit keiner grundlegenden Überarbeitung. In der Sitzung am 24. März 2017 beschloss der Ausschuss im Rahmen der turnusmäßigen Überprüfung lediglich kleinere Anpassungen. Beispielsweise wurden die Ausführungen zum antizyklischen Kapitalpuffer aktualisiert und präzisiert. Die Strategie wird spätestens 2020 einer erneuten Überprüfung unterzogen.

Seiner gesetzlichen Verpflichtung nachkommend legt der Ausschuss dem Deutschen Bundestag hiermit seinen vierten Bericht über die Lage und die Entwicklung der Finanzstabilität in Deutschland sowie über seine Tätigkeit vor. Der Bericht bezieht sich auf den Zeitraum April 2016 bis März 2017.

Im Anhang dieses Berichts ist die angepasste makroprudenzielle Strategie enthalten. Zudem sind die Mitglieder und die Sitzungstermine des Ausschusses im Berichtszeitraum aufgeführt.

## 1 Überblick: Risikolage im deutschen Finanzsystem

### Niedrige Zinsen und politische Unsicherheit prägen Risikolage

Das deutsche Finanzsystem hat sich im Berichtszeitraum als robust erwiesen. Die Risikolage wird weiter vor allem von den außerordentlich niedrigen Zinsen bestimmt. Diese werden voraussichtlich noch längere Zeit prägend bleiben, was den Aufbau von Risiken für die Finanzstabilität begünstigen kann. Der Anteil langfristig niedrig verzinsten Kapitalanlagen in den Bilanzen der Finanzinstitute wächst; damit könnten die Risiken steigen, die von einem abrupten Anstieg des Zinsniveaus ausgehen. Zudem wächst die Gefahr, dass Marktteilnehmer Risiken systematisch unterschätzen und in einem Zustand falscher Gewissheit zu positive Erwartungen über zukünftige politische und makroökonomische Entwicklungen bilden. Im Falle ungünstiger Entwicklungen könnte es zu abrupten Korrekturen kommen.

Der Ausblick wird von mehreren Unsicherheitsfaktoren geprägt. Hierzu gehört das Spannungsfeld, das sich aus den divergierenden geldpolitischen Tendenzen in den großen Währungsräumen ergibt. Die US-amerikanische Notenbank hat die Leitzinsen angehoben und bekräftigt, gegebenenfalls die Geldpolitik weiter zu straffen. Der EZB-Rat hat hingegen Anfang Dezember 2016 beschlossen, weiter auf einem expansiven geldpolitischen Kurs zu bleiben. Darüber hinaus haben politische Unsicherheiten zugenommen. So herrscht weiter Unklarheit über Details und Folgen des angekündigten EU-Austritts des Vereinigten Königreichs. In diesem Zusammenhang bestehen auch Zweifel hinsichtlich des weiteren Integrationsprozesses in der EU. Hinzu kommen Unsicherheiten bezüglich etwaiger künftiger Maßnahmen der neuen US-Administration, etwa in Bezug auf Handelsbeschränkungen und eine mögliche Lockerung der Finanzsektorregulierung.

Bislang haben diese teils unerwarteten Ereignisse keine destabilisierende Dynamik an den internationalen Finanzmärkten ausgelöst. Nach zeitweilig erhöhter Volatilität und Kursverlusten erholten sich die Märkte jeweils wieder rasch.

### Keine akuten Anzeichen für übermäßige Übernahme von Risiken

Der Ausschuss beschäftigte sich intensiv mit den Auswirkungen niedriger Zinsen auf die deutschen Finanzintermediäre. Zugleich analysierte er mögliche systemische Risiken, die von einem abrupten Anstieg der Zinsen ausgehen könnten. Makroprudenzielle Politik hat – im Gegensatz zur traditionellen mikroprudenziellen Aufsicht – die Stabilität des gesamten Finanzsystems im Blick. Systemische Risiken liegen vor, wenn die Schieflage eines Marktteilnehmers die Funktionsfähigkeit des gesamten Systems gefährden könnte oder wenn viele Marktteilnehmer ähnlichen Risiken ausgesetzt sind. Bei der Bewertung von Stabilitätsrisiken untersuchte der Ausschuss insbesondere die Risikotragfähigkeit der Marktteilnehmer. Zudem prüfte er, mit welchen Maßnahmen mögliche Gefahren für die Finanzstabilität abgewendet werden können, beispielsweise durch den Einsatz makroprudenzieller Instrumente.

Insgesamt sah der Ausschuss wenig Anzeichen für eine übermäßige Übernahme von Risiken in den einzelnen Sektoren des deutschen Finanzsystems. Das deutsche Finanzsystem erscheint hinreichend robust, um auch in Stresssituationen seine zentralen gesamtwirtschaftlichen Funktionen erfüllen zu können. Ungeachtet dessen identifizierte der Ausschuss insbesondere folgende potenzielle Gefahrenherde:

Das deutsche Bankensystem hat seine Widerstandsfähigkeit weiter gesteigert, zugleich sind aber auch die Risiken gestiegen. Die Institute haben ihre Eigenkapitalausstattung quantitativ und qualitativ verbessert und ihre Verschuldung reduziert. Allerdings erweist sich das Umfeld niedriger Zinsen weiter als Belastungsprobe. Die anhaltend niedrigen Zinsen sowie das Abflachen der Zinsstrukturkurve und fortbestehende strukturelle Herausforderungen äußern sich in rückläufigen Margen aus dem Zinsgeschäft. Gleichzeitig bauen sich neue Risiken auf. Vor allem kleinere und mittlere Institute wie Sparkassen und Kreditgenossenschaften, die traditionell einen Großteil ihrer Erträge durch das Kredit- und Einlagengeschäft erwirtschaften, versuchen, ihren Zinsüberschuss durch einen Ausbau der Fristentransformation zu stabilisieren. Dabei gehen sie zusätzliche Zinsänderungs- und Liquiditätsrisiken ein. Die Zinsänderungsrisiken erscheinen für sich genommen durch die derzeitige Kapitalausstattung der Institute tragbar. Aus makroprudenzieller Sicht sind sie aber bedeutsam, denn der Großteil dieser Banken setzt sich gleichgerichteten Risiken aus. Während die Mehrzahl der Sparkassen und Kreditgenossenschaften erhöhte Zinsänderungsrisiken im Anlagebuch aufweist, könnten bei größeren Banken Zinsänderungsrisiken im Handelsbuch von Bedeutung sein. Aus systemischer Perspektive ist zusätzlich zu beachten, dass die Fristentransformation des gesamten Finanzsystems durch Kreditbeziehungen zwischen einzelnen Instituten möglicherweise noch höher ausfallen könnte. Vor diesem Hintergrund beschäftigte sich der Ausschuss mit

möglichen Gefahren, die ein abrupter Zinsanstieg hervorrufen könnte. Er betonte die Verantwortung der Finanzinstitute, diesbezügliche Risiken zu reduzieren. Zudem sollten sie auf dem Weg des Eigenkapitalaufbaus und der Rückführung des Verschuldungsgrades weiter voranschreiten.

Die niedrigen Zinsen belasten die deutschen Lebensversicherer weiter merklich. Es besteht die Gefahr, dass die erwirtschafteten Erträge nicht mehr ausreichen, um den langfristigen Verpflichtungen nachzukommen. Mehrere deutsche Lebensversicherer haben entschieden, ihr Neugeschäft einzustellen und den bestehenden Versicherungsbestand abzuwickeln; sie befinden sich im sogenannten Run-Off. Aus Sicht des Ausschusses können dadurch Kosten und Risiken gesenkt werden; die damit verbundene Konsolidierung kann die Risikotragfähigkeit des ganzen Sektors steigern. Der Ausschuss diskutierte des Weiteren mögliche systemische Risiken für die Lebensversicherer anhand eines Stresstests der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority: EIOPA). Er betonte in diesem Zusammenhang die Notwendigkeit, die Risikotragfähigkeit der Versicherungsunternehmen zu stärken. Zusätzlich beschäftigte sich der Ausschuss mit den Auswirkungen des neuen, risiko- und marktwertorientierten Aufsichtsregimes Solvency II. Dieses war Anfang 2016 in Kraft getreten. Erste Meldungen zeigen – bei starker Variation zwischen den einzelnen Versicherungsunternehmen – eine hinreichend hohe Solvenzquote der deutschen Lebensversicherer.

Cyberattacken stellen zunehmend ein Risiko für die Finanzstabilität dar. Sicherheitsrelevante Angriffe auf Daten und IT-Systeme des Finanzsektors haben in den letzten Jahren kontinuierlich zugenommen. Der Ausschuss setzte sich daher im Berichtszeitraum mehrfach mit Cyberrisiken auseinander. Er begrüßte die angestoßenen aufsichtlichen und regulatorischen Maßnahmen zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit der IT-Strukturen im Finanzsektor. Dabei gilt es, insbesondere die zentralen Schnittstellen des Finanzsystems, etwa zentrale Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs) oder andere Finanzmarktinfrastrukturen, gegen Angriffe zu wappnen.

### **Aufwärtstrend bei Wohnimmobilienpreisen verstärkt sich**

Der seit dem Jahr 2010 zu beobachtende Aufwärtstrend am deutschen Wohnimmobilienmarkt setzte sich im Berichtszeitraum fort. Die Preisdynamik hat sich insgesamt verstärkt. Besonders stark fiel der Zuwachs in den städtischen Gebieten und hierbei insbesondere in den Großstädten aus. Gemäß Schätzungen der Bundesbank betragen die Überbewertungen der Wohnimmobilienpreise in 127 deutschen Städten im Jahr 2016 zwischen 15 % und 30 %. Dabei wurden die stärksten Überbewertungen bei Wohnungen in den sieben deutschen Großstädten festgestellt.<sup>1</sup> Nach einem deutlichen Anstieg seit Beginn des Aufschwungs am deutschen Immobilienmarkt bewegte sich die Jahreswachstumsrate der an private Haushalte vergebenen Wohnungsbaukredite von Ende März bis Ende Dezember 2016 seitwärts, erhöhte sich jedoch im ersten Quartal 2017 – bedingt durch die spürbar höhere Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten – wieder leicht auf 3,8 % zum Quartalsende. Das Kreditwachstum ist damit im historischen Vergleich nicht außergewöhnlich hoch. Das Wachstum der Wohnungsbaukredite wird dabei durch niedrige Zinsen sowie eine solide finanzielle Lage des privaten Haushaltssektors begünstigt. Zudem ist dessen Verschuldungsquote stabil. Des Weiteren war bis Ende 2016 keine Lockerung der Vergabestandards für Wohnimmobilienkredite deutscher Banken festzustellen.<sup>2</sup> Erst im Anfangsquartal 2017 kam es zu einer etwas expansiveren Ausgestaltung der Kreditstandards.<sup>3</sup> Vor diesem Hintergrund sah der Ausschuss keinen Anlass, seine makroprudenzielle Risikoeinschätzung der Wohnimmobilienfinanzierung zu ändern. Das Risiko einer Preiskorrektur bei gleichzeitig starken Ausfällen von Wohnimmobilienkrediten erscheint weiterhin gering.

Die in Deutschland bislang verfügbaren makroprudenziellen Instrumente im Wohnimmobilienbereich reichen nicht aus, um zukünftig denkbare systemische Risiken aus der Wohnimmobilienfinanzierung hinreichend wirksam abwehren zu können. Daher hatte der Ausschuss der Bundesregierung im Juni 2015 empfohlen, präventiv die Schaffung von Rechtsgrundlagen für neue makroprudenzielle Instrumente am Wohnimmobilienmarkt zu

---

<sup>1</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017), S. 55-57.

<sup>2</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2016), S. 21 f. Allerdings liegen zu Veränderungen der Kreditvergabestandards keine gesamtwirtschaftlich aussagekräftigen Informationen basierend auf detaillierten quantitativen Angaben vor.

<sup>3</sup> Die Pressemitteilung der Deutschen Bundesbank zu den April-Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) in Deutschland ist abrufbar unter:  
[http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2017/2017\\_04\\_25\\_kreditgeschaef.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2017/2017_04_25_kreditgeschaef.html).

initiieren.<sup>4</sup> Am 21. Dezember 2016 hat die Bundesregierung einen Gesetzentwurf zum Finanzaufsichtsrechtergänzungsgesetz beschlossen.<sup>5</sup> Aus Sicht des Ausschusses schließt dieser Gesetzentwurf der Bundesregierung eine wichtige Lücke im makroprudenziellen Instrumentarium zur Sicherung der Stabilität des deutschen Finanzsystems. Die darin vorgesehenen Instrumente setzen an der Schnittstelle zwischen Darlehensgeber und -nehmer an und wären geeignet, systemischen Risiken am Wohnimmobilienmarkt – bei Bedarf – zielgerichtet entgegenzuwirken.

Der Bundestag hat den Gesetzentwurf am 30. März 2017 auf der Grundlage der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses des Bundestags verabschiedet.<sup>6</sup> Demnach wurden gegenüber dem Regierungsentwurf auf die Einführung einkommensbezogener makroprudenzieller Instrumente verzichtet. Außerdem wurde eine Bagatellgrenze mit einer Mindesthöhe von 50.000 € festgelegt. Weiter sieht der vom Bundestag beschlossene Gesetzentwurf vor, dass mögliche Instrumente bis zu einem auf den Beleihungswert einer Wohnimmobilie bezogenen zweistufigen Schwellenwert im Falle besicherter Darlehen nicht zur Anwendung kommen, wenn bei der Darlehensvergabe bestimmte risikomindernde Voraussetzungen bezüglich der Besicherung erfüllt sind. Das Finanzaufsichtsrechtergänzungsgesetz ist am 10. Juni 2017 in Kraft getreten.

### **Markt für Gewerbeimmobilien unter Beobachtung**

Auch am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt sind die Preise in den vergangenen Jahren spürbar gestiegen, vor allem bei Büro- und Handelsimmobilien. Der Ausschuss analysierte die Risikolage am Gewerbeimmobilienmarkt; er kam zu dem Schluss, dass sich aktuell keine akuten systemischen Risiken für die Finanzstabilität in Deutschland aufbauen. Angesichts anhaltend niedriger Zinsen und struktureller Herausforderungen wie etwa der hohen Wettbewerbsintensität im Bankensektor bestehen jedoch Anreize zur Suche nach renditeträchtigen Anlageformen, die auch den Gewerbeimmobilienmarkt erfassen und den Aufbau systemischer Risiken begünstigen können. Daher betonte der Ausschuss die Notwendigkeit einer engen makroprudenziellen Überwachung, um frühzeitig auf etwaige kritische Entwicklungen reagieren zu können.

### **Anreize für stabilitätskonformes Verhalten weiter stärken**

Es obliegt zuallererst den Marktteilnehmern, eine hinreichende Risikotragfähigkeit sicherzustellen. Hierzu gehört es, Risiken adäquat zu erfassen und angemessen mit Eigenkapital zu unterlegen sowie Kosten- und Ertragsstrukturen zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen. Gleichzeitig liegt es in der Verantwortung von Aufsicht und Regulierung, geeignete institutionelle Rahmenbedingungen zu setzen. Denn diese beeinflussen maßgeblich die Anreize für stabilitätskonformes Verhalten. Rahmenbedingungen, die Fehlanreize bei Marktteilnehmern begünstigen, sollten beseitigt werden. Ein Beispiel hierfür ist die regulatorische Bevorzugung von Staatsschuldtiteln, die im Rahmen der Eigenkapitalregulierung einer faktischen Nullgewichtung unterliegen und von den geltenden Großkreditobergrenzen freigestellt sind. Diese Privilegierung steht einem adäquaten Umgang mit den tatsächlichen Kreditausfall- und Konzentrationsrisiken der Papiere entgegen. Sie sollte mittel- bis langfristig abgebaut werden; die Schaffung neuer Privilegierungen sollte vermieden werden. Der Ausschuss bekräftigte in diesem Zusammenhang seine Unterstützung entsprechender Arbeiten auf internationaler Ebene, beispielsweise im Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, und auf EU-Ebene.

Wie wichtig Rahmenbedingungen sind, zeigt sich auch am Umgang mit CCPs. Deren Bedeutung ist durch die nach der globalen Finanzkrise beschlossenen Reformen der außerbörslichen Derivatmärkte signifikant gestiegen; sie nehmen mittlerweile eine Schlüsselstellung im internationalen Finanzsystem ein. Aufgrund der Größe und Vernetzung von CCPs könnte ihre Schieflage das gesamte Finanzsystem destabilisieren. Aus Sicht des Ausschusses ist es daher notwendig, die Widerstandsfähigkeit von CCPs weiter zu stärken. Gleichzeitig gilt es, spezifische Sanierungs- und Abwicklungsregime für CCPs zu entwickeln, um im Falle von Schieflagen negative Auswirkungen auf die Finanzstabilität zu begrenzen.

---

<sup>4</sup> Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015).

<sup>5</sup> Vgl.: Bundesregierung (2016).

<sup>6</sup> Vgl.: Deutscher Bundestag (2017).

Reformen der Finanzmarktregulierung sollten mittels objektiver, ex ante festgelegter Verfahren überprüft werden.<sup>7</sup> Makroprudenzielle Politik sieht sich großen Herausforderungen gegenüber. Risiken für die Finanzstabilität zu identifizieren, ist mit Unsicherheit behaftet; Maßnahmen könnten daher zu spät ergriffen oder falsch dosiert werden. Zudem gibt es bislang wenig Erfahrung mit dem Einsatz makroprudenzieller Instrumente. Entsprechend schwierig ist die Beurteilung, ob und inwieweit Risiken für die Finanzstabilität effektiv begrenzt werden. Ein strukturierter Evaluierungsprozess kann dabei helfen, die Zielerreichung zu prüfen und mögliche unbeabsichtigte Nebenwirkungen offenzulegen.<sup>8</sup> Er darf indes nicht zum Vorwand genommen werden, Reformen zu verwässern und die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zu schwächen. Voraussetzung für die Evaluierung ist eine hinreichende Datenbasis. Außerdem ist der zeitliche Rahmen zu berücksichtigen, in dem Reformen ihre Wirkung entfalten. Im Evaluierungsprozess sollten die einzelnen Stufen eines gesamten makroprudenziellen Politikzyklus betrachtet werden. In diesem wird zunächst das Ziel „Finanzstabilität“ definiert. Danach werden geeignete Risikoindikatoren festgelegt und gegebenenfalls makroprudenzielle Instrumente auf Basis einer Analyse der zu erwartenden Wirkungen ausgewählt. Sofern eines oder mehrere Instrumente eingesetzt werden, wird schließlich deren tatsächliche Wirkung evaluiert. Diese Evaluierung kann wiederum als Grundlage für zukünftige makroprudenzielle Entscheidungen dienen.

### Quellenverzeichnis

Ausschuss für Finanzstabilität (2015), Empfehlung zu neuen Instrumenten für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien, Juni 2015.

Bundesregierung (2016), Gesetzentwurf der Bundesregierung vom 21.12.2016, verfügbar als Bundestagsdrucksache 18/10935.

Deutsche Bundesbank (2016), Finanzstabilitätsbericht 2016, November 2016.

Deutsche Bundesbank (2017), Monatsbericht, Februar 2017.

Deutscher Bundestag (2017), Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses an den Deutschen Bundestag, verfügbar als Bundestagsdrucksache 18/11774.

Financial Stability Board (2016), Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms, 2nd Annual Report, August 2016.

Financial Stability Board (2017), Proposed Framework for Post-Implementation Evaluation of the Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms, April 2017.

G20 (2017), Communiqué of the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting, Baden-Baden, März 2017.

---

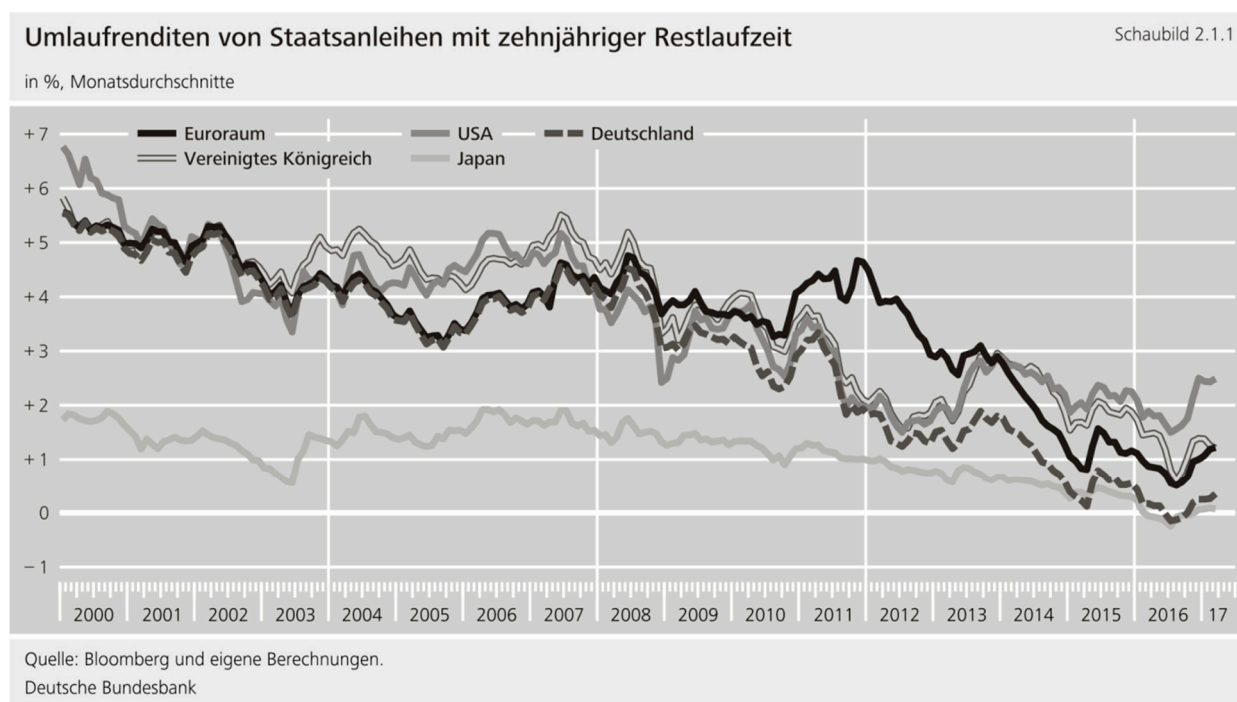
<sup>7</sup> Vgl.: G20 (2017) sowie Financial Stability Board (2016, 2017).

<sup>8</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2016), S. 22-24.

## 2 Teilaspekte der Risikolage

### 2.1 Das internationale makroökonomische und finanzielle Umfeld

Das internationale Umfeld wurde im Berichtszeitraum von den historisch niedrigen Zinsen geprägt (Schaubild 2.1.1). In der Erwartung steigender Notenbankzinsen in den USA und einer expansiven US-Fiskalpolitik stiegen jedoch seit Herbst 2016 vor allem die langfristigen Zinssätze. Weitere bedeutende Risikofaktoren für das deutsche Finanzsystem waren die verhaltene globale Wirtschaftsentwicklung sowie eine deutliche Zunahme der politischen Unsicherheit.



Der Ausschuss hat sich vor diesem Hintergrund erneut mit den Risiken aus einer abrupten Neubewertung an den weltweiten Finanzmärkten befasst. Zudem setzte er sich mit den fortwährenden strukturellen Problemen und zyklischen Herausforderungen im europäischen Bankensektor auseinander. Der Ausschuss behandelte außerdem eingehend mögliche Risiken für das deutsche Finanzsystem im Zusammenhang mit dem EU-Referendum im Vereinigten Königreich. Darüber hinaus wurden mögliche Ansteckungseffekte für das deutsche Finanzsystem aus den gestiegenen Risiken in einigen Schwellenländern diskutiert.

#### Verhaltenes globales Wachstum und sehr niedrige Zinsen prägen das Umfeld

Das bereits verhaltene weltwirtschaftliche Wachstum betrug im Jahr 2016 3,1 % und war damit erneut leicht rückläufig. In einer Reihe von Industrieländern schwächte sich die Konjunktur im Jahr 2016 gegenüber dem Vorjahr ab. Die Gruppe der Schwellenländer verzeichnete ein nur gedämpftes Wachstumstempo, nicht zuletzt, weil das Wachstum in einigen großen Ländern wie Brasilien und Russland schwach ausfiel. Gegen Jahresende 2016 verstärkte sich die weltweite konjunkturelle Dynamik jedoch, und für das Jahr 2017 prognostiziert der Internationale Währungsfonds (IWF) eine Zunahme des globalen Wirtschaftswachstums auf 3,5 %.<sup>9</sup>

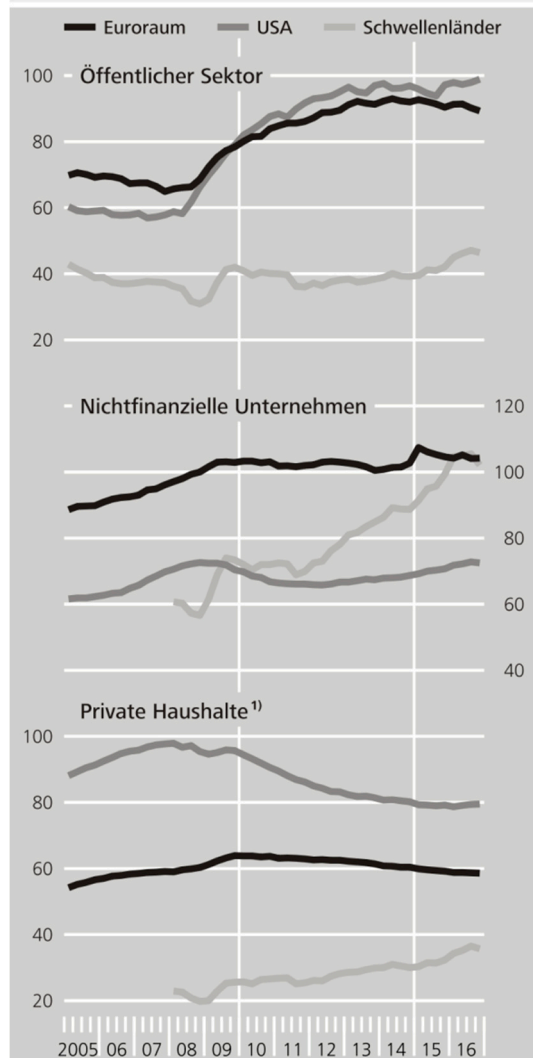
<sup>9</sup> Vgl.: International Monetary Fund (2017).



### Verschuldung des öffentlichen und der privaten Sektoren

Schaubild 2.1.2

in % des BIP



Quelle: BIZ. 1 Einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck.  
Deutsche Bundesbank

Die Zinsen sanken im Verlauf des Berichtszeitraums in vielen Bereichen zeitweise auf ein historisch niedriges Niveau und spiegelten damit die insgesamt verhaltene realwirtschaftliche Entwicklung wider (Schaubild 2.1.1). Im Zuge dieser realwirtschaftlichen Entwicklung reagierten vielerorts die Notenbanken mit einer fortgesetzt akkommodierenden Geldpolitik. So beschloss der EZB-Rat im Dezember 2016, das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten für den Euroraum bis Dezember 2017 zu verlängern.<sup>10</sup> Demgegenüber setzte die US-amerikanische Notenbank die begonnene Zinswende weiter fort und hob den Zinskorridor für ihren Leitzins im Dezember 2016 und März 2017 schrittweise auf 0,75 % bis 1,0 % an. Wohl auch bedingt durch den Zinsverbund zwischen den USA und Europa verzeichneten die längerfristigen Zinssätze beiderseits des Atlantiks seit Herbst 2016 einen – von sehr niedrigem Niveau ausgehenden – Anstieg.

Die außerordentlich niedrigen Zinsen und die eher verhaltene weltwirtschaftliche Entwicklung können den Aufbau und das Eintreten von Risiken für die Stabilität im internationalen Finanzsystem begünstigen.<sup>11</sup> So kann beispielsweise die Solvenz von Finanzintermediären durch eine länger anhaltende Phase niedriger Zinsen beeinträchtigt werden.<sup>12</sup> In vielen Ländern sind in den vergangenen Jahren zudem die öffentlichen oder privaten Schuldenstände zum Teil deutlich gestiegen (Schaubild 2.1.2). Die weltweite aggregierte Verschuldung der öffentlichen Haushalte, nichtfinanziellen Unternehmen und privaten Haushalte lag Ende 2015 mit 225 % des globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf einem historischen Höchststand.<sup>13</sup> Die günstigen Finanzierungsbedingungen bieten Anreize, sich stärker zu verschulden, während gleichzeitig das verhaltene wirtschaftliche Wachstum den Abbau bestehender Schuldenstände erschwert. Eine deutliche Verschlechterung der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen könnte die Schuldentragfähigkeit der öffentlichen Haushalte und des privaten Sektors in manchen Ländern gefährden.

Im Verlauf des Berichtszeitraums wurde das globale Finanzsystem ferner mit zunehmenden politischen Unsicherheiten konfrontiert. Eine erhöhte Unsicherheit kann grundsätzlich dazu führen, dass Investitions- und Konsumentscheidungen

aufgeschoben werden oder das makroökonomische und finanzielle Umfeld im Finanzsystem beeinträchtigt wird. Hierdurch kann sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum stark abschwächen.<sup>14</sup> Der Ausgang des EU-Referendums im Vereinigten Königreich wirft Fragen bezüglich dessen zukünftiger Beziehungen zur EU auf. In diesem Zusammenhang wurden zudem Zweifel hinsichtlich des weiteren Integrationsprozesses in der EU deutlich. Unsicherheiten gingen auch von den Präsidentschaftswahlen in den USA sowie einer international verstärkten politischen Tendenz hin zu mehr Protektionismus aus. Gleichwohl verstärkte sich das wirtschaftliche Wachstum gegen Jahresende, was darauf hindeutet, dass der Zusammenhang zwischen politischer Unsicherheit und wirtschaftlicher Aktivität nicht so eng und so unmittelbar ist wie häufig vermutet. Potenzielle Auswirkungen auf die globale wirtschaftliche Aktivität und die Finanzmärkte lassen sich auch deshalb nur

<sup>10</sup> Das monatliche Ankaufvolumen wird ab April 2017 von 80 Mrd € auf 60 Mrd € verringert.

<sup>11</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2016), S. 15 ff.

<sup>12</sup> Für die Auswirkungen der niedrigen Zinsen auf die deutschen Finanzinstitute vgl. die Kapitel „Risiken im deutschen Bankensektor“ auf S. 13 ff. und „Risiken bei deutschen Lebensversicherern“ auf S. 22 ff.

<sup>13</sup> Vgl.: International Monetary Fund (2016).

<sup>14</sup> Für eine umfassende Übersicht zu den möglichen Wirkungskanälen von Unsicherheit auf die realwirtschaftliche Entwicklung und die Finanzmärkte siehe K. J. Forbes (2016) und N. Bloom (2014).

schwer abschätzen. Vor diesem Hintergrund gewinnt das Ziel eines insgesamt widerstandsfähigeren Finanzsystems mit ausreichenden Puffern auch gegen unerwartete Schocks an zusätzlicher Bedeutung.

### **Finanzmärkte zeigen sich robust**

Neben einer zunehmenden politischen Unsicherheit waren die Finanzmärkte im Berichtszeitraum weiterhin von einem Umfeld sehr niedriger Zinsen geprägt. Im Allgemeinen führt ein niedrigeres Zinsniveau zu einem direkten Anstieg der Bewertungen vieler Finanzaktiva. Zudem haben gerade Investoren mit nominalen Renditeversprechen einen Anreiz, nach Anlagen mit höherer Rendite zu suchen. Eine solche Suche nach Rendite kann mit einer vermehrten Übernahme von Risiken an den Finanzmärkten verbunden sein und mit einem übermäßigen Anstieg der Preise für die betreffenden Finanzaktiva einhergehen. Im Falle einer späteren abrupten Neubewertung drohen den Marktteilnehmern Verluste. Auslöser einer solchen Neubewertung können unerwartete Entwicklungen an den Finanzmärkten oder in der Gesamtwirtschaft sein.

Insgesamt deuten die Entwicklungen an den Finanzmärkten auf eine anhaltend hohe Risikoneigung der Investoren hin. Die Aktienmärkte verzeichneten deutliche Kursanstiege. Insbesondere in den USA erreichten die wichtigsten Indizes neue Höchststände. Auch die Anleihemärkte für europäische und amerikanische Unternehmen wiesen relativ hohe Bewertungsniveaus und – im Vergleich zu den historischen Durchschnitten – niedrige Risikoaufschläge auf. Vor allem die Risikoaufschläge der als relativ risikoreich geltenden Unternehmensanleihen unterhalb des Investment Grade Segments hatten sich im Berichtszeitraum weiter verringert. Zu diesen Entwicklungen trugen zuletzt auch verbesserte Kennzahlen zur Profitabilität der Unternehmen und ein günstigerer makroökonomischer Ausblick bei.

Insbesondere bei einer unzureichenden Risikovorsorge der Finanzmarktteilnehmer zur Abdeckung der möglichen Verluste sieht der Ausschuss in den gestiegenen Bewertungs- und Zinsänderungsrisiken eine Gefahr für die Finanzstabilität. Die internationalen Finanzmärkte zeigten sich im Berichtszeitraum allerdings insgesamt robust gegenüber adversen Ereignissen. So erwies sich das internationale Finanzsystem auch in Phasen erhöhter Anspannung, etwa kurz nach dem Referendum über den Verbleib des Vereinigten Königreichs in der EU, weiterhin als funktionsfähig.

### **Herausforderungen im europäischen Bankensektor bestehen fort**

Die Banken im Euroraum konnten ihre Eigenkapitalausstattung im Jahr 2016 insgesamt weiter verbessern. So stieg der Medianwert für die harte Kernkapitalquote der signifikanten Institute des Euroraums in der ersten Jahreshälfte um 0,3 Prozentpunkte auf 13,4 % (fully loaded CET1). Auch die Leverage Ratio der Banken verbesserte sich im Median von 5,5 % auf 5,7 %, wobei der Verschuldungsgrad der global systemrelevanten Banken im Euroraum weiterhin signifikant höher liegt. Die Verbesserung der Eigenmittelausstattung der Banken im Euroraum setzte sich auch in der zweiten Jahreshälfte 2016 weiter fort.<sup>15</sup> Durch die insgesamt gestärkte Kapitalausstattung ist die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors gegenüber möglichen Verlusten gestiegen.

Zugleich bestehen strukturelle Probleme im europäischen Bankensystem fort. Hierzu zählen insbesondere die hohen Bestände an notleidenden Krediten in einigen Mitgliedstaaten sowie anhaltende Überkapazitäten in vielen nationalen Bankensystemen. Im Zusammenspiel mit stärkerem Wettbewerb durch andere Finanzmarktteilnehmer erhöht sich der Druck auf die Banken.

Die strukturellen Probleme werden durch das für die Banken schwierige wirtschaftliche und finanzielle Umfeld weiter verschärft. Die verhaltene gesamtwirtschaftliche Entwicklung in einzelnen Euro-Mitgliedstaaten mindert die Kreditnachfrage und die Qualität bestehender Kreditportfolios der dortigen Banken. Die historisch niedrigen Zinsen an der Nullzinsgrenze verringern zusätzlich die Zinsmarge der Institute. Diese Rahmenbedingungen führen im Ergebnis zu einer Belastung für die Ertragslage der Banken und bergen Anreize für ertragsschwache Institute, zur Steigerung ihrer Profitabilität vermehrt Risiken einzugehen. Gleichzeitig erhöht sich der Druck auf nicht mehr profitable Banken, aus dem Markt auszuschneiden oder mit anderen Instituten zu fusionieren.

In diesem Zusammenhang machte der Ausschuss allerdings auch deutlich, dass die Profitabilität des Bankensektors allein keinen hinreichenden Indikator für dessen Stabilität darstellt. Eine geringere Profitabilität des Eigenkapitals kann auch die Folge verminderter Risiken und gesteigener Eigenmittelausstattung einer Bank sein.

---

<sup>15</sup> Vgl.: European Central Bank (2016), S. 64-104, sowie European Central Bank (2017), S. 69-113.

### Brexit zunächst mit geringen Auswirkungen

Die Auswirkungen des beabsichtigten Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU auf das internationale Finanzsystem blieben bislang insgesamt gering. Aufgrund eines fehlenden Präzedenzfalls sind die mittelfristigen Implikationen für die Finanzstabilität allerdings nur schwer absehbar. Unmittelbar nach dem Referendum kam es zwar zu erhöhter Volatilität und Kursverlusten an den internationalen Kapitalmärkten, insbesondere bei den europäischen Bankaktien. Unter anderem die akkommodierenden geldpolitischen Maßnahmen der Bank of England trugen jedoch dazu bei, dass die starken Marktbewegungen nicht lange anhielten.<sup>16</sup> Die deutlichste Auswirkung zeigte sich in der Abwertung des Pfund Sterling gegenüber dem Euro und dem US-Dollar um 9,5 % beziehungsweise 14,7 % seit dem Referendum am 23. Juni 2016 bis zum Ende des Berichtszeitraums.

Für das deutsche Finanzsystem hielten sich die Auswirkungen im Zusammenhang mit dem Brexit bislang in Grenzen. Die Forderungsbestände deutscher Banken und die Kapitalanlagen deutscher Versicherer gegenüber dem Vereinigten Königreich blieben seit dem Referendum weitgehend unverändert (Schaubild 2.1.3). Die mittel- und langfristigen Folgen für das deutsche und das europäische Finanzsystem dürften insbesondere von den Austrittsmodalitäten und den künftigen rechtlichen Beziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU abhängen. Anhaltende politische Unsicherheiten im Zuge der Austrittsverhandlungen könnten zu einem erneuten Anstieg der Volatilität an den Finanzmärkten führen.

### Risiken in Schwellenländern sind gestiegen

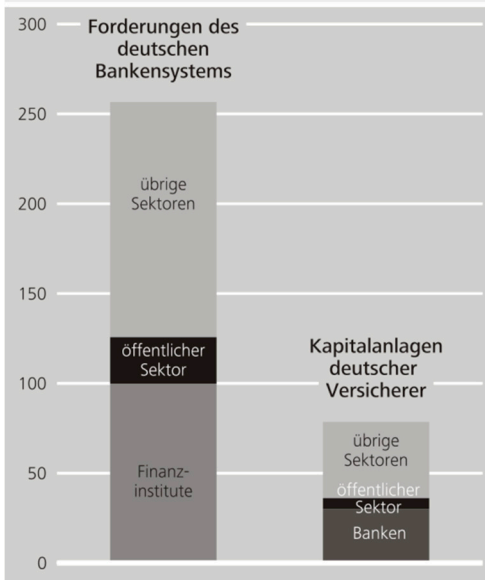
Die Währungen einiger Schwellenländer gerieten im Berichtszeitraum unter starken Abwertungsdruck. Die Finanzmärkte der Schwellenländer zeigten sich nach dem Brexit-Votum des Vereinigten Königreiches noch vergleichsweise stabil. Seit dem dritten Quartal 2016 sorgten jedoch sowohl globale als auch länderspezifische Faktoren insbesondere auf den Devisenmärkten für zum Teil erhebliche Abwertungen. Der Ausgang der US-Präsidentenwahl und der Zinsanstieg in den USA setzten die Währungen einiger Schwellenländer unter teils erheblichen Abwertungsdruck. Dies galt vor allem für den Mexikanischen Peso, da befürchtet wurde, dass die engen Handelsbeziehungen mit den USA unter der neuen US-Präsidentschaft leiden könnten. Die deutlichen Wechselkursverluste der Türkischen Lira dürften hingegen stärker auf die weiterhin angespannte innenpolitische Lage in der Türkei bei einer gleichzeitig schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung zurückzuführen sein. In Brasilien wirkten sich die anhaltende Rezession und innenpolitische Konflikte negativ auf die Bonitätsbewertung des Landes aus und ließen die Refinanzierungskosten ansteigen.

Die zuletzt aufgekommenen Diskussionen über den Wert eines offenen Welthandelssystems treffen auf bereits bestehende Verwundbarkeiten in einigen Schwellenländern. Dazu gehört vor allem die seit der globalen Finanzkrise stark gestiegene Verschuldung des nichtfinanziellen privaten Sektors (Schaubild 2.1.2). Die Tragfähigkeit der Verschuldung wird durch das in den vergangenen Jahren verlangsamte Wirtschaftswachstum der Schwellenländer insgesamt erschwert. Im Vergleich zu früheren Krisenperioden ist die Situation vieler Schwellenländer unter anderem aufgrund einer verbesserten Nettoauslandsvermögensposition heute jedoch wesentlich komfortabler. Es bleibt abzuwarten, ob dies ausreicht, die im Rahmen eines fortgesetzten Zinsanstiegs in den USA zu erwartenden Kapitalabflüsse und die steigenden Refinanzierungskosten sowie die daraus resultierenden Risiken unter Kontrolle zu halten.

#### Engagement deutscher Banken und Versicherer gegenüber dem Vereinigten Königreich<sup>\*)</sup>

Schaubild 2.1.3

Mrd €, Stand 31.12.2016



Quellen: BaFin-Sonderumfrage unter 30 großen deutschen Versicherungskonzernen und Einzelunternehmen sowie Evidenzzentrale für Millionenkredite der Deutschen Bundesbank.  
 \*) Forderungen der Banken auf Ultimate-Risk-Basis und Kapitalanlagen der Versicherer zu Nennwerten angegeben.  
 Deutsche Bundesbank

<sup>16</sup> Am 4. August 2016 senkte die Bank of England die „Official Bank Rate“ um 25 Basispunkte auf 0,25 %.

Der Ausschuss schätzt mögliche direkte Ansteckungseffekte für das deutsche Finanzsystem als begrenzt ein. Das Engagement deutscher Banken in den derzeit im Fokus stehenden Ländern Brasilien, Mexiko und Türkei ist mit einem Anteil von 1,6 % der gesamten Auslandsforderungen des deutschen Bankensystems relativ gering. Mögliche indirekte Ansteckungseffekte bleiben bei dieser Betrachtung allerdings unberücksichtigt.

**Quellenverzeichnis**

Bloom, N. (2014), Fluctuations in Uncertainty, *Journal of Economic Perspectives*, Vol 28 No 2, S. 153-176.

Deutsche Bundesbank (2016), Finanzstabilitätsbericht 2016, November 2016.

European Central Bank (2016), Financial Stability Review, November 2016.

European Central Bank (2017), Financial Stability Review, Mai 2017.

Forbes, K. J. (2016), Uncertainty about Uncertainty, Rede auf der J.P. Morgan Cazenove Best of British Conference, Bank of England, November 2016.

International Monetary Fund (2016), Debt: Use It Wisely, *Fiscal Monitor*, Oktober 2016.

International Monetary Fund (2017), Gaining Momentum?, *World Economic Outlook*, April 2017.

## 2.2 Risiken im deutschen Bankensektor

Die deutschen Banken haben im Berichtszeitraum ihre Widerstandsfähigkeit verbessert; die Risiken im Bankensektor insgesamt sind jedoch gestiegen. Dem allgemeinen Trend seit der Finanzkrise folgend, haben die deutschen Banken mehr und hochwertigeres Eigenkapital aufgebaut. Allerdings haben sie in den letzten Jahren die Fristentransformation spürbar ausgeweitet. Dadurch wurden die Banken verwundbarer gegenüber einem möglichen Zinsanstieg, das heißt neben Liquiditätsrisiken haben sich auch Zinsänderungsrisiken erhöht. Aus systemischer Sicht besteht die Gefahr, dass Banken kollektiv die Risiken aus einem Zinsanstieg oder einer abrupten Neubewertung von Vermögenspreisen unterschätzen. In einem risikotragfähigen Bankensystem müssen daher ausreichende Puffer bestehen, um Verluste auch dann tragen zu können, wenn Zinsen steigen und Vermögenspreise – und damit auch der Wert von Kreditsicherheiten – fallen. Das Niedrigzinsumfeld verstärkt die strukturellen Herausforderungen im gesamten Sektor. Es erhöht einerseits den Anreiz für Banken, höhere Risiken einzugehen. Es setzt sie andererseits aber auch unter Druck, ihre Geschäftsmodelle nachhaltig auszurichten oder aus dem Markt auszuschneiden.

### Risiken aus der Fristentransformation nehmen zu

Im derzeitigen Umfeld niedriger Zinsen haben Banken ihre Fristentransformation ausgebaut. Die Zinsbindungsdauer der Aktiva, wie etwa Kredite und Staatsanleihen, übersteigt üblicherweise die der Passiva. Dadurch könnten die Refinanzierungskosten der Institute infolge eines plötzlichen Zinsanstieges schneller ansteigen als die zinsbasierten Einkommensbestandteile. Gleichzeitig könnten die Marktwerte bestimmter Aktiva sinken. Dieses Zusammenspiel könnte zu deutlichen Gewinnrückgängen oder gar Verlusten führen.

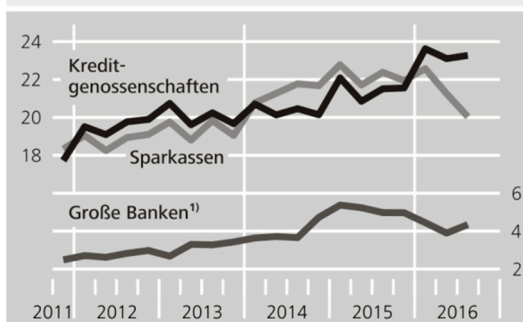
Insbesondere Sparkassen und Kreditgenossenschaften sind nach wie vor erhöhten Zinsänderungsrisiken ausgesetzt. Gemessen am Baseler Zinskoeffizienten sind die Zinsänderungsrisiken bei den Sparkassen binnen eines Jahres im Durchschnitt zwar zurückgegangen (Schaubild 2.2.1).<sup>17</sup> So sank der mittlere Zinskoeffizient der Sparkassen um 2,3 Prozentpunkte auf 20 % im dritten Quartal 2016; bei den Kreditgenossenschaften lag er bei rund 23 %. Gleichwohl wiesen im dritten Quartal 2016 noch immer 49 % der Sparkassen erhöhte Zinsänderungsrisiken auf, nach 63 % im Vorjahresquartal.<sup>18</sup> Bei den Kreditgenossenschaften betrug dieser Anteil im dritten Quartal 2016 sogar 70 %, nach 59 % im gleichen Quartal des Vorjahres.<sup>19</sup>

Bei den großen Banken weist der durchschnittliche Baseler Zinsrisikokoeffizient von 4,3 % auf weit geringere Zinsänderungsrisiken hin. Dies liegt vor allem daran, dass diese Institute ihre Zinsrisiken in größerem Umfang durch Derivate absichern. Allerdings sind die Implikationen von Absicherungsgeschäften für die Finanzstabilität nicht eindeutig, da sie Zinsänderungsrisiken nicht eliminieren, sondern lediglich im Finanzsystem umverteilen. Zudem erfasst der Baseler Zinskoeffizient keine Zinsänderungsrisiken des Handelsbuchs, die bei großen

### Zinsrisikokoeffizienten im Vergleich<sup>\*)</sup>

Schaubild 2.2.1

Mittelwerte in %



\* Der Zinsrisikokoeffizient setzt den barwertigen Verlust infolge eines abrupten Zinsanstiegs oder Zinsrückgangs von 200 Basispunkten über alle Laufzeiten hinweg ins Verhältnis zu den regulatorischen Eigenmitteln, wobei das jeweils ungünstigere Ergebnis berücksichtigt wird. <sup>1)</sup> Große international tätige deutsche Banken.

Deutsche Bundesbank

<sup>17</sup> Mittels Zinsrisikokoeffizienten, die das Zinsänderungsrisiko individueller Institute erfassen, lassen sich Rückschlüsse auf Zinsänderungsrisiken im Bankensystem ziehen. Der Baseler Zinskoeffizient ist ein Maß zur Beurteilung von Zinsänderungsrisiken im Anlagebuch von Banken. Er misst den barwertigen Verlust der Bank infolge eines Zinsschocks um 200 Basispunkte im Verhältnis zu den regulatorischen Eigenmitteln und erfasst auch Absicherungsgeschäfte durch Derivate.

<sup>18</sup> Zinsänderungsrisiken gelten als erhöht, wenn der Zinsrisikokoeffizient einer Bank die Marke von 20 % übersteigt.

<sup>19</sup> Die aktuellen Zahlen für das vierte Quartal 2016 deuten auf einen deutlichen Rückgang der Zinsrisikokoeffizienten bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften hin. Wie stark damit die Zinsänderungsrisiken des Bankensystems zurückgegangen sind, kann zum derzeitigen Zeitpunkt nicht abschließend gesagt werden.

Banken bedeutsam sein können.<sup>20</sup> Bei den großen deutschen Banken machen Marktrisiken, worunter unter anderem auch Zinsänderungsrisiken des Handelsbuchs fallen, durchschnittlich rund 9 % der risikogewichteten Aktiva aus.

Die durch das deutsche Bankensystem eingegangenen Zinsänderungsrisiken sind für sich genommen durch die derzeitige Kapitalausstattung tragbar.<sup>21</sup> Die mit einem hypothetischen abrupten Zinsanstieg oder -rückgang von 200 Basispunkten verbundenen Barwertverluste würden die aggregierte harte Kernkapitalquote für das deutsche Bankensystem von 14,5 % auf 12,6 % verringern.<sup>22</sup> Aufgrund der derzeitigen Kapitalausstattung der Banken ist die hypothetische Kapitallücke, die bei Unterschreitung der Mindesteigenkapitalquote betroffener Institute derzeit zustande käme, mit rund 80,6 Mio. € jedoch gering.<sup>23</sup>

Eine systemische Dimension bekommt das Zinsänderungsrisiko vor allem dadurch, dass die Institute diesem gleichgerichtet ausgesetzt sind. Das Gesamtrisiko könnte dabei sogar noch höher ausfallen als durch den Baseler Zinskoeffizienten indiziert, weil die Fristentransformation des gesamten Finanzsystems durch die Kreditbeziehungen zwischen den einzelnen Finanzinstituten noch stärker ausgeprägt sein könnte.<sup>24</sup> Zudem besteht die Gefahr, dass Banken kollektiv die Risiken aus einem Zinsanstieg unterschätzen.

Der Ausschuss erörterte die hohen Zinsänderungsrisiken der deutschen Banken. Insgesamt stellte er keine akuten Risiken für die Finanzstabilität und damit für die Fähigkeit des Bankensystems, die realwirtschaftliche Entwicklung zu fördern, fest. Er betonte aber die Notwendigkeit, die Entwicklungen weiter genau zu beobachten.

### **Geringe Profitabilität verdeutlicht strukturelle Herausforderungen**

Ein Zeichen fortbestehender struktureller Herausforderungen für das Bankensystem ist die nach wie vor geringe Profitabilität deutscher Banken und ihre insgesamt starke Abhängigkeit vom Zinsgeschäft. Im Niedrigzinsumfeld erreichte die Zinsspanne – das Zinsergebnis im Verhältnis zur Bilanzsumme – von Sparkassen und Kreditgenossenschaften im Jahr 2015 mit 2,1 % das niedrigste Niveau der letzten zwei Jahrzehnte (das Krisenjahr 2008 ausgenommen).<sup>25</sup> Bei den großen Banken erholte sich die Zinsspanne indes leicht, vor allem dank rückläufiger Refinanzierungskosten am Interbankenmarkt sowie erheblich gestiegenen laufenden Erträgen aus Anteilen an verbundenen Unternehmen.<sup>26</sup> Darüber hinaus fällt es den deutschen Banken schwer, ihre Kosten zu reduzieren. Ihre allgemeinen Verwaltungsaufwendungen gemessen an der Bilanzsumme sind von knapp 0,89 % im Jahr 2012 auf 1,05 % im Jahr 2015 gestiegen.

Ein historisch günstiges Bewertungsergebnis ist seit 2011 ein wichtiger Stützpfeiler des Jahresergebnisses der deutschen Banken; dazu hat vor allem eine geringe Risikovorsorge beigetragen. Für die Stabilität des Bankensystems insgesamt ist entscheidend, dass die Risikovorsorge in einem günstigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld nicht übermäßig eingeschränkt wird. Anderenfalls könnten zu geringe Puffer in einem möglichen Abschwung vorhanden sein. Die dann notwendigen Anpassungen könnten prozyklisch und damit verschärfend wirken. Die Risikovorsorge sollte auch der Tatsache Rechnung tragen, dass gerade nach einer längeren Periode niedriger Zinsen Kreditrisiken unterschätzt werden könnten.

Der Ausschuss konstatierte drei Faktoren, welche die Ertragslage deutscher Banken in Zukunft besonders gefährden könnten: Abnehmende Gewinnmöglichkeiten durch niedrige Zinsen in Verbindung mit einer strukturellen, bereits vor der Finanzkrise zu beobachtenden Ertragsschwäche und hohem Wettbewerbsdruck; eine Normalisierung der im historischen Vergleich sehr günstigen Bewertungsergebnisse; sowie weiter steigende Kosten. Der Ausschuss sieht die Banken in der Pflicht, diese Risiken bei der Gestaltung ihrer Geschäftsmodelle zu berücksichtigen.

---

<sup>20</sup> Bei Nicht-Handelsbuchinstituten werden alle zinsreagiblen Positionen einbezogen.

<sup>21</sup> Aufsichtlich werden Zinsänderungsrisiken im Anlagebuch derzeit nicht durch die Mindesteigenkapitalvorschriften unter Säule 1 erfasst. Allerdings kann im Rahmen des aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozesses ein mikroprudenzieller Kapitalzuschlag erhoben werden.

<sup>22</sup> Berechnet werden die – in den meisten Fällen negativen – Barwertveränderungen durch eine hypothetische Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve um 200 Basispunkte nach oben bzw. unten, wobei das jeweils schlechtere Ergebnis für die Bank berücksichtigt wird. Dabei birgt bei mindestens 95 % der untersuchten Banken eine Zinserhöhung das höhere Risiko. Untersucht wurden Universalbanken sowie Realkreditinstitute ausgehend von Daten für das dritte Quartal 2016.

<sup>23</sup> Zugrunde gelegt werden eine harte Kernkapitalquote von 4,5 % zuzüglich eines Kapitalerhaltungspuffers von 1,25 % sowie der relevanten Kapitalpuffer für global und anderweitig systemrelevante Institute.

<sup>24</sup> Vgl.: M. Hellwig (1995).

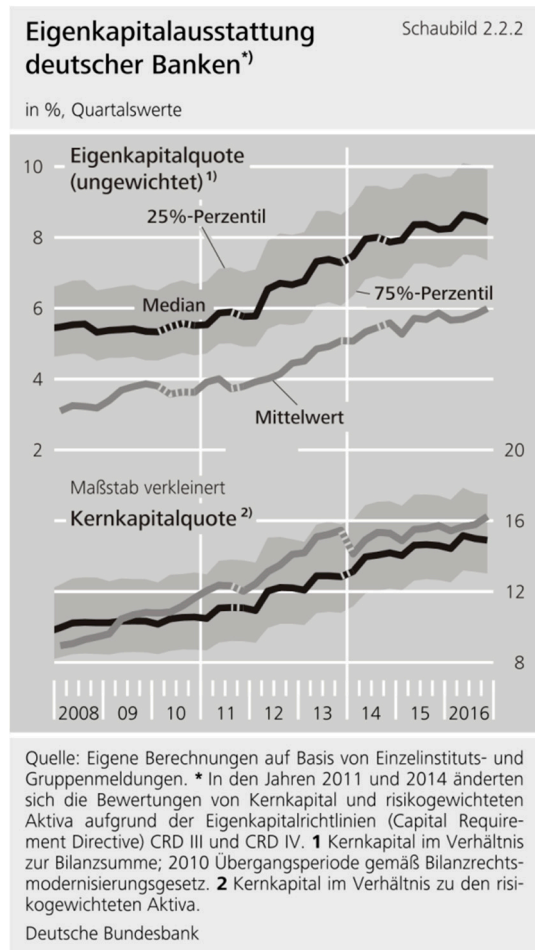
<sup>25</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2016b), S. 39.

<sup>26</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2016a), S. 73.



### Verbesserte Widerstandsfähigkeit, aber erhöhte Risiken

Die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors hängt entscheidend von der Solidität der Eigenkapitalausstattung ab. In den letzten Jahren stärkten die deutschen Banken ihre Eigenkapitalausstattung: Die Kernkapitalquote (Kernkapital im Verhältnis zu risikogewichteten Aktiva) stieg für das Aggregat der Banken seit Anfang 2008 bis zum vierten Quartal 2016 von 9 % auf über 16 % (Schaubild 2.2.2). Dazu haben sowohl ein Anstieg des Kernkapitals (+46,7 %) als auch ein Rückgang der risikogewichteten Aktiva (-19,4 %) beigetragen. Auch die ungewichtete Eigenkapitalquote (Kernkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme) deutscher Banken lag im vierten Quartal 2016 mit 6,0 % deutlich über dem Vorkrisenniveau von 3,1 %.



Auch im Berichtszeitraum haben die deutschen Banken ihre Risikotragfähigkeit weiter erhöht. So sind die Kernkapitalquote und die ungewichtete Eigenkapitalquote im vierten Quartal 2016 gegenüber dem Vorjahr um 0,5 beziehungsweise 0,1 Prozentpunkte gestiegen. Der Anstieg der Kernkapitalquote war sowohl auf einen starken Anstieg des Kernkapitals um 2 % als auch einen Rückgang der risikogewichteten Aktiva um 1,2 % zurückzuführen.

Bei den Sparkassen und Kreditgenossenschaften beruht die starke Zunahme des Kernkapitals vor allem auf einbehaltenen Gewinnen. Dabei stieg das Kernkapital stärker als die risikogewichteten Aktiva, die sich ebenfalls erhöhten. Demgegenüber war bei den großen, international tätigen deutschen Banken sowohl ein Rückgang des Kernkapitals als auch der risikogewichteten Aktiva zu verzeichnen. Die Abnahme des Kernkapitals war vor allem auf das im Aggregat negative Geschäftsergebnis zurückzuführen.

Makroprudenzielle Kapitalpuffer werden bislang nur von wenigen Instituten und nur auf geringe Anteile ihres Gesamtexposures verlangt.<sup>27</sup> Entsprechend ist der Beitrag makroprudenzieller Kapitalpuffer zur gesamten Kapitalausstattung des Bankensektors gering. So betragen die zusätzlichen makroprudenziellen Kapitalpuffer der deutschen Banken im vierten Quartal 2016 im Durchschnitt 0,26 % der risikogewichteten Aktiva. Bei den großen, international tätigen deutschen Banken hätte die Kernkapitalquote ohne die makroprudenziellen Kapitalpuffer 15,2 % statt 15,8 % betragen.

Neben der Kernkapitalquote hat sich auch die Struktur der Aktiva deutscher Banken verändert. So ist die Kreditvergabe der Kreditbanken sowie der Institute des Sparkassen- und Genossenschaftssektors an die Realwirtschaft, also die privaten Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen, seit dem Krisenjahr 2008 um knapp 16 % gestiegen. Dazu trugen vor allem die kleinen und mittleren Banken bei, deren Kreditvergabe sich um 34 % erhöhte. Der Anteil der Kredite an der gesamten Bilanzsumme dieser Banken stieg von 52 % auf knapp 55 %. Die großen Banken reduzierten im gleichen Zeitraum ihre Kredite an die Realwirtschaft um etwa 19 %. Langfristig stärkt eine verbesserte Ausstattung mit Eigenkapital die Fähigkeit der Banken, Kredite zu vergeben und damit ihre volkswirtschaftliche Funktion zu erfüllen.<sup>28</sup>

Bei verbesserter Eigenkapitalausstattung sieht der Ausschuss die Banken gleichwohl weiterhin in der Pflicht, ihre Risikotragfähigkeit zu stärken.

<sup>27</sup> Zu den makroprudenziellen Kapitalpuffern zählen die Puffer für global systemrelevante Institute sowie für anderweitig systemrelevante Institute in Deutschland und der antizyklische Kapitalpuffer. In Deutschland beträgt der antizyklische Kapitalpuffer derzeit 0 %, doch ergeben sich Aufschläge für Forderungen deutscher Institute im Ausland (Hongkong, Norwegen, Schweden).

<sup>28</sup> Vgl.: L. Gambacorta und H. S. Shin (2016) sowie C. M. Buch und E. Prieto (2014).

## Makroprudenzielle Instrumente

### *Kapitalpuffer für anderweitig systemrelevante Institute*

Die BaFin bestimmt im Einvernehmen mit der Bundesbank jährlich die Liste der „anderweitig systemrelevanten Institute (A-SRI)“ in Deutschland und belegt diese Institute je nach ihrer Systemrelevanz mit einem Kapitalpuffer.<sup>29</sup> Dieses makroprudenzielle Instrument wird seit dem 1. Januar 2017 schrittweise eingeführt („Phase-in“). Im Berichtszeitraum hat die BaFin im Einvernehmen mit der Bundesbank 14 Institute als anderweitig systemrelevant bestimmt.<sup>30</sup> Die Liste umfasst damit zwei Institute weniger als im vorigen Berichtszeitraum – eines ist durch Fusion mit einem anderen von der Liste entfallen, ein anderes befand sich nun deutlich unterhalb des Schwellenwertes zum A-SRI.

Als A-SRI designierte Institute müssen zusätzliches hartes Kernkapital (CET1) als Bestandteil der regulatorisch geforderten Eigenmittelausstattung aufweisen. Hierzu erfolgt eine Einteilung der Institute in vier Kapitalpufferklassen, die in Abhängigkeit vom Grad ihrer Systemrelevanz definiert werden. Diesen Klassen werden gestaffelte Kapitalpuffer in Höhe von 0,5 % bis 2 % des Gesamtrisikobetrags zugeordnet.

Die BaFin und die Bundesbank haben den Ausschuss im Berichtszeitraum über die als A-SRI benannten Institute und die jeweilige Pufferbelegung informiert. Der Ausschuss nahm diese Information zur Kenntnis.

### *Antizyklischer Kapitalpuffer*

Mit dem antizyklischen Kapitalpuffer (Countercyclical Capital Buffer: CCB) sollen systemische Risiken aus übermäßiger Kreditvergabe der Banken an den privaten nichtfinanziellen Sektor begrenzt werden. Phasen übermäßiger Kreditvergabe sind aus Finanzstabilitätssicht besonders kritisch zu sehen. Ist die Kreditvergabe relativ zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zu hoch, kann dies ein Zeichen für aufkommende Risiken sein. In diesem Fall kann die BaFin mit dem CCB einen zusätzlichen Kapitalpuffer von bis zu 2,5 % des Gesamtrisikobetrags festlegen.<sup>31</sup> Der Puffer erhöht die Verlustabsorptionsfähigkeit von Banken, da er im Krisenfall aufgezehrt werden und zur Abfederung von Verlusten dienen kann. Dadurch soll im Krisenfall der Entstehung einer Kreditklemme vorgebeugt werden.

Die BaFin legt seit Anfang 2016 vierteljährlich die Höhe des deutschen CCB fest und veröffentlicht sie.<sup>32</sup> Die Bundesbank erstellt hierfür Analysen auf Basis eines Indikatorensets.<sup>33</sup> Die BaFin bindet bei der Festlegung der CCB-Quote für das deutsche Finanzsystem gemäß der SSM-Verordnung die EZB ein.<sup>34</sup> Der Ausschuss beriet über die von der BaFin beabsichtigte CCB-Quote in Höhe von 0 % jeweils für das dritte und vierte Quartal 2016 sowie für die ersten beiden Quartale im Jahr 2017 und bewertete diese als angemessen.<sup>35</sup>

International tätige Banken können auch gegenüber Risiken aus übermäßiger Kreditvergabe im Ausland exponiert sein. Aus diesem Grund gelten die CCB-Quoten, die ein Staat des Europäischen Wirtschaftsraums oder ein Drittstaat festlegt, bis zu einer Höhe von 2,5 % automatisch für deutsche Institute entsprechend des Umfangs der in diese Länder vergebenen maßgeblichen Kreditrisikopositionen. Darüber hinaus ist eine freiwillige Aner-

---

<sup>29</sup> Maßgeblich hierfür sind § 10 g KWG unter Berücksichtigung der einschlägigen Leitlinien der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA).

<sup>30</sup> Die Liste der A-SRI ist abrufbar unter: [www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Datenbanken/ASRI/asri\\_artikel.html](http://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Datenbanken/ASRI/asri_artikel.html).

<sup>31</sup> Gemäß § 10d III KWG ist auch eine Festlegung von über 2,5 % möglich.

<sup>32</sup> Die Höhe des CCB ist abrufbar unter: [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Eigenmittelanforderungen/Kapitalpuffer/antizyklischer\\_kapitalpuffer\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Eigenmittelanforderungen/Kapitalpuffer/antizyklischer_kapitalpuffer_node.html).

<sup>33</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015).

<sup>34</sup> Artikel 5, Abs. 1 Verordnung (EU) Nr. 1024/2013.

<sup>35</sup> Die Bundesbank-Analysen haben ergeben, dass die Kredit/BIP-Lücke im letzten Jahr durchgehend negativ war (zuletzt -4,79 Prozentpunkte für das dritte Quartal 2016 nach nationaler Methode), woraus ein Pufferrichtwert von 0 % der risikogewichteten Aktiva resultierte. Die unterstützenden Indikatoren deuteten in ihrer Gesamtbetrachtung nicht darauf hin, dass eine vom Pufferrichtwert abweichende CCB-Quote angemessen gewesen wäre.



kennung durch die hierfür zuständige Behörde möglich. Der institutsspezifische CCB wird deshalb als gewichteter Durchschnitt aller in den jeweiligen Ländern festgelegten CCB-Quoten berechnet.<sup>36</sup> Die gegenseitige Anerkennung ausländischer Quoten (Reziprozität) stärkt die Effektivität des CCB, indem Anreize für Ausweichreaktionen geschwächt werden.

#### *Reziprozität makroprudenzieller Maßnahmen*

Aufgrund der Verschärfung nationaler makroprudenzieller Maßnahmen kann es zu einem Regulierungsgefälle und daraus resultierenden Stabilitätsrisiken kommen.<sup>37</sup> Das Regulierungsgefälle kann dabei sowohl innerhalb des aktivierenden Landes – aufgrund unterschiedlicher Regelungen für Töchter und Filialen ausländischer Banken – als auch gegenüber den übrigen EU-Mitgliedstaaten bestehen. Um mögliche resultierende Stabilitätsrisiken zu verhindern veröffentlichte der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) Anfang 2016 eine Empfehlung zur freiwilligen gegenseitigen Anerkennung makroprudenzieller Maßnahmen.<sup>38</sup> Bislang wurden zwei nationale Maßnahmen in die Liste der zur Reziprozität empfohlenen Instrumente aufgenommen:<sup>39</sup>

- Ein Aufschlag in Höhe von 5 Prozentpunkten auf Risikopositionen belgischer Hypothekarkredite nach Artikel 458(2)(d)(vi) CRR für Banken, die den IRBA-Ansatz verwenden.
- Ein Systemrisikopuffer nach Artikel 133 CRD IV in Höhe von 1 % für Risikopositionen, die in Estland gehalten werden.

Der Ausschuss befasste sich im Berichtszeitraum mit den Implikationen dieser Empfehlungen. Die BaFin, als Adressat der Empfehlungen, stellte ihre Vorschläge zu den Prinzipien bezüglich der Entscheidungen zur gegenseitigen Anerkennung und Reziprozität makroprudenzieller Maßnahmen anderer Staaten vor. Sie betonte hierbei, dass sie sich grundsätzlich für das Prinzip der reziproken Anwendung ausspreche, wies jedoch gleichzeitig auf die Bedeutung von Materialitäts- und Proportionalitätserwägungen hin. Nach umfassender Prüfung entschied sich die BaFin gegen eine reziproke Anwendung, weil in beiden Fällen (Belgien, Estland) keine signifikanten Risiken erkennbar waren, die von deutschen Instituten ausgehen und sich auf die jeweiligen Risikosegmente in Belgien oder Estland nachteilig auswirken. Die BaFin verwies dabei auf die fehlende Materialität der grenzüberschreitenden Forderungen deutscher Banken und ihrer Auslandsfilialen an die relevanten Kreditnehmer in dem jeweiligen Land. Sie berief sich im Fall der belgischen Maßnahme auf eine in der Änderungsempfehlung explizit enthaltene Möglichkeit (ESRB/2016/3, Annex II, Ziffer 3 und 5) sowie im Fall des estnischen Systemrisikopuffers auf eine in der ursprünglichen Empfehlung (ESRB/2015/2) enthaltene Ausnahmeregelung.<sup>40</sup>

Reziprozität der belgischen Maßnahme nach Artikel 458 CRR durch andere Mitgliedstaaten<sup>1)</sup> Schaubild 2.2.3



\* Die Empfehlung zur Reziprozität der belgischen Maßnahme unterscheidet zusätzlich zwischen der Anerkennung der Maßnahme für direkt grenzüberschreitende Kredite und für in Belgien ansässige Auslandsfilialen. Dementsprechend erkennt Luxemburg die Maßnahme nur für die Aktivitäten der in Belgien ansässigen Auslandsfilialen ihrer Banken an.

Deutsche Bundesbank

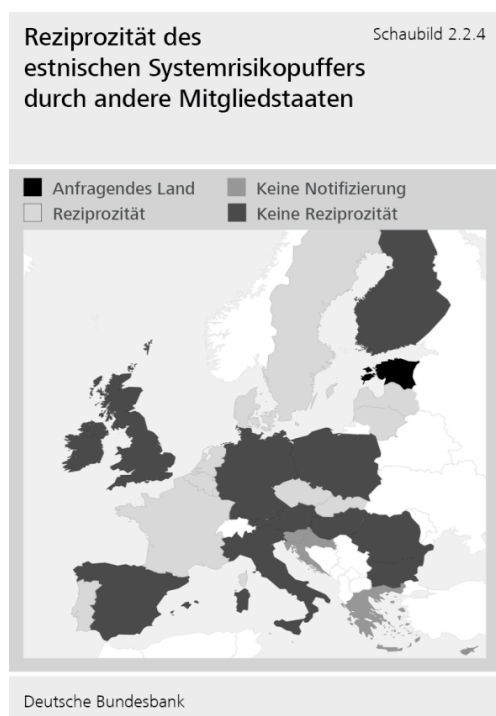
<sup>36</sup> Gewichtet wird mit dem Anteil der Eigenmittelanforderungen für maßgebliche Risikopositionen (Forderungen) gegenüber Kreditnehmern in einem Land an der Summe der Eigenmittelanforderungen für alle maßgeblichen Risikopositionen.

<sup>37</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2016b).

<sup>38</sup> Vgl.: European Systemic Risk Board (2015).

<sup>39</sup> Vgl.: European Systemic Risk Board (2016a, 2016b).

<sup>40</sup> Die Ausnahmeregelung besagt, dass „die jeweiligen Behörden [einzelne] Finanzdienstleister in ihrem Land von der Anwendung bestimmter gegenseitig anzuerkennender makroprudenzieller Maßnahmen ausnehmen können, sofern diese Finanzdienstleister unwesentlichen benannten makroprudenziellen Risiken in dem Land ausgesetzt sind, in dem die jeweilige makroprudenzielle Maßnahme der jeweiligen aktivierenden Behörde angewendet wird“, vgl.: European Systemic Risk Board (2015).



Die heterogene Anwendung von Ausnahmeregelungen führt zu regulatorischer Fragmentierung. Neben Deutschland nutzten auch andere europäische Mitgliedstaaten diese Ausnahmeregelung (Schaubilder 2.2.3 und 2.2.4)<sup>41</sup>. Als mitverantwortlich für die unterschiedliche Anwendung der Reziprozitäts-Empfehlung und der damit einhergehenden Ausnahmeregelungen deutete der Ausschuss den diskretionären Spielraum, der den nationalen Behörden bei der Anwendung des Ausnahmefalls zugestanden wird. Außerdem stellte er auf die Unsicherheit ab, welche mit dem Begriff der Materialität im Rahmen des Konzepts der freiwilligen Reziprozität verbunden ist. Der Ausschuss sprach sich daher für eine Klarstellung und Harmonisierung der Kriterien zur Anwendung der Ausnahmemöglichkeiten aus. Dieses Anliegen wurde in der Folge dem ESRB kommuniziert.

Des Weiteren setzten sich BaFin, BMF und Bundesbank im Rahmen des Konsultationsverfahrens der EU-Kommission zur Überarbeitung des makroprudenziellen Rahmenwerks für Änderungen bezüglich der Anerkennung und reziproken Anwendung des Kapitalpuffers für systemische Risiken ein. In einer gemeinsamen Stellungnahme der drei Behörden plädierte Deutschland für eine Ausweitung der Regelungen zur verpflichtenden Reziprozität mit dem Vorschlag, den Kapitalpuffer für systemische Risiken (Artikel 133 CRD IV) mit einer Klausel zur verpflichtenden Anerkennung, ähnlich der des CCBs, auszustatten.

## Quellenverzeichnis

Buch, C. M. und E. Prieto (2014), Do Better Capitalized Banks Lend Less? Long-Run Panel Evidence from Germany, *International Finance*, Vol 17 No 1, S. 1–23.

Deutsche Bundesbank (2015), Der antizyklische Kapitalpuffer in Deutschland. Analytischer Rahmen zur Bestimmung einer angemessenen inländischen Pufferquote, November 2015.

Deutsche Bundesbank (2016a), Monatsbericht, September 2016.

Deutsche Bundesbank (2016b), Finanzstabilitätsbericht 2016, November 2016.

European Systemic Risk Board (2015), Empfehlung zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen (ESRB/2015/2), Dezember 2015.

European Systemic Risk Board (2016a), Empfehlung zur Änderung der Empfehlung ESRB/2015/2 (ESRB/2016/3), März 2016.

European Systemic Risk Board (2016b), Empfehlung zur Änderung der Empfehlung ESRB/2015/2 (ESRB/2016/4), Juni 2016.

European Systemic Risk Board (2017), A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2016, April 2017.

Gambacorta, L. und H. S. Shin (2016), Why Bank Capital Matters for Monetary Policy, *BIS Working Papers* No 558, April 2016.

<sup>41</sup> Die Schaubilder entsprechen einer vorläufigen Einschätzung des ESRB bezüglich der Umsetzung der Empfehlungen ESRB/2016/3 und ESRB/2016/4 durch die einzelnen Mitgliedstaaten, vgl.: European Systemic Risk Board (2017). In seinen Einschätzungen berücksichtigt der ESRB jedoch nicht, dass mehrere Mitgliedstaaten zwar die rechtlichen Voraussetzungen zur reziproken Anerkennung einer Maßnahme geschaffen haben und daher mit *Reziprozität* bewertet werden, diese Länder aber gleichzeitig durch Anwendung der Ausnahmeregelung für alle inländischen Banken keine zusätzlichen Kapitalanforderungen für die im Inland beaufsichtigten Institute erließen. Aus ökonomischer Sichtweise besteht in diesen Fällen daher kein Unterschied zu den Mitgliedstaaten, welche wie Deutschland sich auf die Ausnahmeregelung beriefen ohne die rechtlichen Voraussetzungen geschaffen zu haben und daher mit *Keine Reziprozität* bewertet werden. Die abschließende Einschätzung des ESRB hinsichtlich der Umsetzung der Empfehlungen ESRB/2016/3 und ESRB/2016/4 durch die einzelnen Mitgliedstaaten steht noch aus.

Hellwig, M. (1995), Systemic Aspects of Risk Management in Banking and Finance, Swiss Journal of Economics and Statistics, Vol 131 No 4, S. 723-737.

### 2.3 Risiken bei deutschen Lebensversicherern

Versicherer erfüllen eine für die Finanzstabilität kritische Funktion, weil sie Unternehmen, Finanzinstitute, private Haushalte und staatliche Stellen gegen finanzielle Risiken absichern. Ein Ausfall dieser kritischen Funktion träfe die Realwirtschaft unmittelbar. Dies war beispielsweise beim Ausfall eines großen australischen Schaden- und Unfallversicherers im Jahr 2001 zu beobachten. In dessen Folge war die Bereitstellung von Bauversicherungen stark beeinträchtigt und es kam somit vorübergehend zu einem Stillstand der Bautätigkeit.<sup>42</sup>

Zugleich sind Versicherer und Altersvorsorgeeinrichtungen als Investoren an den Kapitalmärkten tätig. Sie verwalteten im vierten Quartal 2016 mit rund 2,6 Billionen € circa 17,5 % der finanziellen Aktiva in Deutschland. Die Finanzaktiva aller Finanzintermediäre beliefen sich auf 14,7 Billionen €. Dies entspricht rund 470 % des deutschen BIP.<sup>43</sup> Darüber hinaus sind Versicherer und Altersvorsorgeeinrichtungen mit den übrigen Finanzintermediären verflochten und können beispielsweise von Solvenzproblemen im Bankensektor angesteckt werden. Denkbar ist aber auch, dass sie selbst Risiken auf das übrige Finanzsystem übertragen.

#### Marktwertorientiertes und risikoadäquates Aufsichtsregime eingeführt

Das mikroprudenzielle Rahmenwerk Solvency II löst mit Wirkung vom 1. Januar 2016 Solvency I ab. An die Stelle der früher unter Solvency I ermittelten Bedeckungsquote<sup>44</sup> treten nunmehr die Bewertungsvorschriften und Solvenzkapitalanforderungen (Solvency Capital Requirement: SCR) sowie die Solvenzquote nach Solvency II.<sup>45</sup> Diese Solvenzquote errechnet sich aus dem Verhältnis der Eigenmittel eines Versicherers zu den SCR und sollte nicht kleiner als eins beziehungsweise 100 % sein.

Die Solvenzquote deutscher Lebensversicherer schwankte im Jahresverlauf 2016 nicht zuletzt aufgrund fallender Zinsen. Die Quoten unterscheiden sich hierbei merklich zwischen den einzelnen Versicherern (Schaubild 2.3.1). Der Rückgang der Solvenzquote im Jahresverlauf ist wesentlich auf das seit Jahresbeginn gefallene Zinsniveau zurückzuführen, da sich durch die Diskontierung mit einem niedrigeren Zinssatz der Marktwert der Verbindlichkeiten erhöht hat. Zum Jahresende 2016 erreichte die Solvenzquote auch aufgrund gestiegener Zinsen mit einem Median von rund 291 % nahezu das Niveau vom Jahresanfang.

Versicherer können auf Antrag noch bis einschließlich 2031 Übergangsmaßnahmen anwenden, die bis dahin graduell auslaufen. Diese sind ein sinnvoller Bestandteil von Solvency II, um Verwerfungen bei einem abrupten Übergang zu einer marktkonsistenten Bewertung zu vermeiden. Tatsächlich wenden über 70 % der deutschen Lebensversicherer diese Übergangsmaßnahmen an. Dabei nutzen gerade jene Versicherer dieses Instrument, die ansonsten eine zu niedrige Solvenzquote ausweisen und nicht über ausreichende Eigenmittel verfügen würden.<sup>46</sup>

---

<sup>42</sup> Vgl.: Bank of England (2015), S. 245 ff. Ein weiteres Beispiel, das jedoch nicht auf einen Ausfall eines Versicherers zurückgeht, ist die Einschränkung des Versicherungsangebotes für Fluggesellschaften nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 in den USA. Im Vereinigten Königreich übernahm letztlich die Regierung die Versicherung für ein Jahr, sodass eine Beeinträchtigung der Realwirtschaft in Folge eines Startverbotes kommerzieller Fluggesellschaften abgewendet werden konnte. Vgl.: Bank of England (2015), S. 244 ff.

<sup>43</sup> Finanzintermediäre sind Banken, Versicherer, Altersvorsorgeeinrichtungen und der Schattenbankensektor.

<sup>44</sup> Die Bedeckungsquote nach Solvency I beschreibt das Verhältnis der Eigenmittel zu den regulatorischen Eigenmittelanforderungen nach den bis Ende 2015 geltenden Solvency I-Vorschriften. Für Pensions- und Sterbekassen finden die Vorschriften weiterhin Anwendung. Diese Bedeckungsquote musste oberhalb von 100 % liegen, damit die regulatorischen Eigenmittelanforderungen erfüllt waren.

<sup>45</sup> Die SCR sollen dabei mindestens so hoch sein, dass eine Insolvenz maximal einmal in 200 Jahren auftritt. Dies entspricht einem Value at Risk zu einer einjährigen Ausfallwahrscheinlichkeit von 0,5 %. Zur Frage, inwieweit Solvency II als Kalibrierung eines Zweihundertjahresereignisses angesehen werden kann, vgl.: A. Braun, H. Schmeiser und F. Schreiber (2015).

<sup>46</sup> Für eine detaillierte Beschreibung der Übergangsmaßnahmen vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2016a). Den Angaben der BaFin zufolge waren 26 Versicherer im ersten Quartal 2016 auf Übergangsmaßnahmen angewiesen. Für diese Versicherer bestünde ohne Übergangsmaßnahmen zum Ende des ersten Quartals 2016 eine Kapitallücke in Höhe von 12,3 Mrd € bzw. knapp 13 % der Eigenmittel aller Lebensversicherer (nach 3,5 Mrd € von 16 Lebensversicherern zum Ende des Jahres 2015 bzw. gut 3 % der Eigenmittel). Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2016b).

Ab Mai 2017 müssen alle Versicherer jährlich einen Bericht über ihre Solvabilität und ihre Finanzlage veröffentlichen. Die daraus folgende Transparenz über genutzte Übergangsmaßnahmen dürfte die Unternehmen unter Druck setzen, die Anforderungen frühzeitig zu erfüllen. Allerdings sind die Solvenzkenzzahlen mit Übergangsmaßnahmen (vor allem die Solvenzquote) europaweit nur schwer miteinander vergleichbar. Ein wichtiger Grund hierfür sind Unterschiede bei der Genehmigung und Anwendung von Übergangsmaßnahmen. Marktbeobachter werden sich daher voraussichtlich eher an der strikten Version der Solvenzkenzzahlen ohne Übergangsmaßnahmen orientieren. Auch andere Faktoren erschweren den Vergleich der Quoten. Beispielsweise verwenden manche Versicherer ein internes Modell anstelle der Standardformel<sup>47</sup> oder eine Volatilitäts- oder Matching-Anpassung.<sup>48</sup>

Der Ausschuss nahm zur Kenntnis, dass zu Beginn des Jahres 2016 mit Solvency II ein neues mikroprudenzielles Rahmenwerk in Kraft getreten war und stellte fest, dass dieses Rahmenwerk auch makroprudenzielle Relevanz besitzt.

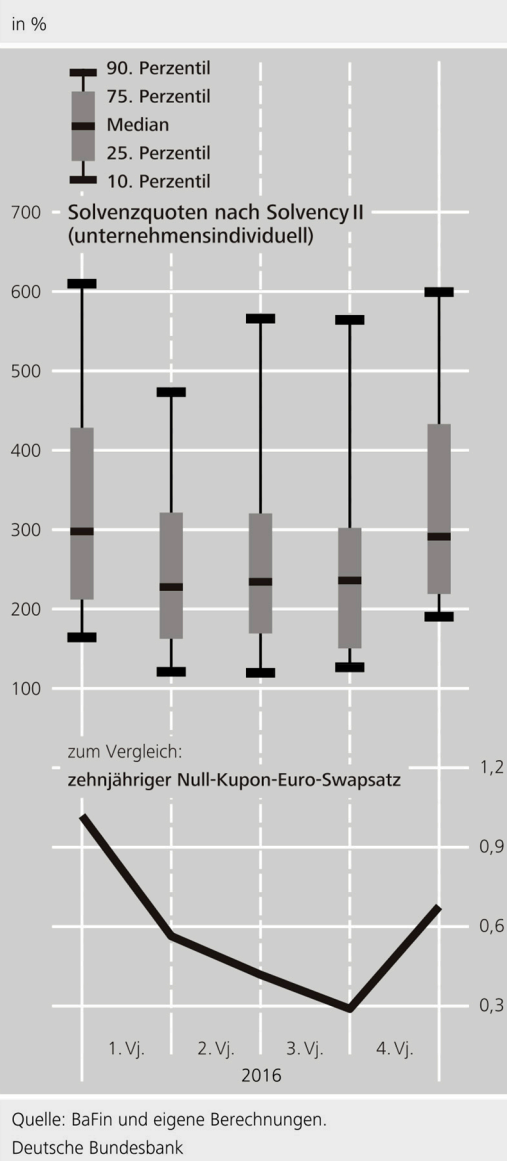
### Ergebnisse und Einschätzung des EIOPA-Stresstests 2016

Im Jahr 2016 hat die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority: EIOPA) erneut einen Stresstest bei europäischen Versicherern durchgeführt, dieses Mal speziell bei Lebensversicherern.<sup>49</sup> Dieser schätzt mögliche systemische Risiken für die Versicherungsbranche ein, welche sich aus adversen Marktentwicklungen ergeben könnten. EIOPA berichtet die Ergebnisse auf Basis der Veränderung der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten. Neben einem Szenario mit lang anhaltend niedrigen Zinsen (Low-for-long-Szenario) wurde auch ein sogenanntes Double-hit-Szenario untersucht, in dem es neben sinkenden Zinsen auch zu einer plötzlichen Ausweitung der Kreditrisikozuschläge sämtlicher Staatsanleihen kommt. Die risikofreien Zinsen entwickeln sich somit gegenläufig zu den Kreditrisikozuschlägen. Unter dieser Annahme gibt es keine Safe-Haven-Effekte.<sup>50</sup>

Für die deutschen Teilnehmer nehmen im Double-hit-Szenario die Vermögenswerte um 8,6 % und die Verbindlichkeiten um 6,0 % ab, während sie im Low-for-long-Szenario um 7,2 % beziehungsweise 11,5 % steigen. Dabei konnten die Unternehmen Übergangsmaßnahmen sowie das Maßnahmenpaket zur Sicherung der langfristigen Garantien (Long Term Guarantee Measures) anwenden. Beide Szenarien wirken sich negativ auf die Eigenmittel aus. Weil deutsche Lebensversicherer einen großen Bestand an Versicherungsverträgen mit hohen Garantiezinsen halten, ist ihre Zinssensitivität im Low-for-long-Szenario höher als der europäische Durchschnitt.<sup>51</sup>

Solvenzquoten deutscher Lebensversicherer nach Solvency II

Schaubild 2.3.1



<sup>47</sup> In der Standardformel werden die Kapitalanforderungen auf Basis der Eigenmitteländerungen in verschiedenen vorgegebenen Stressszenarien berechnet.

<sup>48</sup> Bei Volatilitäts- bzw. Matching-Anpassungen handelt es sich um unbefristete Maßnahmen zur Bewertung langfristiger Garantien.

<sup>49</sup> Vgl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2016).

<sup>50</sup> Ein Investment gilt als Safe-Haven, wenn das Wertpapier sogar im Falle von Marktturbulenzen seinen Wert beibehält beziehungsweise noch steigert. Das traf in der Vergangenheit häufig auf Bundesanleihen zu.

<sup>51</sup> Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2016c).

Im Rahmen der Stresstests beschäftigt sich EIOPA konzeptionell mit der Messung des Zinsänderungsrisikos. EIOPA approximiert die Zinssensitivität der Verbindlichkeiten in der Solvency II-Bilanz mithilfe der sogenannten Duration. Je höher diese Kennzahl ist, desto stärker verändert sich der Wert der Verbindlichkeiten bei einer Änderung des Zinsumfelds. Die Duration der Verbindlichkeiten wird teilweise mit der Duration der Kapitalanlagen verglichen, wodurch sich die sogenannte Durationslücke ergibt. Es gibt verschiedene Konzepte zur Berechnung der Duration. EIOPA erläutert im Stresstest 2016 das Konzept der sogenannten effektiven Duration.<sup>52</sup> Diese beruht auf einem Vergleich des Basisszenarios mit dem Low-for-long-Szenario. Die ermittelte Zinssensitivität ist im Kontext dieses Szenarienvergleichs zu interpretieren. Das Konzept der effektiven Duration berücksichtigt, dass ein Teil der den versicherungstechnischen Rückstellungen unterliegenden zukünftigen Cashflows sensitiv auf sinkende Zinsen reagiert. Das gilt vor allem für die zukünftige Überschussbeteiligung.

Der EIOPA-Stresstest 2016 berechnet darüber hinaus auch die sogenannte Macaulay-Duration, welche im Stresstest 2014 als einziges Maß für die Duration verwendet wurde.<sup>53</sup> Dieses Konzept unterstellt fixe zukünftige Cashflows und betrachtet allein die Veränderung des Wertes zukünftiger Cashflows durch Veränderung des Abzinsungssatzes. Die Möglichkeit, die zukünftige Überschussbeteiligung abzusenken, wird in dieser Kennzahl nicht miteinbezogen. Diese Rechnung überschätzt damit tendenziell die tatsächliche Zinssensitivität. Der Unterschied zwischen der berichteten Macaulay-Duration und der effektiven Duration illustriert die Bedeutung der zukünftigen Überschussbeteiligung und deren risikomindernden Effekt.

Der Finanzstabilitätsbericht 2016 der Bundesbank enthält ebenfalls eine Schätzung der Duration.<sup>54</sup> Diese beruht auf Daten aus den Einzelabschlüssen nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) und betrachtet den Wert der bereits zugesagten zukünftigen Leistungen. Die zukünftige Überschussbeteiligung wird generell nicht einbezogen. Der Ansatz vergleicht zwei bilanzielle Bewertungen, die sich nur durch den Abzinsungssatz unterscheiden.

Das geschätzte Zinsänderungsrisiko hängt vom verwendeten Durationskonzept ab. Konzeptionell steht die Analyse im Finanzstabilitätsbericht der Bundesbank zwischen den beiden Ansätzen der EIOPA. Die Abschätzung des Zinsänderungsrisikos durch die effektive Duration ergibt tendenziell die geringste Sensitivität durch den risikomindernden Effekt der zukünftigen Überschussbeteiligung. Das setzt voraus, dass zukünftige Überschussbeteiligungen in ausreichendem Umfang anfallen und im Modell bei Zinsänderungen reduziert werden können. Die Macaulay-Duration von EIOPA weist tendenziell das höchste Zinsänderungsrisiko aus. Zwar wird die zukünftige Überschussbeteiligung einbezogen, nicht aber die Möglichkeit, diese abzusenken. Die Analyse im Finanzstabilitätsbericht betrachtet hingegen allein die bereits feststehenden zukünftigen und damit tatsächlich garantierten Leistungen.

Die im EIOPA-Stresstest 2014 genannte Durationslücke von elf für Deutschland auf Basis des Macaulay-Durationskonzeptes ist deshalb zu relativieren. Betrachtet man nur die tatsächlich garantierten Leistungen, wie in der Konzeption der Bundesbank, beläuft sie sich lediglich auf sechs. Bei der effektiven Duration dürfte die Durationslücke noch geringer sein. Allerdings verzichtet der EIOPA-Stresstest 2016 auf einen Vergleich der Duration der Verbindlichkeiten mit der Duration der Kapitalanlagen. Der Grund hierfür ist, dass Verbindlichkeiten und Kapitalanlagen verschiedene Datenquellen und Berechnungsmethoden zugrunde liegen und sich außerdem die Volumina unterscheiden.

Der Ausschuss diskutierte die Resultate und die Einschätzung des EIOPA-Stresstests 2016 und würdigte das Konzept der effektiven Duration. Er kam dabei zu dem Ergebnis, dass Gesetzgeber und Aufsicht schon früh mit zielgerichteten Maßnahmen reagiert hätten, um die Risikotragfähigkeit der Versicherer im lang anhaltenden Niedrigzinsumfeld zu stärken.

---

<sup>52</sup> Zum Konzept der effektiven Duration vgl. u. a.: T. S. Y. Ho (1990).

<sup>53</sup> Vgl. u. a.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2014).

<sup>54</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2016) und A. Möhlmann (2017).

### **Mehrere Lebensversicherer schließen ihre Bestände und wickeln sie ab**

In den letzten Jahren entschieden sich mehrere deutsche Lebensversicherer, ihr Neugeschäft einzustellen („Run-Off“). Mittlerweile sind gut 8 % der versicherungstechnischen Rückstellungen der gesamten Lebensversicherungsbranche in einem solchen Run-Off.<sup>55</sup> Für einen Versicherer im Run-Off sinken die variablen Kosten, da kein Vertriebsaufwand mehr für das Neugeschäft entsteht. Gleichwohl können die betroffenen Versicherer auch höhere Gesamtkostenquoten aufweisen, da ihre Fixkosten nicht proportional zur Bestandsentwicklung sinken. Ein Lebensversicherer kann die Kosten auch dadurch reduzieren, dass er seinen Bestand an eine sogenannte Run-Off-Plattform abgibt, die diesen dann abwickelt. Diese Run-Off-Plattformen erzielen Skaleneffekte, weil mehrere Vertragsbestände zusammengeführt werden, wodurch sich (Verwaltungs-)Kosten im Regelfall reduzieren.

Versicherer im Run-Off sind vom Wettbewerbsdruck abgekoppelt. Sie können sich darauf beschränken, die Versicherten nur im vorgeschriebenen Mindestumfang an den Überschüssen zu beteiligen.<sup>56</sup> Somit besteht ein höherer Spielraum, um die zugesagten Garantien zu erfüllen. Wird der Bestand allerdings zu klein, ist möglicherweise kein adäquater versicherungstechnischer Risikoausgleich im Kollektiv mehr möglich. Gelingt es den Versicherern im Run-Off, ihre Kosten und den Risikoausgleich zu steuern – beispielsweise indem sie ihren Bestand an eine Run-Off-Plattform abgeben – dürfte die mit einem Run-Off verbundene Konsolidierung im Lebensversicherungssektor aus Finanzstabilitätssicht zu einer insgesamt steigenden Risikotragfähigkeit des Sektors führen.

Der Ausschuss befasste sich im Berichtszeitraum mit dem Thema Run-Off und nahm die Besonderheiten bei geschlossenen und in der Abwicklung begriffenen Lebensversicherungsbeständen zur Kenntnis. Aus Sicht des Ausschusses stellen Run-Off-Bestände derzeit kein Stabilitätsrisiko dar.

### **Quellenverzeichnis**

Bank of England (2015), Insurance and Financial Stability, Quarterly Bulletin Q3-2015, September 2015.

Braun, A., H. Schmeiser und F. Schreiber (2015), Solvency II's Market Risk Standard Formula: How Credible is the Proclaimed Ruin Probability?, Journal of Insurance Issues, Vol 38 No 1, S. 1–30.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2016a), Solvency II-Übergangsmaßnahmen zur Rückstellungsbewertung: Eine erste Bestandsaufnahme, BaFin-Journal, März 2016.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2016b), Erste Erkenntnisse aus den Sparten unter Solvency II, August 2016, abrufbar unter:

[https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Anlage/dl\\_160809\\_solvency\\_II\\_branchenzahlen.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Anlage/dl_160809_solvency_II_branchenzahlen.pdf?__blob=publicationFile&v=1).

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2016c), Stresstest: EIOPA veröffentlicht Ergebnisse 2016, Dezember 2016, abrufbar unter:

[https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2016/meldung\\_161215\\_eiopa-stresstest.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2016/meldung_161215_eiopa-stresstest.html).

Deutsche Bundesbank (2016), Finanzstabilitätsbericht 2016, November 2016.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (2014), EIOPA Insurance Stress Test 2014, November 2014.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (2016), 2016 EIOPA Insurance Stress Test Report, Dezember 2016.

Ho, T. S. Y. (1990), Strategic Fixed Income Investment, Irwin Professional Publishing, Chicago, 1990.

---

<sup>55</sup> Die Rückstellungen umfassen die versicherungstechnischen Rückstellungen für traditionelle Lebensversicherungsprodukte (z.B. Verträge mit einem Garantiezins) sowie die versicherungstechnischen Rückstellungen für fondsgebundene Lebensversicherungen, soweit das Anlagerisiko vom Versicherungsnehmer getragen wird.

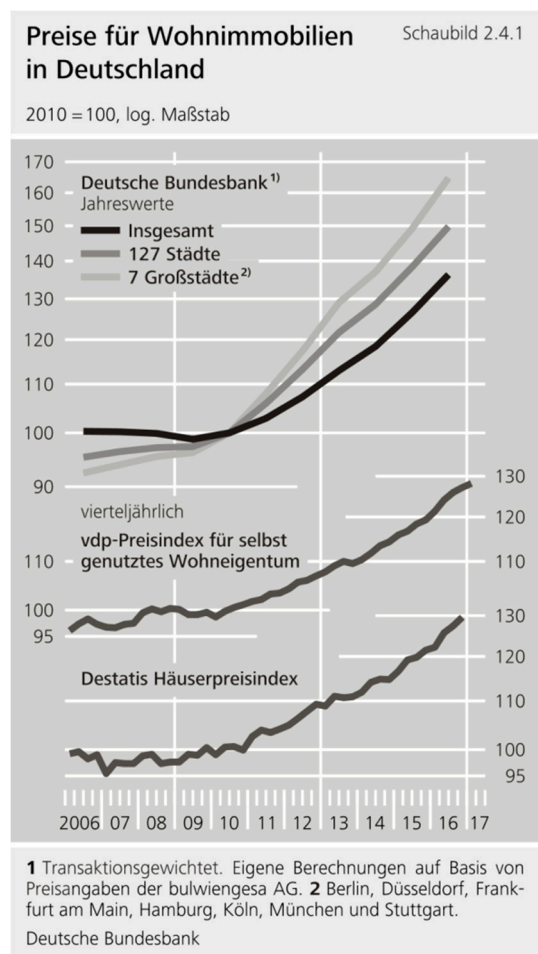
<sup>56</sup> Gemäß Mindestzuführungsverordnung müssen 90 % des Kapitalanlageergebnisses, 90 % vom Risikoergebnis sowie 50 % vom übrigen Ergebnis über die Rückstellung für Beitragsrückerstattung zugunsten der Versicherten verwendet werden.

Möhlmann, A. (2017), Interest Rate Risk of Life Insurers – Evidence from Accounting Data, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank Nr. 10/2017, Mai 2017.



## 2.4 Vom Wohn- und Gewerbeimmobilienmarkt ausgehende Risiken

### Risiken aus dem Markt für Wohnimmobilien



Angesichts des anhaltenden Preisanstiegs bei Wohnimmobilien befasste sich der Ausschuss im Berichtszeitraum regelmäßig mit den Entwicklungen am deutschen Wohnimmobilienmarkt. Im Jahr 2016 zogen die Preise dort erneut kräftig an (Schaubild 2.4.1). Die Preissteigerungen werden seit Beginn des Aufschwungs im Jahr 2010 von einer kräftigen Wohnraumnachfrage, unter anderem aufgrund guter Einkommensperspektiven der privaten Haushalte und den günstigen Finanzierungsbedingungen, gestützt. Zudem dürften zusätzliche Nachfrageimpulse von der wachsenden Zahl der Haushaltsgründungen ausgegangen sein.<sup>57</sup> Die Ausweitung des Angebots war bisher nicht ausreichend, um den Nachfrageüberhang abzudecken. Insgesamt dürfte die im Jahr 2016 erhöhte Preisdynamik bei Wohnimmobilien über die Entwicklung hinausgegangen sein, die in demografischen und wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren angelegt ist, und auch die weiter ermäßigten Finanzierungskosten können nur einen Teil der zusätzlichen Dynamik erklären.

Erfahrungen mit finanzstabilitätsgefährdenden Krisen an Wohnimmobilienmärkten anderer Länder zeigen, dass die Verwerfungen umso größer waren, je stärker ein vorangegangenes übermäßiges Kreditwachstum und eine Erosion der Kreditvergabestandards, preisliche Überbewertungen sowie ein gegebenenfalls begleitendes Überschießen der Aktivität im Wohnungsbausektor waren.<sup>58</sup> Die darauffolgenden Korrekturen sind mit erheblichen Belastungen für die überschuldeten Haushalte sowie die Bilanzen der kreditgebenden Banken verbunden. Aus makroprudenzieller Sicht erwachsen daraus unter Umständen gesamtwirtschaftliche Effekte, die stark krisenverstärkend im Finanzsystem wirken können: Zum ei-

nen kann die Belastung der privaten Haushalte aus der Bedienung von Hypothekenschulden relativ zum Einkommen die private Konsumnachfrage dämpfen. Zum anderen dürften potenzielle Anpassungsprozesse im Bausektor zu Beschäftigungsverlusten führen. Zudem würden die Bilanzen der Banken belastet, wenn Kredite an private Haushalte, aber auch bei Bauunternehmen, Projektentwicklern und verbundenen Sektoren ausfallen. Diese Effekte können sich gegenseitig verstärken; die damit einhergehenden negativen real- und finanzwirtschaftlichen Auswirkungen können die Finanzstabilität beeinträchtigen.

Der Ausschuss legt daher einen besonderen Fokus auf die Entwicklungen bei den Preisen für Wohnimmobilien, den Kreditvolumina und den Kreditvergabestandards sowie der Bautätigkeit. Hinsichtlich der Kreditvergabestandards ist dabei besonders darauf zu achten, dass die private Vertragsgestaltung auf eine über den gesamten Zyklus des Immobilienmarkts gesicherte Schuldendienstfähigkeit ausgerichtet wird, um eine Beeinträchtigung der Finanzstabilität abzuwenden. Die Schuldendienstfähigkeit sollte auch dann noch gegeben sein, wenn bei einer Wohnimmobilienfinanzierung eine spätere Anschlussfinanzierung nur zu deutlich schlechteren Konditionen möglich sein sollte.

<sup>57</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017), S. 56.

<sup>58</sup> Vgl.: P. Kannan, P. Rabanal und A. Scott (2011) sowie Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2013), S. 446-449.

### *Aufwärtstrend bei Wohnimmobilienpreisen verstärkt sich*

In Deutschland insgesamt hat sich die Preisdynamik bei Wohnimmobilien im Jahr 2016 verstärkt. Die Preise für Wohnimmobilien erhöhten sich im Jahr 2016 um 7,7 % nach 6,9 % im Jahr zuvor.<sup>59</sup> Besonders stark fiel der Zuwachs mit 8,3 % (Vorjahr: 7,6 %) in den städtischen Gebieten aus; die Großstädte stachen mit einer durchschnittlichen Verteuerung um 10,5 % heraus (nach 8,8 % im Vorjahr). Nach Angaben des Verbands deutscher Pfandbriefbanken war der Preisauftrieb für selbstgenutztes Wohneigentum im ersten Quartal 2017 mit 5,6 % etwas schwächer als noch zum Abschlussquartal des Jahres 2016 (6,6 %). Nach Schätzungen der Bundesbank waren Wohnimmobilien in städtischen Gebieten im Jahr 2016 zwischen 15 % und 30 % überbewertet.<sup>60</sup> Dabei wurden die stärksten Überbewertungen bei Wohnungen in den sieben deutschen Großstädten festgestellt.<sup>61</sup>

### *Wachstum der Wohnungsbaukredite an private Haushalte stabil*

Die seit dem Jahr 2009 rückläufige Tendenz bei den Zinsen für Wohnungsbaukredite setzte sich im Jahr 2016 fort. Der durchschnittliche Effektivzinssatz für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Neugeschäft lag mit 1,8 % im März 2017 auf dem Niveau des Vorjahresmonats.<sup>62</sup> Dabei verringerten sich die Margen für Kredite durchschnittlicher Risikoeinstufung laut der vom Eurosystem regelmäßig durchgeführten Umfrage zur Kreditvergabepolitik der Geschäftsbanken (Bank Lending Survey: BLS) im Verlauf des Berichtsjahres zunächst geringfügig und im ersten Quartal 2017 deutlich. Demgegenüber wurden die Kreditvergabestandards für Wohnungsbaukredite an private Haushalte von einigen der im BLS befragten Institute im Laufe des Jahres 2016 verschärft, was ihren Angaben zufolge insbesondere vor dem Hintergrund des im März 2016 in Kraft getretenen Gesetzes zur Umsetzung der europäischen Wohnimmobilienkreditrichtlinie und zur Änderung handelsrechtlicher Vorschriften geschah.<sup>63</sup> Erst im Anfangsquartal 2017 kam es gemäß BLS erstmals seit 2011 wieder zu spürbaren Lockerungen der Vergabestandards bei Wohnungsbaukrediten.<sup>64</sup>



Das Wachstum der an private Haushalte vergebenen Wohnungsbaukredite war im Berichtszeitraum stabil. Nach einer etwas schwächeren Entwicklung im zweiten Halbjahr 2016 erhöhte sich der Kreditbestand im Winterquartal 2017 zwar spürbar. Die Jahreswachstumsrate war Ende März 2017 mit 3,8 % dennoch nur unwesentlich höher als Ende März 2016 (3,7 %). Im historischen Vergleich ist das Kreditwachstum damit nicht außergewöhnlich hoch. So lag die jährliche Steigerungsrate bei Wohnungsbaukrediten in Deutschland im langfristigen Durchschnitt der Jahre 1982 bis 2016 bei knapp 5 % (Schaubild 2.4.2). Das Wachstum der Wohnungsbaukredite wird dabei durch niedrige Zinsen sowie eine solide finanzielle Lage des privaten Haushaltssektors begünstigt. Der Anteil der an private Haushalte vergebenen Wohnungsbaukredite am gesamten ausstehenden Forderungsvolumen deutscher Banken an inländische Nichtbanken<sup>65</sup> blieb mit knapp 40 % in etwa auf dem Niveau des Vorjahrs. Der Anteil der an private Haushalte sowie an Unternehmen vergebene

<sup>59</sup> Berechnungen der Bundesbank auf Basis von Angaben der bulwiengesa AG.

<sup>60</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017), S. 55-57.

<sup>61</sup> Die sieben Großstädte sind Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart.

<sup>62</sup> Für eine anfängliche Zinsbindung von über 10 Jahren lag der Wert im März 2017 bei 1,9 % (März 2016: ebenfalls 1,9 %).

<sup>63</sup> Die Pressemitteilung der Deutschen Bundesbank zu den Juli-Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) in Deutschland ist abrufbar unter:  
[http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2016/2016\\_07\\_19\\_kreditgeschaef.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2016/2016_07_19_kreditgeschaef.html).

<sup>64</sup> Die Pressemitteilung der Deutschen Bundesbank zu den April-Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) in Deutschland ist abrufbar unter:  
[http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2017/2017\\_04\\_25\\_kreditgeschaef.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2017/2017_04_25_kreditgeschaef.html).

<sup>65</sup> Zu den Nichtbanken zählen Unternehmen, öffentliche Haushalte, Privatpersonen und Organisationen ohne Erwerbszweck.

nen Wohnungsbaukredite blieb im Vergleich zum Vorjahr nahezu unverändert; er lag bei gut 50 % aller ausstehenden Buchkredite deutscher Banken an inländische Nichtbanken.

#### *Verschuldungsquote des privaten Haushaltssektors stabil*

Die Verschuldung des privaten Haushaltssektors blieb im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Berichtsjahr nahezu konstant.<sup>66</sup> Sie verharrte mit gut 53 % im Jahr 2016 auf ihrem tiefsten Stand seit Anfang der 2000er Jahre. Auch das Verhältnis von privater Haushaltsverschuldung zum verfügbaren Einkommen ist im Jahr 2016 gegenüber dem Vorjahr mit gut 91 % nahezu konstant geblieben. Gemessen an diesen Kennzahlen ist der Verschuldungsgrad in Deutschland damit etwas niedriger als zum Beispiel im Euroraum, wo die Verschuldung im Verhältnis zum BIP im vierten Quartal 2016 bei knapp 59 % und im Verhältnis zum Einkommen bei 93,6 % lag.<sup>67</sup> Allerdings liefert diese aggregierte Betrachtung keine näheren Informationen darüber, wie sich die Verschuldungssituation derjenigen privaten Haushalte verändert hat, die tatsächlich Kredite aufgenommen haben.

In der Gesamtschau kam der Ausschuss zu dem Ergebnis, dass derzeit trotz der anhaltend kräftigen Preisdynamik kein Anlass besteht, die makroprudenzielle Risikoeinschätzung der Wohnimmobilienfinanzierung, dass bislang keine die Finanzstabilität gefährdenden Entwicklungen vorliegen, zu revidieren.<sup>68</sup>

#### **Stand der Umsetzung makroprudenzieller Instrumente für den Wohnimmobiliensektor**

Mit den bis zum Ende des Berichtszeitraums verfügbaren kapitalbasierten makroprudenziellen Instrumenten im Bereich der Wohnimmobilienfinanzierung könnte einem Aufbau von systemischen Risiken nur begrenzt begegnet werden. Derzeit stehen im Bereich der Wohnimmobilienfinanzierung kapitalbasierte makroprudenzielle Instrumente nach der EU-Kapitaladäquanzverordnung und -richtlinie (Capital Requirements Regulation: CRR und Capital Requirements Directive IV: CRD IV) zur Verfügung, mit denen über zusätzliche Kapitalanforderungen gegebenenfalls die Risikotragfähigkeit im Bankensektor erhöht werden kann.<sup>69</sup> Kommt es jedoch im Zuge sich abschwächender Standards bei der Vergabe von Krediten zur Finanzierung von Wohnimmobilien zum Aufbau systemischer Risiken am Wohnimmobilienmarkt, könnten die verfügbaren kapitalbasierten makroprudenziellen Instrumente diese Risiken nicht zielgenau adressieren.<sup>70</sup> Daher haben der Ausschuss und internationale Organisationen empfohlen, in Deutschland neue Instrumente zu schaffen, die direkt über Mindestanforderungen an die Kreditvergabestandards bei den Kreditnehmern ansetzen und damit den Aufbau entsprechender systemischer Risiken zielgerichtet adressieren können.<sup>71</sup>

Am 21. Dezember 2016 hat die Bundesregierung den Entwurf zum Finanzaufsichtsrechtergänzungsgesetz<sup>72</sup> beschlossen, mit dem der Empfehlung des Ausschusses vom Juni 2015 entsprechend präventiv neue makroprudenzielle Instrumente im Bereich der Wohnimmobilienfinanzierung geschaffen werden sollen.<sup>73</sup> Im Einzelnen handelt es sich bei den im Regierungsentwurf vorgeschlagenen Instrumenten um:

- eine Mindestanforderung an das vom Kreditnehmer aufzubringende Eigenkapital in Form einer Obergrenze für das gesamte Fremdkapital einer Finanzierung von Wohnimmobilien im Verhältnis zum Marktwert der Wohnimmobilien (Kreditvolumen-Immobilienwert-Relation oder *Loan-To-Value*: LTV),

---

<sup>66</sup> Das Indikatorensystem der Deutschen Bundesbank zum deutschen Wohnimmobilienmarkt ist abrufbar unter: [https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Unternehmen\\_und\\_private\\_Haushalte/Indikatorensystem\\_Wohnimmobilienmarkt/indikatorensystem\\_wohnimmobilienmarkt.html](https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Unternehmen_und_private_Haushalte/Indikatorensystem_Wohnimmobilienmarkt/indikatorensystem_wohnimmobilienmarkt.html).

<sup>67</sup> Vgl.: European Central Bank (2017).

<sup>68</sup> Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2016), S. 31-36.

<sup>69</sup> So könnten etwa die Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung speziell für Immobilienkredite über eine entsprechende makroprudenzielle Variation der Risikogewichte nach Artikel 458 CRR angehoben werden. Alternativ könnten die Eigenkapitalanforderungen insgesamt über den Systemrisikopuffer oder über den antizyklischen Kapitalpuffer erhöht werden.

<sup>70</sup> Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015), S. 9, sowie Deutsche Bundesbank (2016), S. 24.

<sup>71</sup> Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015), sowie entsprechende Empfehlungen des Internationalen Währungsfonds, des Finanzstabilitätsrates und des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken. Zudem haben eine Vielzahl von Ländern (innerhalb der EU sowie außerhalb) aufgrund der Erfahrungen mit vom Wohnimmobilienmarkt ausgehenden Finanzstabilitätsproblemen entsprechende Instrumente geschaffen und auch bereits eingesetzt. Die jeweilige Ausgestaltung der nationalen Instrumente berücksichtigt dabei länderspezifische Charakteristika hinsichtlich der Markt- und Finanzierungsstrukturen.

<sup>72</sup> Vgl.: Bundesregierung (2016).

<sup>73</sup> Vgl.: C. M. Buch (2017). Die Bewertung der Umsetzung der Empfehlung durch den Ausschuss fällt nicht in den Berichtszeitraum.

- eine Vorgabe für den maximalen Zeitraum, innerhalb dessen ein bestimmter Anteil des Darlehens zurückgezahlt werden muss beziehungsweise die Vorgabe einer maximalen Laufzeit für endfällige Darlehen (Amortisationsanforderung),
- eine Obergrenze für den Schuldendienst aus allen Darlehensverpflichtungen eines Darlehensnehmers im Verhältnis zu seinem Einkommen (Schuldendienstfähigkeit oder *Debt-Service-To-Income*: DSTI)<sup>74</sup> sowie
- eine Obergrenze für die Gesamtverschuldung eines Darlehensnehmers im Verhältnis zu seinem Einkommen beziehungsweise Mittelzufluss (Gesamtverschuldung-Einkommens-Relation oder *Debt-To-Income*: DTI).

Diese Kennzahlen orientieren sich an Indikatoren, wie sie regelmäßig auch von Banken bei der Vergabe von Krediten im Rahmen der Kreditwürdigkeitsprüfung berücksichtigt werden, verfolgen jedoch mit der Sicherung der Finanzstabilität ein übergeordnetes makroprudenzielles Ziel. Bei einer Aktivierung sollten die im Regierungsentwurf vorgesehenen neuen Instrumente über im Kreditvergabeprozess anzuwendende Mindeststandards darauf zielen, den Ausfall von neu vergebenen Wohnimmobiliendarlehen weniger wahrscheinlich zu machen. Hierfür eigneten sich insbesondere die einkommensbezogenen Instrumente in Form von Beschränkungen für DSTI/DSCR und DTI. Ein weiteres Ziel bestünde darin, die möglichen Kreditverluste im Falle eines Zahlungsausfalls – insbesondere durch eine LTV-Obergrenze – zu reduzieren. Generell sollten sich die Vorgaben nur auf diejenigen neuen Wohnimmobiliendarlehen auswirken, die besonders risikoreich sind. Dieses sind typischerweise Darlehen mit hohen Quoten aus Schuldendienst und Einkommen, und/oder geringem Eigenkapitalanteil und/oder einer besonders hohen Gesamtverschuldung zum Einkommen. Hierdurch könnten die Beschränkungen einem Aufbau von Risiken für die Finanzstabilität entgegenwirken, sollte dies bei einer entsprechenden systemischen Risikolage zukünftig als notwendig erachtet werden.

Der Bundestag hat den Gesetzentwurf am 30. März 2017 auf der Grundlage der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses des Bundestags verabschiedet.<sup>75</sup> Demnach wurde gegenüber dem Regierungsentwurf auf die Einführung der einkommensbezogenen Instrumente verzichtet. Außerdem wurde eine Bagatellgrenze mit einer Mindesthöhe von 50.000 € festgelegt. Weiter sieht der vom Bundestag beschlossene Gesetzentwurf vor, dass mögliche Instrumente bis zu einem auf den Beleihungswert einer Wohnimmobilie bezogenen zweistufigen Schwellenwert (für den ebenfalls Mindestwerte von 200.000 € beziehungsweise 400.000 € vorgegeben wurden) im Falle besicherter Darlehen nicht zur Anwendung kommen, wenn bei der Darlehensvergabe bestimmte risikomindernde Voraussetzungen bezüglich der Besicherung erfüllt sind. Das Finanzaufsichtsrechtsergänzungsgesetz ist am 10. Juni 2017 in Kraft getreten.

Die Voraussetzungen für den Einsatz der neuen, vorsorglich geschaffenen makroprudenziellen Instrumente sind gesamtwirtschaftliche: Es müsste durch einen starken Anstieg der Preise für Wohnimmobilien und eine starke Expansion der diesbezüglichen Kreditvergabe, einhergehend mit nachlassenden Kreditvergabestandards, die Nachhaltigkeit der Schuldentragfähigkeit bei einem größeren Teil der Darlehensnehmer des privaten Sektors und damit die Stabilität des deutschen Finanzsystems insgesamt gefährdet sein. Die Identifikation einer solchen Gefahrensituation sowie eine sinnvolle Kalibrierung und Anwendung makroprudenzieller Instrumente erfordert eine detaillierte Datengrundlage. Mit Blick auf eine mögliche europäische Regelung hat die Bundesregierung auf eine Umsetzung der Empfehlung des Ausschusses zur Schaffung einer Rechtsgrundlage für eine regelmäßige Datenerhebung zu Wohnimmobiliendarlehen zunächst verzichtet. Hinsichtlich der Datenbasis wird stattdessen auf verfügbare Daten sowie bestehende Befugnisse für gesonderte Datenerhebungen (so nach § 44 des Gesetzes über das Kreditwesen: KWG) verwiesen.

Ziel makroprudenzieller Politik bei einem Einsatz der neuen Instrumente wäre nicht eine „Harmonisierung“ der Standards auf Einzelkreditenebene für das gesamte Neukreditportfolio an Wohnimmobilienfinanzierungen, sondern geringere gesamtwirtschaftliche Risiken aus der Vergabe von Neukrediten. Die festgelegten Mindeststandards müssen zwar grundsätzlich von allen neu vergebenen Darlehen erfüllt werden, allerdings werden für einen Teil des Neugeschäfts Ausnahmen zugelassen. So können durch einen Darlehensgeber zum einen innerhalb eines festzulegenden Freikontingents (als Anteil des Neukreditvolumens bei Wohnimmobiliendarlehen) auch Darlehen vergeben werden, welche die Mindeststandards nicht erfüllen. Zum anderen können Darlehen vergeben werden, die unterhalb einer im konkreten Fall festzulegenden Bagatellgrenze von mindestens 50.000 € liegen und keine oder nur Teile der festgelegten Mindeststandards einhalten müssen, wobei der Anteil unter

<sup>74</sup> Im Falle eines Darlehensnehmers, der keine natürliche Person ist, geht es um eine Untergrenze für das Verhältnis von Mittelzufluss zu seinem Schuldendienst (Schuldendienstdeckungsgrad oder *Debt-Service-Coverage-Ratio*: DSCR).

<sup>75</sup> Vgl.: Deutscher Bundestag (2017).

eine Bagatellgrenze fallender Darlehen am gesamten Neugeschäft eines Darlehensgebers für Wohnimmobilienfinanzierungen beschränkt ist (Obergrenze zur Bagatellgrenze). Schließlich kommen mögliche Instrumente bis zu einem zweistufigen Schwellenwert von mindestens 200.000 € beziehungsweise mindestens 400.000 € im Falle der Einhaltung einer oberen Beleihungswertgrenze von 80 % für den unteren Schwellenwert respektive 60 % für den oberen Schwellenwert nicht zur Anwendung. Zusammen mit den neuen Instrumenten sind die jeweiligen Anteile am Portfolio der Neukredite eines Darlehensgebers aus Wohnimmobilienfinanzierungen – Freikontingent und Obergrenze zur Bagatellgrenze – sowie die Bagatellgrenze und die Schwellenwerte wichtige Stellgrößen bei einem Instrumenteneinsatz.

Die Begründung zum Gesetzentwurf der Bundesregierung sieht einen mehrstufigen Aktivierungsprozess vor, der nach dem Inkrafttreten des Gesetzes in einer ergänzenden Rechtsverordnung zu regeln ist. Gelänge die Bundesbank zu der Einschätzung, dass sich ein Szenario kreditgetriebener Übertreibungen bei den Preisen für Wohnimmobilien abzeichnet und eine Gefährdung der Finanzstabilität droht, informiert sie die BaFin und das BMF. Die BaFin hätte dann zu prüfen, ob ein Einsatz der Instrumente aus ihrer Sicht geboten erscheint; das Ergebnis ihrer Prüfung würde im Ausschuss erörtert. Soweit die BaFin den Einsatz von Instrumenten nach Erörterung des Sachverhalts im Ausschuss für geboten hält, erarbeitet sie den Entwurf einer Allgemeinverfügung. Es ist vorgesehen, in der Rechtsverordnung zu regeln, dass die BaFin die Kalibrierung der Instrumente im Einvernehmen mit der Bundesbank vornimmt. Außerdem sieht der vom Bundestag verabschiedete Gesetzentwurf vor, dass vor Erlass einer Allgemeinverfügung die Spitzenverbände der Institute, einschließlich der Bausparkassen, der Immobilienwirtschaft und die betroffenen Bundesministerien angehört werden. Über die Einleitung einer solchen Anhörung würde das BMF den Finanzausschuss des Bundestages unverzüglich unterrichten. Ferner ist eine Anzeigepflicht gegenüber der Europäischen Kommission, dem Rat, dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken, der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde vorgesehen.

Im Falle einer Instrumentenaktivierung hat die BaFin die Beschränkungen mindestens alle sechs Monate zu überprüfen. Dabei soll festgestellt werden, ob und inwieweit die verfolgten makroprudenziellen Ziele erreicht wurden und ob die Beschränkungen weiterhin angemessen sind oder gegebenenfalls angepasst oder aufgehoben werden müssen. Weitere Details der Überprüfung aber auch der Aktivierung der Instrumente sowie der Zusammenarbeit zwischen BaFin und Bundesbank sollen ebenfalls in der vom BMF zu erlassenden Rechtsverordnung geregelt werden.

### **Risiken aus dem Markt für Gewerbeimmobilien**

Vor dem Hintergrund der kräftigen Preissteigerungen insbesondere bei Büro- und Handelsimmobilien widmete sich der Ausschuss im Berichtszeitraum der Risikolage am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt. Bereits zuvor hatte der Ausschuss betont, dass systemische Risiken auch von gewerblich genutzten Immobilien ausgehen können. Gewerbeimmobilien sind im Vergleich zu Wohnimmobilien sehr heterogen. Für makroprudenzielle Zwecke definiert der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) Gewerbeimmobilien als Einkommen generierende Immobilien (ohne den sozialen Wohnungsbau, selbstgenutzte Objekte oder von privaten Haushalten vermietete Wohnungen). Heterogen sind auch die Akteure und die Finanzierungsmöglichkeiten von Gewerbeimmobilien. Anders als bei Wohnimmobilien spielen Finanzierungen über den Kapitalmarkt oder nachrangige Darlehen eine Rolle.

Vom Markt für Gewerbeimmobilien können unterschiedliche Risiken für die Finanzstabilität ausgehen. Erstens ist ein indirekter Risikotransfer über die Realwirtschaft möglich. Nachfragerückgänge am Markt für Gewerbeimmobilien führten in der Vergangenheit zum Abbau von Kapazitäten im Bausektor sowie zu zunehmenden Insolvenzen und Kreditausfällen.<sup>76</sup> Zweitens wirken sich Entwicklungen auf dem Markt für Gewerbeimmobilien direkt auf die entsprechenden Kreditgeber aus. Neben vermehrten Kreditausfällen kann auch die Verwertbarkeit der Gewerbeimmobilien als Kreditsicherheit erschwert und nur unter deutlichen Wertabschlägen realisierbar sein. In früheren Gewerbeimmobilienkrisen gingen insbesondere Banken insolvent, die einen hohen Anteil von Krediten für die Finanzierung von Gewerbeimmobilien auf ihren Bilanzen hielten.<sup>77</sup> Drittens beeinflussen Entwicklungen am Markt für Gewerbeimmobilien die finanzielle Situation institutioneller Investoren.

---

<sup>76</sup> Vgl.: International Monetary Fund (2014) und Central Bank of Ireland (2012).

<sup>77</sup> Vgl.: K. Friend, H. Glenos und J. B. Nichols (2013).

Preisrückgänge können die Qualität ihrer Anlagen beeinträchtigen und Bewertungsabschläge notwendig machen. Die dadurch gegebenenfalls ausgelösten Mittelabflüsse können ihre Liquidität und Solvenz gefährden.

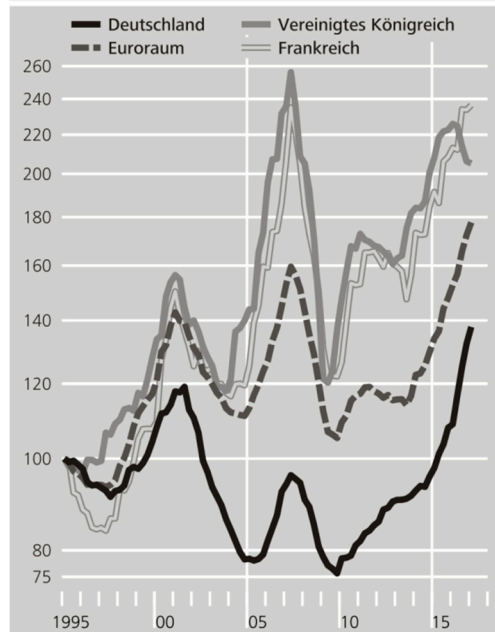
Erfahrungen zeigen, dass Übertreibungen bei Preisen von Gewerbeimmobilien, ein in diesem Bereich kräftiger Kapazitätsaufbau in der Bauwirtschaft sowie eine überdurchschnittlich hohe Kreditvergabe bei häufig nachlassenden Kreditvergabestandards zum Aufbau systemischer Risiken an den Gewerbeimmobilienmärkten entscheidend beigetragen haben.<sup>78</sup> Diese Aspekte stehen daher im Fokus der makroprudenziellen Überwachung.

Seit 2005 sind die nominalen Preise für Gewerbeimmobilien mit durchschnittlich 4,2 % pro Jahr gestiegen, wobei die Dynamik seit 2014 deutlich zunahm.<sup>79</sup> Nach Angaben der *bulwiengesa AG* stiegen die nominalen Preise für Gewerbeimmobilien in den sieben größten deutschen Städten im Jahr 2016 um 12,0 % nach 11,5 % im Vorjahr.<sup>80</sup> In der langen Sicht stiegen Preise von Einzelhandelsimmobilien am stärksten; am aktuellen Rand zogen hingegen besonders die Preise von Büroimmobilien an (Schaubilder 2.4.3 und 2.4.4). Allerdings entwickelten sich die Preise im europäischen Vergleich unterdurchschnittlich. Da die Mieten seit dem Jahr 2009 nicht im gleichen Tempo steigen wie die Preise, sinken die Renditen für Gewerbeimmobilien (Schaubild 2.4.4).<sup>81</sup> Obgleich die rückläufigen Renditen auf eine hohe Bewertung der Gewerbeimmobilien hindeuten, ist diese Entwicklung im Vergleich zu anderen Anlageklassen moderat. Im Umfeld niedriger Zinsen weisen Investitionen in Gewerbeimmobilien im Vergleich zu Renditen anderer Anlagen weiterhin attraktive Renditen aus. Das Transaktionsvolumen erreichte 2015 einen Höchstwert und war im Jahr 2016 etwas niedriger. Die hohe Nachfrage führte erst im Jahr 2016 zu einer spürbaren Reaktion im Baugewerbe – die genehmigte Nutzfläche für Nichtwohngebäude erhöhte sich um 9,5 % nach knapp 4,4 % im Jahr 2015.

#### Reale Büroimmobilienpreisindizes in Spitzenlagen<sup>\*)</sup>

Schaubild 2.4.3

1. Vj. 1995 = 100, Quartalswerte, log. Maßstab



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben der Jones Lang LaSalle GmbH und Haver Analytics. \* Spitzenlagen in Deutschland in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, München und Stuttgart.

Deutsche Bundesbank

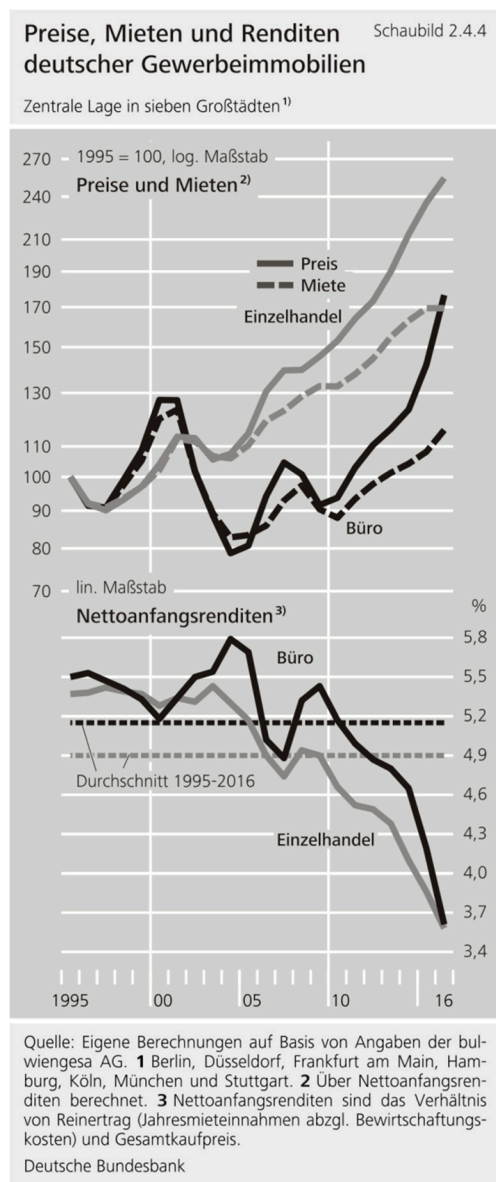
<sup>78</sup> Vgl. u. a.: A. J. Levitin und S. M. Wachter (2013), K. Olszewski (2013), R. A. Cole und G. W. Fenn (2008), Federal Deposit Insurance Corporation (1997), S. 137-165, sowie P. Scott (1996).

<sup>79</sup> Berechnung der Bundesbank auf Basis von Angaben der bulwiengesa AG für 127 deutsche Städte.

<sup>80</sup> Der Gewerbeimmobilienpreisindex der bulwiengesa AG ist ein gewichtetes Aggregat der Preisindizes für Büro- (ca. ein Viertel) und Einzelhandelsimmobilien (ca. drei Viertel). Die Gewichte orientieren sich am Anteil der jeweiligen Nutzungsart am gesamten handelbaren Immobilienvermögen.

<sup>81</sup> Diese Aussage bezieht sich auf die Nettoanfangsrenditen. Sie geben das Verhältnis von Reinertrag (Jahresmieteinnahmen abzgl. Bewirtschaftungskosten) und Gesamtkaufpreis wieder.





Gemessen am Finanzierungsvolumen sind Banken der bedeutendste Kreditgeber bei der Finanzierung von Gewerbeimmobilien. Gewerbeimmobilienkredite stehen für 8 % der Bilanzsumme der deutschen Kreditinstitute; bei Wohnimmobilienkrediten sind es 14 %. Die inländischen Bestände an Gewerbeimmobilienkrediten wachsen insgesamt moderat, obgleich Kredite für Gewerbeimmobilien mit wohnwirtschaftlichem Hintergrund („gewerbliches Wohnen“) kräftiger expandieren (Schaubild 2.4.5). Das Wachstum der Bestände an Gewerbeimmobilienkrediten gegenüber ausländischen Kreditnehmern ging 2016 zurück – nach einer kräftigen Expansion im Vorjahr. Dies ist unter anderem auf den Abbau von Krediten an Schuldner im Vereinigten Königreich zurückzuführen.

Derzeit liegen keine Hinweise auf allgemein sinkende Kreditvergabestandards oder eine verstärkte Übernahme von Risiken vor.<sup>82</sup> Die Banken sind allerdings prinzipiell bereit, niedrigere Margen in Kauf zu nehmen, weil das Rendite-Risiko-Profil von Gewerbeimmobilien gegenüber alternativen Anlagen weiterhin als attraktiv erachtet wird. Zudem können Korrekturen bei Mieten, Preisen und Zinsen zu einer erheblichen Erhöhung der Risikokennziffern führen. Ergänzende Szenarioanalysen der Bundesbank schätzen das Verlustpotenzial aus inländischen Gewerbeimmobilienkrediten bei adversen makroökonomischen Entwicklungen derzeit als begrenzt ein.

Verglichen mit anderen Anlagearten sind Versicherer nur in geringem Maße in Gewerbeimmobilien engagiert. Einzelversicherungsunternehmen hielten Ende 2016 rund 8 % ihres aggregierten Gesamtportfolios in Kapitalanlagen, die eindeutig mit Wohn- und Gewerbeimmobilienrisiken im Zusammenhang standen. Etwa 60 % dieser Kapitalanlagen resultierten aus der Finanzierung von Immobilien über Hypothekendarlehen und besicherte Schuldverschreibungen. Absolut betrachtet haben die Versicherer ihr Engagement in Gewerbeimmobilien leicht ausgeweitet und dabei auch als Investoren Preisänderungsrisiken auf ihre Bilanzen genommen. Dagegen blieb die Bedeutung des Engagements in Gewerbeimmobilien relativ zu den gesamten Kapitalanlagen nahezu unverändert.

Neben Risiken aus dem Engagement in Gewerbeimmobilien können indirekte, sektorübergreifende Ansteckungsrisiken bestehen, da deutsche Versicherer einen bedeutenden Teil ihrer Kapitalanlagen in Forderungen gegenüber deutschen Banken halten. Hierbei dominieren allerdings besicherte Forderungen, die Verluste begrenzen, sollte der Schuldner ausfallen.

<sup>82</sup> Dies ergibt sich aus einer Sonderumfrage zur Entwicklung der Kreditvergabestandards bei Gewerbeimmobilien, die die Bundesbank im Dezember 2016 bei 19 Kreditinstituten durchführte.

Deutsche Immobilienfonds sind wichtige Investoren am Gewerbeimmobilienmarkt. Diese verzeichneten im Gesamtjahr 2016 und im ersten Quartal 2017 ungewöhnlich hohe Mittelzuflüsse. So gingen seit Ende 2015 15,5 % der gesamten Netto-Mittelzuflüsse bei deutschen offenen Investmentfonds in den Teilbereich der Immobilienfonds. Offene Immobilienfonds repräsentieren mit einem verwalteten Sondervermögen von 166,5 Mrd € circa 90 % des gesamten Marktes für Immobilienfonds. Immobilienfonds betreiben ein hohes Maß an Fristentransformation. Hier wirken die regulatorischen Anpassungen der Jahre 2011 und 2013 risikobegrenzend.

Insgesamt weisen die Analysen auf Basis der vorhandenen Daten nicht darauf hin, dass sich auf den Märkten für Gewerbeimmobilien aktuell systemische Risiken für die Finanzstabilität in Deutschland aufbauen. Die Preisdynamik scheint vorerst kein größeres Rückschlagpotenzial zu bergen und hat bislang nicht dazu geführt, dass überdurchschnittlich viele neue Objekte erstellt wurden. Allerdings weist der Anstieg der Baugenehmigungen im Jahr 2016 auf eine mögliche Trendwende hin. Vorboten vergangener Krisen wie eine starke Kreditexpansion und die Aufweichung von Kreditvergabestandards für Finanzierungen von Gewerbeimmobilien lassen sich derzeit kaum beobachten. Die Kreditrisiken der Banken insgesamt sind betragsmäßig geringer als bei der Wohnimmobilienfinanzierung. Auch die investorentypischen Preisänderungs- und Ertragsrisiken für Versicherer und Fonds sind nicht angestiegen. Allerdings bestehen Anreizstrukturen zur Suche nach renditeträchtigen Anlageformen in einem Umfeld niedriger Zinsen und eines hohen Wettbewerbsdrucks im Bankensektor. So weiten insbesondere Sparkassen und Kreditgenossenschaften ihre inländischen Gewerbeimmobilienkredite aus. Um einen etwaigen Aufbau von Risiken für die Finanzstabilität frühzeitig identifizieren zu können, bedarf es einer regelmäßigen makroprudenziellen Überwachung der Gewerbeimmobilienmärkte.

### Inländische Gewerbeimmobilienkredite

Schaubild 2.4.5

Veränderung gegenüber Vorjahr in %<sup>1)</sup>

<sup>1)</sup> Wachstumsraten auf Basis der Kreditnehmerstatistik als die Summe der bereinigten Veränderungen der letzten vier Quartale relativ zum Anfangsbestand des Vorjahreszeitpunktes.  
Deutsche Bundesbank

### ESRB-Empfehlung zur Schließung von Datenlücken auf Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten

Zu einer Verbesserung der Datenbasis im Bereich der Wohn- und Gewerbeimmobilien können perspektivisch Datenerhebungen beitragen, die zur Erfüllung der entsprechenden ESRB-Empfehlung vorgenommen werden.<sup>83</sup> Die Empfehlung von Ende 2016 besteht aus fünf Teilempfehlungen, wovon die ersten vier an die makroprudenziellen Behörden und damit in Deutschland an den Ausschuss adressiert sind:<sup>84</sup>

- Etablierung eines Rahmenwerks zur Risikoüberwachung im Wohnimmobilienbereich mit einheitlichen Bewertungsindikatoren und Informationen zu den aktuellen Kreditvergabestandards (Empfehlung A),
- Aufgliederung der für die Risikoanalyse empfohlenen Bewertungsindikatoren im Wohnimmobilienbereich (Empfehlung B),
- Etablierung eines Rahmenwerks zur Risikoüberwachung im Gewerbeimmobilienbereich mit einheitlichen Bewertungsindikatoren wie zum Beispiel Preisindizes, Bautätigkeit, Kreditkennziffern (Empfehlung C),
- Aufgliederung der für die Risikoanalyse empfohlenen Bewertungsindikatoren im Gewerbeimmobilienbereich (Empfehlung D),
- Jährliche Veröffentlichung durch die europäischen Aufsichtsbehörden von aggregierten Daten zu Engagements bei Gewerbeimmobilien auf Basis bereits bestehender Berichtspflichten (Empfehlung E).

<sup>83</sup> European Systemic Risk Board (2016).

<sup>84</sup> Die makroprudenziellen Behörden sind im Sinne der entsprechenden ESRB-Empfehlung (ESRB/2011/3) zu verstehen, vgl.: European Systemic Risk Board (2011).



In der ESRB-Empfehlung wird die Europäische Zentralbank (EZB) als die geeignete Stelle für die Umsetzung der Empfehlung genannt, auch um eine Harmonisierung der Daten innerhalb der EU zu erreichen.<sup>85</sup> Inhaltlich legt die Empfehlung einen Fokus auf die Definition von Datenattributen, die von den nationalen makroprudenziellen Behörden, in Deutschland also vom Ausschuss, für ihre Bewertung von Risiken für die Finanzstabilität auf dem Wohn- und Gewerbeimmobiliensektor herangezogen werden sollen, ohne selbst eine Datenerhebungsgrundlage darzustellen. Für ihre Implementierung rät die Empfehlung eine Anknüpfung an die AnaCredit<sup>86</sup>-Erhebung an.<sup>87</sup> Die EZB wird hierzu eine Taskforce gründen, die nach Ende des Berichtszeitraums im Mai 2017 ihre Arbeit aufnehmen soll. Bis Ende 2018 sollen die makroprudenziellen Behörden einen Zwischenbericht und bis Ende 2020 einen Abschlussbericht zur Umsetzung vorlegen. Der Ausschuss gründete diesbezüglich Anfang 2017 eine Arbeitsgruppe zum Thema Immobiliendaten, die zunächst vor allem eine nationale Begleitung der vorgesehenen europäischen Umsetzung der Empfehlung zur Aufgabe hat.

### **Jährliche Überprüfung gemäß Kapitaladäquanzverordnung ergibt keinen Anpassungsbedarf bei mit Immobilien besicherten Risikopositionen**

Es bestehen wie im Vorjahr keine Anhaltspunkte dafür, dass aus Sicht der Finanzstabilität die privilegierten Risikogewichte<sup>88</sup> beziehungsweise Mindest-Verlustquoten von Risikopositionen, die mit in Deutschland befindlichen Immobilien besichert sind, anzupassen wären.<sup>89</sup> Die Ergebnisse gehen aus einem Bewertungsverfahren hervor, dass die BaFin im Berichtszeitraum in Zusammenarbeit mit der Bundesbank zum zweiten Mal durchgeführt hat. Die CRR macht Banken spezielle Vorgaben, wie mit Risikopositionen umzugehen ist, die durch Immobilien besichert sind. Zusätzlich verpflichtet sie die zuständigen nationalen Behörden, mindestens einmal jährlich eine entsprechende Bewertung vorzunehmen. Der Ausschuss hat sich daher mit der Angemessenheit der Risikogewichte und Mindest-Verlustquoten von Risikopositionen befasst, die mit in Deutschland befindlichen Immobilien besichert sind. Dabei ist zu prüfen, ob sich die im Standardansatz und im auf internen Ratings basierenden Ansatz (Internal Ratings Based Approach: IRBA) anzuwendenden privilegierten Risikogewichte beziehungsweise minimalen Verlustquoten in angemessener Weise auf Erfahrungswerte vergangener Verluste und Erwartungen der zukünftigen Entwicklung am Immobilienmarkt stützen.

### **Quellenverzeichnis**

Ausschuss für Finanzstabilität (2015), Empfehlung zu neuen Instrumenten für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien, 30. Juni 2015.

Ausschuss für Finanzstabilität (2016), Dritter Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Juni 2016.

Buch, C. M. (2017), Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 6. März 2017 zum „Entwurf eines Gesetzes zur Ergänzung des Finanzdienstleistungsaufsichtsrechts im Bereich der Maßnahmen bei Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems und zur Änderung der Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie“ (Bundestagsdrucksache 18/10935), abrufbar unter:

[https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Stellungnahmen/2017\\_03\\_06\\_finanzstabilitaet.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Stellungnahmen/2017_03_06_finanzstabilitaet.pdf?__blob=publicationFile).

Bundesregierung (2016), Gesetzentwurf der Bundesregierung vom 21.12.2016, verfügbar als Bundestagsdrucksache 18/10935.

Central Bank of Ireland (2012), Macro-Financial Review 2012: II, November 2012.

---

<sup>85</sup> Zudem hat die EZB aus Sicht des ESRB nach der Verordnung (EU) Nr. 1096/2010 des Rates vom 17. November 2010 dem ESRB statistische, administrative, analytische und logistische Unterstützung zu gewähren.

<sup>86</sup> AnaCredit steht für „Analytical Credit Datasets“, einem europäischen Projekt zum Aufbau einer harmonisierten Datenbasis für die Inanspruchnahme und Vergabe von Krediten. Mit AnaCredit werden künftig Daten auf der Ebene des einzelnen Kredits und Kreditnehmers erhoben.

<sup>87</sup> Vgl.: European Systemic Risk Board (2016).

<sup>88</sup> Nach Art. 125 und 126 CRR betragen die sogenannten „privilegierten Risikogewichte“ im Standardansatz für Wohnimmobilien 35 % und für Gewerbeimmobilien 50 %. Gemäß Art. 124(2) CRR ist mindestens jährlich zu überprüfen, ob diese Standardrisikogewichte ausreichend sind.

<sup>89</sup> Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2016), S. 36.

Cole, R. A. und G. W. Fenn (2008), The Role of Commercial Real Estate Investments in the Banking Crisis of 1985-1992, November 2008.

Deutsche Bundesbank (2016), Finanzstabilitätsbericht 2016, November 2016.

Deutsche Bundesbank (2017), Monatsbericht, Februar 2017.

Deutscher Bundestag (2017), Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses an den Deutschen Bundestag, verfügbar als Bundestagsdrucksache 18/11774.

European Central Bank (2017), Euro Area Households and Non-financial Corporations: 4th Quarter 2016, Press Release, April 2017.

European Systemic Risk Board (2011), Empfehlung zu dem makroprudenziellen Mandat der nationalen Behörden (ESRB/2011/3), Dezember 2011.

European Systemic Risk Board (2016), Empfehlung zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten (ESRB/2016/14), Oktober 2016.

Federal Deposit Insurance Corporation (1997), Chapter 3: Commercial Real Estate and the Banking Crises of the 1980s and 1990s, In: History of the Eighties – Volume I: An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, Washington, D. C., 1997.

Friend, K., H. Glenos H. und J. B. Nichols (2013), An Analysis of the Impact of the Commercial Real Estate Guidance, NR 2013-59, OCC Releases OCC/Fed Joint Study, U.S. Department of the Treasury, April 2013.

International Monetary Fund (2014), Spain – Selected Issues, IMF Country Report No 14/193, Juli 2014.

Kannan, P., P. Rabanal und A. Scott (2011), Recurring Patterns in the Run-Up to House Price Busts, Applied Economic Letters, Vol 18 No 2, S. 107-113.

Levitin, A. J. und S. M. Wachter (2013), The Commercial Real Estate Bubble, Harvard Business Law Review, Vol 3 No 1, S. 83-118.

Olszewski, K. (2013), The Commercial Real Estate Market, Central Bank Monitoring and Macroprudential Policy, Review of Economic Analysis, Vol 5 No 2, S. 213-250.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2013), Jahresgutachten 2013/2014, November 2013.

Scott, P. (1996), The Property Masters: A History of the British Commercial Property Sector, Taylor & Francis, New York, 1996.

## 2.5 Cyberrisiken

Cyberrisiken resultieren aus möglichen Angriffen auf Daten und IT-Systeme, die deren Vertraulichkeit, Integrität und Verfügbarkeit gefährden können. Risiken für das Finanzsystem können sich insbesondere aus gezielten Cyberangriffen auf systemrelevante Marktteilnehmer oder breit angelegten Cyberkampagnen – beispielsweise das Streuen von Falschinformationen über soziale Medien – ergeben. Im Berichtszeitraum erschienene Studien machen deutlich, dass sich die kontinuierliche Zunahme von Cyberangriffen der letzten Jahre weiter fortgesetzt hat.<sup>90</sup>

Der Ausschuss gelangte zu dem Schluss, dass die Begegnung von Cyberrisiken sowohl eine Aufgabe der mikro- als auch der makroprudenziellen Aufsicht sei. Der Ausschuss begrüßte die verschiedenen aufsichtlichen und regulatorischen Maßnahmen und Vorhaben, die im Berichtszeitraum geplant und umgesetzt wurden. Hierzu zählte die von der BaFin für das Frühjahr 2017 avisierte Befragung von Kreditinstituten hinsichtlich der Auslagerung von IT-Dienstleistungen auf Unternehmen, die nicht der Bankenaufsicht unterfallen. Mit den Ergebnissen der Befragung sollten mögliche Konzentrationsrisiken identifiziert werden, die dadurch entstehen, dass eine kritische Anzahl von Banken auf die IT-Dienstleistungen einiger weniger externer Anbieter direkt oder indirekt angewiesen ist. Darüber hinaus entwickelte die BaFin für den Bankensektor die aufsichtlichen Mindestanforderungen an die Informationstechnologie (BAIT), die Anfang 2017 öffentlich konsultiert wurden. Diese sollen die bestehenden Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) konkretisieren und Vorgaben unter anderem für die IT-Sicherheit, das IT-Management sowie den IT-Betrieb von Kreditinstituten machen.

Neben diesen eher mikroprudenziellen und sektorspezifischen Aktivitäten waren die im Ausschuss vertretenen Institutionen an der Entwicklung makroprudenzieller Anforderungen – auch auf internationaler Ebene – beteiligt. Experten aus dem BMF, der BaFin und der Bundesbank erarbeiteten beispielsweise in einer Arbeitsgruppe der sieben führenden Industrienationen (G7) Mindestanforderungen zur Erhöhung der Cybersicherheit im Finanzsystem. Diese „G7 fundamental elements of cybersecurity for the financial sector“ wurden am 7. Oktober 2016 von den Finanzministern und Notenbankgouverneuren der G7 verabschiedet und im Anschluss veröffentlicht. Sie sollen vor allem Akteuren im Finanzsystem Grundelemente zum Management von Cyberrisiken an die Hand geben. Der Ausschuss startete Beratungen, inwieweit und in welchen Bereichen des Finanzsektors es Bedarf für eine förmliche Implementierung dieser Grundelemente in Deutschland gibt.

Zudem veranstaltete die Bundesbank im Berichtszeitraum einen Workshop zu Cyberrisiken und deren Auswirkungen auf die Finanzstabilität mit Vertretern aus Wissenschaft, Wirtschaft und Behörden.<sup>91</sup> Im Ergebnis bestätigte diese Veranstaltung den Ausschuss in seiner Einschätzung, dass es aus Finanzstabilitätssicht vordringlich sei, Cyberrisiken an den zentralen Schnittstellen des Finanzsystems, wie beispielsweise Finanzmarktinfrastrukturen, zu begegnen.

### Quellenverzeichnis

Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik (2016), Die Lage der IT-Sicherheit in Deutschland 2016, November 2016.

---

<sup>90</sup> Vgl.: Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik (2016).

<sup>91</sup> Teilnehmer waren Vertreter des Fraunhofer-Instituts für sichere Informationstechnologie, der Universität der Bundeswehr München, der Allianz-Versicherung, der Europäischen Zentralbank (EZB), des Bundesamtes für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI), des BMF, der BaFin und der Bundesbank.

## 2.6 Weitere Themen

### Risiken aus Derivatemärkten und CCPs

Durch die Reform der globalen außerbörslichen Derivatemärkte erhöht sich die systemische Relevanz von zentralen Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs). CCPs fungieren als Risikomanager im Finanzsystem. Sie lenken Ausfallrisiken von Handelspartnern auf sich und können – ein funktionierendes Risikomanagement vorausgesetzt – Ansteckungseffekte mindern. Durch die Reform der globalen außerbörslichen Derivatemärkte wächst die systemische Bedeutung von CCPs, weil der Großteil der auf diesen Märkten stattfindenden Geschäfte künftig von CCPs geleast werden soll. In der EU ist die Clearingpflicht in der EU-Verordnung (648/2012) über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (European Market Infrastructure Regulation: EMIR) geregelt.

Mit der zunehmenden systemischen Relevanz von CCPs wird die Beantwortung der Frage drängender, wie verhindert werden kann, dass finanzielle Schief lagen von CCPs die Stabilität des Finanzsystems beeinträchtigen können. Das Risikomanagement von CCPs und die Aufsicht nach EMIR stellen zwar auf extreme und plausible Stressszenarien ab, CCPs könnten aber in darüber hinausgehenden Szenarien in Schieflage geraten. Da es dafür im bestehenden Aufsichts- und Insolvenzrecht noch keine angemessenen Regelungen gibt, ist die Schaffung eines speziellen Sanierungs- und Abwicklungsregimes für CCPs erforderlich. Ein solches Regime berücksichtigt die negativen Externalitäten, die sich aus dem Ausfall einer CCP für das Finanzsystem und damit letztlich für die Realwirtschaft ergeben können. Diese externen Effekte würden in einem regulären Insolvenzverfahren nicht betrachtet werden. In einem solchen geht es vorrangig um die Befriedigung der Insolvenzgläubiger, nicht aber um die Fortführung der kritischen Funktionen der CCP.

Sowohl die Sanierung als auch die Abwicklung von CCPs dient der Aufrechterhaltung ihrer kritischen Clearingdienstleistungen. Die Abwicklung würde dabei allerdings durch eine spezielle Abwicklungsbehörde durchgeführt, deren Rechte über die der Aufsichtsbehörde, die vorrangig die Sanierungsaktivitäten der CCP beaufsichtigt, hinausgingen. Sowohl die Aufsichts- als auch die Abwicklungsbehörde einer CCP müssen die Auswirkungen von Maßnahmen nicht nur auf die CCP selbst, sondern auch auf die direkten und indirekten Clearingmitglieder berücksichtigen. Die Erarbeitung von Sanierungs- und Abwicklungsplänen erfordert deshalb auch eine makroprudenzielle Sichtweise und sollte gegebenenfalls Erkenntnisse relevanter Behörden in Drittländern einbeziehen.

Vor diesem Hintergrund informierte sich der Ausschuss über den Gesetzesvorschlag für eine EU-Verordnung über die Sanierung und Abwicklung von CCPs, den die Europäische Kommission am 28. November 2016 veröffentlicht hatte.<sup>92</sup> Der Ausschuss begrüßte den Vorschlag im Grundsatz, sah aber an einigen Stellen Anpassungsbedarf.

### Risiken aus der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln

Der Ausschuss setzte seine Arbeiten zu den Risiken fort, die sich aus der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln ergeben.<sup>93</sup> Das mittel- bis langfristige Ziel ist dabei der Abbau dieser Privilegien, weil sie einem adäquaten Umgang mit den tatsächlichen Kreditausfall- und Konzentrationsrisiken aus diesen Schuldtiteln entgegenstehen. Auf internationaler Ebene wurde die Diskussion über mögliche Politikoptionen fortgesetzt, unter anderem in einer Arbeitsgruppe des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht. Auch auf EU-Ebene gibt es Überlegungen zu möglichen Anpassungen des Regelwerks.

Auf Initiative des ESRB wurde im September 2016 eine Arbeitsgruppe eingerichtet,<sup>94</sup> die den potenziellen Beitrag von sogenannten Sovereign Bond-Backed Securities (SBBS) zur Finanzstabilität im Euroraum analysiert. Zum einen könnte dieser Beitrag darin bestehen, zusätzliche „sichere“ Aktiva zu schaffen. Zum anderen könnte

---

<sup>92</sup> Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über einen Rahmen für die Sanierung und Abwicklung zentraler Gegenparteien und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1095/2010, (EU) Nr. 648/2012 und (EU) 2015/2365 - COM(2016) 856/F1.

<sup>93</sup> Zum Risikoverbund zwischen Staaten und Banken sowie zur Privilegierung staatlicher Verbindlichkeiten in internationalen wie auch europäischen Regelwerken vgl. u. a.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015), S. 35-37, Ausschuss für Finanzstabilität (2016), S. 41, Deutsche Bundesbank (2015), S. 23-42 sowie European Systemic Risk Board (2015).

<sup>94</sup> ESRB High-Level Task Force on Safe Assets.

unter bestimmten Bedingungen eine bessere Streuung der Länderrisiken erreicht werden. Das aus der Wissenschaft stammende Konzept sieht die Verbriefung eines gemeinsamen Staatsanleihenportfolios des Euroraums vor.<sup>95</sup> Zur Schaffung von Wertpapieren, deren Zins- und Tilgungsansprüche bei Zahlungsausfällen in diesem Portfolio zunächst nicht geschmälert werden (Senior Tranche), wird eine riskantere Wertpapiere-Klasse emittiert, die alle Verluste trägt, bis das Kapital in dieser Klasse vollständig aufgezehrt ist (Junior Tranche). Eine Vergemeinschaftung von Risiken durch die SBBS soll ausgeschlossen werden; es bleibt jedoch konzeptionell offen, wie dies gelingen soll.<sup>96</sup>

Der Ausschuss begrüßt jenseits dieses Konzepts grundsätzlich Vorschläge, die den hohen konzentrierten Bestand von Staatsschuldtiteln in den Bankbilanzen des Euroraums verringern könnten. Der Ausschuss vertritt die Auffassung, dass Konzentrationen von Länderrisiken im Bankensystem mit erhöhten Eigenkapitalanforderungen einhergehen müssen, um eine wirksame Eindämmung von Ansteckungseffekten zu erreichen.

Bei einer Umsetzung des SBBS-Konzepts bestünden aus Sicht des Ausschusses erhebliche Stabilitäts- wie auch politische Risiken. Aufgrund der hohen Korrelation der Ausfallrisiken der zugrunde liegenden nationalen Staatsanleihen, dürfte auch die Senior Tranche der SBBS keine erstklassige Bonität erhalten und damit den Bestand sicherer Anleihen in der Eurozone weiter verringern.<sup>97</sup> Werden implizite staatliche Garantien für SBBS, insbesondere für die Junior Tranche, sowie im Fall eines öffentlichen Emittenten für eingezahltes Kapital von Mitgliedsländern nicht glaubwürdig ausgeschlossen, besteht letztlich doch die Gefahr einer Vergemeinschaftung von Risiken. Dadurch könnten erhebliche ökonomische Fehlanreize für eine nicht adäquate Risikoübernahme geschaffen werden. Zudem könnte ein hohes Volumen an SBBS die Märkte für nationale Staatsanleihen beeinträchtigen und insbesondere deren Liquidität verringern, die Preisfindung erschweren und deren Disziplinierungsfunktion schwächen. Darüber hinaus würde ein hoher Finanzierungsanteil von SBBS das Risiko erhöhen, dass deren Emittent eine dominante Gläubigerposition erlangt, was eine mögliche Restrukturierung erschweren könnte.

Unabhängig von den Schwächen des SBBS-Konzepts wäre vielmehr die Schaffung eines geregelten Insolvenzverfahrens für Staaten erforderlich. Ein solches Verfahren könnte den Investoren mehr Klarheit über die zu erwartenden Prozesse bei Schuldenumstrukturierungen geben. Eine Korrektur in der derzeitigen, privilegierten regulatorischen Behandlung von Staatsanleihen bleibt grundsätzlich geboten.

### **Finanzstabilitätsrelevante Ergebnisse des Financial Sector Assessment Program (FSAP)**

Im Berichtszeitraum schloss der Internationale Währungsfonds (IWF) seinen Prüfbericht zur Stabilität des deutschen Finanzsektors (Financial Sector Assessment Program: FSAP) ab und stellte fest, dass das deutsche Finanzsystem insgesamt stabil und widerstandsfähig sei.<sup>98</sup> Prüfungsschwerpunkte für Deutschland im Jahr 2016 waren:<sup>99</sup>

- Stabilitätslage (Stresstests, Risiken, Niedrigzinsumfeld),
- Strukturelle Fragen (Krisenbewältigung, Aufsichtsregime, makroprudenzielle Instrumente, Sanierung und Restrukturierung), sowie
- Internationale Standards für Banken (Basel Core Principles: BCPs) und CCPs (Principles for Financial Market Infrastructures: PFMI).

Der vorgelegte FSAP-Abschlussbericht stellt dem deutschen Finanzsektor insgesamt ein gutes Zeugnis aus. Der IWF zeichnet hinsichtlich der Stabilitätslage und der Bewertung struktureller Fragen das Bild eines trotz bestehender Anfälligkeiten insgesamt stabilen und widerstandsfähigen deutschen Finanzsystems. Trotz unterschiedlicher Auffassungen in Einzelfragen decken sich die Einschätzungen des IWF größtenteils mit der Bewertung der relevanten Behörden (Bundesbank, BaFin, FMSA, Single Resolution Board: SRB, EZB und BMF). Auch

---

<sup>95</sup> Vgl.: M. K. Brunnermeier, S. Langfield, M. Pagano, R. Reis, S. van Nieuwerburgh und D. Vayanos (2017).

<sup>96</sup> Vgl.: Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2017).

<sup>97</sup> Auf Grundlage einer ersten Analyse würde beispielsweise die Ratingagentur Standard & Poors für die Senior Tranche ein Rating im unteren Investment Grade Bereich vergeben. Vgl.: Standard & Poors (2017).

<sup>98</sup> Vgl.: International Monetary Fund (2016), S. 6 f.

<sup>99</sup> Die Prüfung geht auf die Entscheidung des IWF zurück, die 29 als systemisch wichtig identifizierten Länder alle fünf Jahre einem FSAP zu unterziehen. Der letzte FSAP-Prüfbericht für Deutschland stammt aus dem Jahr 2011.

bei der ergänzend zum FSAP-Abschlussbericht vorgelegten Bewertung der Einhaltung internationaler Finanzaufsichtsstandards für die Bereiche Banken und der zentralen Gegenpartei Eurex Clearing (Reports on the Observance of Financial Sector Standards, ROSCs) schneidet Deutschland insgesamt gut ab.

Der Ausschuss nahm im Berichtszeitraum die Ergebnisse des Prüfberichts des IWF zur Stabilität des deutschen Finanzsektors zur Kenntnis. Für den Ausschuss ergibt sich derzeit kein konkreter Handlungsbedarf.

### **Quellenverzeichnis**

Ausschuss für Finanzstabilität (2015), Zweiter Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Juni 2015.

Ausschuss für Finanzstabilität (2016), Dritter Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Juni 2016.

Brunnermeier, M. K., S. Langfield, M. Pagano, R. Reis, S. van Nieuwerburgh und D. Vayanos (2017), ESBies: Safety in the Tranches, Economic Policy, Vol 32 No 90, S. 175-219.

Deutsche Bundesbank (2015), Geschäftsbericht 2014, März 2015.

European Systemic Risk Board (2015), Report on the Regulatory Treatment of Sovereign Exposures, März 2015.

International Monetary Fund (2016), Financial Sector Assessment Program – Germany, IMF Country Report No 16/189, Juni 2016.

Standard & Poors (2017), How S&P Global Ratings Would Assess European "Safe" Bonds (ESBies), April 2017.

Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2017), Ursachengerechte Therapie des Staaten-Banken-Nexus, Brief an den Bundesminister der Finanzen, Januar 2017.

### 3 Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken

Zur Wahrung der Finanzstabilität sind auch grenzüberschreitende Aspekte in den Blick zu nehmen. Die Aufgaben des Ausschusses erfordern daher die Zusammenarbeit mit anderen finanzstabilitätsrelevanten Gremien und Institutionen auf nationaler, europäischer und globaler Ebene. Ein besonders enger Austausch besteht mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB), der mit der makroprudenziellen Überwachung des gesamten Finanzsystems der Europäischen Union mandatiert ist.

Der Ausschuss beschäftigte sich im Berichtszeitraum regelmäßig mit wichtigen Arbeiten des ESRB. Hierzu zählt der ESRB-Bericht zu makroprudenziellen Politikaspekten und strukturellen Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds.<sup>100</sup> Außerdem erörterte der Ausschuss die acht länderspezifischen Warnungen zu mittelfristigen Verwundbarkeiten im Wohnimmobiliensektor. Deutschland hatte keine Warnung erhalten. Darüber hinaus nahm der Ausschuss die positive Bewertung der Umsetzung der ESRB-Empfehlung zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen<sup>101</sup> zur Kenntnis. Die makroprudenzielle Strategie des Ausschusses<sup>102</sup> und weitere ergriffene Maßnahmen zur Umsetzung der Empfehlung wurden als vollständig konform („*fully compliant*“) bewertet.

Zudem hat der Ausschuss Arbeiten angestoßen, die sich parallel und in Begleitung entsprechender Arbeiten auf europäischer Ebene mit Möglichkeiten zur Umsetzung der im November 2016 veröffentlichten ESRB-Empfehlung zum Schließen von Datenlücken im Immobilienbereich<sup>103</sup> beschäftigen. Die Empfehlung betrifft sowohl den Wohn- als auch den Gewerbeimmobiliensektor und soll dabei helfen, Datenlücken zu schließen und ein harmonisiertes Rahmenwerk zur Risikoüberwachung zu etablieren.<sup>104</sup>

#### Quellenverzeichnis

Ausschuss für Finanzstabilität (2014), Erster Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Juni 2014.

European Systemic Risk Board (2016a), Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system, November 2016.

European Systemic Risk Board (2016b), Empfehlung zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten (ESRB/2016/14), Oktober 2016.

European Systemic Risk Board (2017), Recommendation on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy (ESRB/2013/1): Follow-up – Summary Compliance Report, Februar 2017.

---

<sup>100</sup> Vgl.: European Systemic Risk Board (2016a).

<sup>101</sup> Vgl.: European Systemic Risk Board (2017).

<sup>102</sup> Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2014), S. 42-53.

<sup>103</sup> Vgl.: European Systemic Risk Board (2016b).

<sup>104</sup> Siehe hierzu auch den Abschnitt „ESRB-Empfehlung zur Schließung von Datenlücken auf Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten“ im Kapitel „Vom Wohn- und Gewerbeimmobilienmarkt ausgehende Risiken“ auf S. 38 f.

## Anhang

### A | Strategie des Ausschusses für Finanzstabilität

Im Rahmen der turnusmäßigen Überprüfung wurde die Strategie zuletzt durch Beschluss des Ausschusses vom 24. März 2017 angepasst.

#### Zusammenfassung

Ausgehend von den bereits vorhandenen Grundlagen – Finanzstabilitätsgesetz (FinStabG) und europäischer Rahmen – beschreibt die vorliegende Strategie weitere Orientierungspunkte für die Aufgabenerfüllung des Ausschusses für Finanzstabilität (AFS). Damit sollen dessen Handlungsfähigkeit gefördert und der Einsatz analytischer Ressourcen zielgerichtet gesteuert werden. Die Veröffentlichung der vorliegenden makroprudenziellen Strategie kann die Wahrnehmung des AFS erhöhen, die Wirksamkeit seiner Entscheidungen verbessern sowie die Zielerreichung und deren Überprüfbarkeit fördern.

Der AFS trägt zum Schutz der Stabilität des gesamten Finanzsystems bei. Nur ein stabiles Finanzsystem kann seine volkswirtschaftlichen Funktionen effizient erfüllen und dadurch zu einem nachhaltigen Wirtschaftswachstum beitragen. Zur Wahrnehmung seiner Aufgaben nutzt der Ausschuss insbesondere formale Warnungen und Empfehlungen, die auf die Abwehr von Gefahren für die Finanzstabilität ausgerichtet sind. Sie dienen der Sicherstellung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems und der Begrenzung systemischer Risiken. Der Ausschuss prüft vorrangig die unmittelbar in Deutschland umsetzbaren Handlungsoptionen, wobei er den europäischen Kontext berücksichtigt. Dabei handelt der AFS stets im öffentlichen Interesse und ist marktwirtschaftlichen Grundsätzen verpflichtet.

Der AFS nutzt zur Vorbereitung seiner Entscheidungen eine breite, analytisch fundierte Informationsbasis. Kernaufgabe des AFS ist die fortlaufende und zukunftsgerichtete Überwachung und Bewertung der Stabilitätslage des deutschen Finanzsystems. Dies umfasst insbesondere drei Bereiche, die systemische Finanzkrisen verursachen oder verstärken können: (i) das makroökonomische Umfeld, (ii) Aspekte des regulatorischen Rahmens sowie (iii) Marktversagen. Daneben stellt die Strategie spezifische Risikofaktoren heraus: (i) übermäßiges Kreditwachstum/Verschuldung, (ii) übermäßige Fristen-/Währungs-/Liquiditäts-Transformation, (iii) übermäßige direkte und indirekte Risikokonzentrationen, (iv) systemische Auswirkungen von Fehlanreizen und moralischen Risiken sowie (v) systemische Auswirkungen von Störungen der Finanzmarktinfrastrukturen.

Eine weitere Kernaufgabe des AFS ist es, den Einsatz von Maßnahmen zu empfehlen, um Gefahren für die Finanzstabilität abzuwehren. Der AFS erarbeitet möglichst präventiv wirkende Handlungsoptionen, deren Eignetheit und Erforderlichkeit er bewertet. Ziel ist nicht die Feinsteuerung des Finanzsystems oder der Volkswirtschaft insgesamt. Empfehlungen des AFS sind nur erforderlich, sofern wesentliche Hinweise darauf schließen lassen, dass das Finanzsystem nicht in der Lage ist, zyklische Abschwünge und größere unerwartete Ereignisse zu verkraften und nach einer gewissen Korrekturphase selbstständig in eine neue Aufschwungphase überzugehen.

Der Ausschuss strebt grundsätzlich regelgeleitete Ermessensentscheidungen an. Eine eigenständige Bewertung der Ausschussmitglieder wird dadurch jedoch nicht ersetzt. Der Risikobewertung liegt stets eine Gesamtschau zu Grunde. Die Überprüfung und Bewertung der infolge von Empfehlungen des AFS durch den jeweiligen Adressaten ergriffenen Maßnahmen erfolgt durch die Deutsche Bundesbank.

Die externe Kommunikation des AFS ist zentraler Bestandteil seiner makroprudenziellen Strategie. Zu ihren Aufgaben gehört die Rechenschaftslegung, die Erläuterung und damit Unterstützung makroprudenzieller Maßnahmen sowie die Information der interessierten Öffentlichkeit.



## 1 Grundlagen

1. Grundlage für die makroprudenzielle Strategie des Ausschusses für Finanzstabilität (AFS) ist das Finanzstabilitätsgesetz (FinStabG)<sup>105</sup>, aus dem sich Eckpunkte für den Handlungsrahmen des Ausschusses ergeben. So analysiert die Deutsche Bundesbank im Rahmen der Entscheidungsvorbereitung die für die Finanzstabilität maßgeblichen Sachverhalte. Auf dieser Basis entscheidet der AFS gegebenenfalls über Warnungen und Empfehlungen. Im Sinne des Gesetzes dienen Warnungen dazu, auf Gefahren hinzuweisen; Empfehlungen umfassen zusätzlich Vorschläge für Maßnahmen, die der AFS für geeignet und erforderlich erachtet, um Gefahren für die Finanzstabilität zu begegnen. Die Bundesbank schlägt dem Ausschuss entsprechende Maßnahmen vor. Adressat der Warnungen und Empfehlungen des Ausschusses können alle inländischen öffentlichen Stellen sein. In der Umsetzung seiner Entscheidungen verfolgt der AFS demnach einen indirekten Ansatz. Das heißt, er selbst besitzt keine Ermächtigung, Instrumente einzusetzen, die direkt in die Geschäftstätigkeit von Marktteilnehmern eingreifen. Die Umsetzung der empfohlenen Maßnahmen wird anschließend durch die Bundesbank bewertet, die dem Ausschuss ihre Einschätzung mitteilt. Zu den Aufgaben des Ausschusses gehört überdies die Stärkung der Zusammenarbeit der im Ausschuss vertretenen Institutionen im Fall einer Finanzkrise.

2. Der Ausschuss agiert innerhalb eines europäischen Rahmens, auch wenn seine Kompetenzen grundsätzlich auf das Inland beschränkt sind. Dies beinhaltet unionsrechtliche Vorgaben zur Anwendung makroprudenzieller Instrumente ebenso wie die Berücksichtigung ökonomischer Auswirkungen auf andere Mitgliedstaaten und den Binnenmarkt. Darüber hinaus bewertet der Ausschuss die für Deutschland relevanten Warnungen und Empfehlungen des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB).

3. Die vorliegende Strategie des AFS legt weitere Orientierungspunkte für die Aufgabenerfüllung des Ausschusses fest. Damit sollen die Handlungsfähigkeit gefördert und der Einsatz analytischer Ressourcen zielgerichtet gesteuert werden. Grundsätzlich können die im Rahmen einer Strategie getroffenen Festlegungen nicht unmittelbar die Details auf operativer Ebene wiedergeben. Angesichts sich verändernder Strukturen im Finanzsystem und in dessen Umfeld sowie begrenzter Anwendungserfahrungen zum Einsatz makroprudenzieller Maßnahmen sollte neuen Erkenntnissen und Erfordernissen zudem mit der notwendigen Flexibilität Rechnung getragen werden können. In jedem Fall müssen die in dieser Strategie dargestellten Orientierungspunkte in der praktischen Umsetzung durch detailliertere Prozesse fortentwickelt und konkretisiert werden. Es ist zu erwarten, dass daraus mit der Zeit Prozessschritte hervorgehen, die die Strategie zunehmend vervollständigen. Die Veröffentlichung der vorliegenden makroprudenziellen Strategie, insbesondere im Rahmen des Jahresberichts des AFS an den Deutschen Bundestag, kann die Wahrnehmung des Ausschusses erhöhen, die Wirksamkeit seiner Entscheidungen verbessern und zur Zielerreichung und deren Überprüfbarkeit beitragen.<sup>106</sup>

4. Auf der Grundlage zunehmender Erfahrung und erprobter Analyse- und Entscheidungsverfahren wird die makroprudenzielle Strategie einer Überprüfung durch den AFS unterzogen. Dies erfolgt bei Bedarf, spätestens jedoch nach drei Jahren. Über die Ergebnisse wird der Bundestag im Rahmen des jährlichen Tätigkeitsberichts unterrichtet.

## 2 Die Aufgaben des AFS und sein Handlungsrahmen

### 2.1 Das übergeordnete Ziel

5. Der AFS trägt zum Schutz der Stabilität des gesamten Finanzsystems bei. Nur ein stabiles Finanzsystem kann seine volkswirtschaftlichen Funktionen effizient erfüllen und dadurch zu einem nachhaltigen Wirtschaftswachstum beitragen. Zur Wahrnehmung seiner Aufgaben nutzt der Ausschuss insbesondere formale Warnungen und Empfehlungen, die auf die Abwehr von Gefahren für die Finanzstabilität ausgerichtet sind. Sie dienen der Sicherstellung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems und der Begrenzung systemischer Risiken. Der Ausschuss prüft vorrangig die unmittelbar in Deutschland umsetzbaren Handlungsoptionen, wobei er den europäischen Kontext berücksichtigt. Der AFS handelt stets im öffentlichen Interesse und ist dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft verpflichtet.

Im Folgenden werden die einzelnen Bestandteile des übergeordneten Ziels näher erläutert.

---

<sup>105</sup> Siehe Finanzstabilitätsgesetz vom 28. November 2012 (BGBl. I S. 2369), das zuletzt durch Artikel 6 des Gesetzes vom 23. Dezember 2016 (BGBl. I S. 3171) geändert worden ist.

<sup>106</sup> Die Veröffentlichung der Strategie entspricht darüber hinaus Empfehlungen des ESRB; siehe Empfehlung des ESRB zu dem makroprudenziellen Mandat der nationalen Behörden und Empfehlung des ESRB zu den Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen.

## 2.2 Definition Finanzstabilität

6. Unter Stabilität des Finanzsystems versteht der Ausschuss einen Zustand, in dem die volkswirtschaftlichen Funktionen, das heißt sowohl die Allokation der finanziellen Mittel und Risiken als auch die Abwicklung des Zahlungsverkehrs, effizient erfüllt werden – und zwar gerade auch im Falle von unvorhergesehen Ereignissen, in Stresssituationen sowie in strukturellen Umbruchphasen. Zum Finanzsystem gehören Finanzintermediäre, -märkte sowie die finanzielle Infrastruktur. Demzufolge kann trotz Abwesenheit einer krisenhaften Entwicklung ein Mangel an Finanzstabilität vorherrschen, sofern eine ineffiziente Allokation von Kapital und Risiken den Aufbau systemischer Risiken begünstigt. Über das eigenverantwortliche Risikomanagement hinaus ist das Vertrauen der Marktteilnehmer in die gegenseitige Zahlungsfähigkeit und die Stabilität des Finanzsystems insgesamt ein wichtiger Faktor für dessen Funktionsfähigkeit. Die Maßnahmen des AFS dienen insoweit auch dem Zweck, die Grundlage zu stärken, auf der dieses Vertrauen entstehen kann.

## 2.3 Aufgaben des AFS

7. Kernaufgabe des AFS ist die fortlaufende und zukunftsgerichtete Überwachung und Bewertung der Stabilitätslage des deutschen Finanzsystems auf Grundlage der Analysen der Deutschen Bundesbank. Die durch den AFS institutionalisierte makroprudenzielle Überwachung und Analyse dient dem Schutz der Finanzstabilität unter anderem durch die systematische Entwicklung von Politikoptionen. Dadurch werden die Handlungsbereitschaft und -fähigkeit der verantwortlichen Stellen verbessert. Dies gilt in erster Linie für Maßnahmen, die dem Zweck dienen, Finanzkrisen zu vermeiden. Die hierfür aufbereiteten Informationen und die verstärkte Zusammenarbeit der im AFS vertretenen Institutionen können jedoch auch die Grundlage für deren eigenständige Entscheidungen im Fall einer Finanzkrise verbessern. Die Überwachung umfasst insbesondere drei Bereiche, die systemische Finanzkrisen verursachen oder verstärken können:

- i. das makroökonomische Umfeld (Absatz 19),
- ii. Aspekte des regulatorischen Rahmens (Absatz 20) sowie
- iii. Marktversagen (Absatz 21).

Darin unterscheidet sich die analytische Arbeit des AFS vom weniger präventiv ausgerichteten Krisenmanagement und einem aufsichtlichen Ansatz, der bestehende Normen zur Abwehr akuter Gefährdungen von im Finanzsystem verwalteten Geld- und Vermögenswerten anwendet. Neben der makroprudenziellen Überwachung steht die mikroprudenzielle Finanzaufsicht, deren Erkenntnisse in die Beratungen des AFS einfließen. Der engen Zusammenarbeit zwischen den im Ausschuss vertretenen Institutionen kommt auch an dieser Stelle eine besondere Bedeutung zu. Um zu vermeiden, dass durch Regulierungsarbitrage systemische Risiken entstehen, wird grundsätzlich kein Sektor des Finanzsystems von der makroprudenziellen Überwachung ausgenommen.

8. Kernaufgabe des AFS ist es auch, den Einsatz von makroprudenziellen Instrumenten zu empfehlen. Solche Instrumente sind darauf ausgerichtet, unangemessene Entwicklungen insbesondere in denjenigen Risikofaktoren zu vermeiden, die einzeln oder kombiniert in einem engen Verhältnis zu erheblicher Instabilität des Finanzsystems stehen. Diese Risikofaktoren umfassen vor allem:<sup>107</sup>

- i. Übermäßiges Kreditwachstum bzw. Verschuldung (im Finanzsystem oder in anderen Sektoren);
- ii. Übermäßige Fristen-/Währungs-/Liquiditäts-Transformation;
- iii. Übermäßige direkte und indirekte Risikokonzentrationen (letztere durch Vernetzung); dies umfasst als Risikofaktor Verwerfungen durch einen ungeordneten Marktaustritt systemrelevanter Finanzinstitute;
- iv. Systemische Auswirkungen von Fehlanreizen und moralischen Risiken („Moral Hazard“); dies schließt eine unzureichende Widerstandsfähigkeit von systemrelevanten Finanzintermediären als Risikofaktor ein;
- v. Systemische Auswirkungen von Störungen der Finanzmarktinfrastrukturen.

Sofern der Ausschuss Handlungsbedarf in Bezug auf diese oder andere Risikofaktoren feststellt, wird er regelmäßig bewerten, ob und wie makroprudenzielle Instrumente von den zuständigen Behörden eingesetzt werden sollten, um die identifizierten Gefahren für die Finanzsystemstabilität zu vermeiden oder einzudämmen beziehungsweise die Widerstandsfähigkeit des Systems zu stärken. Die analytische Fundierung von den hierfür erforderlichen Bewertungskriterien ist in einigen Fällen für die praktische Anwendung bereits recht ausgereift

---

<sup>107</sup> Vgl. Empfehlung des ESRB zu den Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen.

(zum Beispiel Einstufung globaler systemrelevanter Finanzinstitute oder Kredit- und Vermögenswert-Indikatoren für den Antizyklischen Kapitalpuffer). In anderen Fällen ist dies hingegen noch nicht erreicht. Eine umfassende Diskussion zum Stand der Arbeiten und zu den methodischen Herausforderungen ist nicht Bestandteil der in der vorliegenden Strategie festgelegten Orientierungspunkte.

9. Darüber hinaus gehört es zu den Aufgaben des AFS, die Bundesregierung frühzeitig aufzufordern, die rechtlichen Grundlagen für neue makroprudenzielle Instrumente zu schaffen. Der Ausschuss wird zunächst das verfügbare Instrumentarium bewerten. Sofern sich daraus jedoch ergibt, dass diese Instrumente zu einer effizienten Sicherung der Finanzstabilität nicht hinreichend sind, wird es erforderlich sein, (i) die Bundesregierung hierauf hinzuweisen, (ii) die möglichen Konsequenzen aufzuzeigen und ggf. (iii) Empfehlungen für die Schaffung neuer Instrumente auszusprechen. Diese Aufgabe nimmt der Ausschuss auch unabhängig von einer akuten Gefahrenlage wahr. Nur so kann die Einsatzfähigkeit eines vollständigen Instrumenten-Kastens gewährleistet werden, der auch unter Berücksichtigung von Wirkungsverzögerungen im Transmissionsprozess rechtzeitig verfügbar ist. Darüber hinaus ist die Arbeit des Ausschusses nicht auf makroprudenzielle Instrumente begrenzt, sondern erstreckt sich auf alle Maßnahmen, deren Durchführung durch den Adressaten der AFS für geeignet und erforderlich erachtet, um Gefahren für die Finanzstabilität abzuwehren.

#### **2.4 Ein gemeinsames Verständnis zum Handlungsrahmen**

10. Warnungen oder Empfehlungen des AFS werden zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems und zur Reduzierung systemischer Risiken eingesetzt. Ihr Ziel ist nicht die Feinsteuerung des Finanzsystems oder der Volkswirtschaft insgesamt. Makroprudenzielle Instrumente und andere Maßnahmen zur Sicherung der Finanzstabilität zielen letztlich darauf ab, negative externe Effekte im Finanzsystem zu vermeiden. Der Ausschuss wird Warnungen stets dann aussprechen, wenn er bedeutende Risiken für die Finanzstabilität identifiziert hat. Dagegen sind Empfehlungen des AFS nur erforderlich, wenn wesentliche Hinweise darauf schließen lassen, dass das Finanzsystem nicht in der Lage ist, zyklische Abschwünge, Korrekturphasen und größere unerwartete Ereignisse – zum Beispiel den Ausfall wichtiger Marktteilnehmer – zu verkraften. Zudem müssen bereits eingeleitete regulatorische Maßnahmen als nicht hinreichend erachtet werden, diese Anfälligkeit zu korrigieren. Dass das Finanzsystem solche Stressereignisse nicht verkraftet hat, könnte sich unter anderem in einer unangemessenen Einschränkung des Kreditangebots zeigen. Dies wiederum könnte einer zyklischen Erholung der Wirtschaftsleistung und damit einem angemessenen Wirtschaftswachstum im Wege stehen. Die Dynamik im Finanzsystem ist wesentlich durch Informationsverarbeitung und die Anpassung von Erwartungen geprägt. Insoweit stellt nicht jede Schwankung von Vermögenspreisen und Kreditaggregaten einen Anlass für Warnungen oder Empfehlungen dar. In Einzelfällen können sie aber auf systemische Risiken hindeuten.

11. Der Ausschuss prüft vorrangig die unmittelbar in Deutschland umsetzbaren Handlungsoptionen, wobei er den europäischen Kontext berücksichtigt. Der AFS sieht seine Zuständigkeit insbesondere darin, die für das Inland relevanten Ausprägungen systemischer Risiken, die aus ihnen resultierenden potenziellen Schäden in der inländischen Volkswirtschaft, sowie länderspezifische Handlungsoptionen und Präferenzen adäquat zu berücksichtigen. Gerade in einer Währungsunion bieten makroprudenziell motivierte Maßnahmen auf nationaler Ebene eine wichtige Möglichkeit, einen differenzierten Beitrag für die Stabilität des Finanzsystems zu leisten. Der Verweis auf die systemische Dimension von Gefahren allein reicht nicht aus, um daraus zu schließen, dass globale oder europäische Institutionen am besten geeignet seien, Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Indem der AFS die nationale Zuständigkeit für Beiträge zum Schutz der Finanzsystemstabilität – innerhalb des ihm vorgegebenen europäischen Rahmens – aktiv nutzt, wird die Handlungsbereitschaft insgesamt gestärkt.

12. Der Ausschuss handelt im öffentlichen Interesse. Die globale Finanzkrise, die im Jahr 2008 verstärkt zutage trat, offenbarte eine erhebliche Diskrepanz zwischen den oftmals vergleichsweise geringen Kosten, die von den Verursachern der Krise zu tragen waren, und der erheblichen finanziellen Belastung der Allgemeinheit. Letztere resultierten aus den umfangreichen Stabilisierungsmaßnahmen, die von nationalen und internationalen öffentlichen Institutionen ergriffen wurden, um die fundamentalen Funktionen des Finanzsystems aufrechtzuerhalten. Eine solche Entwicklung steht im Widerspruch zum marktwirtschaftlichen Prinzip der Zusammengehörigkeit von Ertrag und Risiko. Der AFS richtet seine Maßnahmen daher am öffentlichen Interesse aus, was über einen Gläubigerschutz im engeren Sinne hinausgeht, und wirkt auf den Schutz der Allgemeinheit vor den Risiken aus Störungen der Finanzstabilität hin.

13. Die Maßnahmen des AFS sollen stets mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft vereinbar sein. Dadurch werden ein effizienter Ressourcen-Einsatz und die Bereitschaft zur Übernahme unternehmerischer Risiken gefördert. Beide Aspekte bilden Voraussetzungen für nachhaltiges wirtschaftliches Wachstum. Zudem ist die Berechenbarkeit des staatlichen Handelns wichtig, damit längerfristige wirtschaftliche Planungen auf einer

möglichst verlässlichen Grundlage erfolgen können. Die Beachtung der Grundsätze einer offenen Marktwirtschaft beinhaltet die Mitwirkung an den Zielen des EU-Binnenmarktes.

14. Der Ausschuss fördert die Finanzstabilität, indem er bei Entscheidungsträgern und in der Öffentlichkeit das Bewusstsein für Sachverhalte stärkt, die diese beeinflussen. Eine Mitverantwortung für eine gelebte Stabilitätskultur liegt in allen Politikbereichen, bei Trägern öffentlicher Aufgaben und den Akteuren des Finanzsystems selbst. Die Aufgabe des Ausschusses besteht darin, auf Risiken hinzuweisen und gegebenenfalls Abhilfemaßnahmen zu empfehlen (vgl. auch Absätze 27 und 30). Die Verantwortung für die Umsetzung der Empfehlungen tragen die Adressaten.

### **2.5 Erläuterungen zu den Begriffen „systemisches Risiko“ und „Widerstandsfähigkeit“**

15. Unter systemischen Risiken versteht der AFS die möglichen negativen Auswirkungen von Funktionsstörungen in wesentlichen Teilen des Finanzsystems auf die Realwirtschaft. Der Begriff wird synonym zu „Risiken für die Finanzsystemstabilität“ beziehungsweise in der Kurzform „Risiken für die Finanzstabilität“ verwendet. Systemische Risiken entstehen zum großen Teil aus der Funktionsweise des Finanzsystems selbst (endogene Risiken). Für die Strukturierung von Analyse- und Entscheidungsprozessen ist es zweckdienlich, diese Risiken in solche der Zeit- und solche der Querschnittdimension zu unterteilen. Zum einen kann ein prozyklisches Verhalten des Finanzsystems zu einem allmählichen Aufbau von Risikopotenzialen führen, die im Abschwung selbstverstärkend wirken. Zum anderen führen Risikokonzentrationen dazu, dass sich einmal eingetretene Störungen innerhalb des Finanzsystems ausbreiten. Hierzu tragen Verhaltens- und Strukturmerkmale bei, wie etwa gleichgerichtete Risiken bei einer Vielzahl einzelner oder besonders bedeutender Intermediäre, die Vernetzung über Märkte oder Finanzmarktinfrastrukturen beziehungsweise die Existenz systemrelevanter Finanzinstitute, von denen negative externe Effekte ausgehen.

16. Risiken für die Finanzstabilität verbleiben. Soweit das heutige Finanzsystem durch inhärente Verwundbarkeiten wie Vernetzung, Fristen-/ Liquiditätstransformation sowie die Möglichkeit externer Schocks, unerwarteter Änderungen in Korrelationsbeziehungen und Vertrauenskrisen geprägt ist, können auch Risiken für die Finanzstabilität nicht gänzlich vermieden werden. Zudem ist die vollständige Eliminierung finanzieller Risiken gesamtwirtschaftlich unerwünscht, da dies die Risikoteilung und die Innovationsfähigkeit der Ökonomie unverhältnismäßig beeinträchtigen würde. Herausforderungen bestehen in der Praxis zudem in Bezug auf Risiken, die ihren Ursprung außerhalb Deutschlands haben. Hier besteht oftmals nur ein eingeschränkter Zugang zu Informationen über die Risikolage und die Möglichkeiten zur regulatorischen Ursachenbeseitigung sind eingeschränkt. Gleichwohl stehen diesen Risiken die Vorteile einer globalen Vernetzung der Finanzsysteme gegenüber (insbesondere die Möglichkeiten einer besseren Kapital- und Risikoallokation). Vor diesem Hintergrund strebt der AFS an, systemischen Risiken im öffentlichen Interesse zu begegnen beziehungsweise eine angemessene Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems sicherzustellen.

17. Im Rahmen der Sicherstellung einer angemessenen Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems analysiert der AFS auch externe Effekte sowie die Beständigkeit der Marktliquidität und die Störanfälligkeit der Finanzmarktinfrastrukturen. Die Widerstandsfähigkeit sollte danach bemessen sein, dass das gesamte System ohne Stützungsmaßnahmen des öffentlichen Sektors in der Lage ist, erhebliche Schocks zu verkraften und nach einer gewissen Korrekturphase selbstständig in eine neue Aufschwungphase überzugehen. Stresstests können als wichtiger Baustein für solche Analysen genutzt werden. In Bezug auf die Widerstandsfähigkeit von Märkten sind Faktoren wie Transparenz, die Bonität der Gegenparteien, die Qualität von Sicherheiten, die Marktkonzentration und die Vielfalt der Akteure relevant, damit auch in Stresssituationen ein ausreichendes Liquiditätsniveau erhalten bleibt und negative Preisspiralen vermieden werden.

## **3 Informationsbeschaffung und Aufbereitung**

18. Der AFS nutzt zur Vorbereitung seiner Entscheidungen eine breite, analytisch fundierte Informationsbasis. Diese umfasst sowohl potenziell belastende Faktoren für das Finanzsystem als auch Erkenntnisse über die Widerstandsfähigkeit wichtiger Intermediäre, Märkte und die finanziellen Infrastrukturen. Zusätzlich zur Vorbereitung von den im Ausschuss entwickelten Entscheidungen dienen die Informationen auch zur Bewertung des geeigneten Umgangs mit externen Hinweisen zur Finanzstabilitätslage, zum Beispiel den relevanten Warnungen und Empfehlungen des ESRB oder den Auswirkungen von makroprudenziellen Maßnahmen, die im Ausland ergriffen werden, im Hinblick auf deren Folgen für Deutschland. Die Informationsgrundlage und die Methodik der Aufbereitung müssen kontinuierlich weiterentwickelt werden – nicht zuletzt im Hinblick auf Innovationen, Strukturänderungen sowie bankähnliche Geschäfte, an denen Nichtbanken als Finanzintermediäre beteiligt sind („Schattenbankensystem“).

### 3.1 Drei Analyse-Bereiche zur Identifizierung von Einflüssen auf die Finanzstabilität

19. Der AFS bewertet die Auswirkungen des makroökonomischen Umfelds auf die Finanzsystemstabilität. Dafür ist eine internationale Perspektive auf die Finanzierungsbedingungen und die Kapitalströme erforderlich sowie die Analyse von Risikoverlagerungen zwischen Sektoren und Rückkopplungseffekten zwischen dem Finanzsektor und den anderen volkswirtschaftlichen Sektoren. In Situationen, in denen das makroökonomische Umfeld zum Beispiel erheblich durch steuerliche Anreize zur Kreditfinanzierung beeinflusst würde, gehört auch die Analyse der vom steuerpolitischen Rahmen ausgehenden Wirkungen auf die Finanzstabilität zum Tätigkeitsbereich des AFS. Der AFS behält sich vor, auf Grundlage dieser Analysen gegebenenfalls Empfehlungen abzugeben, um zu erwartende destabilisierende Wirkungen einzudämmen. Der Ausschuss ist sich bewusst, dass das Unterlassen notwendiger makroprudenzieller Maßnahmen dazu führen kann, dass das Finanzsystem anfälliger gegenüber makroökonomischen Schocks wird. So wird die makroprudenzielle Politik in expansiven Perioden darauf hinwirken müssen, einen übermäßigen Aufbau systemischer Risiken – beispielsweise infolge einer zunehmenden Risikoneigung der Wirtschaftssubjekte – zu vermeiden. In gleichem Maße wird sie einem ungeordneten, sich selbst verstärkenden Abbau von Risikopositionen entgegenzutreten, soweit daraus negative Rückkopplungen auf die Finanzstabilität zu erwarten sind, die ihrerseits adverse Folgen für die Realwirtschaft nach sich ziehen könnten.

20. Der AFS greift auch Defizite des regulatorischen Rahmens im Hinblick auf mögliche negative Auswirkungen auf die Finanzsystemstabilität auf. Im Zuge der regulatorischen Krisen-Aufarbeitung wurden wesentliche Korrekturen am Ordnungsrahmen für das Finanzsystem vorgenommen, um systemisch relevanten Risiken künftig angemessen zu begegnen. Die Überprüfung dieses Rahmens ist eine ständige Aufgabe des Ausschusses. Zum einen sollen künftige Regulierungen die Prozyklizität auf systemischer Ebene nicht verstärken und moralische Risiken (*Moral Hazard*), zum Beispiel durch antizipierte staatliche Rettungsmaßnahmen, sollen zumindest eingedämmt werden. Zum anderen verändert sich das Finanzsystem fortlaufend, wodurch Anpassungen in den bestehenden Regeln notwendig werden können. So können sich Risikokonzentrationen oder Netzwerkstrukturen zwischen den Akteuren im Finanzsystem ändern (auch zu sogenannten Schattenbankakteuren und durch Regulierungsarbitrage motiviert), so dass auch die daraus hervorgehenden möglichen Ansteckungs- und Zweitrundeneffekte Veränderungen unterworfen sind. Insoweit ist kontinuierlich zu bewerten, ob geltende Regularien einen hinreichenden Schutz öffentlicher Interessen vor systemischen Krisen und deren Auswirkungen bieten. Darüber hinaus bewertet der Ausschuss auch die Auswirkungen von makroprudenziellen Maßnahmen, die im Ausland ergriffen werden, im Hinblick auf deren Folgen für Deutschland. Die mögliche Umsetzung von erkanntem Handlungsbedarf wird in Kapitel 4 ausgeführt.

21. Der AFS analysiert und bewertet Hinweise auf Marktversagen im Finanzsystem und deren potenzielle systemische Auswirkungen. Zu den relevanten Formen von Marktversagen gehört die unzureichende Berücksichtigung externer Effekte aus dem Verhalten einzelner Marktteilnehmer auf andere. So können Maßnahmen, die für das individuelle Risikomanagement wirksam erscheinen mögen, in Stresssituationen zu einer Ausbreitung und Verschärfung der Krise beitragen. Darüber hinaus können aus asymmetrischen Informationen, Kontrollproblemen und inadäquaten Entlohnungssystemen Fehlanreize resultieren, welche eine übermäßige Kurzfristorientierung, Herdenverhalten und unangemessene Engagements in Risikopositionen begünstigen. Ein Beispiel für Marktversagen ist auch, dass Informationen unzureichend verfügbar sind, obwohl sie für das Risikomanagement von Marktteilnehmern hilfreich und von öffentlichem Interesse wären (positive Externalitäten). Dementsprechend muss laufend analysiert werden, ob bestehende Meldepflichten an die Aufsicht, Offenlegungsvorschriften sowie Transparenzanforderungen angemessen sind.

### 3.2 Handlungsorientierung und Nachvollziehbarkeit der Analysen

22. Die Analyse der Finanzstabilitätslage soll die Handlungsfähigkeit und die Handlungsbereitschaft fördern. Der Zweck der Analyse von möglichen Belastungsfaktoren für die Finanzsystemstabilität ist letztlich die Identifizierung ursachenbezogener Ansatzpunkte für Korrektur- und Gegenmaßnahmen. Praktische Schwierigkeiten, spezifische Formen des Marktversagens oder Mängel im Ordnungsrahmen eindeutig als Ursachen zu identifizieren, stehen den Maßnahmen des AFS jedoch nicht prinzipiell entgegen. Die vorausschauende Überwachung von gravierenden Fehlentwicklungen wird sich in der Praxis zum Teil auf (indirekte) Indikatoren stützen müssen, die auf systemische Risiken und eine unzureichende Widerstandsfähigkeit hindeuten. Beispiele hierfür sind stark steigende Fremdkapitalfinanzierung, übermäßige Fristentransformation, ungewöhnlich niedrige Risikoprämien an den Finanzmärkten sowie konzentrierte Risikopositionen, geringe Ersetzbarkeit und Anstek-

kungsgefahren durch enge Verflechtung. Die analytischen Arbeiten, die Kommunikation und die Gegenmaßnahmen sollen sich auf solche potenziellen Schockanfälligkeiten im System und soweit möglich auf deren Ursachen richten.

23. Der AFS strebt eine nachvollziehbare Darstellung seiner Lageeinschätzung an. Systemische Finanzkrisen sind seltene Ereignisse und auch Finanzzyklen erstrecken sich in der Regel über viele Jahre. Insoweit sind Erwartungen über längerfristige Entwicklungen als Entscheidungsgrundlage für vorbeugende Maßnahmen unverzichtbar. Diesen Umständen trägt der AFS Rechnung, indem er seine Einschätzung der für die Finanzsystemstabilität bedeutsamen Sachverhalte in nachvollziehbarer Weise begründet und dadurch die Grundlage für die Überprüfbarkeit seiner fortlaufenden Arbeit legt. Dies bietet auch einen Schutz gegenüber unangemessener externer Einflussnahme.

#### **4 Entscheidungsfindung, -umsetzung und -überprüfung**

24. Der AFS erarbeitet möglichst präventiv wirkende Handlungsoptionen, deren Geeignetheit und Erforderlichkeit er bewertet. Zur Erfüllung seiner Aufgabe identifiziert der AFS aus seinen beiden Kernaufgaben – Überwachung der Stabilitätslage (vgl. Absätze 19, 20 und 21) und Umgang mit den fünf hervorgehobenen Risikofaktoren (vgl. Absatz 8) – gegebenenfalls einen Handlungsbedarf sowie Ansatzpunkte für mögliche Maßnahmen. Der Ausschuss kann Empfehlungen an inländische öffentliche Stellen richten, die sich zum Beispiel auf Anpassungsbedarf im Regulierungsrahmen beziehen. Darüber hinaus bewertet er die für Deutschland relevanten Warnungen und Empfehlungen des ESRB (vgl. Absatz 2). Bei einer Entscheidung über Warnungen und Empfehlungen ist der Geeignetheit und Erforderlichkeit einer Maßnahme Rechnung zu tragen. Hierbei kommt es darauf an, dass eine Maßnahme geeignet ist, die Erreichung einer festgelegten Zielsetzung zu unterstützen. Im Rahmen der Erforderlichkeit ist zu berücksichtigen, ob weniger einschneidende, aber gleich wirksame Mittel zur Zielerreichung zur Verfügung stehen. Das Kriterium Erforderlichkeit kann die Abwägung von unerwünschten Nebenwirkungen und Ausweichreaktionen umfassen, die mit Kosten verbunden sind, sowie einen Vergleich zu Handlungsoptionen benachbarter Politikfelder (vgl. Absatz 26). Die vom Ausschuss vorgenommenen Bewertungen der Geeignetheit und Erforderlichkeit entheben die Adressaten von Warnungen und Empfehlungen nicht der Verantwortung, entsprechende Bewertungen eigenständig vorzunehmen.

25. Zu den Handlungsoptionen, die in den Bereich der Kernaufgaben des AFS fallen, gehören insbesondere Empfehlungen zum Einsatz makroprudenzieller Instrumente. Neben der Vermeidung besonderer Risikofaktoren (vgl. Absatz 8), können allgemeine Ziele ihres präventiven Einsatzes die Ursachenbeseitigung systemischer Risiken sein, die Eindämmung deren spezifischer Erscheinungsformen und/oder die Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems als Ganzes. Die makroprudenzielle Kalibrierung dieser Instrumente bezieht externe Effekte ein und geht damit unter Umständen über eine mikroprudenzielle Ausrichtung hinaus. Beispiele makroprudenzieller Instrumente, deren Einsatz der Ausschuss empfehlen kann, sind:

- Der Antizyklische Kapitalpuffer, der darauf ausgerichtet ist, Risiken entgegenzuwirken, die sich aus einem übermäßigen Kreditwachstum ergeben.
- Kapitalzuschläge für systemrelevante Finanzinstitute, soweit dies nicht global systemrelevante Banken und Versicherungsunternehmen sind, für die ein international koordiniertes Verfahren festgelegt wurde. In Bezug auf sonstige systemrelevante Finanzinstitute liegen – in Europa auch nach Übertragung der Bankenaufsicht auf die EZB – weiterhin beträchtliche Kompetenzen auf nationaler Ebene, die der AFS durch entsprechende Empfehlungen zu Kapitalzuschlägen nutzen kann.
- Der Systemrisikopuffer, der darauf ausgerichtet ist, strukturellen systemischen Risiken entgegenzuwirken. Die EU-Mitgliedstaaten sind berechtigt, die Pufferquote bis zu einer Höhe von 3 % der risikogewichteten Aktiva selbst festzusetzen; höhere Kalibrierungen sind in einem europäischen Verfahren möglich.
- Anpassung von Liquiditätsvorgaben an Kreditinstitute, die auf Ebene der EU-Mitgliedstaaten definiert werden können.
- Erhöhung der Risikogewichte für mit Wohn- oder Gewerbeimmobilien besicherte Risikopositionen.
- Verschärfung der Einschränkungen bezüglich des ausstehenden Volumens an Ausleihungen gegenüber einzelnen Großkreditnehmern.
- Empfehlung von Maßnahmen, die sicherstellen, dass Zentrale Gegenparteien die geltende qualitative Regulierung umsetzen, um die prozyklische Wirkung von Liquiditäts- und Bewertungspuffern einzudämmen.

- Anpassung von Offenlegungsvorschriften zur Stärkung der Marktdisziplin und zur Verbesserung des Risikomanagements.

26. Der AFS arbeitet mit den für die Wahrung der Finanzstabilität zuständigen Behörden der Europäischen Union und Behörden in anderen EU-Mitgliedstaaten zusammen. Dazu gehört, dass der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) bereits im Vorfeld informiert wird, wenn von einer Warnung oder Empfehlung wesentliche grenzüberschreitende Auswirkungen zu erwarten sind. Zentrale Anliegen der europäischen Koordination sind, dass gleiche Risiken in den finanziell und ökonomisch zunehmend integrierten Mitgliedstaaten konsistent reguliert und Konflikte vermieden oder gelöst werden, die durch grenzüberschreitende Effekte entstehen können. Darüber hinaus bestehen bei einigen Instrumenten gesetzliche Informations- und Abstimmungspflichten mit Organen und Institutionen auf der EU-Ebene, insbesondere der Europäischen Zentralbank (EZB) im Zusammenhang mit ihrer Funktion im Rahmen der einheitlichen europäischen Aufsicht über Kreditinstitute. Die EZB kann in Bezug auf Kreditinstitute auch auf eigene Initiative strengere als die von den nationalen Behörden festgelegten Anforderungen für Kapitalpuffer und striktere Maßnahmen zur Abwendung von Systemrisiken oder makroprudenziellen Risiken nach der CRR oder CRD IV festlegen. Wenn die EZB solche Maßnahmen für notwendig hält, handelt sie in enger Zusammenarbeit mit den zuständigen nationalen Stellen. In Deutschland ist dies die BaFin.

27. Im Rahmen der Entscheidungsfindung des AFS werden auch Nebeneffekte und Wechselwirkungen mit anderen Politikbereichen berücksichtigt. Die vom Ausschuss erarbeiteten Warnungen und Empfehlungen sind stets durch das Ziel begründet, zur Finanzsystemstabilität beizutragen. Sie wirken sich gleichwohl unter Umständen auch auf andere Politikbereiche aus. Gleichwohl sollten diese Aspekte weder einem aus Finanzstabilitätssicht notwendigen Instrumenteneinsatz grundsätzlich im Wege stehen noch diesen begründen. Der AFS wird trotz möglicher Konflikte mit anderen Politikbereichen nicht von notwendigen Maßnahmen absehen. Er ist auch kein Gremium zur Koordination zwischen Fiskalpolitik, Geldpolitik und anderen Politikdisziplinen. Durch seinen gesetzlichen Auftrag, die Zusammenarbeit der im Ausschuss vertretenen Institutionen zu fördern, trägt der AFS jedoch dazu bei, einen frühzeitigen Informationsaustausch zwischen ihnen zu initiieren. Alle Kosten-Nutzen-Abwägungen, die sich auf Maßnahmen zur Sicherung der Finanzsystemstabilität beziehen, sollten eine langfristige Perspektive aufweisen. Der Nutzen makroprudenzieller Maßnahmen summiert sich zumeist erst über längere Zeiträume, in denen tiefe Finanzkrisen ausbleiben, zu einer substanziellen Größe. Demgegenüber sind mögliche Nebenwirkungen, wie zum Beispiel Anpassungskosten oder eine Dämpfung des Wirtschaftswachstums, zumeist nur vorübergehender Natur, fallen jedoch direkt und oftmals sichtbar an.

28. Die Risikobewertung des AFS erfolgt stets in einer Gesamtschau. Einzelne Risiken dürften häufig für sich genommen keine Gefahr für die Finanzstabilität darstellen. Jedoch kann aus dem Zusammenwirken mehrerer solcher Risiken insgesamt eine Bedrohungslage entstehen, die eine Handlung erforderlich werden lässt.

29. Der AFS strebt grundsätzlich regelgeleitete Ermessensentscheidungen an. Regeln können sich zum einen auf Ziele beziehen, zum anderen auf Indikatoren, sofern diese den relevanten Zielen hinreichend verlässlich entsprechen. Zu den Ziel-Regeln gehört die Festlegung des AFS in seinen Kernaufgaben, dass er den Einsatz geeigneter und erforderlicher Instrumente (etwa die in Absatz 25 genannten) empfiehlt, wenn bestimmte Risikofaktoren (siehe Absatz 8) die Finanzsystemstabilität gefährden. Ein weiterer Bestandteil der Ziel-Regeln besteht darin, dass der AFS Maßnahmen zur Anpassung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems empfehlen wird, zum Beispiel wenn Marktteilnehmer externe Effekte und Zweitrundeneffekte noch nicht hinreichend berücksichtigen. Der AFS prüft, ob sich die relevanten Aspekte der Finanzsystemstabilität durch ausgewählte quantitative Indikatoren für die Formulierung von Regeln hinreichend genau messen lassen. Die Glaubwürdigkeit und der Erfolg einer Regelbindung hängen maßgeblich von der Eignung der Indikatoren ab sowie von der Vorhersehbarkeit der Politikwirkungen. Insoweit ist eine Bindung an Indikatoren nicht in jedem Fall effizient oder möglich. Ergebnisse empirischer Studien weisen darauf hin, dass insbesondere Entscheidungen über eine Lockerung makroprudenzieller Maßnahmen in einer Stressphase einen gewissen Ermessensspielraum erfordern, um angemessen auf komplexe, dynamische Situationen eingehen zu können. Angesichts des aktuellen Kenntnisstandes und grundsätzlicher Erwägungen (zum Beispiel Goodhart's Law, demzufolge eine Messgröße, die als Zielvariable einer Politik dient, in ihrer Indikatoren-Eigenschaft beeinträchtigt werden kann) können Indikatoren-Regeln in die Entscheidungen des Ausschusses einfließen, nicht jedoch eine eigenständige Bewertung der Ausschussmitglieder ersetzen. Entscheidungen entgegen einer zuvor festgelegten Regel bedürften einer Erläuterung.

30. Entscheidungen unter Unsicherheit erfordern eine robuste Strategie, die auf einer breiten Informationsbasis und einer konsequenten Zielverfolgung beruht. Selbst nach intensiven Analysen und Vorbereitungen wird der AFS, wie Verantwortliche in anderen Politikbereichen auch, Entscheidungen unter Unsicherheit treffen müssen. Während die Wirkung makroprudenzieller Maßnahmen, die sich auf bestimmte Aspekte der Widerstandsfähigkeit von Finanzintermediären beziehen, vergleichsweise verlässlich abschätzbar sind, sind Verhaltensänderungen und Ausweichreaktionen in einer offenen Marktwirtschaft nur teilweise vorhersehbar. Vor diesem Hintergrund legt der Ausschuss besonderen Wert auf empirisch robuste Indikatoren, die mittelfristig gute Signaleigenschaften aufweisen. Ergänzend nutzt er eine breite Informationsbasis, um die Signale der Indikatoren validieren zu können sowie theoriegeleitete Einschätzungen. Aufgrund der potenziell sehr hohen Kosten eines zu zögerlichen Vorgehens gegen Instabilitäten im Finanzsystem ist der Ausschuss grundsätzlich bereit, auch unter Unsicherheit präventiv zu handeln. In der Praxis könnte dies zum Beispiel bedeuten, dass eine vom Zyklus unabhängige höhere Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors angestrebt wird. Dies kann zum Beispiel durch Kapital- und Liquiditätsanforderungen oder durch redundante Systeme und Strukturen, die die Ersetzbarkeit einzelner Marktteilnehmer verbessern, erreicht werden.

31. Die Überprüfung und Bewertung der infolge von Empfehlungen des AFS durch den jeweiligen Adressaten ergriffenen Maßnahmen erfolgt durch den AFS auf Grundlage einer Einschätzung der Deutschen Bundesbank. Für diese Bewertung ist die vorgesehene Zielerreichung – als Beitrag zur Finanzsystemstabilität – maßgeblich. Die Überprüfbarkeit erfordert konkret formulierte Empfehlungen durch den AFS – und zwar in inhaltlicher, gegebenenfalls quantitativer und zeitlicher Dimension. Die Überprüfung der Umsetzung durch den Adressaten beziehungsweise dessen Erläuterung für ein Unterlassen einer Maßnahme erfolgt im Lichte der zwischenzeitlich aktualisierten Einschätzung zur Stabilitätslage. Die Dokumentation der Überprüfung laufender und abgeschlossener Maßnahmen ist – soweit mit Vertraulichkeitsvorgaben vereinbar – ein Bestandteil des Tätigkeitsberichts des AFS an den Deutschen Bundestag.

## **5 Kommunikation als externe Dimension der Strategie**

32. Die externe Kommunikation des AFS erfüllt vier Aufgaben: (i) die Rechenschaftslegung, (ii) die Erläuterung und damit Unterstützung makroprudenzieller Maßnahmen, (iii) die Information der breiten Öffentlichkeit und (iv) die Verbesserung der Entscheidungsfindung durch den Austausch mit Experten und Betroffenen. Der AFS ist gesetzlich verpflichtet, dem Deutschen Bundestag jährlich über die Lage und Entwicklung der Finanzstabilität zu berichten sowie über seine Entscheidungen Rechenschaft abzulegen. Warnungen und Empfehlungen werden veröffentlicht, es sei denn, von der Veröffentlichung selbst geht eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems aus. Warnungen und Empfehlungen sind eingehend zu begründen. Der Ausschuss sieht die Begründung seiner Maßnahmen auch als Möglichkeit an, deren Wirksamkeit zu erhöhen, indem die Entscheidungsgrundlagen dargelegt werden. Ergänzende Auswirkungsstudien können gegebenenfalls umfassender über die erwarteten Wirkungen makroprudenzieller Instrumente informieren. Eine in zwei Richtungen geführte Kommunikation kann in bestimmten Fällen auch die Beteiligung von Experten und Betroffenen vorsehen, um die Entwicklung wirksamer und effizienter Politikoptionen zu unterstützen (Konsultation).

33. Veröffentlichte Empfehlungen des AFS werden in der Regel folgende zwei Bestandteile enthalten: Erstens die Beschreibung der Maßnahme, ihrer Ausgestaltung (Kalibrierung) und der Breite ihres Anwendungsbereichs. Zweitens die Begründung für die Notwendigkeit des Instrumenteneinsatzes. Dies umfasst sowohl eine Darstellung der erwarteten Konsequenzen des Nichthandelns als auch eine Beschreibung, wie die Umsetzung der empfohlenen Maßnahme einen Beitrag zur Sicherung der Finanzsystemstabilität leisten kann. Dabei kann auf erwartete Kosten, Nebenwirkungen und Wechselwirkungen mit anderen Politikbereichen eingegangen werden sowie relevante Handlungsalternativen, die zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch als weniger geeignet bewertet werden.



**B | Mitglieder des Ausschusses für Finanzstabilität*****Bundesministerium der Finanzen:***

Dr. Thomas Steffen, Staatssekretär, Vorsitzender des Ausschusses

Dr. Levin Holle, Leiter der Finanzmarktabteilung

Dr. Ludger Schuknecht, Leiter der Grundsatzabteilung

***Deutsche Bundesbank:***

Prof. Dr. Claudia M. Buch, Vizepräsidentin

Dr. Andreas Dombret, Mitglied des Vorstands

Dr. Karlheinz Bischofberger, Zentralbereichsleiter Finanzstabilität  
(bis 31. Juli 2016)

Dr. Benjamin Weigert, Zentralbereichsleiter Finanzstabilität  
(seit 1. August 2016)

***Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht:***

Felix Hufeld, Präsident

Raimund Röseler, Exekutivdirektor Bankenaufsicht

Dr. Frank Grund, Exekutivdirektor Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht

***Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung:***

Dr. Jutta Dönges, Vorsitzende des Leitungsausschusses (ohne Stimmrecht)

**C | Sitzungstermine im Berichtszeitraum**

- 30. Juni 2016
- 16. September 2016
- 9. Dezember 2016
- 24. März 2017





