

Ausschuss für Finanzstabilität

**Fünfter Bericht an den Deutschen Bundestag  
zur Finanzstabilität in Deutschland**

Juni 2018

Ausschuss für Finanzstabilität  
Bundesministerium der Finanzen  
Wilhelmstraße 97  
10117 Berlin  
Tel.: 03018 / 682 - 0  
Internet: <http://www.bundesfinanzministerium.de>

## 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 und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) an, sowie das für den Geschäftsbereich Abwicklung zuständige Mitglied des Direktoriums der BaFin – bis Ende 2017 ein Vertreter der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA) – ohne Stimmrecht. Der Ausschuss 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 dazu, die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems sicherzustellen und systemische Risiken zu begrenzen.

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 diejenigen Warnungen und Empfehlungen des ESRB, die Deutschland betreffen.

Seiner gesetzlichen Verpflichtung nachkommend legt der Ausschuss dem Deutschen Bundestag hiermit seinen fünften Bericht über die Lage und die Entwicklung der Finanzstabilität in Deutschland sowie über seine Tätigkeit vor. Der Bericht bezieht sich auf den Zeitraum April 2017 bis März 2018.

Im Anhang dieses Berichts sind die Mitglieder und die Sitzungstermine des Ausschusses im Berichtszeitraum aufgeführt.



## Inhalt

<b>1 Überblick: Risikolage im deutschen Finanzsystem</b> .....	1
Deutsches Finanzsystem stabil, Unsicherheitsfaktoren bestehen aber fort .....	1
Banken widerstandsfähiger, könnten Risiken aber unterschätzen .....	1
Lebensversicherer weiter vor Herausforderungen .....	3
Bedeutung des Investmentfondssektors gestiegen .....	4
Bedeutung von Cyberrisiken nimmt zu .....	4
Stabilitätsimplikationen von Krypto-Token bislang begrenzt .....	4
Dynamik bei Wohnimmobilienpreisen hält an, Finanzstabilitätsrisiken aus Wohnimmobilienfinanzierung jedoch weiter begrenzt .....	5
Regulatorische Privilegierung von Staatsschuldtiteln setzt weiter falsche Anreize .....	6
<b>2 Teilaspekte der Risikolage</b> .....	8
2.1 Das internationale makroökonomische und finanzielle Umfeld .....	8
Umfeld geprägt durch verstärktes Wachstum, langsam steigende Zinsen und hohe Bewertungen .....	8
Abrupt steigende Zinsen und politische Risiken können die Finanzstabilität beeinflussen .....	9
Mögliche Risiken auch bei weiter niedrigen Zinsen und hoher Verschuldung .....	11
Herausforderungen im europäischen Bankensektor bestehen fort .....	11
2.2 Risiken im deutschen Bankensektor .....	15
Derzeitiges Zinsumfeld birgt Gefahren für Stabilität der Banken .....	16
Aktuell geringer Risikovorsorgebedarf überdeckt strukturelle Schwächen .....	18
Diskussion zu makroprudenziellen Instrumenten im Bankensektor fortgeführt .....	19
2.3 Risiken bei deutschen Lebensversicherern .....	23
Zinsanstieg beeinflusst Zinszusatzreserve .....	24
Risiken aus hohen Liquiditätsabflüssen bei abruptem und deutlichem Zinsanstieg .....	25
Veränderte Vernetzung der deutschen Versicherer mit Banken und Investmentfonds ...	25
2.4 Risiken bei deutschen Investmentfonds .....	28
2.5 Vom Wohnimmobilienmarkt ausgehende Risiken .....	31
Anhaltende Preisdynamik; Finanzstabilitätsrisiken aus Wohnimmobilienfinanzierung jedoch weiter begrenzt .....	31

Stand der Umsetzung makroprudenzieller Instrumente für denWohnimmobiliensektor und Bewertung der Umsetzung der Empfehlung AFS/2015/1.....	34
Verbesserung der Datenlage an den Immobilienmärkten bleibt erforderlich .....	37
Kein Anpassungsbedarf für privilegierte Risikogewichte bei mit Immobilien besicherten Krediten in jährlicher Überprüfung nach Kapitaladäquanzverordnung..	38
2.6 Cyberrisiken .....	40
2.7 Weitere Themen .....	42
Risiken durch Krypto-Token .....	42
Frühwarnindikator für systemische Finanzkrisen .....	43
Risiken aus der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln.....	44
<b>3 Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken .....</b>	<b>48</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>50</b>
A   Zusätzliche Schaubilder .....	50
B   Mitglieder des Ausschusses für Finanzstabilität im Berichtszeitraum.....	52
C   Sitzungstermine im Berichtszeitraum .....	52

## 1 Überblick: Risikolage im deutschen Finanzsystem

### ***Deutsches Finanzsystem stabil, Unsicherheitsfaktoren bestehen aber fort***

**Das konjunkturelle Umfeld in Deutschland ist überaus günstig.** Die gute Konjunktur hat sich im Berichtszeitraum fortgesetzt; die deutsche Volkswirtschaft wächst weiter kräftig und breit abgestützt. Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen, Haushalte und Finanzinstitute sind vorteilhaft, Banken schätzen Kreditrisiken als begrenzt ein und die Volatilität an den Finanzmärkten ist gering.

**Das bereits seit Langem positive Umfeld birgt jedoch weiterhin die Gefahr, dass Marktteilnehmer Risiken unterschätzen.** Die robuste Konjunktur und die geringe Volatilität an den Finanzmärkten sollten nicht darüber hinwegtäuschen, dass Stabilitätsrisiken bestehen und sich weiter aufbauen können. Aus Sicht des Ausschusses sollten Marktteilnehmer die momentan günstigen Bedingungen nicht zu optimistisch fortschreiben und auch Szenarien berücksichtigen, die zu hohen Verlusten führen könnten. Beispielsweise besteht das Risiko, dass es zu spürbaren Neubewertungen an den Finanzmärkten kommt. Negative Entwicklungen können sich dabei im Finanzsystem verstärken, wenn viele Marktteilnehmer miteinander vernetzt oder in ähnlicher Weise makroökonomischen Risiken ausgesetzt sind.<sup>1</sup> Dadurch kann die Funktionsweise des gesamten Systems und damit letztlich die realwirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigt werden. Insbesondere besteht angesichts der weiter niedrigen Zinsen die Gefahr, dass die Schuldentragfähigkeit von Marktteilnehmern überschätzt wird. Insolvenzen und damit Kreditausfälle könnten steigen, wenn sich die Wirtschaftslage unerwartet verschlechtert.

**Verschiedene Unsicherheitsfaktoren prägen den Ausblick.** Die robuste Konjunktur begünstigt ein steigendes Zinsniveau. Steigen die Zinsen graduell, dürfte dies Banken und Lebensversicherern entgegenkommen. Sollten die Zinsen hingegen abrupt steigen, würde sich die Ertragslage der Finanzinstitute verschlechtern und ihre Risikotragfähigkeit kurzfristig spürbar sinken. Auch dauerhaft niedrige Zinsen nahe Null würden das Finanzsystem zunehmend unter Druck setzen. Außerdem bestehen politische Unsicherheiten fort – etwa im Zusammenhang mit dem bevorstehenden Ausstieg des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union (Brexit) oder der US-amerikanischen Wirtschaftspolitik. In Bezug auf den Brexit hob der Ausschuss die Verantwortung von Marktteilnehmern und Regulierungsbehörden hervor. Sie sollten auch ein mögliches Scheitern der Verhandlungen, beispielsweise einen abrupten Rückfall des Vereinigten Königreichs auf einen Drittstaaten-Status, in ihre Planungen einbeziehen.

### ***Banken widerstandsfähiger, könnten Risiken aber unterschätzen***

**Das deutsche Bankensystem hat seine Widerstandsfähigkeit gesteigert; die Zinsmargen stehen aber weiter unter Druck.** Die Banken haben ihre Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung im Berichtszeitraum erneut verbessert. Gleichzeitig beeinträchtigt das Niedrigzinsumfeld mit Zinsen nahe Null aber weiterhin deren Zinserträge. Dies gilt

---

<sup>1</sup> Zur Vernetzung der Sektoren im deutschen Finanzsystem siehe Schaubild A.1 im Anhang A auf S. 50.

insbesondere für kleine und mittelgroße Banken, die stark vom Kredit- und Einlagengeschäft abhängig sind. Im derzeitigen Umfeld können Banken ihre Zinsaufwendungen kaum weiter reduzieren, auch weil sie negative Zinsen nur begrenzt an Einleger weitergeben können. Dadurch und aufgrund des intensiven Wettbewerbs sinkt ihre Zinsmarge.

**Insbesondere Sparkassen und Kreditgenossenschaften sind hohen Zinsänderungsrisiken ausgesetzt.** Bei Banken übersteigt die Zinsbindungsdauer der Aktiva, wie beispielsweise Kredite und Staatsanleihen, üblicherweise die der Passiva. Steigen die Zinsen abrupt, kann es zu erheblichen Verlusten bei marktbewerteten Aktiva und einem Anstieg der Refinanzierungskosten kommen. Vor allem Sparkassen und Kreditgenossenschaften sind verwundbar gegenüber einem solchen Szenario und damit hohen Zinsänderungsrisiken ausgesetzt. Vor diesem Hintergrund erörterte der Ausschuss mögliche Auswirkungen unterschiedlicher Zinsszenarien. Die Grundlage hierfür bildete insbesondere die „Umfrage zur Ertragslage und Widerstandsfähigkeit deutscher Kreditinstitute im Niedrigzinsumfeld 2017“ (Niedrigzinsumfrage). Diese wurde von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Bundesbank unter den kleinen und mittelgroßen deutschen Banken durchgeführt. Die Umfrage ergab, dass die Institute in der kurzen Frist besonders anfällig gegenüber einem abrupten Zinsanstieg sind. Langfristig würden dagegen vor allem weitere Zinssenkungen zu deutlichen Gewinnrückgängen führen. Ein Stresstest verdeutlichte aber, dass die meisten der befragten Institute selbst bei gravierenden Stressszenarien hinreichend kapitalisiert blieben.

**Das günstige konjunkturelle Umfeld und die niedrigen Zinsen bergen die Gefahr, dass Banken Kreditrisiken unterschätzen.** Die Ausfallraten von Krediten sind derzeit gering. Gründe hierfür sind die wirtschaftliche Dynamik, die solide finanzielle Lage von Unternehmen und privaten Haushalten sowie die niedrigen Kreditzinsen. Die Risikovorsorge der Banken aus dem Kreditgeschäft hat sich infolge geringerer Rückstellungen und Abschreibungen entsprechend reduziert. Die historisch niedrige Risikovorsorge hat in den vergangenen Jahren die Ertragslage der Banken gestützt. Der Ausschuss hält es für sinnvoll, dass die Aufsicht bei den Instituten anregt, solche Erträge möglichst nicht auszuschütten, sondern für den Eigenkapitalaufbau zu verwenden. Denn bei abrupten Korrekturen von Vermögenspreisen, Zinsänderungen oder einem unerwarteten Konjunkturabschwung könnte die derzeit solide Risikotragfähigkeit des Bankensektors beeinträchtigt werden.

**In extremen Szenarien mit sehr hohen Verlusten deckt die Eigenkapitalausstattung größerer, systemrelevanter Banken systemische Risiken möglicherweise nur unzureichend ab.** Größere, potenziell systemgefährdende Banken greifen oft auf eigene Risikomodelle zurück, um die regulatorische Eigenkapitalunterlegung ihrer Kreditrisiken zu ermitteln. Aufgrund der sehr langen Phase niedriger Zinsen und des günstigen Wirtschaftswachstums berücksichtigen die internen Risikomodelle der Institute derzeit nur in begrenztem Umfang Krisenperioden mit konjunkturellen Abschwüngen und entsprechend höheren Kreditausfallraten. Damit besteht die Gefahr, dass systemische Risiken im Bankensektor insgesamt unterschätzt werden, die etwa bei einer abrupten Eintrübung der Konjunktur eintreten können. Eine Simulationsstudie der Bundesbank lieferte Hinweise, dass einige dieser Institute systemische Kreditrisiken unterschätzen könnten. In

Szenarien mit extremen Kreditausfällen wären mögliche Verluste eventuell nicht ausreichend durch Eigenkapital abgedeckt. Der Ausschuss erörterte, welche makroprudenziellen Instrumente geeignet wären, die Risikotragfähigkeit bei Bedarf entsprechend zu stärken.<sup>2</sup> Dabei berücksichtigte er bestehende und zukünftige mikro- und makroprudenzielle Kapitalanforderungen. Handlungsbedarf sah der Ausschuss im Berichtszeitraum nicht. Er betonte aber die Notwendigkeit vertiefter Analysen sowohl zu systemischen Risiken als auch dazu, welche Instrumente geeignet wären, diese Risiken zu adressieren.

### ***Lebensversicherer weiter vor Herausforderungen***

#### **Die niedrigen Zinsen belasten die deutschen Lebensversicherer weiter erheblich.**

Aktuell liegen die Marktzinsen deutlich unter den durchschnittlichen Zinsgarantien der Lebensversicherer. Deshalb stehen viele Lebensversicherer vor der Herausforderung, hinreichend Erträge zu erwirtschaften, um ihre langfristigen Verpflichtungen zu erfüllen. Der Ausschuss betonte daher die Notwendigkeit ausreichender Risikopuffer, um systemische Effekte aus der gleichgerichteten Anfälligkeit vieler Lebensversicherer zu verhindern. Gemessen an den regulatorischen Solvenzquoten scheint die Widerstandsfähigkeit der Versicherer zwar solide zu sein. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass erstens die Heterogenität der Solvenzquoten hoch ist. Zweitens zeigen die Solvenzquoten die ökonomische Risikotragfähigkeit der Unternehmen nicht vollständig auf, da viele Unternehmen Übergangsmaßnahmen anwenden.

#### **Ein Zinsanstieg würde grundsätzlich positiv auf die Solvenz der Lebensversicherer wirken, birgt aber auch Risiken.**

Steigende Zinsen gehen mit verbesserten Solvenzquoten einher, da Versicherer gegebene Zinszusagen umso leichter erwirtschaften können, je höher die Zinserträge auf ihre Kapitalanlagen ausfallen. Der Ausschuss konstatierte aber, dass ein Zinsanstieg die Lebensversicherer dennoch belasten könnte. So würden sich bei abrupt steigenden Zinsen die Anreize für Versicherungsnehmer erhöhen, ihren Vertrag zu kündigen, um von der höheren Rendite am Markt zu profitieren. Denn die Rückkaufswerte in deutschen Lebensversicherungsverträgen sind aufgrund regulatorischer Vorgaben unabhängig vom Marktzins. Unter bestimmten Modellannahmen besteht bei einem sehr schnellen und starken Zinsanstieg das Risiko einer Kündigungswelle und damit großer Liquiditätsabflüsse. Lebensversicherer könnten in einem solchen Extremfall gezwungen sein, Kapitalanlagen zu deutlich gesunkenen Marktwerten zu veräußern.

Der Ausschuss befasste sich darüber hinaus mit möglichen Risiken aus der Finanzierung der Zinszusatzreserve.<sup>3</sup> Er betonte, dass die Zinszusatzreserve dabei helfe, Kapital für erwartete künftige Belastungen aus Garantieverpflichtungen frühzeitig in den Unternehmen zu binden. Gleichzeitig wies er darauf hin, dass auch bei moderat steigenden Zinsen in den kommenden Jahren mit erheblichen Aufwendungen für den Aufbau der Zinszusatzreserve zu rechnen sei.

---

<sup>2</sup> Zu den in Deutschland verfügbaren makroprudenziellen Instrumenten siehe Schaubild A.2 im Anhang A auf S. 51.

<sup>3</sup> Die Zinszusatzreserve ist ein Bestandteil der Deckungsrückstellung, der für diejenigen Verträge zu bilden ist, für die der Referenzzinssatz – der zehnjährige Durchschnitt der Null-Kupon-Euro-Zinsswapsätze mit einer Laufzeit von zehn Jahren – unterhalb des ursprünglichen für die Deckungsrückstellungen maßgeblichen Rechnungszinses liegt.

Ein Rückgang der Bewertungsreserven nach einem Zinsanstieg erschwert die Finanzierung und es könnte zu deutlichen handelsrechtlichen Verlusten bei Lebensversicherern kommen.

**Lebensversicherer investieren stärker in Investmentfonds, auch um Puffer für künftige Verluste aufzubauen.**<sup>4</sup> Deutsche Versicherer haben in den vergangenen Jahren ihre Anlagen bei deutschen Banken reduziert. Zugleich haben sie ihre Anteile an Investmentfonds erhöht. In Fondsanlagen können sie über stille Reserven Puffer für künftige Verluste aufbauen, was aus Sicht der Finanzstabilität positiv ist.

### ***Bedeutung des Investmentfondssektors gestiegen***

**Der Investmentfondssektor ist in den vergangenen Jahren sowohl in Deutschland als auch global stark gewachsen.** Aus Sicht des Ausschusses kann dies die Gefahr negativer Liquiditätsspiralen erhöhen. Diese könnten entstehen, wenn Fonds in Reaktion auf stark zunehmende Anteilsscheinrückgaben kurzfristig in großem Umfang Vermögenswerte verkaufen müssen. Die dadurch fallenden Vermögenspreise könnten wiederum dazu führen, dass die Bewertung der Fondsanteile sinkt und Investoren weitere Anteile zurückgeben. Der Ausschuss befasste sich mit möglichen Regulierungsmaßnahmen, um solchen Liquiditätsrisiken zielgerichtet entgegenzuwirken. Er stellte jedoch fest, dass zunächst offene Fragen zur Ausgestaltung und zu einem möglichen Einsatz der Instrumente zu klären seien.

### ***Bedeutung von Cyberrisiken nimmt zu***

**Cyberattacken stellen zunehmend eine Gefahr für die Finanzstabilität dar.** Ein Hauptanliegen des Ausschusses ist es, dass Cyberrisiken nicht nur mikroprudenziell betrachtet werden, das heißt auf Ebene einzelner Finanzinstitute. Vielmehr ist auch eine makroprudenzielle, also systemweite Perspektive sinnvoll. Dabei soll das Augenmerk auf möglichen systemischen Ansteckungskanälen liegen. Eine wichtige Rolle spielt hierbei ein von der Bundesbank entwickelter Cybermapping-Ansatz. Entsprechende Arbeiten sollten sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene vorangetrieben werden. Der Ausschuss begrüßte zudem, dass bereits aufsichtliche Maßnahmen in die Wege geleitet wurden, um die Widerstandsfähigkeit der IT-Strukturen im Finanzsektor zu stärken.

### ***Stabilitätsimplikationen von Krypto-Token bislang begrenzt***

**Trotz gestiegener Bedeutung stellen Krypto-Token bislang keine Gefahr für die Finanzstabilität dar.** Krypto-Token wie Bitcoin sind in erster Linie als Spekulationsobjekte anzusehen. Als Zahlungsmittel finden sie bislang kaum Verwendung, da ihnen die allgemeine Akzeptanz fehlt; Transaktionskosten sind häufig hoch, die Kurse schwanken stark. Trotz beachtlichen Wachstums ist das Marktsegment zudem immer noch klein. Auch sind deutsche Banken, Versicherer oder Fonds kaum involviert. Aus makroprudenzieller Sicht sah der

---

<sup>4</sup> Zur Vernetzung der Sektoren im deutschen Finanzsystem siehe Schaubild A.1 im Anhang A auf S. 50.

Ausschuss somit keinen Anlass, regulatorisch einzugreifen. Angesichts der hohen Dynamik des Marktsegments beschloss er aber, die weitere Entwicklung zu beobachten.

### ***Dynamik bei Wohnimmobilienpreisen hält an, Finanzstabilitätsrisiken aus Wohnimmobilienfinanzierung jedoch weiter begrenzt***

**Der Preisauftrieb bei deutschen Wohnimmobilien setzte sich im Berichtszeitraum fort.** Nach Berechnungen der Bundesbank stiegen die Preise von Wohnimmobilien in Deutschland im Jahr 2017 durchschnittlich um 7,0%, nach 8,3% im Vorjahr. Die anhaltend hohe Preisdynamik ist vor allem Ausdruck der im Vergleich zum Angebot nach wie vor kräftigen Nachfrage nach Wohnraum. Die Nachfrage wird unter anderem durch die positive Entwicklung am Arbeitsmarkt, die guten Einkommensaussichten der privaten Haushalte und die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen getragen. Im Jahr 2017 übertrafen die Preisanstiege bei Wohnimmobilien, insbesondere in den größeren Städten und Ballungsräumen, deutlich die Raten, die durch Fundamentalfaktoren gerechtfertigt erschienen. Nach Schätzungen der Bundesbank betragen die Preisübertreibungen im Jahr 2017 in den städtischen Gebieten insgesamt zwischen 15% und 30%.

**Trotz des Preisauftriebs sind die Finanzstabilitätsrisiken aus der Wohnimmobilienfinanzierung insgesamt bislang eher begrenzt.** Die Wachstumsrate der Wohnungsbaukredite an private Haushalte lag im Berichtszeitraum durchschnittlich bei 3,9% und damit weiter unterhalb ihres langjährigen Durchschnitts von 4,8%. Zudem haben die Banken ihre Standards bei der Vergabe von Wohnungsbaukrediten in der Breite bislang nicht merklich gelockert. Aus Sicht des Ausschusses deuten die vorliegenden Informationen somit insgesamt nicht auf unmittelbare Risiken für die Finanzstabilität hin.

**Der Wert von Kreditsicherheiten könnte allerdings überschätzt werden.** Von der Bundesbank durchgeführte Stresstests lassen zwar darauf schließen, dass die deutschen Banken hinreichend kapitalisiert sind, um einen negativen Schock am Wohnimmobilienmarkt zu verkraften. Gleichwohl besteht die Gefahr, dass der Wert von Kreditsicherheiten überschätzt wird. So könnten Kreditinstitute bei der Ermittlung der Beleihungswerte von Immobiliensicherheiten nicht hinreichend berücksichtigen, dass in Teilen des deutschen Wohnimmobilienmarkts Überbewertungen bestehen. Sollte es zu deutlichen Preiskorrekturen kommen, steigt das Risiko, dass die Erlöse aus dem Verkauf entsprechender Wohnimmobiliensicherheiten bei Darlehensausfällen nicht ausreichen, um noch ausstehende Forderungen von Darlehensgebern abzudecken. Folglich steigt das Risiko, dass es bei Darlehensausfällen zu Verlusten bei den Darlehensgebern kommt, wenn der Wert von Kreditsicherheiten überschätzt wird.

**Sollte es zu einer Gefährdung der Finanzstabilität kommen, kann die Aufsicht makroprudenzielle Instrumente einsetzen.** Durch das im Juni 2017 in Kraft getretene Finanzaufsichtsrechtergänzungsgesetz wurden der Aufsicht – zusätzlich zu den bestehenden Instrumenten für den Bankensektor – zwei neue makroprudenzielle Instrumente an die Hand

gegeben.<sup>5</sup> Die neuen Instrumente wurden geschaffen, um bei Bedarf einer möglichen Gefährdung der Finanzstabilität entgegenzuwirken. Diese kann sich insbesondere ergeben, wenn Überbewertungen an den Wohnimmobilienmärkten, nachlassende Kreditvergabestandards und eine übermäßige Ausweitung der Kreditvergabe miteinander einhergehen. Bei einer entsprechenden Gefährdung der Finanzstabilität kann die BaFin nun Mindeststandards für die Vergabe neuer Wohnimmobilienkredite festlegen. Zum einen kann sie bei neuen Wohnimmobilienfinanzierungen von Darlehensnehmern einen bestimmten Mindestanteil an eigenen finanziellen Mitteln verlangen. Zum anderen kann sie vorgeben, dass innerhalb eines vorgegebenen Zeitraums ein bestimmter Teilbetrag eines aufgenommenen Darlehens zu tilgen ist. Der Ausschuss begrüßte dies. Gleichzeitig wies er aber darauf hin, dass das Fehlen einkommensbezogener Instrumente die Effektivität und Effizienz makroprudenzieller Politik spürbar verringern dürfte.<sup>6</sup>

**Eine Verbesserung der Datenlage zu Wohnimmobilienkrediten bleibt weiter erforderlich.** Um systemische Risiken frühzeitig zu erkennen und Wirkungsanalysen im Vorfeld – zur Auswahl und Kalibrierung – sowie nach einem Einsatz von Instrumenten durchzuführen, reichen makroökonomische Informationen allein nicht aus. Ergänzend bedarf es disaggregierter Daten. Diese sind im Falle von Wohnimmobilienfinanzierungen und insbesondere deren Kreditvergabestandards in Deutschland bislang meist nicht oder in nicht ausreichender Qualität verfügbar. Der Ausschuss hatte der Bundesregierung daher im Juni 2015 empfohlen, Rechtsgrundlagen zu gewährleisten, um Daten zu Wohnimmobilienkrediten zu erheben. Mit Blick auf eine mögliche europäische Regelung hat die Bundesregierung jedoch von einer neuen nationalen Regelung zur Datenerhebung zunächst abgesehen. Der Ausschuss betonte, dass eine hinreichende Datenlage erforderlich sei – sowohl für die laufende Überwachung der makroprudenziellen Risikolage als auch für Analysen im Zusammenhang mit einem möglichen Instrumenteneinsatz. Insofern sieht der Ausschuss es als notwendig an, dass die Aufsichtsbehörden über entsprechende Daten in hinreichender Quantität und Qualität verfügen können.

### ***Regulatorische Privilegierung von Staatsschuldtiteln setzt weiter falsche Anreize***

**Die regulatorischen Privilegien von Staatsschuldtiteln sollten mittel- bis langfristig abgebaut werden.** Bei der Eigenkapitalregulierung von Banken unterliegen Staatsschuldtitel regelmäßig einer Nullgewichtung und sind von den Großkreditgrenzen freigestellt. Diese Privilegien stehen einem adäquaten Umgang mit den tatsächlichen Kreditausfall- und Konzentrationsrisiken aus diesen Schuldtiteln entgegen. Sie begünstigen eine enge Abhängigkeit zwischen der Solvenz der Staaten und der Stabilität des heimischen Bankensystems. Dieser Staaten-Banken-Nexus wirkte nicht zuletzt in der Finanzkrise und der europäischen Staatsschuldenkrise verschärfend. Deshalb sollten die Privilegien abgebaut werden. Der Ausschuss betonte erneut die Dringlichkeit, entsprechende Arbeiten auf

---

<sup>5</sup> Zu den in Deutschland verfügbaren makroprudenziellen Instrumenten siehe Schaubild A.2 im Anhang A auf S. 51.

<sup>6</sup> Die vom Ausschuss im Jahr 2015 ebenfalls empfohlenen einkommensbezogenen Instrumente umfassen die Vorgabe einer Obergrenze für den gesamten Schuldendienst (Zins- und Tilgungsleistungen) eines Darlehensnehmers im Verhältnis zu seinem Einkommen (Schuldendienstfähigkeit) und die Gesamtverschuldung-Einkommens-Relation.

internationaler Ebene voranzutreiben. Er nahm zur Kenntnis, dass im Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht ein Abbau der Privilegien derzeit nicht mehrheitsfähig ist. Ungeachtet dessen setzte er sich dafür ein, die Diskussion im europäischen Kontext fortzuführen. Aus Sicht des Ausschusses setzt eine weitere Risikoteilung im Rahmen der Bankenunion zwingend voraus, Risiken zuvor substantiell abzubauen und zu begrenzen.

## 2 Teilaspekte der Risikolage

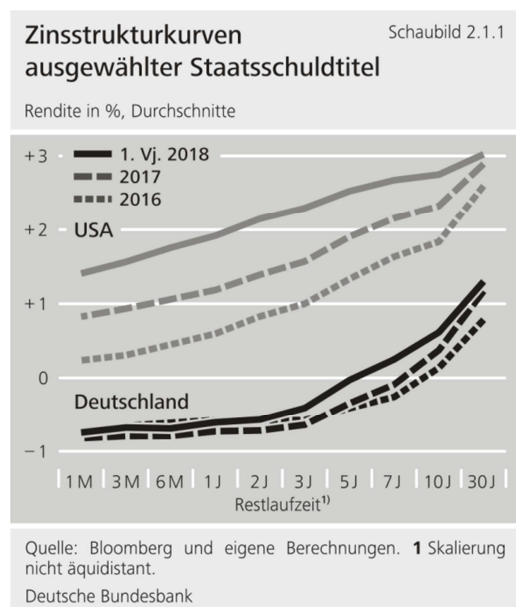
### 2.1 Das internationale makroökonomische und finanzielle Umfeld

Der Ausschuss hat sich im Berichtszeitraum mit der Lage und Entwicklung der internationalen Finanzstabilität befasst. Insbesondere wurden Risiken aus der abrupten Neubewertung von Finanzaktiva sowie aus einem anhaltend niedrigen Zinsniveau behandelt. Auch in diesem Zusammenhang hat sich der Ausschuss mit Risiken aus der hohen staatlichen und privaten Verschuldung auseinandergesetzt. Zudem wurden das Risiko möglicher Unterbrechungen der Kapitalflüsse in Schwellenländer und eventuelle Finanzstabilitätsrisiken aus China diskutiert. Der Ausschuss befasste sich ferner mit strukturellen Problemen im europäischen Bankensektor und der Anwendung der neuen EU-Bankenabwicklungsregeln.

#### ***Umfeld geprägt durch verstärktes Wachstum, langsam steigende Zinsen und hohe Bewertungen***

**Das reale Wirtschaftswachstum verstärkte sich 2017 sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern.** Insgesamt erhöhte sich das weltwirtschaftliche Wachstum im Vergleich zum Vorjahr von 3,2% auf 3,8%.<sup>7</sup> In den Industrieländern ging die dynamischere konjunkturelle Entwicklung insbesondere auf die verbesserte wirtschaftliche Lage in den USA und im Euroraum zurück. Auch für die Schwellenländer waren 2017 auf breiter Basis höhere Wachstumsraten zu beobachten. Zudem endeten die Rezessionen in Russland und Brasilien. Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) gehen für 2018 von einer nochmaligen leichten Verstärkung des weltwirtschaftlichen Wachstums auf 3,9% aus.

#### **Das verbesserte weltwirtschaftliche Umfeld begünstigt ein steigendes Zinsniveau.**



So könnten gute konjunkturelle Aussichten die Kreditnachfrage erhöhen und dadurch zu höheren Zinsen beitragen. Außerdem können steigende Preise oder höhere Inflationserwartungen zu geldpolitischen Anpassungen führen. Die US-Notenbank setzte ihren Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik fort und hob den Zinskorridor im Berichtszeitraum weiter auf 1,5% bis 1,75% an. Im Oktober begann sie zudem damit, ihren Bestand an Wertpapieren aus den geldpolitischen Ankaufprogrammen schrittweise zu verringern. Das Ankaufprogramm des Eurosystems wurde hingegen bis mindestens September 2018 verlängert und das Volumen der monatlichen Ankäufe seit Januar 2018 dabei von 60 Mrd € auf 30 Mrd € reduziert. Damit steigen die Wertpapierbestände des Eurosystems bis mindestens

<sup>7</sup> Vgl.: International Monetary Fund (2018).

September 2018 weiter, wenn auch mit verminderter Geschwindigkeit. Insgesamt blieb das Zinsniveau an den internationalen Finanzmärkten trotz leichter Aufwärtsbewegungen auf niedrigem Niveau (Schaubild 2.1.1).

### Die Lage an den Finanzmärkten war 2017 durch hohe Bewertungen und niedrige Volatilität gekennzeichnet.

Die Bewertung von Aktien liegt vor allem in den USA deutlich über dem historischen Durchschnitt (Schaubild 2.1.2). Hohe Bewertungen sind dabei auch Folge der mit den niedrigen Zinsen einhergehenden Suche nach Rendite – also dem Anreiz für Investoren, vermehrt in riskante Anlagen zu investieren. Mit ihnen sind Risiken einer abrupten Neubewertung in vielen Finanzmarktsegmenten verbunden. Die historisch niedrige Volatilität an den Finanzmärkten in den vergangenen Jahren könnte zudem darauf hindeuten, dass Marktteilnehmer bisher Risiken unterschätzt haben (Schaubild 2.1.3). Zugleich haben sich die positiven Wachstumserwartungen zunehmend angeglichen. In einem solchen Umfeld sind Marktteilnehmer tendenziell anfälliger gegenüber Schocks.<sup>8</sup> So könnten sie auf mögliche negative Überraschungen nur unzureichend vorbereitet sein. Zusätzlich könnten angegliche Erwartungen dazu führen, dass verstärkt gleichgerichtete Risiken eingegangen werden. Damit würden sich Schocks, etwa infolge einer unerwartet schwächeren Konjunktur oder abrupt steigender Zinsen, auf viele Akteure gleichzeitig und dadurch insgesamt stärker auswirken.

### ***Abrupt steigende Zinsen und politische Risiken können die Finanzstabilität beeinflussen***

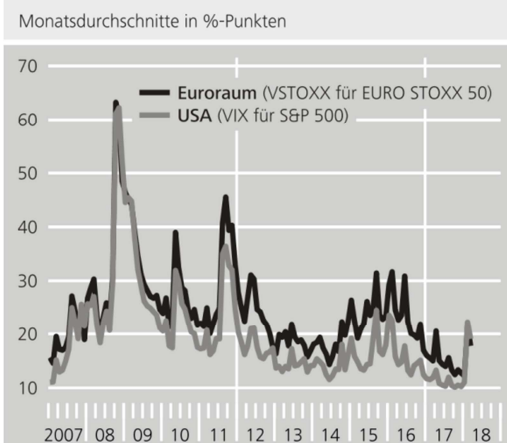
**Marktteilnehmer sollten zukünftig auf eine höhere Volatilität an den Finanzmärkten gefasst sein und für mögliche Risiken wie abrupt steigende Zinsen vorsorgen.** Zu Beginn des Jahres 2018 kam es bereits kurzfristig zu deutlichen Kursrückgängen und einem starken Anstieg der Volatilität an den internationalen Aktienmärkten (Schaubild 2.1.3). Dies wurde mit plötzlich gestiegenen Inflationserwartungen und daraus resultierenden höheren Zinsen in den USA in Verbindung gebracht. Auch nach den Kursrück-

Kurs-Buchwert-Verhältnis ausgewählter Aktienindizes Schaubild 2.1.2



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.  
Deutsche Bundesbank

Implizite Volatilitäten ausgewählter Aktienmarktindizes Schaubild 2.1.3



Quelle: Bloomberg.  
Deutsche Bundesbank

<sup>8</sup> Vgl.: S. Eickmeier, N. Metiu und E. Prieto (2016).

gängen sind die Bewertungen in vielen Marktsegmenten allerdings weiterhin hoch. In diesem Umfeld könnten beispielsweise abrupte Zinserhöhungen zu umfangreicheren Neubewertungen und entsprechenden Kursrückgängen führen.

**Zudem könnten sich politische Risiken auf die Marktbewertungen auswirken.** So könnte die Einführung oder Verschärfung protektionistischer Maßnahmen das gegenwärtige Wachstumsumfeld beeinträchtigen und die Lage an den Finanzmärkten beeinflussen.

**Risiken für das Finanzsystem könnten sich auch im Falle eines Scheiterns der Brexit-Verhandlungen ergeben.** Die Auswirkungen des Ausscheidens des Vereinigten Königreichs aus der EU auf das europäische und deutsche Finanzsystem sind derzeit nicht verlässlich zu prognostizieren. Insbesondere ist bisher nicht absehbar, wie die zukünftigen rechtlichen und wirtschaftlichen Beziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU ausgestaltet sein werden. Die Mitglieder des Ausschusses stimmten überein, dass die Risiken aus einem geordneten Austritt begrenzt bleiben, wenn sich Marktteilnehmer und Behörden rechtzeitig und sorgfältig vorbereiten.

Größere Risiken würden mit einem Scheitern der Verhandlungen oder des Ratifizierungsprozesses einhergehen (Cliff-Edge-Szenario). In diesem Fall wäre der Zugang von im Vereinigten Königreich beheimateten Finanzdienstleistern zu ihren in der EU ansässigen Kunden und Geschäftspartnern eingeschränkt, weil der sogenannte EU-Finanzpass wegfiel. Dieser ermöglicht es den im Europäischen Wirtschaftsraum ansässigen Instituten, ihre Produkte und Dienstleistungen in allen Mitgliedsländern zu vertreiben, sofern ihnen das auch in ihrem Heimatland erlaubt ist. Zudem könnte ein Cliff-Edge-Szenario in einem Umfeld hoher Bewertungen und Schuldenstände dazu führen, dass weitere Risiken im Finanzsystem eintreten. Eventuelle negative Folgen können allerdings abgemildert werden, indem sich Finanzmarktakteure und Behörden rechtzeitig vorbereiten. Der Ausschuss hob daher die Verantwortung von Marktteilnehmern und Aufsichtsbehörden hervor, ein potenzielles Scheitern der Verhandlungen in ihre Planungen einzubeziehen – auch in Hinblick auf regulatorische Vorgaben.

**Die Schwellenländer verzeichneten trotz steigender Zinsen in den USA im Jahr 2017 weiter robuste Kapitalzuflüsse.** Diese Entwicklung wurde durch verbesserte Wachstumsaussichten für einen Großteil der Schwellenländer und eine fortgesetzte Suche nach Rendite begünstigt.<sup>9</sup> Die im Berichtszeitraum stabilen Zuflüsse weisen darauf hin, dass die erwarteten und graduellen US-Leitzinserhöhungen bisher eher geringe Auswirkungen auf den Kapitalfluss in Schwellenländer hatten. Jedoch haben die Marktturbulenzen zu Beginn des Jahres 2018 dazu geführt, dass Investoren vorübergehend finanzielle Mittel aus den Schwellenländern abzogen. Mit der zuletzt umfassenden Bereitstellung ausländischen Kapitals ist die Gefahr gestiegen, dass sich die Schuldner in diesen Ländern zu sehr auf ausländische Finanzierungsquellen verlassen und in Schwierigkeiten geraten, sollten sich die internationalen Finanzierungsbedingungen verschlechtern.

Risiken aus Schwellenländern können sich außerdem nicht nur aus externen Finanzierungsbedingungen, sondern auch aus internen Ungleichgewichten ergeben. Während beispiels-

---

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

weise Chinas Volkswirtschaft nicht zuletzt durch hohe Währungsreserven als verhältnismäßig robust gegenüber Veränderungen externer Finanzierung gilt, bestehen größere Risiken aus der hohen inländischen Kreditvergabe und der Komplexität des chinesischen Finanzsystems.

Die direkten finanziellen Verbindungen zwischen Deutschland und den Schwellenländern fallen zwar mit etwa 4% der deutschen Auslandsforderungen eher gering aus. Schocks aus Schwellenländern könnten jedoch über die Finanzsysteme dritter Staaten sowie durch Bewertungsanpassungen an den internationalen Finanzmärkten und andere indirekte Ansteckungskanäle übertragen werden.

### ***Mögliche Risiken auch bei weiter niedrigen Zinsen und hoher Verschuldung***

**Auch im Falle anhaltend niedriger Zinsen ist mit einer Zunahme der Risiken zu rechnen.** Eine schwächere Wirtschaftsentwicklung könnte beispielsweise dazu beitragen, dass die Zinsen weiterhin niedrig bleiben. In diesem Fall hätten Finanzmarktteilnehmer Anreize, in risikoreichere Anlagen zu investieren und ihre Verschuldung in geringerem Maße abzubauen oder gar weiter zu erhöhen. Angesichts der gegenwärtig hohen privaten und staatlichen Verschuldung würden dadurch bestehende Verwundbarkeiten verstärkt.

**Die globale Verschuldung des nichtfinanziellen privaten und öffentlichen Sektors lag zuletzt etwa gleichauf mit ihren historischen Höchstständen von 2016.** Zum Ende des Jahres 2017 betrug die Verschuldung des nichtfinanziellen privaten Sektors rund 144% des Bruttoinlandsprodukts (BIP), die des öffentlichen Sektors 71%.<sup>10</sup> Im Euroraum sank die staatliche Schuldenquote trotz niedriger Zinsen nur geringfügig auf 87% des BIP Ende 2017. Die öffentlichen Finanzierungssalden im Euroraum haben sich in den vergangenen Jahren zwar überwiegend verbessert. Dies ist jedoch maßgeblich auf konjunkturelle Einflüsse und niedrige Zinsen zurückzuführen. Deshalb könnte sich die Finanzierungssituation der öffentlichen Haushalte schnell wieder verschlechtern, sollte sich das wirtschaftliche Umfeld eintrüben.

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

**Die Banken im Euroraum verbesserten ihre Widerstandskraft im Jahr 2017 insgesamt weiter.** So stieg die harte Kernkapitalquote (Common Equity Tier 1: CET1), also das Verhältnis von Kernkapital zu risikogewichteten Aktiva, der signifikanten Institute des Euroraums auf über 14% nach den endgültigen Basel-III-Regeln. Auch die Leverage Ratio dieser Banken verbesserte sich – gemäß Daten für das erste Halbjahr 2017 – im Median auf 5,8%, wobei sie bei den global systemrelevanten Banken im Euroraum weiterhin signifikant geringer ist.<sup>11</sup> Durch die verbesserte Kapitalausstattung ist die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors im Aggregat gegenüber möglichen Verlusten weiter leicht gestiegen, allerdings gibt es von Bank zu Bank große Unterschiede.

---

<sup>10</sup> Vgl.: Bank for International Settlements (2018). Die globalen Verschuldungskennzahlen sind durch Angaben der G20-Länder und 23 weiterer bedeutender Volkswirtschaften auf Basis von US-Dollar-Umrechnungen zu Kaufkraftparitäten angenähert.

<sup>11</sup> Vgl.: European Central Bank (2017, 2018).

**Das günstige wirtschaftliche Umfeld sollte genutzt werden, um die anhaltenden strukturellen Probleme im Bankensektor zu lösen.** Zwar hat sich die an der Eigenkapitalrendite gemessene Profitabilität der europäischen Banken im Jahr 2017 verbessert. Insgesamt blieb die Ertragslage der Banken jedoch weiterhin schwächer als bei vergleichbaren anderen globalen Banken. Dabei ist zu beachten, dass die niedrige Profitabilität des Bankensektors zum Teil auf zyklische Faktoren zurückgeführt werden kann, zum Teil aber auch auf eine bessere Kapitalisierung und auf weniger riskante Aktiva. Fortschritte haben die Banken beim Abbau der notleidenden Kredite gemacht. Allerdings liegt der Bestand nach wie vor auf einem sehr hohen Niveau. Beim Abbau gibt es dabei große Unterschiede zwischen einzelnen Instituten und Ländern. Darüber hinaus bleiben Hinweise auf Überkapazitäten im Bankensektor bestehen, etwa die niedrige Profitabilität. Es ist den Banken bisher nicht gelungen, ihre Kosten in einem signifikanten Maß zu reduzieren. Um die Überkapazitäten zu verringern und somit auch die Profitabilität im Bankensektor zu steigern, muss Banken grundsätzlich die Möglichkeit gegeben sein, aus dem Markt auszusteigen.<sup>12</sup>

**Der neue Abwicklungsmechanismus im Euroraum (Single Resolution Mechanism: SRM) hat sich nach ersten Erfahrungen bewährt.<sup>13</sup> An einzelnen Stellen zeigt sich aber dennoch Verbesserungsbedarf.** Ziel des SRM ist es, auch systemrelevante Institute, die in Schieflage geraten sind, ohne die Verwendung staatlicher Mittel und ohne erhebliche negative Auswirkungen auf die Finanzstabilität abwickeln zu können. Für nicht-systemrelevante Banken erfolgt der Marktaustritt weiterhin nach nationalem Insolvenzrecht. Kernstück des SRM ist der Einheitliche Abwicklungsausschuss (Single Resolution Board: SRB). Der SRB ist verantwortlich für die Abwicklung aller Banken unter direkter Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie von Banken mit Tochtergesellschaften in anderen EU-Mitgliedstaaten, die am Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism: SSM) teilnehmen.

Der Ausschuss bewertet die Arbeit des SRB grundsätzlich bislang als überwiegend erfolgreich. Im Fall der spanischen Banco Popular hat der SRB zum ersten Mal das öffentliche Interesse an einer Abwicklung bestätigt und damit eine Abwicklungsentscheidung getroffen. Im Anschluss daran wurde das Institut im Rahmen des Abwicklungsinstruments der Unternehmensveräußerung an die Banco Santander verkauft. Damit konnte ein erster Nachweis erbracht werden, dass eine geordnete Abwicklung ohne Einsatz öffentlicher Mittel möglich ist.

Für die Ergreifung von Abwicklungsmaßnahmen müssen drei Voraussetzungen erfüllt sein. Zunächst muss eine Bank durch die Aufsicht als ausfallend oder wahrscheinlich ausfallend (failing or likely to fail: FOLTF) eingestuft werden. Bei einer Bank, die als FOLTF eingestuft wird, muss anschließend geprüft werden, ob ihr Ausfall durch alternative Maßnahmen des privaten Sektors oder der Aufsichtsbehörden abgewendet werden kann und ob die Abwicklung im öffentlichen Interesse erforderlich ist. Bestandteil dieser Prüfung des

---

<sup>12</sup> Vgl.: Committee on the Global Financial System (2018).

<sup>13</sup> Wesentliche Rechtsgrundlagen des europäischen Regelwerkes zur Bankenabwicklung sind die Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (Bank Recovery and Resolution Directive: BRRD) sowie die Verordnung zur Errichtung des Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism: SRM-VO).

öffentlichen Interesses ist unter anderem die Bewertung der möglichen Auswirkungen eines regulären Insolvenzverfahrens auf die Finanzstabilität.

In den im Berichtszeitraum eingetretenen Fällen hat sich jedoch gezeigt, dass im Einzelfall eine frühzeitigere FOLTF-Entscheidung wünschenswert gewesen wäre, um einem weiteren Auflaufen von Verlusten vorzubeugen.<sup>14</sup> Zu diesem Zweck wäre es hilfreich, wenn die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) ihre entsprechende Leitlinie überprüfen würde, um die Umstände, nach denen ein Institut als FOLTF bewertet wird, präziser festzulegen. Möglich erschiene darüber hinaus auch eine Konkretisierung des Leitfadens der EZB für durch sie vorgenommene FOLTF-Bewertungen. Darauf hatte auch der Europäische Rechnungshof in seinem Bericht zur Effizienz des Krisenmanagements von Banken hingewiesen.<sup>15</sup>

Darüber hinaus sollte vermieden werden, dass in nationalen Insolvenzverfahren öffentliche Mittel früher und stärker in Anspruch genommen werden, als es bei Abwicklungsverfahren nach EU-Recht der Fall wäre. Dieses Ziel kann erreicht werden, indem die Vorgaben des bei Insolvenzverfahren zu beachtenden EU-Beihilferechts den Vorschriften der im Abwicklungsfall einzuhaltenden SRM-Verordnung angeglichen werden.<sup>16</sup> Dies dient nicht zuletzt dem Abwicklungsziel des Schutzes öffentlicher Mittel und schafft Anreize für Banken, niedrigere Risiken einzugehen.

Schließlich könnte die Wahrscheinlichkeit einer Ansteckung innerhalb des Bankensektors reduziert werden, indem nicht nur gegenseitige Investitionen in Eigenmittel, sondern auch in jene Schuldinstrumente beschränkt werden, die im Abwicklungsfall zur Gläubigerbeteiligung herangezogen werden. Solche Anpassungen in den Regularien würden dazu beitragen, die Stabilität des Finanzsystems zu stärken.

### ***Quellenverzeichnis***

Bank for International Settlements (2018), BIS Statistical Bulletin, Juni 2018.

Committee on the Global Financial System (2018), Structural Changes in Banking after the Crisis, CGFS Papers No 60, January 2018.

Deutsche Bundesbank (2017), Finanzstabilitätsbericht, November 2017.

Eickmeier, S., N. Metiu und E. Prieto (2016), Time-varying Volatility, Financial Intermediation and Monetary Policy, Bundesbank Discussion Paper No. 46/2016, Deutsche Bundesbank.

---

<sup>14</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017), S. 34-36.

<sup>15</sup> Eine Konkretisierung des Leitfadens aufgrund der Empfehlung des Europäischen Rechnungshofs wurde von der EZB jedoch mit der Begründung abgelehnt, die EBA-Guidelines zu FOLTF seien bereits ausreichend in der FOLTF-Guidance der EZB enthalten. Der Ausschuss sieht diese Umsetzung allerdings als unzureichend an.

<sup>16</sup> Sowohl die BRRD als auch die SRM-VO sehen grundsätzlich eine Gläubigerbeteiligung in Höhe von mindestens 8% der Gesamtverbindlichkeiten eines Institutes vor, bevor öffentliche Mittel (Mittel aus dem einheitlichen Abwicklungsfonds oder staatliche Stabilisierungsinstrumente) eingesetzt werden dürfen. Das EU-Beihilferecht, d.h. konkret die Bankenmitteilung 2013 der Europäischen Kommission, fordert hingegen lediglich eine grundsätzliche Beteiligung von Anteilseignern und nachrangigen Gläubigern.

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

European Central Bank (2018), Financial Stability Review, Mai 2018.

International Monetary Fund (2017), Global Financial Stability Report, Oktober 2017.

International Monetary Fund (2018), World Economic Outlook, April 2018.

## 2.2 Risiken im deutschen Bankensektor

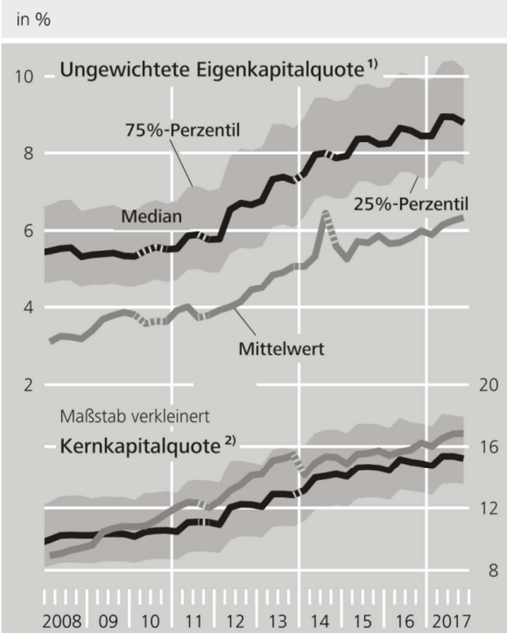
**Die deutschen Banken haben seit der Finanzkrise ihre Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung deutlich verbessert.** Sie sind dadurch widerstandsfähiger als vor der Finanzkrise.<sup>17</sup> Auch im Berichtszeitraum stieg die Eigenkapitalquote der deutschen Banken. Die Kernkapitalquote, also das Verhältnis von Kernkapital zu risikogewichteten Aktiva, verbesserte sich im vierten Quartal 2017 gegenüber dem Vorjahresquartal um 0,6 Prozentpunkte und lag damit bei 16,9%. Die ungewichtete Eigenkapitalquote, also das Verhältnis von Kernkapital zur Bilanzsumme, erhöhte sich von 6,0% auf 6,3% und war damit deutlich höher als vor der Finanzkrise mit 3,1% (Schaubild 2.2.1).

Vor allem bei den kleineren und mittleren Banken stieg das Kernkapital deutlich (+7,7%). Bei großen Banken war das Kernkapital dagegen leicht rückläufig (-0,1%).<sup>18</sup> Die Verbesserung der Kernkapitalquote jener Banken war in hohem Maße durch den Rückgang ihrer risikogewichteten Aktiva (-4,3%) und eine Bilanzverkürzung (-4,6%) geprägt. Das Verhältnis von risikogewichteten Aktiva zur Bilanzsumme blieb bei beiden Bankengruppen im Aggregat weitgehend stabil. Dies deutet darauf hin, dass der Risikogehalt der Aktiva weitgehend unverändert blieb.

**Neben den für alle Institute geltenden Mindestanforderungen an das Eigenkapital müssen einige Banken zusätzlich makroprudenzielle Eigenkapitalanforderungen für systemische Risiken erfüllen.** Zu den makroprudenziellen Kapitalpuffern zählen neben dem antizyklischen Kapitalpuffer unter anderem die Puffer für systemrelevante Institute, die bestimmte Banken wegen ihrer Größe und ihrer zentralen Rolle im Finanzsystem vorhalten müssen. In Deutschland werden zusätzliche Kapitalpuffer von derzeit 13 systemrelevanten Instituten verlangt.

Der antizyklische Kapitalpuffer bezieht sich auf systemische Risiken aus einer übermäßigen, zyklisch bedingten Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen. Er gilt für alle Banken. Für in Deutschland gelegene Risikopositionen wird derzeit kein antizyklischer Kapitalpuffer verlangt. Ein zusätzlicher Puffer ergibt sich lediglich für Risikopositionen in Ländern, in denen

Eigenkapitalausstattung deutscher Banken<sup>1)</sup> Schaubild 2.2.1



\* In den Jahren 2011 und 2014 änderten sich die Bewertungen von Kernkapital und risikogewichteten Aktiva aufgrund der Eigenkapitalrichtlinien (Capital Requirement Directive) CRD III und CRD IV. **1** Kernkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme; 2010 Übergangsperiode gemäß Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz. **2** Kernkapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva.

Deutsche Bundesbank

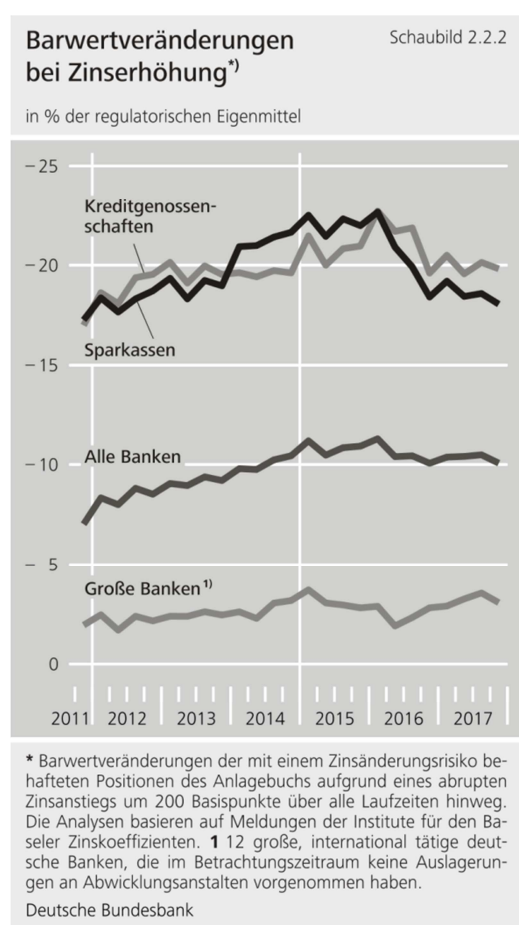
<sup>17</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017a).

<sup>18</sup> Große Banken sind die 11 großen, international tätigen deutschen Banken, die keine Auslagerungen an Abwicklungsanstalten vorgenommen haben. Seit dem dritten Quartal 2016 umfasst diese Gruppe aufgrund einer Fusion nur noch 11 statt 12 Banken. Die großen Banken verfügten Mitte 2017 über 44% der Bilanzsumme aller deutschen Banken.

ein positiver antizyklischer Kapitalpuffer gilt.<sup>19</sup> Insgesamt sind die makroprudenziellen Kapitalpuffer für deutsche Kreditinstitute im Aggregat mit 0,2% gemessen an den risikogewichteten Aktiva gering. Bei den großen deutschen Banken fallen sie mit 0,6% etwas höher aus.

### **Derzeitiges Zinsumfeld birgt Gefahren für Stabilität der Banken**

**Die Zinsänderungsrisiken bei deutschen Banken sind erhöht.** Bei Banken liegen die Zinsbindungsfristen der Aktiva, wie etwa für Kredite und Staatsanleihen, üblicherweise über denen der Passiva. Käme es zu einem abrupten Anstieg der Zinsen, nähmen die Zinskosten schneller zu als die Zinseinnahmen, und der Wert der Aktiva fiel aufgrund der längeren Zinsbindungsdauer stärker als derjenige der Passiva.<sup>20</sup>



Insbesondere Sparkassen und Kreditgenossenschaften gehen weiterhin hohe Zinsänderungsrisiken ein (Schaubild 2.2.2). Zuletzt sind die Zinsänderungsrisiken auch aufgrund schärferer aufsichtlicher Anforderungen leicht zurückgegangen. Dennoch verzeichneten im vierten Quartal 2017 noch immer 53% der Kreditgenossenschaften und 35% der Sparkassen erhöhte Zinsänderungsrisiken. Diese gelten aus Sicht der Bankenaufsicht als erhöht, wenn die potenziellen Barwertverluste infolge eines Zinsschocks – bei dem eine Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve um 200 Basispunkte nach oben und unten unterstellt wird – 20% der Eigenmittel übersteigen.

**Ein abrupter Zinsanstieg kann kurzfristig zu starken Gewinneinbrüchen führen.** Laut einer Umfrage der Bundesbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)<sup>21</sup> bei rund 1 500 kleinen und mittelgroßen Banken rechnen die Banken mit hohen Verlusten bei einer Drehung der Zinsstrukturkurve, also einem starken Anstieg der kurzfristigen und einem Rückgang der langfristigen Zinsen (Schaubild 2.2.3). Stiegen die Zinsen über alle Laufzeiten hinweg, käme es kurzfristig ebenfalls zu einem deutlichen Gewinneinbruch. Nach einigen Jahren würde sich die Gesamtrentabilität, gemessen als Jahresüberschuss vor Steuern relativ zur Bilanzsumme, jedoch

<sup>19</sup> Diese Länder sind Hongkong, Island, Norwegen, Schweden, Slowakei und Tschechien.

<sup>20</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017a).

<sup>21</sup> Die „Umfrage zur Ertragslage und Widerstandsfähigkeit deutscher Kreditinstitute im Niedrigzinsumfeld 2017“ (Niedrigzinsumfrage) bezieht sich auf ca. 1500 kleinere und mittelgroße Banken – darunter Kreditbanken, Sparkassen und Kreditgenossenschaften – und wurde zum Stichtag 31. Dezember 2016 durchgeführt.

verbessern. Bei dauerhaft niedrigen Zinsen an der Nullzinsgrenze würde die Gesamtkapitalrentabilität weiter zurückgehen. Dadurch steigt der Anreiz bei Banken, höhere Risiken einzugehen, um ihre Gewinne zu stabilisieren. Die Banken könnten unter anderem ihre Fristentransformation noch stärker ausweiten, wodurch sich die Zinsänderungsrisiken weiter erhöhen würden.

### Stresstest

Von der Aufsicht durchgeführte Stresstests haben das Ziel, die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems im Falle ungünstiger makroökonomischer Entwicklungen zu prüfen und dabei Effekte aus möglichen Verlusten auf die Kapitalquoten zu schätzen. Bei einem Top-Down-Stresstest verwendet die Aufsicht statistische Verfahren, um die Auswirkungen auf die Solvenz der Banken zu ermitteln. Bei einem Bottom-Up-Stresstest führen die Banken eigene Berechnungen für vorgegebene Risikoszenarien durch.

Ein Bottom-Up-Stresstest wurde beispielsweise im Rahmen der „Umfrage zur Ertragslage und Widerstandsfähigkeit der deutschen Kreditinstitute im Niedrigzinsumfeld 2017“ (Niedrigzinsumfrage) durchgeführt. Hierbei wurden mehrere Risikoszenarien miteinander kombiniert, indem ein abrupter Anstieg der Zinsstrukturkurve um 200 Basispunkte sowie ein gleichzeitiger Anstieg der Kredit- und Marktrisiken simuliert wurde. In diesem Fall werden Banken isoliert betrachtet. Systemische Effekte durch Ansteckung zwischen den Banken und Rückkopplungen auf die Realwirtschaft – wie zum Beispiel verminderte Kredite an Unternehmen und Haushalte – werden nicht berücksichtigt.

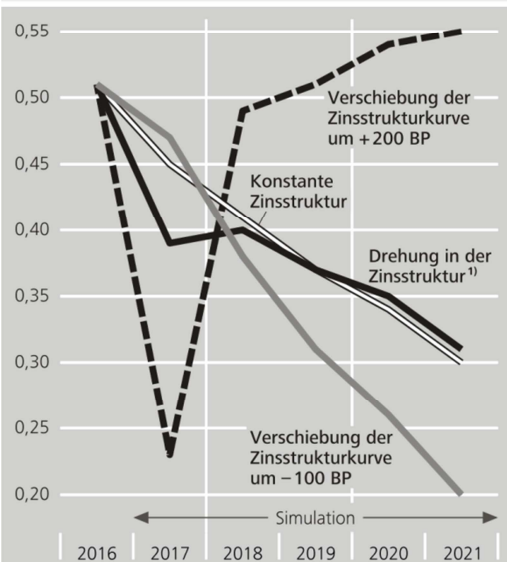
Ein Stresstest im Rahmen der gleichen Umfrage zeigt, dass die meisten Institute selbst bei gravierenden Stressszenarien ausreichend kapitalisiert blieben. Der Ausschuss erörterte die Risiken der deutschen Banken angesichts verschiedener Zinsszenarien. Insgesamt stellte er keine akuten Risiken für die Finanzstabilität fest. Er betonte aber die Notwendigkeit, die Zinsänderungsrisiken aufgrund ihres stabilitätsgefährdenden Potenzials laufend zu analysieren und aufmerksam zu verfolgen.

**Der Ausschuss diskutierte auch die wirtschaftliche Lage der Bausparkassen, deren Geschäftsmodell besonders stark von den niedrigen Zinsen betroffen ist.** Seit der Novellierung des Bausparkassengesetzes im Jahr 2015 dürfen Bausparkassen Mittel aus dem „Fonds zur bauspartechnischen Absicherung“ (FbtA) entnehmen, um ihre Erträge zu stützen. Ursprünglich durfte dieser Fonds nur dazu verwendet werden, die Zuteilung reifer Bausparverträge zu garantieren.

Die Ergebnisse einer bankaufsichtlichen Umfrage aus dem Sommer 2017 deuten darauf hin, dass die

Gesamtkapitalrentabilität kleiner und mittelgroßer Banken in verschiedenen Zinsszenarien<sup>1)</sup> Schaubild 2.2.3

Jahresüberschuss vor Steuern in % der Bilanzsumme



Quelle: Umfrage zur Ertragslage und Widerstandsfähigkeit deutscher Kreditinstitute im Niedrigzinsumfeld 2017. \* Simulation für 1510 kleine und mittelgroße Banken. Die abgebildeten Szenarien unterstellen eine statische Bilanz. <sup>1)</sup> Die Drehung der Zinsstrukturkurve umfasst einen Anstieg des kurzfristigen Zinsniveaus um bis zu 200 Basispunkte (BP) und einen Rückgang des langfristigen Zinsniveaus um bis zu 60 BP.

Deutsche Bundesbank

Bausparkassen ihr Ergebnis durch Entnahmen aus dem Fonds kurzfristig stützen konnten.

### **Aktuell geringer Risikovorbedarft überdeckt strukturelle Schwächen**

Trend-Zyklus-Zerlegung  
der realen Eigenkapitalrentabilität  
deutscher Banken

Schaubild 2.2.4

in %



¹ Jahresüberschuss vor Steuern in Relation zum bilanziellen Eigenkapital (ohne Genussrechte); bis 1992 nur alte Bundesländer; reale Betrachtung abzüglich jährlicher Verbraucherpreis-inflation. ² Zyklische Komponente im Frequenzspektrum eines Konjunkturzyklus auf Basis einer Trend-Zyklus-Zerlegung anhand eines Unobserved-Components-Modells unter Annahme eines stationären stochastischen Zyklus und eines nicht stationären stochastischen Trends.

Deutsche Bundesbank

**Die Profitabilität der deutschen Banken ist weiterhin gering.** Das fortbestehende Niedrigzinsumfeld beeinflusst insbesondere Banken, deren Geschäftsmodell auf dem Zinsgeschäft basiert. So erzielten Sparkassen und Kreditgenossenschaften im Jahr 2016 nur noch ein Zinsergebnis von historisch niedrigen 2% gemessen an der Bilanzsumme. Trotz eines Anstiegs der Bilanzsumme um 3% war das Zinsergebnis im Vergleich zum Vorjahr rückläufig (-2,8%). Die Profitabilität nimmt schon seit Jahren ab, was darauf hindeutet, dass auch strukturelle Faktoren wie intensiver Wettbewerb das Ertragspotenzial der Banken beeinträchtigen (Schaubild 2.2.4).<sup>22</sup> Dabei weisen die deutschen Banken eine im internationalen Vergleich niedrige Kosteneffizienz auf.<sup>23</sup>

### **Im günstigen wirtschaftlichen Umfeld könnten Banken Kreditrisiken unterschätzen.**

Aufgrund einer besseren Eigenkapitalausstattung, aber insbesondere auch wegen der guten konjunkturellen Lage und der niedrigen Kreditzinsen sind die Insolvenzquoten der Unternehmen in den vergangenen Jahren stark gesunken. Diese Entwicklung spiegelte sich im Rückgang der

Risikovorsorge, was die Erträge der Banken stützte.<sup>24</sup> Die Risikovorsorge der Banken erfolgt zum großen Teil rückblickend. Daher besteht die Gefahr, dass Banken künftige Kreditrisiken unterschätzen. Sollte sich die Konjunktur unerwartet stark eintrüben, könnten die Insolvenzquoten und damit auch der Vorsorgebedarf deutlich ansteigen. So würden die Erträge stärker unter Druck geraten und die Risikotragfähigkeit der Banken sinken.<sup>25</sup>

**Der Ausschuss konstatierte vier Faktoren, welche die Profitabilität deutscher Banken in Zukunft besonders unter Druck setzen könnten:** Erstens, die anhaltend niedrigen Zinsen in Verbindung mit einer strukturellen Ertragsschwäche und hohem Wettbewerbsdruck. Zweitens, ein unerwartet schneller und starker Zinsanstieg. Drittens, eine Verschlechterung des derzeit sehr günstigen Bewertungsergebnisses im Kreditgeschäft, etwa

<sup>22</sup> Zur strukturellen Ertragsschwäche vgl.: A. Brunner, J. Decressin, D. Hardy und B. Kudela (2004), Deutsche Bundesbank (2015a) sowie Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2008).

<sup>23</sup> Vgl.: Committee on the Global Financial System (2018).

<sup>24</sup> Dies gilt jedoch nicht für einzelne Groß- und Landesbanken, deren Risikovorsorge im Jahr 2016 aufgrund sehr hoher Wertberichtigungen in den Kreditportfolios für Schiffsfinanzierungen stark gestiegen ist. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017b).

<sup>25</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2016).

durch einen unerwartet starken Anstieg der Insolvenzquoten sowie, viertens, eine niedrige Kosteneffizienz. Der Ausschuss sieht die Banken in der Pflicht, die sich daraus ergebenden Risiken zu berücksichtigen. Niedrige Ausfallraten im Kreditgeschäft und eine geringe Risikovorsorge sollten von den Banken dazu genutzt werden, ihr Eigenkapital weiter zu stärken.

### ***Diskussion zu makroprudenziellen Instrumenten im Bankensektor fortgeführt***

**Die makroprudenzielle Überwachung ist auf die Stabilität des gesamten Finanzsystems ausgerichtet.** Aus dieser Perspektive ist die Stabilität eines einzelnen Instituts nur dann relevant, wenn seine Schieflage die Funktionsfähigkeit des gesamten Banken- oder sogar Finanzsystems gefährden kann. Dies kann geschehen, wenn das jeweilige Institut sehr groß („Too big to fail“) oder eng mit anderen Instituten verflochten ist („Too connected to fail“). Zudem können auch kleinere Institute das System gefährden, wenn mehrere von ihnen ähnlichen Risiken ausgesetzt sind („Too many to fail“). Ziel der makroprudenziellen Instrumente ist es, Risiken entgegenzuwirken, die sich im Finanzsystem aufbauen und dessen Stabilität beeinträchtigen können. Die derzeit verfügbaren makroprudenziellen Instrumente im Bankensektor wirken hauptsächlich über höheres Eigenkapital, um die Widerstandsfähigkeit der Banken gegenüber Verlusten zu erhöhen.<sup>26</sup>

**Große und stark vernetzte Institute spielen eine zentrale Rolle für die Stabilität des Finanzsystems und gelten deswegen als systemrelevant.** Neben einem „global systemrelevanten Institut“ (G-SRI) werden in Deutschland „anderweitig systemrelevante Institute“ (A-SRI) als zentral für das Finanzsystem eingestuft. Die BaFin bestimmt im Einvernehmen mit der Bundesbank jährlich die Liste dieser anderweitig systemrelevanten Institute in Deutschland. Diese belegt sie je nach dem Grad ihrer Systemrelevanz mit einem zusätzlichen Kapitalpuffer.<sup>27</sup> Es werden vier Kapitalpufferklassen unterschieden: 0,5%, 1%, 1,5% und 2%, jeweils gemessen an den risikogewichteten Aktiva. Der Eigenkapitalpuffer für anderweitig systemrelevante Institute wird seit Januar 2017 schrittweise eingeführt.

Im Berichtszeitraum hat die BaFin im Einvernehmen mit der Bundesbank 13 Institute als anderweitig systemrelevant bestimmt.<sup>28</sup> Ein Institut wurde wegen einer durchgeführten Umstrukturierung nicht länger als anderweitig systemrelevant identifiziert. Die BaFin und die Bundesbank haben den Ausschuss im Berichtszeitraum über die als anderweitig systemrelevant identifizierten Institute und die jeweilige Pufferbelegung informiert.

**Der antizyklische Kapitalpuffer soll systemische Risiken aus einer übermäßigen, zyklisch bedingten Kreditvergabe dämpfen.** Steigt die Kreditvergabe relativ zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung stark an, ist dies ein Indiz dafür, dass sich Risiken aufbauen. Ein Anzeichen für einen solchen systemweiten Risikoaufbau kann eine sich ausweitende Kredit/BIP-Lücke liefern, also eine Abweichung des Kredit/BIP-Verhältnisses von

---

<sup>26</sup> Zu den in Deutschland verfügbaren makroprudenziellen Instrumenten siehe Schaubild A.2 im Anhang A auf S. 51.

<sup>27</sup> Maßgeblich hierfür ist § 10 g KWG unter Berücksichtigung der einschlägigen Leitlinien der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA).

<sup>28</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).

seinem langfristigen Trend.<sup>29</sup> Um zyklische Risiken für die Finanzstabilität zu begrenzen, kann die BaFin einen positiven antizyklischen Kapitalpuffer festlegen. Dieser Puffer kann dann von den Banken dazu verwendet werden, Verluste abzufedern. Dadurch soll sichergestellt werden, dass Banken in Krisensituationen die Mindestanforderungen an das Eigenkapital weiterhin erfüllen und ihre Kreditvergabe nicht übermäßig einschränken. Der Ausschuss hatte in keinem der Berichtsquartale Einwände gegenüber dem Vorschlag der BaFin, den antizyklischen Kapitalpuffer für Forderungen in Deutschland bei 0% zu belassen.

**Der Ausschuss tauschte sich über die Methodik zur Bestimmung des antizyklischen Kapitalpuffers aus.** Dabei kamen methodische Schwächen bei der Berechnung der Kredit/BIP-Lücke zur Sprache, die im europäischen und globalen Regulierungsrahmen ein zentraler Indikator für die Bestimmung des antizyklischen Kapitalpuffers ist. Insbesondere wurde erörtert, inwiefern demografische Entwicklungen die Kredit/BIP-Lücke beeinflussen und die Risiken aus einer erhöhten Kreditvergabe überzeichnen könnten. Der Ausschuss stellte im Berichtszeitraum keinen Anpassungsbedarf hinsichtlich der Methodik zur Bestimmung des antizyklischen Kapitalpuffers für Deutschland fest. Dessen ungeachtet wird insbesondere auch auf europäischer Ebene kontinuierlich an der Weiterentwicklung der Methodik gearbeitet, so dass Änderungen zukünftig möglich sind.

**Die regulatorische Eigenkapitalanforderung größerer, potenziell systemgefährdender Institute deckt systemische Risiken in extremen Szenarien mit hohen Verlusten möglicherweise nur unzureichend ab.** Die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen werden vor allem in größeren Banken zum Teil mithilfe eigener Risikomodelle festgelegt. Die Modelle werden von der Aufsicht abgenommen und von den Banken mit den Daten der vergangenen Jahre kalibriert. Aufgrund der langen Phase niedriger Zinsen und günstigen Wirtschaftswachstums umfasst die verwendete Datenhistorie derzeit nur in begrenztem Umfang Phasen eines konjunkturellen Abschwungs mit entsprechend höheren Kreditausfallraten. In der Folge könnte die regulatorische Eigenkapitalausstattung einiger Banken bei einem Abschwung zu niedrig und damit Verluste nicht ausreichend abgedeckt sein. Hierfür ist nicht zuletzt die Frage relevant, inwiefern das Eintreten kollektiv unterschätzter Risiken, etwa bei einer abrupten Eintrübung der Konjunktur, aufgrund der Bedeutung der großen Banken für das Finanzsystem letztlich dessen Stabilität gefährden könnte.

Es gibt auf Basis einer vorläufigen Risikoanalyse der Bundesbank Hinweise, dass die gegenwärtige regulatorische Eigenkapitalausstattung einiger Banken – inklusive der Kapitalpuffer – in stark negativen Szenarien unzureichend sein könnte. Dies trifft insbesondere auf größere, potenziell systemgefährdende Institute zu, die eigene Modelle zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen nutzen.<sup>30</sup> Diese Banken verfügen über eine geringere Kapitaldecke als andere Institute. So betrug im vierten Quartal 2017 das harte Kernkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme bei den potenziell systemgefährdenden Instituten im Median 5,4%, im Vergleich zu 8,8% bei den nicht potenziell systemgefährdenden

---

<sup>29</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015b).

<sup>30</sup> Die Gruppe der potenziell systemgefährdenden Institute umfasste im Jahr 2017 39 Institute, darunter alle A-SRI und G-SRI.

Instituten.<sup>31</sup> Laut ersten Ergebnissen einer vorläufigen Risikoanalyse der Bundesbank überstiege bei einigen dieser Banken der Verlust, der sich beim Eintreten systemischer Kreditrisiken in extremen Szenarien – etwa infolge eines abrupten und massiven Konjunkturabschwungs – ergäbe, die makroprudenziellen Puffer.<sup>32</sup> Eine Risikoeinschätzung soll letztlich auf Basis der Ergebnisse der endgültigen Analyse erfolgen.

Bei Instituten mit eigenen Risikomodellen sind in den vergangenen Jahren zudem die ermittelten Risikogewichte für die Forderungsklassen der Unternehmenskredite und des Mengengeschäfts stark gefallen. Dies entspricht zwar den derzeit guten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Problematisch könnte aber ein Anstieg der durchschnittlichen Risikogewichte sein, der sich möglicherweise bei einer ökonomischen Eintrübung ergibt. Nimmt man beispielsweise an, dass die durchschnittlichen Risikogewichte der Banken in beiden Forderungsklassen auf ihren jeweils höchsten Wert seit dem Jahr 2008 ansteigen, ergibt sich folgendes Ergebnis: Einige Banken würden die Mindestanforderungen an das Eigenkapital trotz bestehender regulatorischer Eigenkapitalpuffer und freiwilligem Überschusskapital nicht erfüllen, ohne dass sie zusätzliches Eigenkapital aufnehmen oder ihre risikogewichteten Aktiva abbauen. Folglich würde eine bessere Ausstattung mit Eigenkapital die Fähigkeit der Banken erhöhen, Verluste in solchen Extremszenarien zu tragen und damit systemische Risiken dämpfen. Der Ausschuss sieht Bedarf an vertieften und umfassenden Risikoanalysen, um darüber befinden zu können, ob vor dem Hintergrund der aktuellen Risikolage – sowie der bestehenden und künftigen mikroprudenziellen Anforderungen – makroprudenzielle Maßnahmen ergriffen werden sollten.

**Makroprudenzielle Puffer haben günstige Eigenschaften, um die Widerstandsfähigkeit der Banken gegenüber Verlusten aus systemischen Risiken zu stärken.**

Sie können als Ergänzung zu mikroprudenziellen Anforderungen an das Mindestkapital in wirtschaftlich guten Zeiten aufgebaut werden und sind in schlechten Zeiten nutzbar. Die Puffer können einen Beitrag dazu leisten, dass Banken ihre Kreditvergabe etwa in Rezessionen oder Krisensituationen nicht übermäßig einschränken. Sollten die Banken einen makroprudenziellen Puffer zeitweilig unterschreiten, wären sie zunächst nur bei den Ausschüttungen an ihre Eigentümer beschränkt. Der Ausschuss erachtet in dieser Frage vertiefte Risikoanalysen in Verbindung mit Analysen zu entsprechenden makroprudenziellen Instrumenten im Rahmen einer Gesamtwürdigung bestehender und zukünftiger Kapitalanforderungen als notwendig.

### ***Quellenverzeichnis***

Brunner, A., J. Decressin, D. Hardy und B. Kudela (2004), Germany's Three Pillar Banking System – Cross Country Perspectives in Europe, IMF Occasional Paper No 233, Juni 2004.

Committee on the Global Financial System (2018), Structural Changes in Banking after the Crisis, CGFS Papers No 60, January 2018.

---

<sup>31</sup> Die Berechnungen basieren auf Angaben zu 23 IRBA-PSI und 1 509 Nicht-IRBA-PSI. IRBA-PSI sind potenziell systemgefährdende Institute (PSI), die eigene Risikomodelle nutzen (Internal Ratings Based Approach: IRBA).

<sup>32</sup> Für Details zum Modell vgl. auch: N. Tente, N. von Westernhagen und U. Slopek (2017).

Deutsche Bundesbank (2015a), Monatsbericht, April 2015.

Deutsche Bundesbank (2015b), Finanzstabilitätsbericht, November 2015.

Deutsche Bundesbank (2016), Finanzstabilitätsbericht, November 2016.

Deutsche Bundesbank (2017a), Finanzstabilitätsbericht, November 2017.

Deutsche Bundesbank (2017b), Monatsbericht, September 2017.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2008), Das deutsche Finanzsystem, Effizienz steigern – Stabilität erhöhen, Expertise im Auftrag der Bundesregierung, Juni 2008.

Tente, N., N. von Westernhagen und U. Slopek (2017), M-PRESS-CreditRisk: A Holistic Micro- and Macroprudential Approach to Capital Requirements, Bundesbank Discussion Paper No 15/2017, Juni 2017.

## 2.3 Risiken bei deutschen Lebensversicherern

**Aus Sicht der Finanzstabilität erfüllt der Versicherungssektor eine kritische Funktion, indem er Unternehmen, Finanzinstitute, private Haushalte und staatliche Stellen gegen finanzielle Risiken absichert.** Ein Ausfall dieser wichtigen volkswirtschaftlichen Funktion träge die Finanz- und Realwirtschaft unmittelbar.

**Direkte und indirekte finanzielle Verflechtungen der Versicherer mit anderen Sektoren des Finanzsystems können zu Ansteckungseffekten führen.** Die direkte Verflechtung besteht insbesondere durch hohe Anlagen von deutschen Versicherern in Banken (22% der Kapitalanlagen von Versicherern im vierten Quartal 2017) und in Investmentfonds (31% der Kapitalanlagen im vierten Quartal 2017).<sup>33</sup> Indirekte Ansteckungseffekte können entstehen, wenn Versicherer ähnliche Anlageportfolios haben und gleichgerichtete Risiken eingehen. Insgesamt verwalteten deutsche Versicherer im vierten Quartal 2017 Kapitalanlagen in Höhe von 2,1 Billionen € oder 14% der finanziellen Aktiva aller deutschen Finanzintermediäre.<sup>34</sup> Damit haben sie einen entscheidenden Einfluss auf die effiziente Allokation von finanziellen Mitteln in der Volkswirtschaft. Hierbei haben Lebensversicherer eine besondere Bedeutung, da sie Ende 2017 1,2 Billionen € oder 55% der Kapitalanlagen aller Versicherer verwalteten.

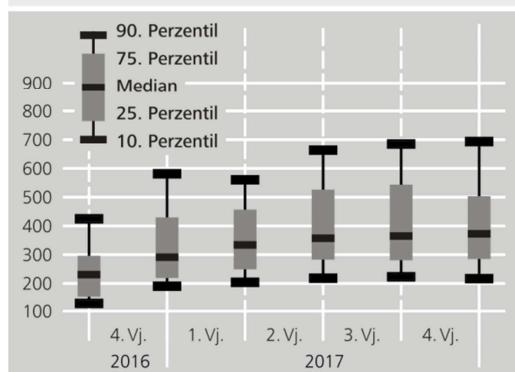
**Aus diesen Gründen befasste sich der Ausschuss für Finanzstabilität im Berichtszeitraum mit der Widerstandsfähigkeit der deutschen Lebensversicherer gegenüber Zinsänderungsrisiken.** Zinsänderungsrisiken sind insbesondere für Lebensversicherer relevant, weil diese häufig feste nominale Zinsgarantien gegeben haben. Da die Laufzeit der Passiva, also der Lebensversicherungsverträge, die Laufzeit der Aktiva typischerweise übersteigt, übernehmen Lebensversicherer ein Wiederanlagerisiko.<sup>35</sup> In einem Niedrigzinsumfeld ist es für viele Lebensversicherer eine Herausforderung, die in der Vergangenheit gewährten Garantiezinsen zu erwirtschaften. Der Ausschuss für Finanzstabilität stimmte darin überein, dass ausreichende Risikopuffer der Versicherer wichtig sind, um systemische Effekte aus dieser gleichgerichteten Anfälligkeit zu verhindern.

**Die Widerstandsfähigkeit der deutschen Lebensversicherer scheint gemessen an den regulatorischen Solvenzquoten solide, weist jedoch eine deutliche Streuung auf.** Im Median betrug die Solvenzquote – definiert als Verhältnis von Eigenmitteln zu Eigenmittelanforderungen – im vierten Quartal 2017 rund 373% (Schaubild 2.3.1). Alle Unternehmen erreichten die regulatorische Mindestquote von 100%. Die Spannweite der Solvenzquoten ist jedoch hoch und spiegelt auch

Solvenzquoten deutscher Lebensversicherer nach Solvency II<sup>\*)</sup>

Schaubild 2.3.1

in %, unternehmensindividuell



Quelle: BaFin und eigene Berechnungen. \* Dargestellt sind die Solvenzquoten der 67 Lebensversicherer, für die durchgehend Quartalsmeldungen vorliegen.

Deutsche Bundesbank

<sup>33</sup> Zur Vernetzung der Sektoren im deutschen Finanzsystem siehe Schaubild A.1 im Anhang A auf S. 50.

<sup>34</sup> Finanzintermediäre sind Banken, Versicherer, Pensionseinrichtungen und Schattenbanken.

<sup>35</sup> Vgl.: A. Möhlmann (2017).

wider, dass die Versicherer unterschiedlich hohe Zinsänderungsrisiken eingegangen sind.<sup>36</sup>

**Allerdings können die regulatorischen Solvenzquoten die ökonomische Risiko-tragfähigkeit der Versicherer überschätzen.** Der Grund hierfür sind die in Solvency II vorgesehenen Übergangsmaßnahmen. Wenn Versicherer die Übergangsmaßnahmen anwenden, müssen die vollen Eigenmittelanforderungen erst ab dem Jahr 2032 erfüllt werden. Die schrittweise Einführung soll mögliche Marktverwerfungen vermeiden. Über 70% der deutschen Lebensversicherer haben zum Jahresende 2016 von Übergangsmaßnahmen Gebrauch gemacht.<sup>37</sup> 14 der insgesamt 87 Unternehmen waren hierauf angewiesen, um die regulatorisch geforderte Solvenzquote von 100% zu erreichen.

### ***Zinsanstieg beeinflusst Zinszusatzreserve***

**Deutsche Lebensversicherer bauen durch die Zinszusatzreserve Puffer gegen anhaltend niedrige Zinsen auf.**<sup>38</sup> Zusätzliche Reserven sind notwendig, weil der Marktwert zukünftiger Zahlungen an die Versicherungsnehmer im Niedrigzinsumfeld höher liegt als nach Handelsgesetzbuch (HGB) ursprünglich reserviert. Die Zinszusatzreserve passt die Rückstellungen sukzessive an den gestiegenen Marktwert an. Dies ist prinzipiell sinnvoll, um Ausschüttungen zu begrenzen und somit Kapital für erwartete künftige Belastungen aus den Garantieverpflichtungen frühzeitig in den Unternehmen zu binden.

**Der Ausschuss diskutierte mögliche Finanzstabilitätsrisiken aus der Finanzierung der Zinszusatzreserve.** Da die laufenden Kapitalerträge die nötigen Aufwendungen nicht decken, muss ein Teil der Zinszusatzreserve auch über die Realisierung von Bewertungsreserven finanziert werden. Sofern dadurch umfangreiche Portfolioumschichtungen nötig sind, können sich adverse Effekte auf den Kapitalmarkt ergeben. Daneben bestehen aufgrund der Ausgestaltung der Zinszusatzreserve Risiken, denn die Lebensversicherer müssen auch bei einem moderaten Zinsanstieg die Zinszusatzreserve weiter aufbauen (Nachlaufeffekt).<sup>39</sup> Da in diesem Szenario die Bewertungsreserven zurückgehen, wird die Finanzierung schwieriger. Aus dieser Situation können hohe handelsrechtliche Verluste für deutsche Lebensversicherer entstehen. Solvenzaufsichtlich kann ein moderater Zinsanstieg dagegen entlastend wirken: die Kapitalerträge aus der Neuanlage fallen höher aus und der Marktwert der Verbindlichkeiten fällt aufgrund ihrer längeren Laufzeit stärker als derjenige der Vermögensanlagen.

---

<sup>36</sup> Zum Zusammenhang zwischen Solvenzquote und Zinsänderungsrisiken vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2017) sowie Deutsche Bundesbank (2016).

<sup>37</sup> Bei Nutzung der Übergangsmaßnahmen haben die Unternehmen in ihrem jährlichen Bericht zur Solvenz- und Finanzlage neben der Solvenzquote unter Anwendung der Übergangsmaßnahmen auch die Eigenmittelanforderungen und die Eigenmittel ohne Anwendung der Übergangsmaßnahmen zu veröffentlichen.

<sup>38</sup> Die Zinszusatzreserve ist ein Bestandteil der Deckungsrückstellung, der für diejenigen Verträge zu bilden ist, für die der Referenzzinssatz – der zehnjährige Durchschnitt der Null-Kupon-Euro-Zinsswapsätze mit einer Laufzeit von zehn Jahren – unterhalb des ursprünglichen für die Deckungsrückstellungen maßgeblichen Rechnungszinses liegt.

<sup>39</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017).

### ***Risiken aus hohen Liquiditätsabflüssen bei abruptem und deutlichem Zinsanstieg***

**Ein abrupter und deutlicher Zinsanstieg könnte im Extremfall zu einer Kündigungswelle von Lebensversicherungskunden führen.** Wird eine Lebensversicherung gekündigt, sieht sich der Versicherer folgender Herausforderung gegenüber: Der Rückkaufswert der Police ist nach geltendem Recht unabhängig vom Marktzins. Um die Auszahlung vorzunehmen, muss der Versicherer jedoch Vermögenswerte veräußern, deren Verkaufswert vom Zinsniveau abhängt. Bei steigenden Zinsen erhöhen sich daher die Anreize für Versicherungsnehmer, ihren Vertrag zu kündigen, um von den höheren Renditemöglichkeiten am Markt zu profitieren.<sup>40</sup>

Falls die Marktzinsen ein unternehmensspezifisches kritisches Niveau übersteigen, bestehen – unter bestimmten Modellannahmen – sogar für alle Kunden eines Lebensversicherers Anreize zu kündigen, da die Rückkaufswerte wegen des gesunkenen Marktwerts der Kapitalanlagen nicht mehr voll kapitalgedeckt sind.<sup>41</sup> Diese unternehmensspezifischen kritischen Zinsniveaus sind im Median von 6% Ende des Jahres 2006 auf 3,7% Ende des Jahres 2016 gesunken. Damit sind die deutschen Lebensversicherer während der Niedrigzinsphase anfälliger gegenüber Liquiditätsabflüssen bei einem abrupten Zinsanstieg geworden.

**Da viele Lebensversicherer dem Risiko von Liquiditätsabflüssen auf ähnliche Weise ausgesetzt sind, können sich Verkäufe von Wertpapieren auf andere Finanzmarktteilnehmer auswirken.** Gleichgerichtete Verkaufsstrategien von vielen Lebensversicherern können Marktpreise, insbesondere für illiquide Anlagen, weiter reduzieren und damit die Anreize für Kündigungen verstärken. Zudem kann es Rückwirkungen auf andere Finanzintermediäre mit ähnlichen Anlageportfolios geben. Die Liquiditätsrisiken aus einem abrupten Zinsanstieg ließen sich reduzieren, wenn es Lebensversicherern erlaubt würde, zinsabhängige Rückkaufswerte anzubieten. Zinsabhängige Rückkaufswerte verhalten sich umgekehrt zum Niveau der Marktzinsen. Sie sinken, wenn das Zinsniveau steigt, und spiegeln damit den Marktwert der festverzinslichen Wertpapiere im Bestand der Versicherer wider. Dadurch würden die Versicherer gegen das Risiko einer Kündigungswelle abgesichert.

### ***Veränderte Vernetzung der deutschen Versicherer mit Banken und Investmentfonds***

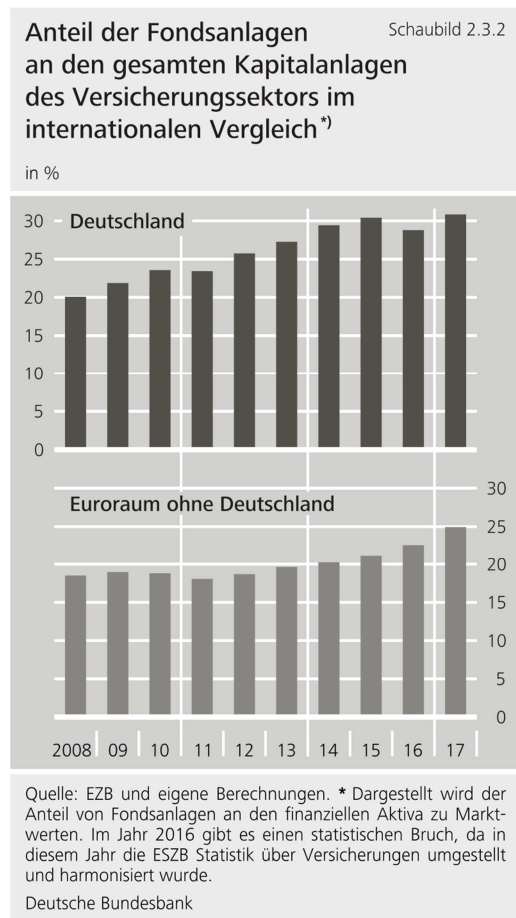
**Der Ausschuss nahm zur Kenntnis, dass deutsche Versicherer ihre Anlagen bei deutschen Banken weiter reduziert haben.** Während der Versicherungssektor im vierten Quartal 2016 noch 14% (275 Mrd €) seiner Kapitalanlagen bei deutschen Banken anlegte, ist dieser Anteil zum vierten Quartal 2017 auf 12% (250 Mrd €) gesunken. Deutsche

---

<sup>40</sup> Zu zinsabhängigen Stornorisiken vgl.: E. Berdin, H. Gründl und C. Kubitzka (2017), Deutsche Bundesbank (2017) sowie M. Feodoria und T. Förstemann (2015).

<sup>41</sup> Die Modellannahmen zur Berechnung der kritischen Zinsniveaus abstrahieren von den Vorteilen einer Absicherung der Versicherten gegenüber biometrischen Risiken, von steuerlichen Vorteilen und von Stornogebühren; vgl.: M. Feodoria und T. Förstemann (2015).

Versicherer reduzieren bereits seit 2013 ihre Anlagen im deutschen Bankensystem und legen stattdessen ihr Kapital zunehmend im staatlichen oder nichtfinanziellen privaten Sektor an.



**Die Verflechtung zwischen dem Versicherungs- und Fondssektor ist in Deutschland erheblich stärker gestiegen als in anderen Ländern des Euroraums.** Deutsche Versicherer haben ihre Anlagen in Investmentfonds von 20% der Kapitalanlagen (284 Mrd €) Ende 2008 auf 31% (671 Mrd €) Ende 2017 erhöht. Der Anstieg verlief dabei dynamischer als im restlichen Euroraum (Schaubild 2.3.2). Aus der höheren Vernetzung im Finanzsystem können Risiken entstehen, zumal auch die Fonds zunehmend miteinander verflochten sind. Wichtig ist zudem, dass über die Fondsanlagen keine Regulierungsarbitrage stattfindet. Daher erfasst die Versicherungsregulierung Solvency II die Anlagerisiken im Fonds mithilfe einer „Durchschau“ (Look-Through Approach). Bei diesem Ansatz werden direkte Anlagen der Kapitalanlage über Fonds gleichgestellt.

**Positiv aus Sicht der Finanzstabilität ist, dass deutsche Lebensversicherer über Fondsanlagen Puffer für künftige Verluste aufbauen können.** Das deutsche Aufsichtsrecht erleichtert es den Lebensversicherern, stille Reserven in Fonds zu bilden. Denn nur Vermögens-

zuwächse, die dem Versicherer zugeflossen sind, werden gemäß „Realisationsprinzip“ des HGB erfolgswirksam. Diese Erträge können nicht vollständig thesauriert werden. Vermögenszuwächse wie Veräußerungsgewinne oder Dividenden, die im Fonds erwirtschaftet werden, können hingegen in diesem thesauriert werden und stellen dann für den Versicherer stille Reserven dar. Diese können zur zeitlichen Glättung der Überschussbeteiligung genutzt werden. Die stillen Reserven im Fonds können gegebenenfalls auch zur Finanzierung künftiger Garantieleistungen an die Versicherten herangezogen werden und insofern aus Finanzstabilitätssicht positiv wirken. Weitere Gründe für Versicherer, die Kapitalanlage an Fonds auszulagern, sind Skaleneffekte und eine hohe Expertise von Fondsmanagern bei speziellen Anlageklassen.

### Quellenverzeichnis

Ausschuss für Finanzstabilität (2017), Vierter Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Juni 2017.

Berdin, E., H. Gründl und C. Kubitza (2017), Rising Interest Rates, Lapse Risk, and the Stability of Life Insurers, ICIR Working Paper Series No 29/17, Juli 2017.

Deutsche Bundesbank (2016), Finanzstabilitätsbericht, November 2016.

Deutsche Bundesbank (2017), Finanzstabilitätsbericht, November 2017.

Feodoria M. und T. Förstemann (2015), Lethal Lapses – How a Positive Interest Rate Shock Might Stress German Life Insurers, Bundesbank Discussion Paper No 12/2015, Juni 2015.

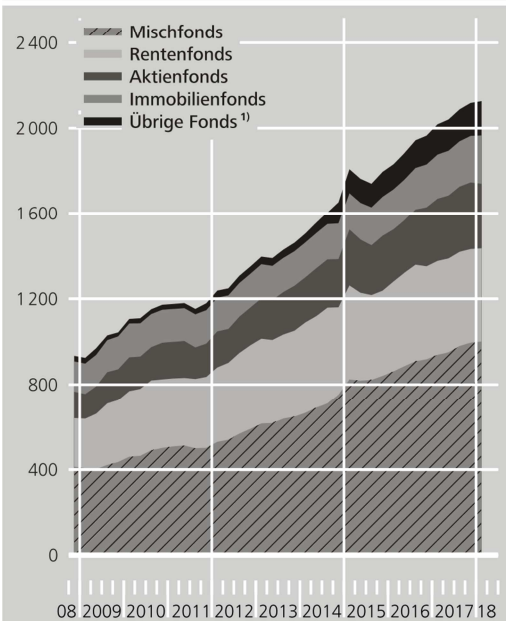
Möhlmann, A. (2017), Interest Rate Risk of Life Insurers – Evidence from Accounting Data, Bundesbank Discussion Paper No 10/2017, Mai 2017.

## 2.4 Risiken bei deutschen Investmentfonds

### Offene Investmentfonds in Deutschland nach gemeldetem Anlageschwerpunkt\*)

Schaubild 2.4.1

Bilanzsumme in Mrd €

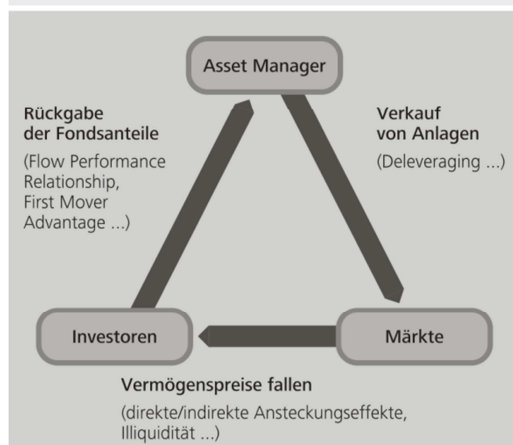


\* Einschließlich der entsprechenden Dachfonds, ohne Geldmarktfonds. 1 Sonstige Fonds (Restkategorie laut EZB-Definition, umfasst u.a. Altersvorsorge-, Derivate-, Kredit-, Schiffs- und Private-Equity-Fonds) und Hedgefonds.

Deutsche Bundesbank

### Liquiditätsspirale

Schaubild 2.4.2



Deutsche Bundesbank

**Bei offenen Investmentfonds bestehen Liquiditätsrisiken.** Der Investmentfondssektor ist in den vergangenen Jahren sowohl global als auch in Deutschland stark gewachsen (Schaubild 2.4.1).<sup>42</sup> Offene Investmentfonds ermöglichen ihren Anlegern, Fondsanteile vor Laufzeitende des Fonds zurückzugeben, halten aber Vermögenswerte mit unterschiedlichen Laufzeiten und Liquidität. Sofern offene Investmentfonds in weniger liquide Aktiva investieren, können aus dieser Liquiditätstransformation Risiken entstehen. Wegen dieser Risiken sind insbesondere bei offenen Investmentfonds, bei denen eine tägliche Anteilsrückgabe möglich ist, die Laufzeit und Liquidität der Vermögensanlagen bedeutend. Daher hat sich der Ausschuss im Berichtszeitraum mit Risiken aus einer übermäßigen Liquiditätstransformation und mit der Regulierung des Liquiditätsmanagements bei offenen Investmentfonds in Deutschland befasst.

**Risiken für die Finanzstabilität können sich aus negativen Liquiditätsspiralen ergeben.** Negative Liquiditätsspiralen können entstehen, wenn der Fonds Vermögenswerte verkauft, um auf Mittelabzüge von Investoren zu reagieren. Insbesondere die Preise wenig liquider Vermögenswerte können durch den Verkauf unter Druck geraten (Schaubild 2.4.2). Sind Investmentfonds mit ähnlichen Geschäftsmodellen betroffen, so können gleichgerichtete Verkaufsentscheidungen dazu beitragen, dass die Vermögenspreise fallen. Fallende Vermögenspreise senken die Bewertung der Fondsanteile, wodurch es zu weiteren Rückgaben von Fondsanteilen kommen kann (Flow Performance Relationship). Fondsmanager werden so dazu gedrängt, weitere Vermögenswerte zu verkaufen. Durch diese Notverkäufe können die Preisvolatilität und Marktilliquidität weiter verstärkt und auf andere Marktsegmente übertragen werden. Finanziert sich ein Investmentfonds vermehrt über Fremdkapital, kann sich dies verstärkend auf solche Liquiditäts-

<sup>42</sup> Die Bilanzsumme der offenen Investmentfonds in Deutschland ist seit Dezember 2008 um 128% gestiegen (Bewertungseffekte eingeschlossen). Zur globalen Bedeutung des Investmentfondssektors vgl.: Deutsche Bundesbank (2015), European Systemic Risk Board (2017) sowie Financial Stability Board (2018).

spiralen auswirken.

**Bei Fonds mit kurzfristigen Rückgabemöglichkeiten und gleichzeitig illiquideren Anlagen können in bestimmten Marktsituationen für die Anleger Anreize bestehen, ihre Investmentfondsanteile frühzeitig zurückzugeben; dadurch können negative Liquiditätsspiralen und mögliche Effekte auf die Marktpreise weiter verstärkt werden.** Geben die Investoren ihre Anteile zurück, könnten Fondsmanager zuerst die Anlagen mit der höchsten Liquidität veräußern. Dadurch erhöht sich der Anteil weniger liquider Anlagen im Fonds. Zusätzlich kann es sein, dass der Investmentfonds die Portfolioanpassung, also den aus einer Anteilsrückgabe resultierenden Verkauf von Vermögenswerten, erst zeitverzögert ausführt. Ein durch den Verkauf ausgelöster Kursrückgang spiegelt sich dann verspätet im Nettoinventarwert des Fonds wider. Investoren, die ihre Anteile zeitnah zurückgeben, profitieren in solchen Fällen auf Kosten von Investoren, die länger im Fonds investiert bleiben (First Mover Advantage). Dies führt dazu, dass Investoren einen Anreiz haben, ihre Anteile möglichst früh zurückzugeben. Falls Investoren diesen zeitlichen Vorteil antizipieren, kann dies selbstverstärkende Rückgaben der Fondsanteile und Notverkäufe der Vermögenswerte auslösen. Hierdurch würde die negative Liquiditätsspirale verstärkt werden.

**Fondsmanager in Deutschland haben derzeit nur begrenzte Möglichkeiten, eine erhöhte Anteilsrückgabe der Investoren kurzfristig zu bedienen, ohne negative Marktwirkungen auszulösen.** Es können vorhandene Barmittel genutzt werden oder in begrenztem Umfang kurzfristige Kredite aufgenommen werden. Mindestquoten für Barmittel bestehen außer für Publikums-Immobilienfonds dabei allerdings nicht. Zudem ist die Möglichkeit der kurzfristigen Kreditaufnahme für die meisten offenen Fonds gesetzlich begrenzt. Eine weitere Möglichkeit, potenziellen Markteffekten entgegenzuwirken, ist der Einsatz von Liquiditätsmanagement-Instrumenten.

**Die deutsche Fondsregulierung sieht derzeit zunächst eine Reihe vorbeugender Liquiditätsmaßnahmen vor.** Der Großteil der offenen Investmentfonds ist bezüglich der Investments auf bestimmte Vermögensgegenstände beschränkt und unterliegt Anlagegrenzen. Werden größere Fonds verwaltet, muss die Kapitalverwaltungsgesellschaft zudem für jeden Investmentfonds über ein angemessenes Liquiditätsmanagement-System verfügen, mit dem die Liquiditätsrisiken überwacht werden. Zudem muss sie sicherstellen, dass die Anlagestrategie, das Liquiditätsprofil und die Rücknahmegrundsätze in den verwalteten Fonds übereinstimmen.

**Der Ausschuss stellte fest, dass in Deutschland aktuell lediglich ein Liquiditätsmanagement-Instrument zum situationsbedingten Einsatz zur Verfügung steht: die Rücknahme der Fondsanteile kann ausgesetzt werden.** Auf europäischer Ebene gibt es in einigen Ländern weitere Liquiditätsmanagement-Instrumente wie Redemption Gates, Swing Pricing oder Side Pockets.<sup>43</sup> Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) hat im Berichtszeitraum Empfehlungen veröffentlicht,

---

<sup>43</sup> Bei Redemption Gates handelt es sich um eine Beschränkung der Rücknahme der Anteile, die im Verhältnis zum Fondsvolumen oder auch im Verhältnis zu den von den Anlegern gehaltenen Anteilen erfolgen kann. Beim Swing Pricing werden die Kosten verursachergerecht zugeordnet, die durch die Ausgabe und Rücknahme der Anteile entstehen. Unter Side Pockets versteht man die Teilung des Investmentvermögens in einen liquiden und in einen illiquiden Teil.

die unter anderem zu einer einheitlichen Verfügbarkeit von Liquiditätsmanagement-Instrumenten in Europa führen sollen.<sup>44</sup>

**Der Ausschuss hielt fest, dass die Schaffung weiterer Liquiditätsmanagement-Instrumente in Deutschland helfen könnte, Liquiditätsrisiken bei Investmentfonds zu reduzieren.** Bei der möglichen Implementierung weiterer Liquiditätsmanagement-Instrumente sind die Arbeiten auf europäischer Ebene zur Umsetzung der ESRB-Empfehlung zu berücksichtigen. Das Thema soll erneut im Ausschuss behandelt werden, sobald die offenen Fragen zur Ausgestaltung und zum Einsatz der Instrumente auf deutscher Ebene weiter untersucht wurden.

### ***Quellenverzeichnis***

Deutsche Bundesbank (2015), Finanzstabilitätsbericht, November 2015.

European Systemic Risk Board (2017), EU Shadow Banking Monitor, Mai 2017.

European Systemic Risk Board (2018), Recommendation on Liquidity and Leverage Risk in Investment Funds (ESRB/2017/6), Februar 2018.

Financial Stability Board (2018), Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, März 2018.

---

<sup>44</sup> Vgl.: European Systemic Risk Board (2018).

## 2.5 Vom Wohnimmobilienmarkt ausgehende Risiken

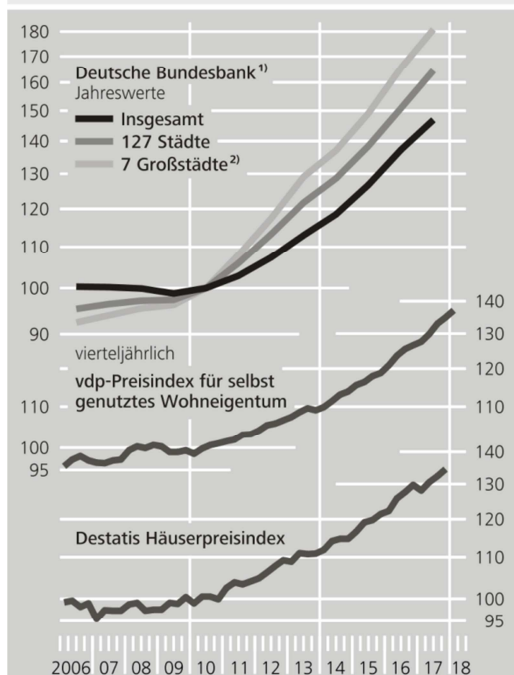
### *Anhaltende Preisdynamik; Finanzstabilitätsrisiken aus Wohnimmobilienfinanzierung jedoch weiter begrenzt*

**Der Wohnimmobilienmarkt in Deutschland hat eine hohe Bedeutung für die Finanzstabilität.** Deshalb befasste sich der Ausschuss im Berichtszeitraum regelmäßig mit diesem Markt. Die indikatorengestützte Überwachung der systemischen Risikolage legt den Fokus dabei im Rahmen vorhandener Daten und Informationen auf eine Gesamtschau der Entwicklungen bei den Preisen für Wohnimmobilien, den Kreditvolumina, den Kreditvergabestandards sowie der Bautätigkeit.<sup>45</sup>

**Der seit dem Jahr 2010 bestehende Preisauftrieb bei Wohnimmobilien setzte sich im Berichtszeitraum fort.** Während sich Wohnimmobilien in Deutschland nach Berechnungen der Bundesbank im Jahr 2016 noch um durchschnittlich 8,3% verteuerten, stiegen die Preise im Jahr 2017 durchschnittlich um 7,0% (Schaubild 2.5.1).<sup>46</sup> Die Preisentwicklung war dabei vor allem auf die anhaltend starke Wohnraumnachfrage zurückzuführen, die unter anderem durch die guten Einkommensaussichten der privaten Haushalte, die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen und die positive Entwicklung am Arbeitsmarkt getragen wurde.<sup>47</sup> Die Zahl fertiggestellter Einheiten erhöhte sich zwar im Jahr 2017. Die Ausweitung des Angebots war indes insgesamt nicht ausreichend, um den bestehenden Nachfrageüberhang abzudecken. Während die Teuerungsrate bei Wohnimmobilien in städtischen Gebieten insgesamt mit etwas über 9% nahezu unverändert im Vergleich zum Vorjahr war, verringerte sich die Preisdynamik in den sieben größten deutschen Städten auf 9,3% gegenüber knapp 11% im Jahr 2016.<sup>48</sup> Gleichwohl lag das Preiswachstum im Jahr 2017 damit oberhalb des durchschnittlichen Wertes der drei vorherigen Jahre. Schätzungen der Bundesbank legen nahe, dass die Preisdynamik insgesamt wohl auch im Jahr 2017 über die durch fundamentale Bestimmungsfaktoren gerechtfertigte Rate hinausging. In den städtischen Gebieten insgesamt betrug die Preisübertreibungen demnach zwischen 15% und 30%. Weitere Indikatoren – wie die Relation zwischen Kaufpreisen und Einkommen sowie Kaufpreisen und Jahresmieten –

Preise für Wohnimmobilien in Deutschland Schaubild 2.5.1

2010 = 100, log. Maßstab



<sup>1</sup> Transaktionsgewichtet. Eigene Berechnungen auf Basis von Preisangaben der bulwiengesa AG. <sup>2</sup> Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart. Deutsche Bundesbank

<sup>45</sup> Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2017).

<sup>46</sup> Eigene Berechnungen auf Basis von Angaben der bulwiengesa AG. Das Indikatorensystem der Bundesbank enthält weitere Informationen zum deutschen Wohnimmobilienmarkt, abrufbar unter: <http://www.bundesbank.de/wohnmobilien>.

<sup>47</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2018a), S. 52-54.

<sup>48</sup> Die sieben größten deutschen Städte sind Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart.

deuten darauf hin, dass sich die Wohnimmobilienpreise in Deutschland im Jahr 2017 stärker erhöht haben, als fundamentale Bestimmungsfaktoren nahe legen.

### Modellbasierter Ansatz zur Bewertung der Preisentwicklung am deutschen Wohnimmobilienmarkt

Dem Bewertungsansatz der Bundesbank liegt unter anderem ein regional differenziertes Schätzmodell zugrunde.<sup>49</sup> Als Referenzwert für die Bewertung der tatsächlichen Preise wird der geschätzte Wohnimmobilienpreis herangezogen, der von den nachhaltigen Entwicklungen der wirtschaftlichen und soziodemografischen Einflussgrößen bestimmt wird. Hierzu gehören der Immobilienbestand pro Kopf, das verfügbare Pro-Kopf-Einkommen, die Bevölkerungsdichte und die Altersstruktur der Bevölkerung. Darüber hinaus wird der Einfluss gesamtwirtschaftlicher Faktoren berücksichtigt. Dazu zählen die langfristigen Wachstumserwartungen an das reale Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt und der um längerfristige Inflationserwartungen bereinigte effektive durchschnittliche Hypothekenzinssatz. Die Hypothekenzinsen in Deutschland dürften seit einigen Jahren ihr Gleichgewichtsniveau aus Sicht des Immobilienmarkts unterschreiten. Die geschätzten Überbewertungen gehen demnach zum Teil auf die Abweichung der tatsächlichen Zinsen von ihrem Niveau im Jahr 2009 – vor Beginn des krisenbedingt außerordentlichen Zinsrückgangs im Euroraum – zurück, das näher am langfristig gleichgewichtigen Zinsniveau liegen dürfte.

#### Wohnungsbaukredite deutscher Banken an inländische private Haushalte<sup>\*)</sup>

Schaubild 2.5.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, nominal, saisonbereinigt, Monatsendstände



\* Einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck. Bis 1991 Angaben nur für Westdeutschland.  
Deutsche Bundesbank

#### Die Wachstumsrate der Wohnungsbaukredite an private Haushalte stieg im Berichtszeitraum leicht an.

Im Jahr 2017 wuchsen die Wohnungsbaukredite an private Haushalte nominal im Durchschnitt mit etwa 3,9%, nach 3,7% im Jahr 2016. Die Wachstumsrate lag weiterhin unterhalb des langjährigen Mittelwertes seit Anfang der 1980er Jahre von 4,8% und war damit im historischen Vergleich nicht außergewöhnlich hoch (Schaubild 2.5.2). Die Zinsen für Wohnungsbaukredite sanken im Berichtszeitraum nicht weiter. Der durchschnittliche Effektivzinssatz für Wohnungsbaukredite an private Haushalte lag im Neugeschäft im Jahr 2017 weitestgehend unverändert bei etwa 1,8%. Nach rund 44% im Vorjahresquartal machten bei deutschen Banken Kredite mit einer Zinsbindungsfrist von mehr als

zehn Jahren im ersten Quartal 2018 gut 45% des Neugeschäfts an Wohnungsbaukrediten aus. Dieser Anteil lag damit deutlich über den 26% von Anfang 2010. Die Zinsänderungsrisiken der privaten Haushalte sind damit tendenziell gesunken, wohingegen die Zinsänderungsrisiken bei den Kreditinstituten tendenziell gestiegen sein dürften.

<sup>49</sup> Vgl.: F. Kajuth, T. Knetsch und N. Pinkwart (2016).

**Auf Basis aggregierter Statistiken war die Verschuldung der privaten Haushalte im Verlauf des Jahres 2017 leicht rückläufig.** Relativ zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) betrug die private Haushaltsverschuldung im Jahr 2017 52,2%. Zudem sank die Verschuldung der privaten Haushalte relativ zum verfügbaren Einkommen von 91,6% im Jahr 2016 auf rund 91% im Jahr 2017. Gemessen an diesen Kennzahlen ist die Verschuldung privater Haushalte in Deutschland im internationalen Vergleich moderat. Im Euroraum lag die Verschuldung im Verhältnis zum BIP im vierten Quartal 2017 bei 58% und im Verhältnis zum Einkommen bei knapp 93,5%.<sup>50</sup> Die aggregierten Daten liefern somit keine Hinweise darauf, dass sich die Schuldentragfähigkeit der inländischen Haushalte verschlechtert hat.

**Die vorliegenden Informationen deuten aus Finanzstabilitätssicht insgesamt nicht darauf hin, dass die Banken ihre Kreditvergabestandards im Wohnungsbaukreditgeschäft merklich gelockert haben.** So liefern die Ergebnisse der Niedrigzinsumfrage 2017 für den Zeitraum von 2014 bis 2016 keine Hinweise eines substanziellen Anstiegs der Fremdkapitalanteile bei Wohnimmobilienfinanzierungen durch die befragten kleinen und mittelgroßen deutschen Institute.<sup>51</sup> Des Weiteren zeigen die Umfragedaten, dass die durchschnittliche anfängliche Tilgungsquote leicht angestiegen ist, von 3,6% im Jahr 2014 auf 3,8% im Jahr 2016. Gleichzeitig kam es neben den bis ins Jahr 2016 rückläufigen Zinsen zu einem Anstieg der durchschnittlichen Darlehensbeträge bei der Wohnimmobilienfinanzierung. Dies lässt darauf schließen, dass die Kreditnehmer den durch die gesunkenen Zinsen entstandenen Spielraum zumindest teilweise genutzt haben, um die gestiegenen Immobilienpreise mittels höherer Kreditsummen zu finanzieren. In der vierteljährlichen Umfrage des Eurosystems zur Kreditvergabepolitik der Geschäftsbanken (Bank Lending Survey: BLS) werden auch etwa 35 deutsche Institute befragt. Diese gaben an, in den vier Quartalen des Jahres 2017 und im ersten Quartal des Jahres 2018 per saldo ihre Margen sowohl für durchschnittlich riskante als auch für risikoreichere Wohnungsbaukredite aufgrund des hohen Wettbewerbs im Bankensektor verengt zu haben. Falls die Verengung der Margen den Kreditrisiken nicht mehr ausreichend Rechnung trägt, würde dies zu einem Risikoaufbau beitragen. Zudem gaben die befragten Banken in drei der vier Quartale des Jahres 2017 sowie im ersten Quartal 2018 an, per saldo ihre Kreditrichtlinien im Wohnungsbaukreditgeschäft gelockert zu haben. Laut zusätzlicher Informationen der Banken in der Umfragerunde vom April 2018 sind ihre gegenwärtigen Kreditrichtlinien allerdings deutlich straffer, gemessen an dem Mittelpunkt der Bandbreite der seit dem zweiten Quartal 2010 implementierten Richtlinien.<sup>52</sup>

**Von der Bundesbank im Berichtszeitraum durchgeführte Wohnimmobilien-Stresstests lassen darauf schließen, dass die deutschen Banken ausreichend kapitalisiert sind, um in einer isolierten Betrachtung der Wohnimmobilien-Kreditportfolios einen adversen Schock am Wohnimmobilienmarkt verkraften zu können.**<sup>53</sup> Anhand der Stresstestmodelle wurden die Kapitalverluste geschätzt, die den

---

<sup>50</sup> Die Angaben basieren auf Statistiken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank for International Settlements: BIS), abrufbar unter <http://stats.bis.org/statx/srs/table/f3.1>, und der Europäischen Zentralbank (EZB), vgl.: European Central Bank (2018).

<sup>51</sup> Die „Umfrage zur Ertragslage und Widerstandsfähigkeit deutscher Kreditinstitute im Niedrigzinsumfeld 2017“ (Niedrigzinsumfrage) bezieht sich auf ca. 1 500 kleinere und mittelgroße Banken – darunter Kreditbanken, Sparkassen und Kreditgenossenschaften – und wurde zum Stichtag 31. Dezember 2016 durchgeführt.

<sup>52</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2018b).

<sup>53</sup> Für eine ausführliche Darstellung vgl.: Deutsche Bundesbank (2017), S. 55-56.

Banken aus ihren Wohnimmobilien-Kreditportfolios unter zwei adversen makroökonomischen Schock-Szenarien jeweils über einen Prognosehorizont von drei Jahren entstehen. Im ersten adversen Szenario wird ein Preiseinbruch bei Wohnimmobilien von bis zu 20%, im zweiten von bis zu 30% unterstellt. Mit diesen Szenarien wurde zunächst für die kleinen und mittelgroßen deutschen Institute auf Basis granularer Daten aus der Niedrigzinsumfrage ein auf Wohnimmobilien fokussierter, mikroprudenzieller Stresstest durchgeführt. Die geschätzte Reduktion der harten Kernkapitalquote belief sich im Aggregat auf 0,5 Prozentpunkte im ersten und 0,9 Prozentpunkte im zweiten Szenario. Die Ergebnisse dieses Stresstests lassen darauf schließen, dass die kleinen und mittelgroßen Institute ausreichend kapitalisiert sind, um einen vom Wohnimmobilienmarkt ausgehenden Schock in den unterstellten Größenordnungen abzufedern. Zusätzlich wurde ein Wohnimmobilien-Stresstest für das gesamte deutsche Bankensystem durchgeführt. Dieser basierte unter anderem auf regelmäßig erhobenen Bankeinzeldaten sowie regional differenzierten Daten zu Wohnimmobilienpreisen und kommt bei identischen Makroszenarien zu einem ähnlichen Ergebnis.<sup>54</sup> Allerdings kann anhand von Stresstests, die sich ausschließlich auf Wohnimmobilienkredite konzentrieren, nur eingeschränkt abgeschätzt werden, wie sich eine Krise am Wohnimmobilienmarkt letztlich auf die Stabilität des Finanzsystems auswirken könnte. Da zum Beispiel keine Ansteckungseffekte auf andere Forderungsklassen oder Institute abgebildet werden, stellen die Ergebnisse der Stresstests für die unterstellten Szenarien aus Finanzstabilitätsperspektive somit eher eine Untergrenze der möglichen Auswirkungen dar.

Der Ausschuss kam insgesamt zu dem Ergebnis, dass die auf Grundlage der vorliegenden Informationen durchgeführten laufenden Analysen auf keine unmittelbare Gefährdung der Finanzstabilität aus den Entwicklungen am deutschen Wohnimmobilienmarkt schließen lassen. Gleichwohl besteht das Risiko, dass der Wert von Kreditsicherheiten überschätzt wird. So könnten Kreditinstitute bei der Ermittlung der Beleihungswerte von Immobiliensicherheiten nicht hinreichend berücksichtigen, dass in Teilen des deutschen Wohnimmobilienmarkts Überbewertungen bestehen. Sollte es zu deutlichen Preiskorrekturen kommen, steigt das Risiko, dass die Erlöse aus dem Verkauf von Wohnimmobiliensicherheiten nicht ausreichen, um bei Darlehensausfällen noch ausstehende Forderungen von Darlehensgebern abzudecken. Eine Überschätzung des Wertes von Kreditsicherheiten wäre folglich mit einem höheren Risiko verbunden, dass es im Falle von Darlehensausfällen zu Verlusten bei den Darlehensgebern kommt.<sup>55</sup>

### ***Stand der Umsetzung makroprudenzieller Instrumente für den Wohnimmobilienmarkt und Bewertung der Umsetzung der Empfehlung AFS/2015/1***

**Mit dem im Juni 2017 in Kraft getretenen Finanzaufsichtsrechtergänzungsgesetz wurden zwei der vier vom Ausschuss im Juni 2015 empfohlenen makroprudenziellen Instrumente im Bereich der Wohnimmobilienfinanzierung**

---

<sup>54</sup> Hier lag der geschätzte Rückgang der aggregierten harten Kernkapitalquote bei knapp 0,4 Prozentpunkten im ersten und etwa 0,6 Prozentpunkten im zweiten adversen Szenario. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017).

<sup>55</sup> Zur möglichen Unterschätzung von Kreditrisiken im Bankensektor siehe auch den betreffenden Abschnitt im Kapitel 2.2 „Risiken im deutschen Bankensektor“ auf S. 15 – 22.

**geschaffen.**<sup>56</sup> Sollte es in diesem Bereich zu einer Gefährdung der Finanzstabilität kommen, stehen künftig nicht nur kapitalbasierte makroprudenzielle Instrumente zur Verfügung, um über zusätzliche Kapitalanforderungen gegebenenfalls die Risikotragfähigkeit des Bankensektors zu erhöhen.<sup>57</sup> Soweit erforderlich können nun auch bestimmte Mindeststandards bei der Vergabe von Wohnimmobilienkrediten als makroprudenzielle Instrumente im Neugeschäft gewerblicher Darlehensgeber eingesetzt werden.<sup>58</sup> Risiken für die Finanzstabilität aus der Wohnimmobilienfinanzierung können sich insbesondere dann ergeben, wenn Überbewertungen an Wohnimmobilienmärkten mit nachlassenden Kreditvergabestandards und einer übermäßigen Ausweitung der Kreditvergabe einhergehen. Sollte künftig eine solche Gefährdung der Finanzstabilität festgestellt werden, kann die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) bei neuen Darlehensfinanzierungen zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien das Instrument einer Obergrenze für die Darlehensvolumen-Immobilienwert-Relation (Loan-to-Value-Ratio: LTV) einsetzen. Das bedeutet, sie kann bei neuen Wohnimmobilienfinanzierungen von den Darlehensnehmern einen bestimmten Mindestanteil an eigenen finanziellen Mitteln verlangen. Zudem kann den Darlehensnehmern über das zweite neue Instrument, die Amortisationsanforderung, auferlegt werden, innerhalb eines vorgegebenen Zeitraums mindestens einen bestimmten Teilbetrag eines neu aufgenommenen Darlehens zu tilgen.<sup>59</sup>

Diese Instrumente sind primär darauf ausgerichtet, die möglichen Verluste für Darlehensgeber zu begrenzen, wenn es zu Darlehensausfällen kommt. Die Wahrscheinlichkeit eines späteren Darlehensausfalls beeinflussen sie hingegen allenfalls indirekt. Denn im Falle eines sich aufbauenden kreditgetriebenen Immobilienpreisbooms ermöglicht die starke Preisdynamik bei gleichbleibender LTV höhere absolute Kreditbeträge, während die Einkommen der Kreditnehmer im Durchschnitt nicht mit der Immobilienpreisdynamik Schritt halten dürften. In einer solchen Situation gehen die höheren Kreditbeträge zu Lasten der Schulden-tragfähigkeit der Kreditnehmer, was die Ausfallwahrscheinlichkeit erhöht, während die immobiliengebundenen Kreditsicherheiten gegebenenfalls überbewertet sind. Unter Hinweis auf Wechselwirkungen und Komplementärbeziehungen betonte der Ausschuss daher in seiner Empfehlung vom Juni 2015 auch die Notwendigkeit einkommensbezogener Instrumente – und zwar in Form von Obergrenzen für den gesamten Schuldendienst (Zins- und Tilgungsleistungen) eines Darlehensnehmers im Verhältnis zu seinem Einkommen (Schuldendienstfähigkeit) und für die Gesamtverschuldung-Einkommens-Relation. Während in dem Gesetzentwurf der Bundesregierung vom Dezember 2016 alle vier vom Ausschuss empfohlenen Instrumente vorgesehen waren, hat der Gesetzgeber einer Beschlussempfehlung des Finanzausschusses des Bundestags folgend auf eine Schaffung der einkommensbezogenen Instrumente verzichtet.<sup>60</sup> Die Bundesregierung wurde jedoch aufgefordert, die neu geschaffenen Instrumente bis Ende des Jahres 2019 zu evaluieren, wobei die

---

<sup>56</sup> Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015) sowie Finanzaufsichtsrechtergänzungsgesetz vom 6. Juni 2017.

<sup>57</sup> Siehe EU-Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation: CRR) und -richtlinie (Capital Requirements Directive IV: CRD IV).

<sup>58</sup> Der Empfehlung des Ausschusses von 2015 folgend sieht das Finanzaufsichtsrechtergänzungsgesetz vor, dass alle gewerblichen Darlehensgeber im Wohnimmobilienbereich, also neben Kreditinstituten auch Versicherer und Kapitalverwaltungsgesellschaften, mit den neuen makroprudenziellen Instrumenten erfasst werden können.

<sup>59</sup> Für endfällige Darlehen, die erst am Ende ihrer Laufzeit durch vollständige Tilgung zurückführt werden müssen, wird durch eine Amortisationsanforderung entsprechend eine maximale Laufzeit vorgegeben.

<sup>60</sup> Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2017) sowie Deutscher Bundestag (2017).

Evaluierung auch der Überprüfung dienen sollte, ob eine Ergänzung des Instrumentariums um einkommensbezogene Instrumente notwendig sei.<sup>61</sup>

**Im Berichtszeitraum befasste sich der Ausschuss mit der Frage der formalen Bewertung der Umsetzung der Empfehlung AFS/2015/1 durch die Bundesregierung.** Gegenstand der Einschätzung ist ausschließlich die Umsetzungsmaßnahme des Adressaten, das heißt der Gesetzentwurf der Bundesregierung vom Dezember 2016, der noch alle vier vom Ausschuss empfohlenen Instrumente vorgesehen hatte.<sup>62</sup> Der Ausschuss hatte der Bundesregierung im Juni 2015 darüber hinaus empfohlen, das Vorhandensein von Rechtsgrundlagen zu gewährleisten, die es ermöglichen, Daten zu Wohnimmobilienkrediten zu erheben. Denn um systemische Risiken aus der Wohnimmobilienfinanzierung im Rahmen der makroprudenziellen Überwachung frühzeitig zu erkennen und um Wirkungsanalysen im Vorfeld eines Einsatzes von Instrumenten durchzuführen, sind makroökonomische Informationen allein nicht ausreichend. Es bedarf hierzu ergänzend disaggregierter Daten, um zum Beispiel die Wirkung eines Instrumenteneinsatzes näher einzuschätzen und eine umfassende Datenbasis für die Einschätzung der makroprudenziellen Risikolage zu haben. Mit Blick auf eine mögliche europäische Regelung hat die Bundesregierung in ihrem Gesetzentwurf allerdings davon abgesehen, eine neue Rechtsgrundlage für eine Datenerhebung zu Wohnimmobilienkrediten zu schaffen.<sup>63</sup> Insofern bewertete der Ausschuss die Umsetzung seiner Instrumenten-Empfehlung durch die Bundesregierung als „größtenteils eingehalten bei geringfügigen Abweichungen“, während die Daten-Empfehlung als „Nichtumsetzung hinreichend erläutert“ eingeschätzt wurde.

**Der Ausschuss diskutierte mögliche Folgen fehlender einkommensbezogener Instrumente und der unzureichenden Datengrundlage.** Durch den Verzicht auf einkommensbezogene Instrumente dürfte die Effektivität und Effizienz makroprudenzieller Politik geringer ausfallen. Denn das Einkommen stellt eine maßgebliche Größe zur Bestimmung der Schuldentragfähigkeit dar. Diese wiederum ist entscheidend dafür, ob ein Haushalt den Kredit über die gesamte Laufzeit bedienen kann. Einkommensbezogene Instrumente, wie es sie in anderen Ländern des Euroraums bereits gibt, können daher dazu beitragen, dem Entstehen möglicher systemischer Wohnimmobilienkrisen zielgerichtet entgegenzusteuern. Die Analyseergebnisse und Überlegungen, auf deren Grundlage die Schaffung auch zweier einkommensbezogener Instrumente empfohlen wurde, sind somit weiterhin stichhaltig. Außerdem wird bei der makroprudenziellen Überwachung, insbesondere aber bei einem etwaigen Einsatz der neu geschaffenen Instrumente und dessen Wirkungsanalyse bis auf Weiteres zu berücksichtigen sein, dass entsprechende Daten zu Wohnimmobilienkrediten und den dabei angewandten Kreditvergabestandards den Aufsichtsbehörden nicht in der vom Ausschuss empfohlenen Quantität und Qualität zur Verfügung stehen. Auch durch einen Rückgriff auf Sonderumfragen insbesondere im Vorfeld

---

<sup>61</sup> Vgl.: Deutscher Bundestag (2017).

<sup>62</sup> Vgl.: Bundesregierung (2016).

<sup>63</sup> Hierbei ist insbesondere auf entsprechende Initiativen der Europäischen Zentralbank und des Eurosystems infolge der Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken zur Schließung von Datenlücken bei der Überwachung von Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten zu verweisen. Vgl.: European Systemic Risk Board (2016).

eines etwaigen Instrumenteneinsatzes lässt sich dieses Informationsdefizit nicht vollständig beheben.<sup>64</sup>

**Der Ausschuss beschäftigte sich mit Folgearbeiten zu den Rahmenbedingungen eines etwaigen Einsatzes der neu geschaffenen Instrumente.** So befasste sich der Ausschuss im Dezember 2017 mit einem von der Bundesbank vorgestellten Konzept für ein Rahmenwerk zur Kalibrierung und Evaluierung der neuen makroprudenziellen Instrumente für den Wohnimmobilienmarkt. Insbesondere die dort vorgesehenen Wirkungsanalysen bei einem etwaigen Instrumenteneinsatz verlangen danach, Daten zu Wohnimmobilienkrediten zu erheben und dadurch die Datengrundlage zu verbessern. Außerdem ließ sich der Ausschuss über den Stand laufender Arbeiten an einer vom Bundesministerium der Finanzen (BMF) zu erlassenden Rechtsverordnung zu den neuen Instrumenten informieren. Hieran sind neben dem BMF unterstützend auch die Bundesbank und die BaFin beteiligt.

### ***Verbesserung der Datenlage an den Immobilienmärkten bleibt erforderlich***

**Ein zentrales Anliegen des Ausschusses ist es, dass die erforderlichen Daten zur Überwachung der Risiken aus der Immobilienfinanzierung und für die Einsatzfähigkeit der makroprudenziellen Instrumente verfügbar sind.**<sup>65</sup> Die Bundesregierung hat vorerst darauf verzichtet, eine Rechtsgrundlage für die Datenerhebung zu Wohnimmobilienkrediten zu schaffen.<sup>66</sup> Hintergrund war die Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) zur Schließung von Datenlücken an den Immobilienmärkten, die möglicherweise eine gemeinsame europäische Regelung herbeiführt.<sup>67</sup> Gleichwohl richtet sich die Empfehlung des ESRB an die nationalen makroprudenziellen Behörden; in Deutschland folglich an den Ausschuss für Finanzstabilität.<sup>68</sup> Die nationalen Behörden sind aufgefordert, bis Ende 2018 einen Zwischenbericht bezüglich der Verfügbarkeit von Daten und bis Ende 2020 einen Endbericht an den ESRB zu vorzulegen. Bis dahin sollten die nationalen makroprudenziellen Behörden die empfohlenen Indikatoren in ihre indikatorenbasierte Überwachung integrieren und dem ESRB verfügbar machen. Die Anfang 2017 vom Ausschuss gegründete Arbeitsgruppe zum Thema Immobiliendaten begleitet die Umsetzung der ESRB-Empfehlung. Während für den Bereich der Gewerbeimmobilienfinanzierung perspektivisch die Verfügbarkeit von Einzelkreditdaten aus der AnaCredit-Erhebung ab Mitte 2019 Abhilfe schaffen wird, wird dies für Wohnimmobilienfinanzierungen von natürlichen Personen als Kreditnehmern bis auf weiteres nicht gelten.<sup>69</sup> Demzufolge bleibt auch nach Beginn der AnaCredit-Erhebung ab Mitte 2019 die Datenbasis weiterhin unvollständig.

---

<sup>64</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017).

<sup>65</sup> Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015).

<sup>66</sup> Vgl.: Bundesregierung (2016).

<sup>67</sup> Vgl.: European Systemic Risk Board (2016).

<sup>68</sup> Die Umsetzung der ESRB-Empfehlung unterliegt dem sogenannten „Comply-or-Explain“-Verfahren. Die nationale Umsetzung ist mithin nicht verpflichtend, sie kann bei hinreichender Erläuterung der nationalen Entscheidung entfallen.

<sup>69</sup> AnaCredit steht für „Analytical Credit Datasets“, ein europäisches 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.

**Die erforderlichen Indikatoren zur Wohnimmobilienfinanzierung sind in Deutschland bislang insbesondere für die Kreditvergabestandards meist nicht oder in nicht repräsentativer Form verfügbar.** Dies gilt für die in der ESRB-Empfehlung gestellten Anforderungen wie auch für die Datenerfordernisse zur nationalen Aufgabenerfüllung des Ausschusses gleichermaßen. Insofern ist es wichtig, realisierbare nationale Ansätze zu entwickeln.

***Kein Anpassungsbedarf für privilegierte Risikogewichte bei mit Immobilien besicherten Krediten in jährlicher Überprüfung nach Kapitaladäquanzverordnung***

**Die Überprüfung der Angemessenheit der Privilegierung der Risikogewichte bei mit Immobilien besicherten Krediten ergab für den Berichtszeitraum keinen Anpassungsbedarf.** Immobilienbesicherte Kredite werden sowohl im Kreditrisiko-Standardansatz als auch in internen Modellen der Banken dadurch privilegiert, dass niedrigere Risikogewichte angesetzt werden als für viele andere Risikopositionen. Die Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation: CRR) verpflichtet die nationalen Behörden, diese Privilegierung jährlich zu überprüfen. Dadurch soll sichergestellt werden, dass die vergangenen und die künftig zu erwartenden Verluste in angemessenem Umfang berücksichtigt werden.<sup>70</sup> Die Ergebnisse des von der BaFin und Bundesbank durchgeführten Bewertungsverfahrens deuten für den Berichtszeitraum nicht darauf hin, dass eine Anhebung der privilegierten Risikogewichte erforderlich ist. Der Ausschuss teilte diese Einschätzung.

***Quellenverzeichnis***

Ausschuss für Finanzstabilität (2015), Empfehlung zu neuen Instrumenten für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien (AFS/2015/1), 30. Juni 2015.

Ausschuss für Finanzstabilität (2017), Vierter Bericht an den Deutschen Bundestag, Juni 2017.

Bundesregierung (2016), 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 (Finanzaufsichtsrechtsergänzungsgesetz) vom 21. Dezember 2016, verfügbar als BT-Drucksache 18/10935.

Deutsche Bundesbank (2017), Finanzstabilitätsbericht, November 2017.

Deutsche Bundesbank (2018a), Monatsbericht, Februar 2018.

---

<sup>70</sup> Laut Art. 125 und 126 CRR ist im Standardansatz für mit Wohn- oder Gewerbeimmobilien besicherte Kredite ein privilegiertes Risikogewicht von 35% bzw. 50% möglich. Bei der Anwendung interner Modelle zur Bestimmung der Risikogewichte gelten nach Art. 164 CRR Mindestwerte bei den Verlustquoten ausgefallener Kredite von 10% bzw. 15%.

Deutsche Bundesbank (2018b), April-Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) in Deutschland, Pressenotiz, April 2018.

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

European Central Bank (2018), Households and Non-financial Corporations in the Euro Area: Fourth Quarter of 2017, Press Release, April 2018.

European Systemic Risk Board (2016), Recommendation on Closing Real Estate Data Gaps (ESRB/2016/14), Oktober 2016.

Finanzaufsichtsrechtergänzungsgesetz vom 6. Juni 2017, Bundesgesetzblatt BGBl. Teil I, Jg. 2017, Nr. 34, Bonn, 9. Juni 2017, S. 1495-1502.

Kajuth, F., T. Knetsch und N. Pinkwart (2016), Assessing House Prices in Germany: Evidence from a Regional Dataset, Journal of European Real Estate Research, Vol 9 No 3, S. 286-307.

## 2.6 Cyberrisiken

### **Die Bedrohung der Finanzstabilität durch Cyberrisiken hat weiter zugenommen.**

Das Finanzsystem und seine Akteure sind ein attraktives Ziel für finanziell oder politisch motivierte Angreifer. Verschiedene Faktoren machen das Finanzsystem zudem verwundbar gegenüber immer professionelleren Cyberangriffen: Die wachsende Abhängigkeit von IT-Dienstleistungen, der Einsatz neuer Technologien und die zunehmende Verknüpfung und Verarbeitung von Daten (Big Data). Cyberrisiken können die Finanzstabilität gefährden, wenn systemrelevante Akteure durch Cyberangriffe in ihrer Existenz bedroht oder kritische Dienstleistungen nicht mehr erbracht werden können. Vor diesem Hintergrund befasste sich der Ausschuss im Berichtszeitraum weiter mit Cyberrisiken. Daneben beteiligten sich die im Ausschuss vertretenen Behörden sowohl auf europäischer als auch auf internationaler Ebene fortlaufend an regulatorischen Gremienarbeiten zu Cyberrisiken im Finanzsektor.

Die Mitglieder des Ausschusses stimmten darin überein, dass die im Oktober 2016 veröffentlichten G7 Fundamental Elements durch Anpassung der Aufsichtsgesetze in nationales Recht umgesetzt werden sollten. Es handelt sich um acht Grundelemente zur Cybersicherheit für den Finanzsektor, die in den G7-Staaten als Basisabsicherung empfohlen werden.<sup>71</sup> Die Anpassung der Aufsichtsgesetze zur Berücksichtigung der Grundelemente soll in dieser Legislaturperiode geprüft werden. Zudem werden die Grundelemente weitgehend im Rundschreiben „Bankaufsichtliche Anforderungen an die IT (BAIT)“ abgebildet, das von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) im November 2017 veröffentlicht wurde.<sup>72</sup> Die BaFin hat auch für den Versicherungssektor entsprechende Anforderungen erarbeitet, die sich an den BAIT orientieren und deren Inkrafttreten für Mitte 2018 geplant ist.<sup>73</sup>

**Kommt es durch Cyberangriffe zu Störungen bei IT-Dienstleistern, könnten sich diese direkt auf das Finanzsystem übertragen.** Die BaFin hat im Berichtszeitraum stichprobenartig von ihr beaufsichtigte Banken befragt, um mögliche Konzentrationsrisiken aus der Auslagerung von IT-Dienstleistungen zu identifizieren. Dabei wurde festgestellt, dass einige wenige IT-Dienstleister als Auslagerungsunternehmen für eine große Anzahl von weniger signifikanten Instituten tätig sind. Die sich daraus ergebenden Konzentrationsrisiken sind grundsätzlich finanzstabilitätsrelevant. Die Auswertung der Ergebnisse der Umfrage hat ergeben, dass über die bereits bekannten Konzentrationen bei bestimmten IT-Dienstleistern hinaus keine Konzentrationen bei einzelnen IT-Dienstleistern vorliegen, die im Hinblick auf die Finanzstabilität bedenklich wären und zu etwaigen Maßnahmen Anlass geben könnten. Außerdem zeigte die Untersuchung der BaFin, dass nur begrenzt Informationen darüber verfügbar sind, inwieweit die genutzten IT-Dienstleister ihrerseits Dienstleistungen weiterverlagert haben.

---

<sup>71</sup> Nähere Informationen zu den G7 Fundamental Elements sind abrufbar unter: [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2016/2016\\_10\\_11\\_cybersicherheit.html?submit=Suchen&searchIssued=0&templateQueryString=cyber&searchArchive=0](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2016/2016_10_11_cybersicherheit.html?submit=Suchen&searchIssued=0&templateQueryString=cyber&searchArchive=0).

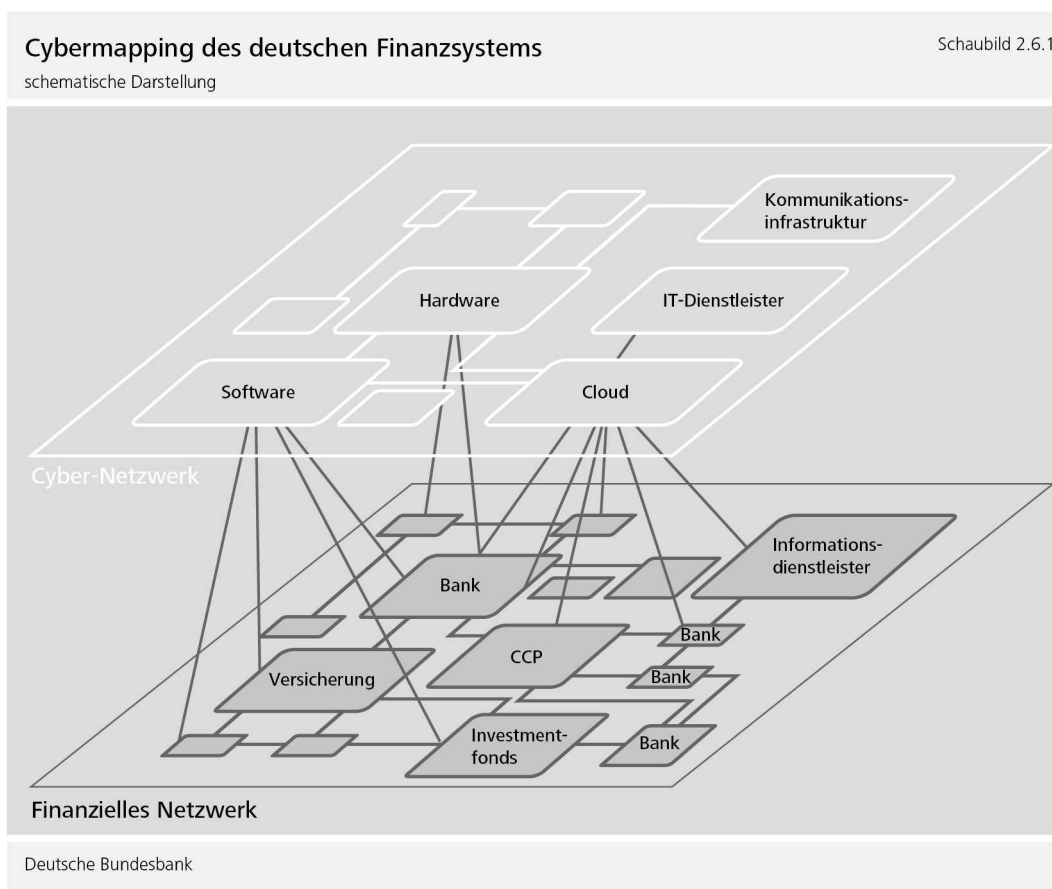
<sup>72</sup> Detaillierte Informationen zu den BAIT finden sich im entsprechenden Rundschreiben der BaFin, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Rundschreiben/dl\\_rs\\_1710\\_ba\\_BAIT.html?jsessionid=567736D01EF602136D657296D7C72E52.1\\_cid290](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Rundschreiben/dl_rs_1710_ba_BAIT.html?jsessionid=567736D01EF602136D657296D7C72E52.1_cid290).

<sup>73</sup> Für Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten die BAIT unter Berücksichtigung des Proportionalitätsprinzips kraft gesetzlicher Verweisung entsprechend.

**Der makroprudenzielle Cybermapping-Ansatz zeigt mögliche Übertragungskanäle zwischen Cybernetzwerk und Finanzsystem.**

Der Ausschuss hat sich nicht nur regulatorisch, sondern auch analytisch mit dem Zusammenhang zwischen Cyberrisiken und Finanzstabilität befasst. Den Schwerpunkt bildete hierbei der von der Bundesbank entwickelte makroprudenzielle Cybermapping-Ansatz (Schaubild 2.6.1). Dieses Konzept stellt die Übertragungskanäle von Cyberrisiken in das Finanzsystem vereinfacht dar. Das Cybernetzwerk umfasst dabei unter anderem Software, Hardware und Kommunikationsdienstleister – das heißt die Elemente, auf denen alle operativen Prozesse des Finanzsystems (finanzielles Netzwerk) basieren. Dabei gibt es direkte Verbindungspunkte zwischen dem finanziellen und dem Cybernetzwerk, wenn beispielsweise Kreditinstitute bestimmte Software nutzen oder Versicherer die Dienste von IT-Providern in Anspruch nehmen. Vom Cybernetzwerk ausgehende Schocks könnten in das finanzielle Netzwerk übertragen werden und dadurch dessen Stabilität gefährden – vor allem wenn die Berührungspunkte beider Netzwerke bei den systemrelevanten Akteuren des Finanzsystems liegen.

Der Ausschuss begrüßte den Cybermapping-Ansatz, der die Analyse von Cyberrisiken für die Finanzstabilität ermöglichen soll. Der Ansatz soll im Einklang mit den Arbeiten auf nationaler und internationaler Ebene und durch Nutzung vorhandener aufsichtlicher und öffentlicher Informationen weiterentwickelt werden. BaFin und Bundesbank werden überdies prüfen, inwiefern eine Ergänzung dieses analytischen Ansatzes durch eine eher praxisorientierte Bottom-up- oder szenariogestützte Risikoanalyse sinnvoll und notwendig ist.



## 2.7 Weitere Themen

### *Risiken durch Krypto-Token*

**Aufgrund der im Jahr 2017 stark gestiegenen Marktkapitalisierung und hohen Preisvolatilität von Krypto-Token wie Bitcoin werden Forderungen nach deren Regulierung lauter.** Vor diesem Hintergrund hat sich der Ausschuss mit möglichen Finanzstabilitätsrisiken befasst, die sich aus der gestiegenen Verbreitung von Krypto-Token ergeben könnten.

**Krypto-Token erfüllen derzeit nicht die ökonomischen Funktionen von Geld.** Bitcoin und andere Krypto-Token werden häufig als „virtuelle Währungen“ oder „Krypto-Assets“ beschrieben. Beide Bezeichnungen sind jedoch irreführend. Krypto-Token sind im Kern eher Spekulationsobjekte. Denn Geld definiert sich durch die Erfüllung dreier Funktionen: Es dient als Zahlungsmittel, als Wertaufbewahrungsmittel sowie als Recheneinheit. Im Gegensatz zu Geld können Krypto-Token beispielsweise kaum als Zahlungsmittel für das Bezahlen im Alltag verwendet werden, da ihnen die allgemeine Akzeptanz fehlt und die Transaktionskosten häufig relativ hoch sind. Außerdem stellen Krypto-Token wie Bitcoin keine stabilen Vermögensgegenstände (Assets) dar, da ihre Kurse stark schwanken.

**Krypto-Token spielen für deutsche Marktteilnehmer bislang kaum eine Rolle.** Nach derzeitiger Informationslage haben bislang weder deutsche Banken noch Fonds oder Versicherer in nennenswertem Umfang in Krypto-Token investiert. Vereinzelt werden Derivate auf Krypto-Token gehandelt, vor allem Bitcoin-Terminkontrakte der Börsen in Chicago. Die Volumina sind aber gering. In Deutschland werden bislang nur wenige Partizipationszertifikate und Inhaberschuldverschreibungen (Exchange Traded Notes: ETN) an den Börsen gehandelt und nur vereinzelt Finanzkommissionsgeschäfte mit Krypto-Token betrieben. In Frankreich hat die Investmentgesellschaft Tobam angekündigt, einen Alternativen Investmentfonds für Bitcoin aufzulegen. Dieser dürfte unter den Regeln des EU-Passporting voraussichtlich auch in Deutschland vertrieben werden.

**Theoretisch könnten Stabilitätsrisiken über eine Reihe von Kanälen entstehen.** Dies trifft insbesondere auf Bitcoin zu, da dies der nach Marktkapitalisierung größte Krypto-Token ist und die Märkte am weitesten entwickelt sind. Bei Direktanlagen in Krypto-Token besteht neben der Preisvolatilität vor allem das Risiko, dass der Zugriff auf diese aufgrund operationeller Risiken, wie etwa Cyberangriffen, unmöglich wird und Rechtsansprüche nicht durchgesetzt werden können. Auch indirekte Investitionen in Krypto-Token über derivative Instrumente (Terminkontrakte, Partizipationszertifikate, ETN) oder sogenannte Cryptocurrency-Fonds sind mit Risiken verbunden. Bei Terminkontrakten besteht das Hauptrisiko darin, dass Preissteigerungen und -senkungen von den Investoren täglich auszugleichen sind. Ist die Marge zu niedrig oder der Basiswert sehr volatil, kann es zum Ausfall des Kontrahenten kommen.

**Da der Sektor noch klein ist und Banken, Versicherer und Fonds kaum involviert sind, sind die Stabilitätsimplikationen von Krypto-Token trotz hoher Preisvolatilität und stark gestiegener Marktkapitalisierung bislang begrenzt.** Allerdings

weist das Marktsegment hohe Wachstumsraten auf. Im Januar 2017 lag die Marktkapitalisierung von Krypto-Token noch bei unter 20 Mrd US-\$. Nach einem starken Anstieg auf ihren Höhepunkt von knapp 814 Mrd US-\$ Anfang Januar 2018 fiel die Marktkapitalisierung auf zuletzt knapp 268 Mrd US-\$.<sup>74</sup> Die Verbindung zum traditionellen Finanzsystem könnte künftig enger werden, beispielsweise wenn der Handel von Derivaten auf Krypto-Token an anerkannten Börsen, etwa Bitcoin-Terminkontrakte, das Segment etabliert. Der Ausschuss wird daher die weiteren Entwicklungen beobachten, sieht aktuell aber keinen Anlass, aus makroprudenziellen Erwägungen heraus einzugreifen.

### ***Frühwarnindikator für systemische Finanzkrisen***

**Der Ausschuss diskutierte einen von der Bundesbank entwickelten Frühwarnindikator für systemische Finanzkrisen, der als Analyseinstrument die Einschätzung der aktuellen Risikolage ergänzt.** Der Indikator beschreibt das Risiko für eine systemische Finanzkrise, die ihren Ursprung zumindest teilweise im Inland hat. Er basiert auf den Erfahrungen aus wichtigen Industrieländern zwischen den Jahren 1970 und 2016. Dabei werden mithilfe eines ökonometrischen Modells aus einer Reihe von Einzelindikatoren ein Gesamtindikator und ein Schwellenwert ermittelt.<sup>75</sup> Liegt der Gesamtindikator über dem Schwellenwert, wird ein Frühwarnsignal gegeben.<sup>76</sup>

**Im Vorfeld vergangener Finanzkrisen können oftmals Entwicklungen beobachtet werden, die typische Verlaufsmuster aufweisen.** Eine solche Entwicklung ist beispielsweise ein anhaltender Anstieg von Vermögenspreisen, der mit einer exzessiven Kreditvergabe einhergeht. Fallen die Vermögenspreise abrupt und gehen Unternehmensgewinne oder die Einkommen privater Haushalte stark zurück, kann dies zu Kreditausfällen und -neubewertungen führen und mit gravierenden Folgen für die Stabilität des Finanzsystems einhergehen.<sup>77</sup>

**Frühwarnindikatoren zielen darauf ab, solche Entwicklungen im Vorfeld vergangener Krisen zu identifizieren.** Um aus verschiedenen Einzelindikatoren eine Gesamteinschätzung zu treffen, werden diese zu einem Gesamtindikator verdichtet.<sup>78</sup> Die Einzelindikatoren bilden dabei verschiedene Kategorien ab, in denen sich der Aufbau von Ungleichgewichten im Finanzsystem widerspiegeln kann, zum Beispiel Kreditvergabe, Vermögenspreise, makroökonomische Entwicklungen sowie externe Ungleichgewichte. Die Auswahl der Indikatoren basiert auf theoretischen Überlegungen und empirischen Studien,

---

<sup>74</sup> Stand 31. März 2018; Angaben gemäß <https://www.coinmarketcap.com>. Ein entsprechender Kursverlauf lässt sich sowohl bei Bitcoin als auch bei anderen Krypto-Token wie Ether, Ripple und Litecoin beobachten.

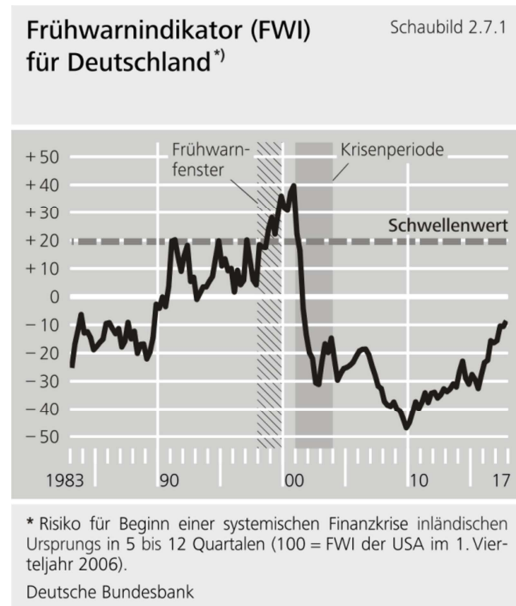
<sup>75</sup> Der gewählte Schwellenwert gibt an, ab welchem Wert des Frühwarnindikators eine Warnung hätte ausgegeben werden müssen, um in 80% der vergangenen Vorkrisenperioden korrekt zu warnen.

<sup>76</sup> Für Details und Grenzen des zugrundeliegenden Frühwarnmodells vgl.: J. Beutel, S. List und G. von Schweinitz (2017) sowie Deutsche Bundesbank (2017), S. 48-51.

<sup>77</sup> Vgl. hierzu: O. Jordà, M. Schularick und A. M. Taylor (2015).

<sup>78</sup> Der Frühwarnindikator der Bundesbank ist das Ergebnis einer linearen Regression, bei der ein Gesamtindikator in Abhängigkeit verschiedener Einzelindikatoren geschätzt wird. Der Indikator gibt einen Hinweis darauf, ob sich das Finanzsystem in einem Vorkrisenzeitraum befindet. Dabei stellt die zu erklärende Variable den Vorkrisenzeitraum von fünf bis zwölf Quartalen vor Ausbruch einer Finanzkrise dar. Die Identifikation der Krisenperioden basiert auf der neuesten europäischen Krisendatenbank der Europäischen Zentralbank (EZB) und des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB), vgl.: M. Lo Duca, A. Koban, M. Basten, E. Bengtsson, B. Klaus, P. Kusmierczyk, J. H. Lang, C. Detken und T. Peltonen (2017).

die auffällige Entwicklungen dieser Indikatoren im Vorfeld vergangener Finanzkrisen aufzeigen.<sup>79</sup> Konkret fließen in den Frühwarnindikator der Deutschen Bundesbank ein: Die Kredit/Bruttoinlandsprodukt (BIP)-Relation, die Wohnimmobilienpreise, die Bruttoanlageinvestitionen/BIP-Relation, die Aktienpreise, jeweils als Abweichung von ihrem langfristigen Trend, sowie das Verhältnis des Leistungsbilanzsaldos zum BIP. Letzterer wird aufgegliedert in Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite.



**Der Gesamtindikator für Deutschland gibt derzeit kein Warnsignal, steigt seit Ende 2015 aber an.** Der Gesamtindikator liegt im vierten Quartal 2017 unterhalb des Schwellenwerts, ab dem vor einer systemischen Finanzkrise gewarnt wird (Schaubild 2.7.1). Ein großer Teil des Anstiegs seit 2015 lässt sich darauf zurückführen, dass die Wohnimmobilienpreise weiter kräftig steigen. Das Kredit/BIP-Verhältnis liegt unterhalb seines langfristigen Trends und wirkt dadurch dämpfend auf den Gesamtindikator. Dieser dämpfende Effekt geht jedoch zurück, da sich das Kredit/BIP-Verhältnis seinem Trend annähert. Auch der Leistungsbilanzüberschuss wirkt dämpfend.

**Der Frühwarnindikator identifiziert inländische Ungleichgewichte im Finanzsystem.**

Risiken, die durch Übertragung von Schocks aus dem Ausland entstehen, werden dabei nicht direkt abgebildet.<sup>80</sup> Solche Ansteckungseffekte konnten in Deutschland beispielsweise während der globalen Finanzkrise beobachtet werden.

**Der Frühwarnindikator leistet einen wichtigen Beitrag, um ein Gesamtbild der Risikolage im deutschen Finanzsystem zu erhalten.**<sup>81</sup> Gleichwohl bildet er lediglich einen Teilaspekt ab und wird um weitere Analysen ergänzt, beispielsweise zu möglichen Ansteckungsrisiken aus dem Ausland.

### ***Risiken aus der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln***

**Der Ausschuss setzte seine Arbeiten zu den Risiken fort, die sich aus der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln in den Bankbilanzen**

<sup>79</sup> Vgl. hierzu u. a.: C. Detken, O. Weeken, L. Alessi, D. Bonfim, M. M. Boucinha, S. Frontczak, G. Giordana, J. Giese, N. Jahn, J. Kakes, B. Klaus, J. H. Lang, N. Puzanova und P. Welz (2014) sowie M. Drehmann und M. Juselius (2014).

<sup>80</sup> Gemäß europäischer Krisendatenbank wird die Finanzkrise von 2007/2008 für Deutschland als rein importiert betrachtet, das heißt sie hat ihren Ursprung nicht im Inland. Der Frühwarnindikator gibt für diese Krise demnach korrekterweise kein Warnsignal.

<sup>81</sup> Der Indikator bildet Prognosen unter Unsicherheit ab, sodass immer auch die Möglichkeit von Fehlalarmen und verpassten Krisen besteht. Er basiert auf Informationen aus vergangenen Krisen und kann somit nur vor ähnlichen Krisen warnen. Zudem könnten Risiken in den verwendeten makroökonomischen Indikatoren nicht erkennbar sein, die sich beispielsweise auf der Ebene einzelner Sektoren oder einer Gruppe von Marktteilnehmern aufbauen.

**ergeben.**<sup>82</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. Eine Arbeitsgruppe des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht hat hierzu im Dezember 2017 ein Diskussionspapier vorgelegt.<sup>83</sup> Eine Korrektur der privilegierten regulatorischen Behandlung von Staatsanleihen ist derzeit auf internationaler Ebene nicht mehrheitsfähig.

**Der Ausschuss begrüßt grundsätzlich Vorschläge, die den hohen konzentrierten Bestand an Staatsschuldtiteln in den Bankbilanzen des Euroraums verringern und eine risikoadäquate Unterlegung dieser Titel mit Eigenkapital fördern würden.** Die regulatorische Privilegierung erlaubt es Banken, in großem Umfang Anleihen ihrer eigenen Staaten zu halten. Damit begünstigt sie eine enge Abhängigkeit zwischen der Solvenz der Staaten und der Stabilität des heimischen Bankensystems. Dieser Staaten-Banken-Nexus wirkte nicht zuletzt in der Finanzkrise und der europäischen Staatsschuldenkrise verschärfend: Viele Länder stützten ihre in Schieflage geratenen Banken, in einigen von ihnen verschlechterten sich als negativer Rückkopplungseffekt die Staatsfinanzen. Dies wiederum verstärkte die Verwerfungen im Bankensektor, weil die Staatsanleihen in den Bankbilanzen stark an Wert verloren.

**Der Ausschuss ist der Ansicht, dass eine zunehmende Risikoteilung im Rahmen der Europäischen Bankenunion derzeit abzulehnen ist.** Altlasten, zum Beispiel in Form von notleidenden Krediten in Bankbilanzen, müssen vorher in nationaler Verantwortung substanziell abgebaut und neue Risiken begrenzt werden. Selbst bei einer langfristigen Kongruenz von gemeinsamer Bankenaufsicht mit gemeinsamer Einlagensicherung und Letztsicherung für den europäischen Bankenabwicklungsfonds (Fiscal Backstop) könnten Fehlanreize fortbestehen. Mit diesen Fehlanreizen geht die Gefahr einher, dass staatliche Ausfallrisiken von der nationalen auf die europäische Ebene übertragen werden. Um dem entgegenzuwirken, sollte die regulatorische Privilegierung von Staatsschuldtiteln beendet werden. Auf europäischer Ebene sollte der Frage der regulatorischen Behandlung von Staatsanleihen im Zusammenhang mit einer Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion daher eine stärkere Bedeutung zukommen.

**Diese Fragen waren auch für eine im September 2016 auf Initiative des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) eingerichtete Arbeitsgruppe relevant,<sup>84</sup> die den potenziellen Beitrag von Sovereign Bond-Backed Securities (SBBS) zur Finanzstabilität im Euroraum analysieren sollte.** Der Bericht der Arbeitsgruppe wurde im Januar 2018 veröffentlicht.<sup>85</sup> SBBS sind verbrieftete Anlageprodukte, in denen ein Portfolio von Staatsanleihen des Euroraums gebündelt und in eine sichere (European Safe Bonds: ESBies) und eine oder mehrere nachrangige Tranchen unterteilt wird. Vorrangiges Ziel von SBBS soll es sein, den

---

<sup>82</sup> Zur Privilegierung staatlicher Verbindlichkeiten, also Staatsanleihen und Kredite an öffentliche Haushalte, in internationalen und europäischen Regelwerken sowie zum Risikoverbund zwischen Staaten und Banken vgl. u. a.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015, 2016, 2017), Deutsche Bundesbank (2015) sowie European Systemic Risk Board (2015).

<sup>83</sup> Vgl.: Basel Committee on Banking Supervision (2017).

<sup>84</sup> ESRB High-Level Task Force on Safe Assets.

<sup>85</sup> Vgl.: European Systemic Risk Board (2018).

Banken-Staaten-Nexus zu durchbrechen. Das soll dadurch erreicht werden, dass Banken hohe Bestände an Staatsanleihen des heimischen Staates durch ein sicheres Anlageinstrument ersetzen, das auf einem diversifizierten Portfolio an europäischen Staatsanleihen gründet. Gleichzeitig möchte man der Fragmentierung der europäischen Kapitalmärkte entgegenwirken. Die in Krisensituationen häufig einsetzende Kapitalflucht in Staatsanleihen mit gutem Rating (Flight-to-Quality) soll hiermit verringert werden.

SBBS würden in der derzeitigen Bankenregulierung als Verbriefung behandelt und mit höheren Eigenkapitalanforderungen als das zugrundeliegende Portfolio aus Staatsanleihen versehen. Um einen Markt für SBBS zu entwickeln, müssten laut Europäischer Kommission „ungerechtfertigte regulatorische Hindernisse“ beseitigt werden.

**SBBS können die Ursache des Staaten-Banken-Nexus nicht beheben.** Solange Staatsanleihen weiter regulatorisch bevorzugt behandelt werden, gibt es für Banken kaum Anreize, ihre Staatsanleiheportfolios breiter zu streuen oder durch SBBS zu ersetzen. Zudem bestünden bei einer Umsetzung des SBBS-Konzepts aus Sicht des Ausschusses erhebliche Stabilitäts- und politische Risiken.<sup>86</sup>

**Eine Korrektur der derzeitigen, privilegierten regulatorischen Behandlung von Staatsschuldtiteln bleibt daher grundsätzlich geboten.** Dazu sollten Investitionen in Staatsschuldtitel risikoadäquat mit Eigenmitteln hinterlegt und durch eine wirksame Großkreditgrenze beschränkt werden. Gleichzeitig wäre es erforderlich, ein geregeltes Insolvenzverfahren für Staaten zu schaffen. Ein solches Verfahren könnte den Investoren mehr Klarheit über die zu erwartenden Prozesse bei Schuldenumstrukturierungen geben. Deshalb sollte die entsprechende Debatte im europäischen Kontext fortgeführt werden.

### ***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.

Ausschuss für Finanzstabilität (2017), Vierter Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Juni 2017.

Basel Committee on Banking Supervision (2017), The Regulatory Treatment of Sovereign Exposures, Discussion Paper, Dezember 2017.

Beutel, J., S. List und G. von Schweinitz (2017), An Evaluation of Early Warning Models for Systemic Banking Crises: Does Machine Learning Improve Predictions?, Deutsche Bundesbank, Mimeo.

---

<sup>86</sup> Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2017).

Detken, C., O. Weeken, L. Alessi, D. Bonfim, M. M. Boucinha, S. Frontczak, G. Giordana, J. Giese, N. Jahn, J. Kakes, B. Klaus, J. H. Lang, N. Puzanova und P. Welz (2014), Operationalising the Countercyclical Capital Buffer: Indicator Selection, Threshold Identification and Calibration Options, ESRB Occasional Paper No 5, Juni 2014.

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

Deutsche Bundesbank (2017), Finanzstabilitätsbericht, November 2017.

Drehmann, M. und M. Juselius (2014), Evaluating Early Warning Indicators of Banking Crises: Satisfying Policy Requirements, International Journal of Forecasting, Vol 30 No 3, S. 759-780.

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

European Systemic Risk Board (2018), Sovereign Bond-Backed Securities: A Feasibility Study, Januar 2018.

Jordà, O., M. Schularick und A. M. Taylor (2015), Leveraged Bubbles, Journal of Monetary Economics, Vol 76, S. 1–20.

Lo Duca, M., A. Koban, M. Basten, E. Bengtsson, B. Klaus, P. Kusmierczyk, J. H. Lang, C. Detken und T. Peltonen (2017), A New Database for Financial Crises in European Countries, ECB/ESRB EU Crises Database, ECB Occasional Paper No 194, Juli 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 ESRB ist mit der makroprudenziellen Überwachung des gesamten Finanzsystems der Europäischen Union mandatiert und trägt somit dazu bei, Risiken für die Finanzstabilität in der Union abzuwenden und einzudämmen.<sup>87</sup>

**Der Ausschuss beschäftigte sich im Berichtszeitraum regelmäßig mit wichtigen Arbeiten des ESRB.** Hierzu gehörten die ESRB-Berichte zu makroprudenziellen Aspekten im Versicherungssektor<sup>88</sup> und die makroprudenziellen Ansätze, um den hohen Bestand an notleidenden Krediten in einigen europäischen Ländern zu beseitigen.<sup>89</sup>

**Im Jahr 2016 hatte der Ausschuss gegenüber dem ESRB eine Harmonisierung der Kriterien zur gegenseitigen Anerkennung makroprudenzieller Maßnahmen (freiwillige Reziprozität) angeregt.<sup>90</sup> Diesen Vorschlag hat der ESRB durch eine ergänzende Empfehlung vollumfänglich umgesetzt.<sup>91</sup>** Die darin enthaltenen Anpassungen bezüglich des Rahmenwerks zur freiwilligen Reziprozität sehen vor, dass das Land, welches eine makroprudenzielle Maßnahme ergreift und Reziprozität einfordert, eine konkrete Materialitätsschwelle auf Institutsebene vorschlagen muss.<sup>92</sup> Nach Prüfung und Bestätigung durch den ESRB können die Aufsichtsbehörden der anderen Mitgliedstaaten Institute unterhalb dieser Materialitätsschwelle von der Reziprozität ausnehmen (*de minimis principle*). Diese europaweit harmonisierte Anwendung der Kriterien zur Anerkennung makroprudenzieller Maßnahmen hilft dabei, regulatorische Fragmentierung zu verringern, gewährleistet die Effektivität der eingesetzten Maßnahme und ist aus Sicht der Finanzstabilität zu begrüßen.

#### **Quellenverzeichnis**

Ausschuss für Finanzstabilität (2017), Vierter Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Juni 2017.

European Systemic Risk Board (2017a), Recovery and Resolution for the EU Insurance Sector: a Macroprudential Perspective, August 2017.

European Systemic Risk Board (2017b), Regulatory Risk-Free Yield Curve Properties and Macroprudential Consequences, August 2017.

---

<sup>87</sup> Vgl.: Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 (2010), Artikel 3 Abs. 1.

<sup>88</sup> Vgl.: European Systemic Risk Board (2017a, 2017b).

<sup>89</sup> Vgl.: European Systemic Risk Board (2017c).

<sup>90</sup> Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2017), S. 18-20.

<sup>91</sup> Vgl.: European Systemic Risk Board (2017d).

<sup>92</sup> Zuvor war es den anerkennenden Mitgliedstaaten selbst überlassen, eine Materialitätsschwelle zur Anwendung der Ausnahmekriterien (entsprechend des *de minimis principle*) festzulegen.

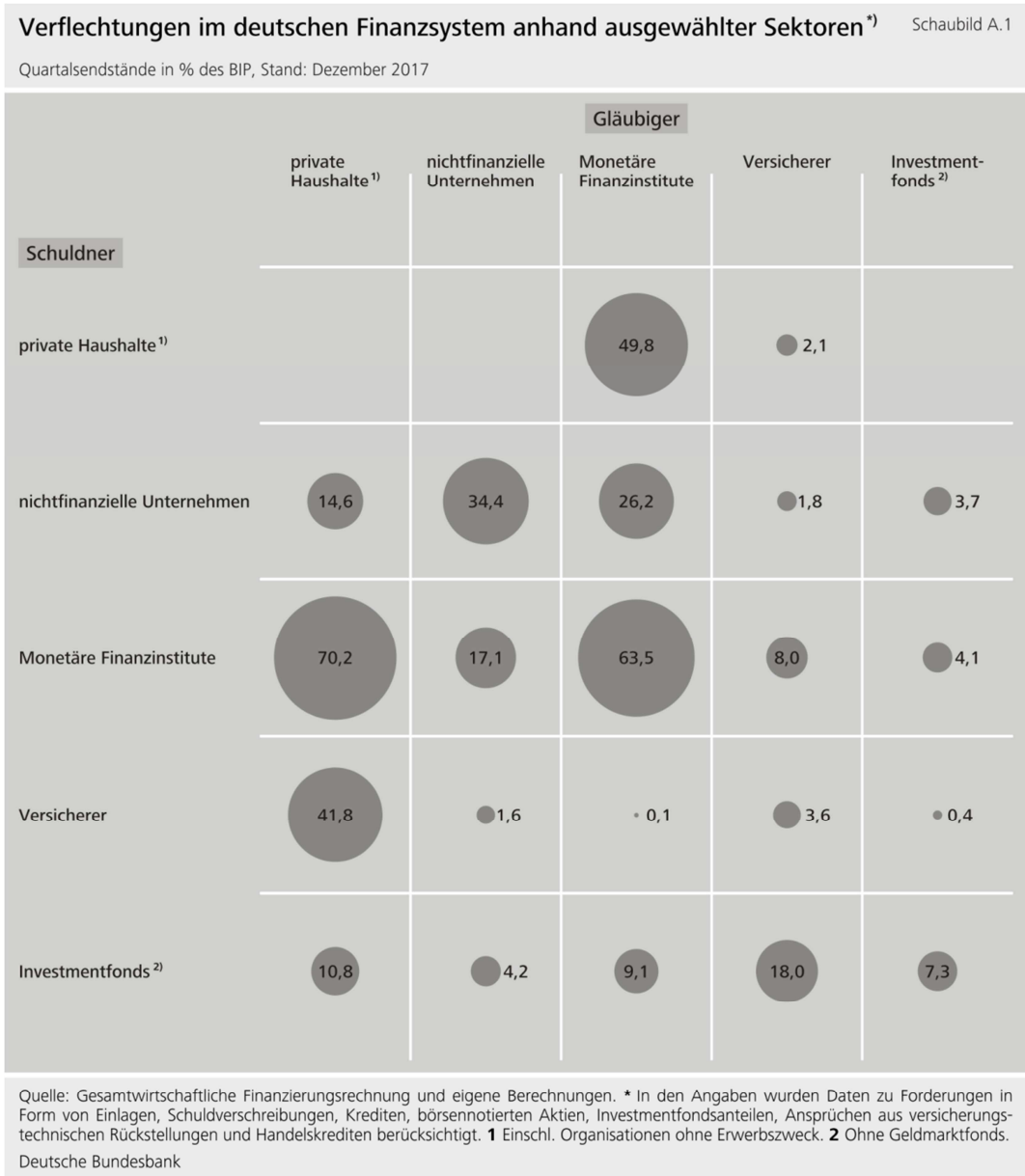
European Systemic Risk Board (2017c), Resolving Non-Performing Loans in Europe, Juli 2017.

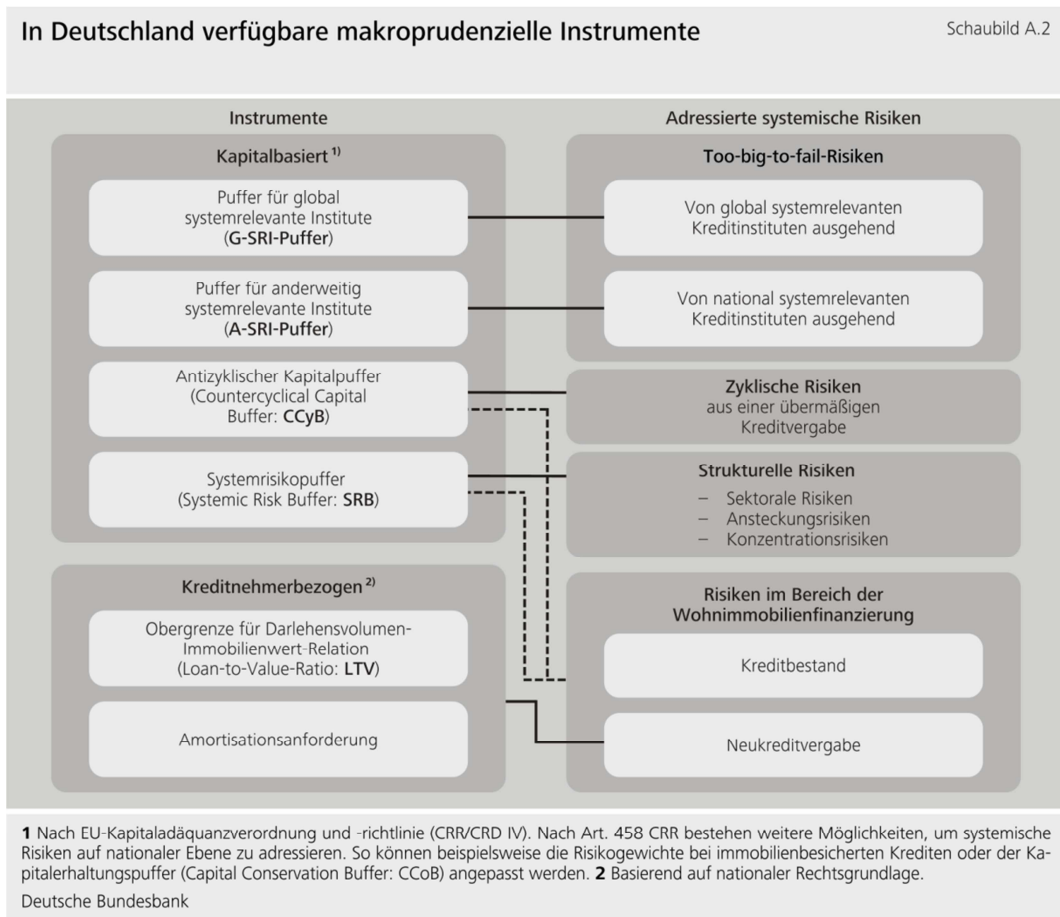
European Systemic Risk Board (2017d), Recommendation Amending Recommendation ESRB/2015/2 on the Assessment of Cross-Border Effects of and Voluntary Reciprocity for Macroprudential Policy Measures (ESRB/2017/4), Dezember 2017.

Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 (2010) des Europäischen Parlaments und des Europäischen Rates über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, November 2010.

## Anhang

### A | Zusätzliche Schaubilder





## **B | Mitglieder des Ausschusses für Finanzstabilität im Berichtszeitraum**

### ***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. Benjamin Weigert, Zentralbereichsleiter Finanzstabilität

### ***Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht:***

Felix Hufeld, Präsident

Raimund Röseler, Exekutivdirektor Bankenaufsicht

Dr. Frank Grund, Exekutivdirektor Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht

Dr. Thorsten Pötzsch, Exekutivdirektor Abwicklung (ohne Stimmrecht)  
(seit Januar 2018)

### ***Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (bis Ende 2017):***

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

## **C | Sitzungstermine im Berichtszeitraum**

- 27. Juni 2017
- 27. September 2017
- 12. Dezember 2017
- 23. März 2018