

Ausschuss für Finanzstabilität

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

Juni 2015

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, der Deutschen Bundesbank, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie – ohne Stimmrecht – ein Vertreter der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung an. Er tagt regelmäßig einmal pro Quartal.

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

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

Mit dem Start der einheitlichen europäischen Bankenaufsicht (Single Supervisory Mechanism: SSM) im November 2014 wurden der EZB neben bankaufsichtlichen Befugnissen auch makroprudenzielle Eingriffsrechte in den am SSM teilnehmenden Mitgliedstaaten übertragen. Zwar entscheiden über den Einsatz makroprudenzieller Instrumente weiterhin in erster Linie die national zuständigen Behörden, die EZB kann aber bestimmte nationale makroprudenzielle Maßnahmen anordnen oder verschärfen.

Seiner gesetzlichen Verpflichtung nachkommend legt der Ausschuss dem Deutschen Bundestag hiermit seinen zweiten Bericht über die Lage und die Entwicklung der Finanzstabilität in Deutschland sowie über seine Tätigkeit vor. Der Bericht bezieht sich auf den Zeitraum April 2014 bis März 2015.

Inhalt

1 Zusammenfassung	1
2 Stabilitätslage im deutschen Finanzsystem	4
2.1 Niedrige Zinsen dominieren allgemeine Risikolage.....	4
2.2 Risiken im Bankensektor	12
2.3 Risiken im Versicherungssektor	21
2.4 Risiken außerhalb des Banken- und Versicherungssektors	24
2.5 Vom Wohnimmobilienmarkt ausgehende Risiken	29
2.6 Risiken aus der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln	35
3 Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken	38
Quellenverzeichnis.....	39
Anhang	41
A Mitglieder des Ausschusses für Finanzstabilität	41
B Sitzungstermine im Berichtszeitraum.....	41

1 Zusammenfassung

Die Risikolage für das deutsche Finanzsystem wurde aus Sicht des Ausschusses für Finanzstabilität (im Folgenden „Ausschuss“) im Berichtsjahr vor allem von zwei Faktoren beeinflusst: (i) der weiteren geldpolitischen Lockerung, die zu **weiter rückläufigen Zinsen** bei reichlich vorhandener Liquidität führte sowie (ii) **steigenden Risiken aus dem europäischen und internationalen Umfeld**, wie der wiederkehrenden Unsicherheit über den Kurs der Wirtschafts- und Finanzpolitik in Griechenland, dem Russland-Ukraine-Konflikt und dem Ölpreisverfall.

Insbesondere haben die **anhaltend niedrigen Zinsen** die Risikolage im Berichtszeitraum maßgeblich geprägt. Sie haben die Anreize für die Suche nach Rendite nochmals verstärkt. Der Ausschuss setzte sich daher intensiv mit der Frage auseinander, ob die deutschen Finanzintermediäre auf der Suche nach Rendite Risiken eingegangen sind, die sie bei einer Änderung der Marktverhältnisse möglicherweise nicht mehr tragen können.

- Die **deutschen Banken** haben ihre Eigenkapitalausstattung im Berichtszeitraum quantitativ und qualitativ deutlich verbessert. Sie werden aber aufgrund der rückläufigen Zinsen vor wachsende Ertragsprobleme gestellt. Insbesondere der immer geringere Abstand zwischen kurz- und langfristigen Zinsen verschärft die seit einiger Zeit zu beobachtende Ertragsschwäche der deutschen Institute. Von der Bundesbank durchgeführte Stresstests zeigten, dass ein starker und abrupter Anstieg der Kurzfristzinsen in den Gewinn- und Verlustrechnungen der kleinen und mittelgroßen Banken, für die das Zinsänderungsrisiko besonders bedeutsam ist, erhebliche Spuren hinterlassen würde. Gleichwohl wären sie aufgrund ihrer Kapitalausstattung in der Lage gewesen, Zinsschocks zu verkraften. Ob dies auch der Fall ist, wenn mehrere Schocks gleichzeitig auftreten, wird noch in einem umfassenderen Makrostresstest untersucht.
- Auch die **Bausparkassen** sind von den niedrigen Zinsen erheblich betroffen. Hier betonte der Ausschuss die Notwendigkeit einer engen institutsspezifischen Analyse durch die Aufsicht, um die weitere Entwicklung der Ertragslage im Blick zu behalten.
- Für die **deutschen Lebensversicherer** stellt insbesondere der Rückgang der Zinsen am langen Ende der Zinsstrukturkurve eine zunehmende Belastung dar. Aus Sicht des Ausschusses leistet das am 7. August 2014 in Kraft getretene Lebensversicherungsreformgesetz einen wichtigen Beitrag zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Unternehmen. Dennoch sind die Lebensversicherer weiter gefordert, insbesondere ihre Eigenmittelpolster zu stärken, um ihre Risikotragfähigkeit zu erhöhen.
- Im Umfeld niedriger Zinsen besteht der Anreiz, Kreditaktivitäten aus dem stärker regulierten Bankensystem in **schwächer beziehungsweise anders regulierte Bereiche des Finanzsystems (Schattenbankensystem)** zu verlagern. Die Kreditvergabe von in Deutschland ansässigen Akteuren außerhalb des Bankensystems hat im Berichtszeitraum zugenommen. Gefahren für die Finanzstabilität leitete der Ausschuss daraus nicht ab, da Schattenbank-Akteure im vom Bankensektor geprägten deutschen Finanzsystem eine noch geringe Rolle spielen. Da die verfügbaren Daten Risiken aus Verknüpfungen des deutschen Finanzsystems mit ausländischen Schattenbanken nur unvollständig aufzeigen, besteht die Notwendigkeit, diese Datenlücken zu schließen und ein regelmäßiges Berichtssystem aufzubauen.

- Auch der seit dem Jahr 2010 zu beobachtende Aufwärtstrend bei Wohnimmobilienpreisen wurde durch die fortgesetzt niedrigen Zinsen gestützt. Akute Hinweise auf eine destabilisierende Wechselwirkung zwischen Preissteigerungen, zunehmender Kreditvergabe und einer Lockerung der Kreditvergabestandards am **Wohnimmobilienmarkt** fand der Ausschuss jedoch nicht. Von der Bundesbank durchgeführte Stresstests zeigten außerdem, dass die deutschen Banken einen isolierten Schock am Immobilienmarkt in einem ansonsten positiven Bankenumfeld verkraften könnten. Der Ausschuss sah im Berichtszeitraum daher keine Notwendigkeit für den Einsatz makroprudenzieller Instrumente am Wohnimmobilienmarkt. Er hielt es gleichwohl für erforderlich, den verfügbaren Instrumentenkasten zu überprüfen und zu vervollständigen.

Aufgrund der engen Vernetzung des internationalen Finanzsystems können **Entwicklungen im europäischen und globalen Umfeld** die Stabilitätslage im deutschen Finanzsystem beeinflussen.

- Im Berichtszeitraum sanken zwar die Renditen für Staatsanleihen im Euro-Raum auf neue Tiefststände. Eine erneute Verschärfung der europäischen Schuldenkrise hielt der Ausschuss trotzdem für nicht ausgeschlossen. Ab Herbst 2014 rückte die **wirtschafts- und finanzpolitische Entwicklung Griechenlands** wieder in den Mittelpunkt der Risikobetrachtungen. Die Finanzierungsbedingungen in Griechenland verschlechterten sich drastisch, die Liquiditätsprobleme spitzten sich zu. Die Marktteilnehmer betrachteten Griechenland jedoch zunehmend als Sonderfall. Die deutsche Kreditwirtschaft und die deutsche Versicherungswirtschaft verfügten gegenüber dem griechischen Staat und der griechischen Wirtschaft nicht mehr über nennenswerte Forderungen.
- Auch **Risiken aus dem außereuropäischen Umfeld** prägten die Risikolage im deutschen Finanzsystem. Der Ausschuss gelangte zu der Auffassung, dass von der Entwicklung in Russland und dem Russland-Ukraine-Konflikt, den makrofinanziellen Entwicklungen in China und dem Ölpreisverfall keine akuten, direkten Gefahren für das deutsche Finanzsystem ausgingen. Allerdings sind mögliche indirekte Effekte, etwa über negative Vertrauenseffekte im Zuge des Russland-Ukraine-Konflikts oder realwirtschaftliche Verflechtungen im Falle eines Wachstumseinbruchs in China, nur schwer zu beurteilen.

Aus Sicht der Finanzstabilität stellen auch die **institutionellen Rahmenbedingungen für das Finanzsystem** eine wichtige Determinante dar, da sie einen maßgeblichen Einfluss auf die Anreize für stabilitätskonformes Verhalten der Marktteilnehmer haben. Der Start der europäischen Bankenunion im November 2014 markierte im Berichtszeitraum nicht nur aus mikroprudenzieller, sondern auch aus makroprudenzieller Sicht die wichtigste institutionelle Weiterentwicklung. Die Übertragung makroprudenzieller Befugnisse auf die EZB im Rahmen der gemeinsamen **europäischen Bankenaufsicht** bewertete der Ausschuss positiv. Dies gilt auch für den Aufbau des **einheitlichen Abwicklungsmechanismus**, der darauf abzielt, Fehlanreize aus impliziten staatlichen Bestandsgarantien für Kreditinstitute möglichst glaubwürdig zu beseitigen und damit die enge Verknüpfung von Banken und Staaten zu lockern. Als eine Ursache der engen Verknüpfung von Banken und Staaten identifizierte der Ausschuss allerdings auch die **regulatorische Bevorzugung von Staatsschuldtiteln**. Diese sollte aus seiner Sicht mittel- bis langfristig abgebaut werden. Dazu sollte eine Abstimmung auf europäischer oder internationaler Ebene erfolgen.

Die geplante europäische **Kapitalmarktunion** wurde als wichtige Ergänzung zur Bankenunion hervorgehoben. Der Abbau bestehender Friktionen und eine tiefere Integration der EU-Kapitalmärkte könnten Unternehmen den Zugang zu verschiedenen Finanzierungsquellen

und -formen erleichtern. Priorität sollte dabei einer stärkeren Integration der Eigenkapitalmärkte eingeräumt werden, da Eigenkapitalbeteiligungen im Vergleich zu Fremdkapitalinstrumenten ein unmittelbares Teilen von Risiken erlauben. Im Falle negativer Schocks passt sich der Wert des Eigenkapitals stärker an und Dividendenzahlungen können, anders als Zinszahlungen, ohne Weiteres ausgesetzt werden.

Positiv bewertete der Ausschuss die regulatorischen und faktischen Fortschritte beim **zentralen Clearing außerbörslich gehandelter Derivate**. Die voraussichtlich im April 2016 in Kraft tretenden zentralen Clearingpflichten werden dazu führen, dass die zentralen Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs) zu bedeutenden Knotenpunkten im Finanzsystem werden. Daher kommt dem geplanten europäischen Sanierungs- und Abwicklungsregime für CCPs große Bedeutung zu. Dieses soll dafür sorgen, dass in Schieflage geratene CCPs ohne Belastung für die öffentliche Hand geordnet saniert oder abgewickelt werden können.

Die im Berichtszeitraum durchgeführten Analysen und Stresstests zeigten, dass das **deutsche Finanzsystem hinreichend robust** ist, um auch in möglichen Stresssituationen seine zentralen gesamtwirtschaftlichen Funktionen zu erfüllen. Allerdings kam der Ausschuss auch zu der Einschätzung, dass die **Risiken für die Finanzstabilität aus dem makroökonomischen und internationalen Umfeld zugenommen** haben.

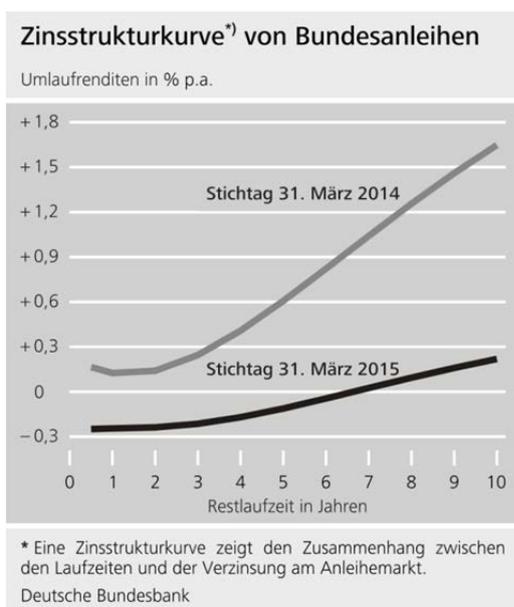
Insbesondere die **anhaltend niedrigen Zinsen** können Ausgangspunkt vielfältiger Fehlentwicklungen werden, die weiter sorgfältig beobachtet, analysiert und aufsichtlich eng begleitet werden müssen. Dies schließt auch die Überprüfung makroprudenzieller Eingriffsmöglichkeiten ein. Finanzstabilität lässt sich gleichwohl nicht allein mit aufsichtlichen und makroprudenziellen Mitteln sichern. Der Ausschuss betonte deshalb die Verantwortung der Marktteilnehmer, ihre Kosten- und Ertragsstruktur zu überprüfen und gegebenenfalls Anpassungen vorzunehmen sowie Risiken adäquat zu erfassen und hinreichend mit Eigenkapital zu unterlegen.

2 Stabilitätslage im deutschen Finanzsystem

Der Ausschuss für Finanzstabilität (im Folgenden „Ausschuss“) analysiert regelmäßig die Stabilität des deutschen Finanzsystems. Ausgangspunkt seiner Sitzungen ist jeweils eine Aussprache zur allgemeinen Risikolage (vgl. Abschnitt 2.1). Auf der Grundlage von Analysen der Bundesbank identifiziert er dabei mögliche Gefahren für die Funktionsfähigkeit des deutschen Finanzsystems. Bei der Bewertung dieser Gefahren untersucht er insbesondere, inwieweit die Marktteilnehmer gegen die identifizierten Risiken gewappnet sind. Hält der Ausschuss die Risikotragfähigkeit der Marktteilnehmer für unzureichend, prüft er, mit welchen Maßnahmen Gefahren für die Finanzstabilität abgewendet werden können, beispielsweise durch einen Einsatz makroprudenzieller Instrumente. Die Themen, mit denen sich der Ausschuss im Berichtszeitraum, das heißt von Anfang April 2014 bis Ende März 2015, vertieft auseinandergesetzt hat, werden in den Abschnitten 2.2 bis 2.6 genauer dargestellt.

2.1 Niedrige Zinsen dominieren allgemeine Risikolage

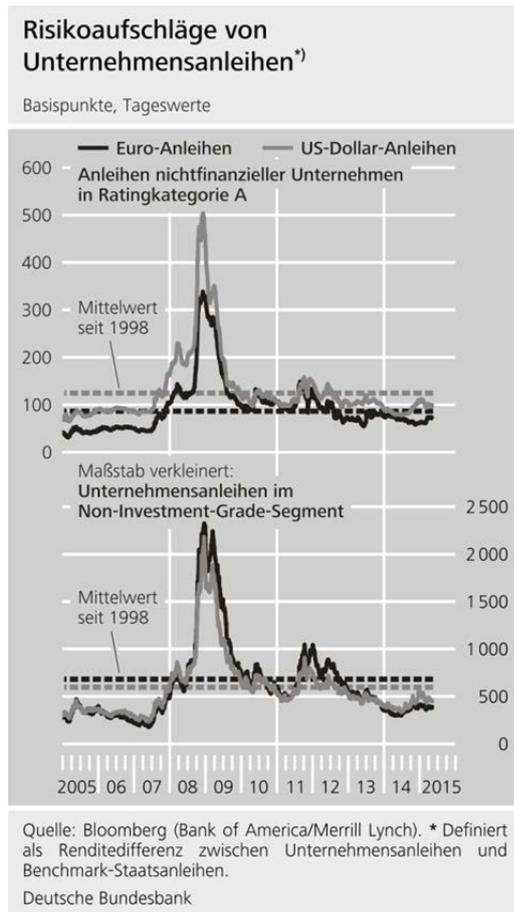
Weitere geldpolitische Lockerung



Das Umfeld für das deutsche Finanzsystem wurde im Berichtszeitraum maßgeblich durch die weitere geldpolitische Lockerung im Euro-Raum geprägt. Zu den Maßnahmen des Eurosystems zählten die Senkung der Leitzinsen einschließlich negativer Verzinsung der Einlagefazilität, gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte sowie ein Ankaufprogramm für Asset Backed Securities und gedeckte Schuldverschreibungen. Hinzu kam die Ausweitung der Wertpapierkaufprogramme auf Anleihen, die von im Euro-Raum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen begeben werden. Die Geldpolitik reagierte damit auf niedrige Inflationsraten und -erwartungen in einem schwachen wirtschaftlichen Umfeld.

Die **Renditen von Staatsanleihen im Euro-Raum** sanken auf neue Tiefststände. Für deutsche Staatsanleihen mit Restlaufzeiten von bis zu sechs Jahren lagen sie Ende März 2015 sogar im negativen Bereich. Außerdem verringerte sich der Abstand zwischen kurz- und langfristigen Zinsen erheblich, wie ein Vergleich der Zinsstrukturkurve vom März 2015 mit der vom März 2014 zeigt (vgl. Abbildung).

Die weiter rückläufigen Zinsen und die reichlich vorhandene Liquidität haben die Anreize für Anleger verstärkt, höhere Risiken einzugehen, um ihre Renditen aufzubessern. Eine starke Nachfrage der Anleger, hohe Emissionsvolumina und niedrige Risikoaufschläge können Indizien für eine solche Renditesuche sein. Anzeichen hierfür waren im Berichtszeitraum insbesondere auf den Märkten für **Unternehmensanleihen** und bei **syndizierten Krediten** an Kreditnehmer mit niedriger Bonität zu beobachten.



Die **Risikoaufschläge**¹ sowohl von **Unternehmensanleihen** mit guter Bonität als auch für Anleihen im Non-Investment-Grade-Segment lagen in den USA und dem Euro-Raum deutlich unter ihren langfristigen Durchschnitten (vgl. Abbildung). Gemessen an der fundamentalen Lage der Unternehmen erschien dem Ausschuss das Bewertungsniveau als hoch. Der Verschuldungsgrad kapitalmarktaktiver nichtfinanzieller Unternehmen in den USA und in Europa lag weiter auf hohem Niveau. Außerdem hat sich für die europäischen nichtfinanziellen Unternehmen der Anteil von Unternehmen, die Verluste ausweisen, seit dem Jahr 2010 erhöht.²

Zudem lag der Umfang der im Jahr 2014 syndizierten Kredite an Kreditnehmer mit geringer Bonität (Leveraged Loans) sowohl in den USA als auch im Euro-Raum auf deutlich höherem Niveau als im Jahr 2013. Dabei hatten Kreditvereinbarungen mit schwachen Gläubigerschutzklauseln (Covenant-Lite) in den USA einen gewichtigen Anteil an diesen Krediten.

Die niedrigen Zinsen und die reichliche Liquidität beförderten einen deutlichen Anstieg der Kurse an

den internationalen **Aktienmärkten**. Ausgehend von seinem Tiefpunkt nach der Finanzkrise im März 2009 gewann der Deutsche Aktienindex (DAX) bis Ende März 2015 rund 166% hinzu. Dabei lagen für den DAX im Berichtszeitraum gängige Bewertungskennziffern wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) und zeitweise auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) etwas über ihrem langfristigen Durchschnitt. Während das KGV eher geringfügig vom langfristigen Durchschnitt abwich, zeigte sich beim KBV eine im längerfristigen Vergleich zum Buchwert etwas erhöhte Bewertung.³ Unter Berücksichtigung umfassenderer Bewertungsmodelle⁴ ergab sich für den Berichtszeitraum aber noch kein Bild einer klaren Überbewertung an den europäischen Aktienmärkten. Aufgrund der dynamischen Entwicklung gegen Ende des Berichtszeitraums ist es erforderlich, die Aktienmärkte weiter zu beobachten, zumal in einem anhaltenden Umfeld niedriger Zinsen die Gefahr von Überbewertungen steigt.

Zwar ist die **Suche nach Rendite** ein normales Verhalten von Anlegern, und es ist unter anderem Ziel der Kaufprogramme des Eurosystems, über geringere Risikoprämien Anreize

¹ Die Risikoaufschläge werden definiert als Renditedifferenz zwischen Unternehmensanleihen und Benchmark-Staatsanleihen.

² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014c), S. 24 f.

³ Das hier verwendete KGV drückt aus, mit welchem Vielfachen des durchschnittlichen Gewinns der vergangenen fünf Jahre eine Aktie an der Börse bewertet wird. Das KBV vergleicht den Wert des Eigenkapitals eines an der Börse gehandelten Unternehmens mit dem in der Unternehmensbilanz ausgewiesenen Buchwert des Eigenkapitals.

⁴ Dabei wurde insbesondere auf einen Modellierungsansatz zur Berechnung impliziter Aktienrisikoprämien zurückgegriffen. Die im historischen Vergleich recht hohen impliziten Aktienrisikoprämien sind zwar auch auf den starken Rückgang des risikolosen Zinses zurückzuführen, sie sprechen aber gleichwohl gegen signifikante Übertreibungen.

für Portfolioumschichtungen zu setzen. **Finanzmarktteilnehmer müssen** aber stets **über ausreichende Puffer verfügen**, um gegebenenfalls sich materialisierende Risiken abfedern zu können. Mit einer intensiveren Suche nach Rendite sind aus Sicht des Ausschusses insbesondere dann Risiken für die Finanzstabilität verbunden, wenn Finanzmarktteilnehmer die niedrigen Zinsen und die niedrige Volatilität in die Zukunft fortschreiben und daher Risiken eingehen, die sie bei einer Änderung der Marktverhältnisse nicht mehr tragen könnten.

Aus diesem Grund befasste sich der Ausschuss ausführlich mit der Frage, ob das deutsche Finanzsystem über ausreichende Puffer verfügt, um gegenüber den Risiken gewappnet zu sein, die sich aus dem Niedrigzinsumfeld oder scharfen Marktkorrekturen – beispielsweise infolge eines starken und abrupten Anstiegs des Zinsniveaus in den USA – ergeben könnten. Die Abschnitte 2.2 bis 2.5 fassen diese Erörterungen zusammen.

Abschnitt 2.2 „Risiken im Bankensektor“ befasst sich mit der Stabilitätslage im deutschen Bankensystem. Im Zentrum der Diskussionen standen dabei die Auswirkungen der sich verflachenden Zinsstrukturkurve auf die Ertragslage der Banken, insbesondere vor dem Hintergrund des rückläufigen Trends bei der Zinsspanne. Außerdem wurde der Frage nachgegangen, wie sich Preiskorrekturen auf den Anleihe- und Aktienmärkten auf die harte Kernkapitalquote deutscher Banken auswirken könnten. In diesem Abschnitt findet sich auch eine Zusammenfassung der Erörterungen zur Lage der Bausparkassen. Diese sind mit dem Problem konfrontiert, dass der ihren Kunden zugesicherte Einlagezins vor allem bei Altverträgen vielfach über dem aktuellen Marktzins liegt.

Die Erörterungen des Ausschusses zur Stabilitätslage der deutschen Lebensversicherer werden in Abschnitt 2.3 „Risiken im Versicherungssektor“ zusammengefasst. Im Zentrum der Diskussionen standen die Auswirkungen des Lebensversicherungsreformgesetzes und die Frage, wie die Widerstandsfähigkeit der Lebensversicherer gegenüber Preisrückgängen von Finanzmarktaktiva einzuschätzen ist.

Inwieweit das Niedrigzinsumfeld die Kreditvergabe über schwächer beziehungsweise anders regulierte Bereiche des Finanzsystems befördert hat, wird in Abschnitt 2.4 „Risiken außerhalb des Banken- und Versicherungssektors“ thematisiert.

Schließlich befasste sich der Ausschuss mit den Auswirkungen des Niedrigzinsniveaus auf den Wohnimmobilienmarkt und potenziellen Konsequenzen für die Finanzstabilität. Eine Zusammenfassung der Erörterungen findet sich in Abschnitt 2.5 „Vom Wohnimmobilienmarkt ausgehende Risiken“.

Risiken aus einer hohen öffentlichen Verschuldung

Deutlich rückläufige Renditen verzeichneten nicht nur die Staatsanleihen von Emittenten hoher Bonität. Mit Ausnahme griechischer Titel gingen auch die Anleiherenditen der von der Schuldenkrise besonders betroffenen Euro-Staaten⁵ zurück und erreichten vielfach neue historische Tiefstände. Dabei verringerten sich deren Aufschläge gegenüber deutschen Staatsanleihen (vgl. Abbildung). Zwar haben die durchgeführten Reformen in den von der Krise besonders betroffenen Ländern zu dieser Entwicklung beigetragen. Der Ausschuss war allerdings der Meinung, dass hinter der Rückbildung der Renditen vor allem die Erwartung einer weiter expansiven Geldpolitik stand. Reformen bleiben somit wichtig, da die Geldpolitik nicht in der Lage ist, strukturelle Probleme zu lösen.



Es besteht die Gefahr von Fehlanreizen, wenn die auf niedrigem Niveau gleichlaufenden Renditen dazu führen, dass Käufer von Staatsanleihen nicht mehr hinreichend nach deren Bonität differenzieren. Staaten mit hoher Verschuldung und strukturellen Problemen unterliegen dann nicht mehr dem Druck, ihre öffentliche Verschuldung zurückzuführen und Strukturreformen voranzutreiben. Der Ausschuss hielt daher trotz der – abgesehen von griechischen Titeln – rückläufigen Renditedifferenzen für Anleihen der zuvor von der Krise besonders betroffenen Staaten eine **erneute Verschärfung der Schuldenkrise für nicht ausgeschlossen**. Allerdings stellte er fest, dass sich die direkten Risiken für deutsche Banken aus einer erneuten Verschärfung der Schuldenkrise verringert haben. Die Banken führten im Berichtszeitraum ihre Forderungen gegenüber Schuldern in den von der Krise besonders betroffenen Staaten weiter zurück.

Ende Dezember 2014 beliefen sie sich auf 204 Mrd € gegenüber 221 Mrd € ein Jahr zuvor.⁶ Dies entsprach 57% des bilanziellen Eigenkapitals.

Ab Herbst 2014 rückte **Griechenland** erneut in den Mittelpunkt der Risikobetrachtungen, als im Vorfeld der Parlamentswahl Anfang 2015 eine erhebliche Unsicherheit über die weitere Wirtschafts- und Finanzpolitik des Landes entstand. Die Finanzierungsbedingungen in Griechenland verschlechterten sich drastisch. Die Renditedifferenzen griechischer Staatsanleihen stiegen – nicht nur gegenüber Deutschland, sondern auch gegenüber Irland, Italien, Portugal und Spanien – deutlich an. Hintergrund der Sonderentwicklung war die Verunsicherung der Marktteilnehmer über den Kurs der neuen Regierung, die wesentliche Teile der Vereinbarungen mit den Kreditgebern in Frage stellte. In der Folge hatte der griechische Staat

⁵ Als von der Krise besonders betroffene Staaten werden im Folgenden Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien und Zypern bezeichnet.

⁶ Die hier und im Folgenden genannten Forderungen deutscher Banken gegenüber ausländischen Schuldern beruhen auf den Daten der Millionenkreditevidenz auf Ultimate-Risk-Basis. Neben bilanziellen Forderungen werden auch außerbilanzielle Forderungen sowie Derivate erfasst. Ein Millionenkredit liegt vor, wenn der einem Kreditnehmer bzw. einer Kreditnehmereinheit gewährte Kredit mindestens 1 Mio € beträgt.

zunehmende Liquiditätsprobleme. Der im Jahr 2014 wiedererlangte partielle Zugang zum Kapitalmarkt ging verloren und konnte im Berichtszeitraum, das heißt bis Ende März 2015, nicht zurückgewonnen werden. Die Staatsanleiherenditen und weitere Indikatoren der Risikoeinschätzung für andere von der Krise besonders betroffene Staaten und deren Bankensysteme, wie Kreditausfallprämien, zeigten sich von der Entwicklung in Griechenland unbeeinflusst. Griechenland wurde von den Marktteilnehmern zunehmend als Sonderfall wahrgenommen.

Gegenüber dem griechischen Staat bestanden im Berichtszeitraum keine nennenswerten Forderungen der deutschen Kreditwirtschaft mehr (7,5 Mio € im Dezember 2014). Gegenüber den privaten nicht-finanziellen Sektoren der griechischen Wirtschaft beliefen sich die Forderungen per Ende Dezember 2014 auf 8,4 Mrd €. Dies entsprach nur 2,4% des bilanziellen Eigenkapitals der deutschen Banken. Die Gesamtforderungen deutscher Versicherer gegenüber Griechenland (öffentlicher und privater Sektor) lagen Ende 2014 bei nur 128 Mio €.

Den geringen Einfluss der griechischen Krise auf die Risikoeinschätzung anderer Staaten und dort ansässiger Banken wurde auch darauf zurückgeführt, dass mit der **Bankenunion** und dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (European Stability Mechanism: ESM) ein neuer institutioneller Rahmen geschaffen wurde, der grenzüberschreitende Ansteckungseffekte limitieren soll. Gleichwohl stellte der Ausschuss fest, dass institutionelle Schwachstellen fortbestehen. In der Finanzkrise hatte sich gezeigt, wie problematisch die enge Verknüpfung von Staaten und Banken ist. In mehreren Ländern erforderten Schieflagen von Banken staatliche Stützungsmaßnahmen, die die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in Frage stellten. Umgekehrt belasteten sich verschlechternde öffentliche Finanzen die Staatsanleihen-Portfolios von Finanzinstituten. Der Ausschuss thematisierte vor diesem Hintergrund die regulatorische Privilegierung von Staatsanleihen, die den Risikoverbund von Staaten und Banken noch verstärkt. Er kam zu dem Ergebnis, dass die Vorzugsbehandlung von Staatsanleihen mittel- bis langfristig abgebaut werden sollte. In Abschnitt 2.6 „Risiken aus der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln“ wird die Sichtweise des Ausschusses ausführlicher dargestellt.

Risiken aus dem internationalen Umfeld nehmen zu

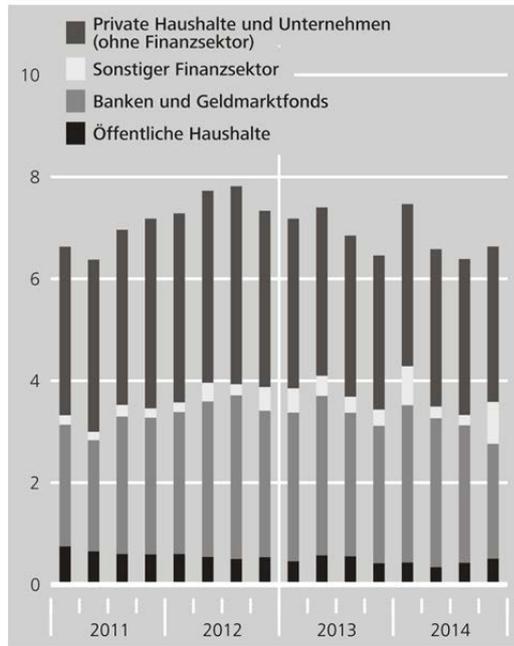
Die Risikolage in Deutschland wurde im Berichtszeitraum auch von geopolitischen Ereignissen und dem Ölpreisverfall beeinflusst. Unter besonderer Beobachtung standen die Entwicklung in **Russland** sowie der Russland-Ukraine-Konflikt. In Folge der Sanktionen gegenüber Russland und der stark rückläufigen Ölpreise brach das Wirtschaftswachstum des Landes ein, und der Rubel wertete von Anfang April 2014 bis Ende März 2015 um 40% gegenüber dem US-Dollar ab. Die Kreditwürdigkeit des russischen Staates wurde von einigen Ratingagenturen auf „Non Investment Grade“ herabgestuft.

Die Forderungen deutscher Banken gegenüber russischen Schuldern beliefen sich im vierten Quartal 2014 auf nur knapp 7% des Eigenkapitals (vgl. Abbildung auf S. 9). Auch einen wenig wahrscheinlichen vollständigen Ausfall aller Forderungen hielt der Ausschuss angesichts einer aggregierten Kernkapitalquote im deutschen Bankensystem von rund 15% für beherrschbar. Allerdings könnten russische Vergeltungsmaßnahmen für die erlassenen

Sanktionen, insbesondere im Energiebereich, negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft in Deutschland und Europa haben. Zudem gehen vom Konflikt Belastungen über indirekte finanzielle Verflechtungen und negative Vertrauenseffekte aus.⁷

Forderungen deutscher Banken⁷⁾ gegenüber Russland nach Kreditnehmer-Sektoren

in % des Eigenkapitals



Quelle: Evidenzzentrale für Millionenkredite der Deutschen Bundesbank. * Konsolidierte Bankengruppen mit Sitz der Konzernzentrale in Deutschland.

Deutsche Bundesbank

Der Ausschuss beschäftigte sich außerdem mit der Frage, ob der **Ölpreisverfall** zu potenziellen Gefahren für die Finanzstabilität führt. Im Mittelpunkt der Überlegungen stand der Markt für risikoreiche hochverzinsliche Unternehmensanleihen in den USA, da hier Unternehmen der Ölbranche eine gewichtige Rolle spielen. Der Ölpreisverfall könnte einen Rückgang der Profitabilität dieser Unternehmen auslösen und indirekt deren Refinanzierungsmöglichkeiten belasten. Dies könnte wiederum die Ausfallrate von Anleihen der Energieunternehmen erhöhen und in der Folge zu einer (abrupten) Neubewertung im übrigen Marktsegment risikoreicher Anleihen führen. Im Berichtszeitraum war eine solche Entwicklung aber nicht zu verzeichnen.

Potenzielle Risiken für die Finanzstabilität sah der Ausschuss auch mit Blick auf die Fremdwährungsverschuldung der Energiekonzerne und ölexportierenden Länder. Die Gesamtforderungen deutscher Banken gegenüber Schuldern aus dem Erdöl- und -gas gewinnenden Sektor waren allerdings relativ zum bilanziellen Eigenkapital der Banken eher gering (4,1% im vierten Quartal 2014).

Der Ausschuss beschäftigte sich auch mit potenziellen Ansteckungseffekten, die von **makroökonomischen und finanziellen Verwundbarkeiten in Schwellenländern** ausgehen könnten. Obwohl sich deren Lage im Berichtszeitraum tendenziell stabilisierte, bestanden in einigen Ländern weiterhin wirtschaftliche Ungleichgewichte, unter anderem hohe Fehlbeträge in den Leistungsbilanzen und Defizite der öffentlichen Haushalte (vgl. Tabelle auf S. 10).⁸

Der Abbau dieser Verwundbarkeiten dürfte einige Zeit in Anspruch nehmen und erfordert entsprechenden politischen Willen zu Reformen in den betroffenen Ländern. Zwar verfügen viele Schwellenländer weiterhin über finanzielle Puffer, insbesondere in Form hoher Währungsreserven, auch in Relation zu ihrer kurzfristigen Auslandsverschuldung. Sollten die Finanzmarktteilnehmer die Risiken in den Schwellenländern jedoch neu bewerten, könnte es zu erneuten finanziellen Anspannungen oder gar zu einem abrupten Stopp der Kapitalflüsse in diese Staaten kommen. Die Forderungen deutscher Banken gegenüber Schuldern aus als

⁷ Vgl.: International Monetary Fund (2014e) und International Monetary Fund (2014c).

⁸ Vgl.: International Monetary Fund (2014d).

besonders anfällig wahrgenommenen Schwellenländern⁹ lagen im vierten Quartal 2014 bei 59,5 Mrd € (15,6% ihres bilanziellen Eigenkapitals).

Makrofinanzielle Indikatoren in ausgewählten Schwellenländern

Stand: 2014, zum Teil Schätzungen

Land	BIP-Wachstum (real) gegenüber Vorjahr in %	Kreditwachstum (real) ¹⁾ gegenüber Vorjahr in %, Durchschnitt der letzten drei Jahre	Leistungs-bilanzsaldo in % des BIP	Währungs-reserven in % der kurzfristigen Auslandsver-schuldung ²⁾	Finanzierungs-saldo der öffent-lichen Haushalte in % des BIP	Bruttostaats-verschuldung in % des BIP
Brasilien	0,1	10,1	- 3,9	376,6	- 6,2	65,2
China	7,4	12,5	+ 2,0	544,4	- 1,2	41,1
Indien	7,2	5,1	- 1,4	160,0	- 7,2	65,0
Indonesien	5,0	14,4	- 3,0	173,0	- 2,2	25,0
Mexiko	2,1	7,7	- 2,1	133,7	- 4,6	50,1
Russische Föderation	0,6	13,0	+ 3,1	252,0	- 1,2	17,9
Südafrika	1,5	4,1	- 5,4	126,1	- 4,1	45,9
Türkei	2,9	16,6	- 5,7	79,2	- 1,5	33,5

Quellen: Haver Analytics, IWF, Thomson Reuters Datastream und eigene Berechnungen. 1 Der IWF definiert eine Periode starken Kreditwachstums als Zeitraum, in dem das reale Kreditwachstum, gemessen als Durchschnitt über drei Jahre, den Wert von 17% übersteigt; vgl. dazu: International Monetary Fund, Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?, World Economic Outlook, April 2004. 2 Kurzfristige Auslandsverschuldung nach Restlaufzeit. Stand für Brasilien: 2013. Als beobachtungswürdig bzw. problematisch wird nach der sog. Greenspan-Guidotti-Regel ein Verhältnis der Währungsreserven zur kurzfristigen Auslandsverschuldung von weniger als 100% betrachtet.

Deutsche Bundesbank

Die **makrofinanziellen Entwicklungen Chinas** waren ebenfalls Gegenstand ausführlicher Erörterungen. Das starke Kreditwachstum, das sich zunehmend in den Schattenbankensektor verlagerte, barg nach Ansicht des Ausschusses Rückschlagrisiken. Zudem war am chinesischen Wohnimmobilienmarkt nach einem kräftigen Aufschwung seit Beginn des Jahres 2014 eine deutliche Abkühlung zu beobachten. Sollte sich daraus ein anhaltender, starker Abschwung entwickeln, würde sich dies, etwa über niedrigere Wohnungsbauinvestitionen, auf die Realwirtschaft auswirken.¹⁰ Außerdem könnten negative Vermögenspreiseffekte in Folge fallender Immobilienpreise die Nachfrage weiter schwächen und die Banken über Wertverluste von Sicherheiten sowie einen Anstieg an notleidenden Krediten und Kreditausfällen belasten. Diese Risiken wurden jedoch durch restriktive Eigenkapitalanforderungen bei der Kreditaufnahme der Haushalte abgemildert. Die vorhandenen Indikatoren deuten auf eine ausreichende Stabilität und Profitabilität des chinesischen Finanzsystems hin.¹¹ Zudem wäre bei finanziellen Anspannungen mit Unterstützungsmaßnahmen für die größtenteils in Staatsbesitz befindlichen Banken zu rechnen.

Im Falle finanzieller Verwerfungen in China dürften die direkten Auswirkungen auf das deutsche Finanzsystem beherrschbar sein, da die Forderungen deutscher Banken und Versicherer gegenüber China vergleichsweise niedrig sind. So betragen die Forderungen der Banken im vierten Quartal 2014 32,9 Mrd € beziehungsweise 8,6% ihres bilanziellen Eigenkapitals und die der Versicherer 3,1 Mrd €. ¹² Die indirekten Auswirkungen ungünstiger finanzieller und

⁹ Dies sind Brasilien, Indien, Indonesien, Südafrika und die Türkei.

¹⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014b) sowie International Monetary Fund (2014b).

¹¹ Durchschnittliche harte Kernkapitalquote: 10,7%, Anteil notleidender Kredite: 1,4%, Kreditausfallrückstellungen in % der notleidenden Kredite: 212,0%, Eigenkapitalrendite: 17,8%; Stand: erstes Quartal 2015, Quelle: China Banking Regulatory Commission (CBRC).

¹² Gemäß Daten der Millionenkreditevidenz auf Ultimate-Risk-Basis.

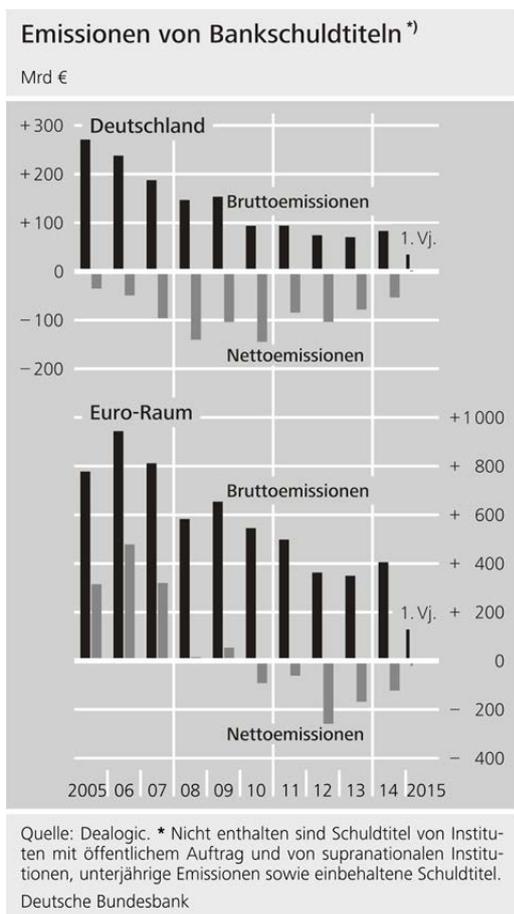
realwirtschaftlicher Entwicklungen in China sind dagegen deutlich schwerer abzuschätzen. Aufgrund der erheblichen wirtschaftlichen Bedeutung des Landes könnten ungünstige Entwicklungen dort zu generellen Vertrauensverlusten und steigenden Risikoprämien führen. Zudem würde ein Rückgang von Immobilieninvestitionen und Wachstum in China aufgrund der engen realwirtschaftlichen Verflechtungen zu – wenn auch moderaten – Wachstumseinbußen in Deutschland führen.¹³

¹³ Vgl.: A. Ahuja und A. Myrvoda (2012).

2.2 Risiken im Bankensektor

Der Ausschuss beschäftigte sich eingehend mit der Stabilitätslage im deutschen Bankensystem. Die reichliche Liquiditätsversorgung durch das Eurosystem stellte weiterhin günstige Refinanzierungsbedingungen sicher. Hinsichtlich der Fähigkeit der Banken, Risiken zu tragen, ergab sich hingegen ein gemischtes Bild. Auf der einen Seite waren die deutschen Banken von einer anhaltenden Ertragsschwäche in einem Umfeld weiter rückläufiger Zinsen gekennzeichnet. Auf der anderen Seite haben sie ihre Ausstattung mit Eigenkapital quantitativ und qualitativ deutlich verbessert.

Günstige Refinanzierungsbedingungen



Die Refinanzierungsbedingungen der deutschen Banken waren im Berichtszeitraum weiterhin durch eine reichliche Liquiditätsversorgung durch das Eurosystem geprägt. Auch bei der langfristigen marktmäßigen Refinanzierung waren die Bedingungen im Berichtszeitraum günstig.

Die Banken steigerten ihre **Emissionen langfristiger Schuldverschreibungen** im Jahr 2014 gegenüber dem Vorjahr um 18% auf 83 Mrd € in Deutschland beziehungsweise um 16% auf 405 Mrd € im Euro-Raum. Dies reichte aber nicht aus, um die auslaufenden Titel vollständig zu ersetzen. Die Nettoemissionsvolumina waren im Jahr 2014 weiter negativ, wenngleich weniger stark als im Jahr zuvor (Deutschland: -53 Mrd € statt -78 Mrd €; Euro-Raum: -123 Mrd € statt -168 Mrd €) (vgl. Abbildung). Die negativen Nettoemissionen spiegeln vor allem wider, dass die Banken aufgrund von Bilanzanpassungen derzeit nur begrenzten langfristigen Refinanzierungsbedarf an den Kapitalmärkten haben. Der Ausschuss stufte die Refinanzierungsbedingungen der deutschen Banken als insgesamt entspannt ein.

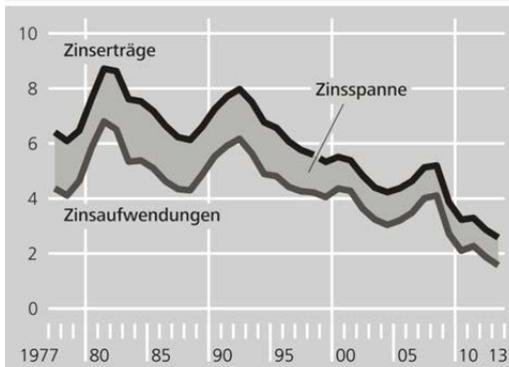
Ertragsschwäche der deutschen Banken hält an

Zinseinkünfte machen einen bedeutenden Anteil an den operativen Erträgen der deutschen Banken aus. Die sich infolge der geldpolitischen Lockerung **nach unten verschiebende und am langen Ende abflachende Zinsstrukturkurve** stellte daher im Verlauf des Berichtszeitraums einen zunehmenden Belastungsfaktor dar (vgl. Abbildung der Zinsstrukturkurven für Bundesanleihen auf S. 4). Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich die **Zinsspanne** deutscher Banken im Aggregat bereits seit den neunziger Jahren rückläufig entwickelt hat (vgl. Abbildung auf S. 13). Dies erschwert es den Banken tendenziell, neues Kapital mit

Gewinnen aus dem Zinsüberschuss aufzubauen. Im betrachteten Zeitraum kam den Banken noch zugute, dass sie in der Vergangenheit höher verzinste Kredite vergeben hatten. Mit zunehmender Dauer der Niedrigzinsphase laufen diese Kredite jedoch aus, was den Zinsüberschuss weiter unter Druck setzt.

Zinserträge und Zinsaufwendungen der Banken in Deutschland

in % der durchschnittlichen Bilanzsumme¹⁾



¹⁾ Bis einschl. 1998 in % des durchschnittlichen Geschäftsvolumens. 2011 buchungstechnischer Anstieg der aggregierten Bilanzsumme um rd. 10% (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz).
Deutsche Bundesbank

Im Berichtszeitraum hielt die **Ertragsschwäche** der elf großen, international tätigen deutschen Banken an. Die Erträge aus dem operativen Geschäft dieser Banken sanken im Jahr 2014 um 3,4%. Zum Rückgang trug vor allem der gegenüber dem Vorjahr um 4,3% gesunkene Zinsüberschuss, aber auch das um 12,9% niedrigere Handelsergebnis bei. Der Provisionsüberschuss fiel hingegen leicht höher aus als im Vorjahr (+2,0%).

Sparkassen und Genossenschaftsbanken hängen in besonderem Maße vom **Zinsüberschuss** ab, da sie stark im Kredit- und Einlagengeschäft tätig sind. Gemäß den im Berichtszeitraum zur Verfügung stehenden Daten waren sie in der Lage, den Zinsüberschuss trotz rückläufiger Zinsen noch weitgehend stabil zu halten, da sie die niedrigeren

Zinserträge mit Volumenzuwächsen im Kreditgeschäft kompensierten.¹⁴ Darüber hinaus konnten sie angesichts der zu Beginn des Berichtszeitraums noch relativ steilen Zinsstrukturkurve höhere Erträge aus der Fristentransformation erzielen. Je länger der gegenwärtig geringe Abstand zwischen kurz- und langfristigen Zinsen fortbesteht, desto größer wird auch für diese Bankengruppen der Druck auf die Erträge. Auf der Aktivseite steigt der Anteil des niedrigverzinsten Neugeschäfts; auf der Passivseite können die Institute die Einlagenzinsen kaum weiter senken. Diese liegen in vielen Fällen bereits nahe Null, und die Banken scheuen sich, zumindest bei Kleinanlegern, negative Einlagezinssätze durchzusetzen. Allerdings gibt es Hinweise, dass einige Institute höhere Entgelte, insbesondere Kontoführungsgebühren, erheben.

Der Ausschuss diskutierte anhand von **Makrotesten** der Bundesbank die Risikolage im deutschen Bankensystem. Die Stresstests untersuchten die Folgen verschiedener Zinsszenarien für die Ertragsaussichten der Banken.¹⁵ Im Blickpunkt standen dabei die kleinen und mittelgroßen Banken, da für sie das Zinsänderungsrisiko am bedeutsamsten ist. Die Stresstests zeigten, dass vor allem ein Szenario mit einem starken und abrupten Anstieg der Kurzfristzinsen nach einer Niedrigzinsphase erhebliche Spuren in der Gewinn- und Verlustrechnung hinterlassen würde. Auch ein Fortbestehen der Niedrigzinsphase würde die Banken erheblich belasten. Aufgrund der insgesamt guten Kapitalausstattung könnten die Institute die Verluste aus den Szenarien, wenn sie isoliert betrachtet werden, zwar verkraften. Der

¹⁴ Gemessen an Buchkrediten an Nichtbanken konnten Sparkassen und Genossenschaftsbanken ihren Marktanteil seit dem Jahr 2008 um durchschnittlich mehr als 3 Prozentpunkte ausbauen. Die größten Marktanteilsverluste mussten die Großbanken hinnehmen. Statistische Angaben zur Ertragslage der Verbundinstitute liegen nur bis zum Jahr 2013 vor.

¹⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014c), S. 46 ff.

Ausschuss war sich jedoch einig, dass mehrere gleichzeitig auftretende Risiken dem deutschen Bankensektor Schwierigkeiten bereiten könnten. Die Bundesbank führt daher einen umfassenderen Makrostresstest für das gesamte deutsche Bankensystem durch. Mit diesem soll untersucht werden, ob die Widerstandsfähigkeit der deutschen Banken groß genug ist, um auch das zeitgleiche Auftreten mehrerer exogener Schocks zu verkraften. Neben Zinsrisiken werden dabei auch adverse Szenarien bei Kreditrisiken, bei den Märkten für Wohnimmobilien sowie bei Marktrisiken simuliert. Die Ergebnisse sollen dem Ausschuss im Laufe des Jahres 2015 vorgelegt werden.

Niedrige Zinsen belasten Bausparkassen

Die **Ertragslage der Bausparkassen**, die von den niedrigen Zinsen erheblich betroffen sind, stand ebenfalls auf der Tagesordnung des Ausschusses. Bausparkassen sind ähnlichen Risiken ausgesetzt wie Lebensversicherer,¹⁶ da den Bausparern bei Abschluss des Bausparvertrages ein fester Einlagezins zugesichert wird. Dieser liegt aufgrund des anhaltenden Niedrigzinsumfelds bei Altverträgen häufig oberhalb des Marktzinses, zu dem die Bausparkassen die Einlagen anlegen können. Aus diesem Grund kündigten viele Bausparkassen im Berichtszeitraum hochverzinsten Altverträge, bei denen Bausparer die Zuteilung ihrer seit längerer Zeit zuteilungsreifen Bauspardarlehen nicht angenommen haben. Zwar kann diese geschäftspolitische Maßnahme die Ertragslage verbessern; sie birgt jedoch Rechts- und Reputationsrisiken.

Der Ausschuss diskutierte die aktuelle Risikolage, die Bedeutung des Bausparkassensektors sowie mögliche Ansteckungskanäle. Gemessen an seiner Größe ist der Bausparkassensektor zwar nicht systemrelevant.¹⁷ Allerdings haben Bausparkassen bei der Finanzierung von Wohnimmobilien große Bedeutung. Zu beachten ist auch, dass das Niedrigzinsrisiko zugleich in anderen Bereichen des Finanzsystems schlagend wird. Daher sind weitere Analysen erforderlich, die die Wechselwirkungen mit diesen Bereichen beleuchten. Im Berichtszeitraum sah der Ausschuss keine Notwendigkeit für das Ergreifen spezieller makroprudenzieller Maßnahmen. Allerdings betonte er die Notwendigkeit einer engen institutsspezifischen Analyse durch die laufende Aufsicht.

Deutsche Banken verbessern ihre Kapitalausstattung

Die großen, international tätigen deutschen Banken und auch die Sparkassen und Genossenschaftsbanken haben ihre **Risikotragfähigkeit** im Berichtszeitraum verbessert. Sie nahmen neues Kapital auf und behielten Gewinne ein. Außerdem führten sie ihre risikogewichteten Aktiva zurück. Für entsprechenden Anpassungsdruck sorgten nicht nur die strengeren Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften des neuen Basel III-Rahmenwerks. Auch

¹⁶ Siehe hierzu auch Abschnitt 2.3 auf S. 21 ff.

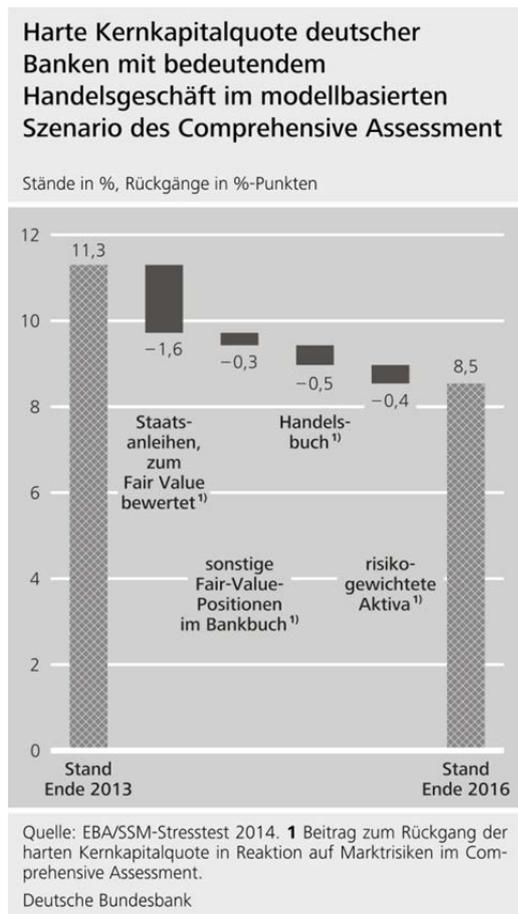
¹⁷ Der Anteil der Bausparkassen an der Bilanzsumme aller deutschen Banken lag Ende 2013 bei etwas mehr als 2,7%. Ihr Anteil an den Buchforderungen aller deutschen Banken an Nichtbanken lag bei 3,9% und an den Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditinstituten bei 1,4%.

die umfassende Bankenprüfung (**Comprehensive Assessment**) der EZB motivierte die Institute, bereits im Vorhinein ihre Kapitalisierung quantitativ und qualitativ zu verbessern. Das Comprehensive Assessment setzte sich aus einer Einschätzung der Gesamtrisikolage mittels Einzelbewertung der Bankaktiva (Asset Quality Review: AQR) und aus einem Stresstest zusammen. Im Stresstest wurden ein Basis- und ein adverses Szenario untersucht. Für die teilnehmenden deutschen Banken ergab sich aus dem AQR ein negativer Kapitaleffekt in Höhe von 3,9 Mrd €, was 0,3% des harten Kernkapitals entspricht. Im adversen Szenario des Stresstests reduzierte sich die harte Kernkapitalquote, die sich aus dem AQR ergab, im Aggregat um 3,8 Prozentpunkte.

Die Ergebnisse des Comprehensive Assessment haben aus Sicht des Ausschusses bestätigt, dass die großen deutschen Kreditinstitute größeren Belastungen standhalten können. Nur bei einem deutschen Institut wurde eine Kapittallücke von 229 Mio € identifiziert, die aber bereits durch eine Kapitalaufnahme im Jahr 2014 geschlossen worden war. Das Comprehensive Assessment half, das Vertrauen in den europäischen Bankensektor wiederherzustellen und die Märkte zu beruhigen. Die gründliche Überprüfung der Bankbilanzen sorgte für eine größere Transparenz. Dies erleichterte den bereits zuvor unproblematischen Zugang deutscher Banken zu Fremd- und Eigenkapital weiter.

Mehrfach standen die **sektoralen Kreditrisiken** der deutschen Banken auf der Tagesordnung des Ausschusses. In den Bereichen Schiffs- und Gewerbeimmobilienfinanzierung konnten Unsicherheiten über den Umfang bilanzieller Altlasten, insbesondere über den Abschreibungsbedarf, reduziert werden. Im Bereich der Verbriefungen führten die deutschen Banken ihre Bestände an Papieren wie Asset Backed Securities und Collateralised Debt Obligations weiter zurück. Der Ausschuss stellte daher fest, dass sich die sektoralen Risiken im Berichtszeitraum insgesamt verringert haben.

Trotz dieser positiven Entwicklungen sah der Ausschuss die Banken in der Pflicht, ihre **Risikotragfähigkeit weiter zu stärken**. Dies kann beispielsweise erreicht werden, indem die Banken neues Kapital aufnehmen und Gewinne einbehalten, um für eventuelle Belastungen gewappnet zu sein. Belastungen können sich aus anhaltend niedrigen Zinsen und insbesondere im Falle eines späteren starken und abrupten Anstiegs der Kurzfristzinsen ergeben. Nicht zuletzt wird die Anpassung an das Basel III-Rahmenwerk weitere Anstrengungen erfordern. Hervorgehoben wurde, dass fünf deutsche Banken den Stresstest nicht bestanden hätten, wären die Basel III-Regeln, die erst in einigen Jahren vollumfänglich gelten werden, beim Comprehensive Assessment bereits zur Anwendung gekommen. Insbesondere mit Blick auf die ungewichtete Kapitalquote, die sogenannte Leverage Ratio, haben viele deutsche Banken im europäischen Vergleich noch Nachholbedarf.

Marktrisiken wichtig für deutsche Banken mit bedeutendem Handelsgeschäft

Anhand einer Analyse der Bundesbank auf Basis von Stresstestdaten aus dem Comprehensive Assessment diskutierte der Ausschuss die **Auswirkung von Marktrisiken auf die Kernkapitalquote von Banken mit bedeutendem Handelsgeschäft**, den sogenannten Value-at-Risk (VaR)-Instituten.¹⁸ Von den 24 am Comprehensive Assessment teilnehmenden deutschen Banken fielen zehn in diese Kategorie. Das modellbasierte Szenario des Stresstests¹⁹ unterstellte ausgehend von einem starken Renditeanstieg langlaufender US-Staatsanleihen Ansteckungseffekte auf Anleihemärkte anderer Länder, auf Aktien-, Währungs- und Immobilienmärkte sowie Rückwirkungen auf die Realwirtschaft und die Refinanzierung von Banken. In diesem Szenario sank die harte Kernkapitalquote der zehn Institute aufgrund von Marktrisiken über einen Zeitraum von drei Jahren im Durchschnitt um insgesamt 2,8 Prozentpunkte (von 11,3% auf 8,5%; vgl. Abbildung).

Aus Sicht des Ausschusses könnte es dann zu Problemen für die Finanzstabilität kommen, wenn Banken höhere Verluste aus Kapitalmarktengagements erleiden würden, als auf Grundlage des Compre-

hensive Assessment der EZB zu erwarten wären. Dies könnte zum einen passieren, wenn die Preise von Finanzmarktaktiva stärker fallen als im Stresstest unterstellt.²⁰ Zum anderen könnten zusätzliche Verluste aus krisenverschärfenden Reaktionen von Marktteilnehmern resultieren. Beispiele hierfür wären eine abrupte und ungeordnete Rückführung des Verschuldungsgrades im Bankensektor oder weitere Ansteckungseffekte innerhalb des Finanzsektors. Ein solcher Abbau der Verschuldung im Bankensektor ist unter den Annahmen der Stressszenarien wahrscheinlich, wurde aber im Comprehensive Assessment nicht explizit berücksichtigt.

Insgesamt kam der Ausschuss zu dem Ergebnis, dass kein unmittelbarer makroprudenzieller Handlungsbedarf besteht. Risiken aus Kapitalmarktengagements deutscher Banken sollten jedoch weiterhin aufmerksam beobachtet werden.

¹⁸ Unter dem Begriff Value-at-Risk (VaR)-Institute werden hier diejenigen Institute zusammengefasst, die ein aufsichtlich abgenommenes VaR-Modell zur Steuerung ihrer Marktrisiken verwenden oder in großem Umfang Handelsgeschäfte betreiben. Der Value-at-Risk gibt an, welche Verlusthöhe innerhalb eines gegebenen Zeitraums mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird.

¹⁹ Vgl.: European Systemic Risk Board (2014).

²⁰ Ein stärkerer Preisrückgang bei Finanzmarktaktiva ist nicht auszuschließen, da die unterstellten Preisrückgänge oft weniger als die Hälfte der historischen Extremwerte für einzelne Anlageklassen betragen. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass sämtliche Finanzmarktsegmente gleichzeitig gestresst wurden, wodurch die Tests an Schärfe gewinnen.

Konzeptionelle Arbeiten zu makroprudenziellen Instrumenten im Bankensektor

Der Ausschuss beschäftigte sich eingehend mit makroprudenziellen Instrumenten für den Bankensektor. Angesichts der gestiegenen Risikotragfähigkeit der deutschen Banken sah er keine Notwendigkeit, bereits verfügbare Instrumente einzusetzen. Er konzentrierte sich auf Vorbereitungsarbeiten für den Einsatz weiterer Instrumente. Im Mittelpunkt standen dabei die in der europäischen Eigenkapitalregulierung vorgesehenen **makroprudenziellen Kapitalpuffer** (vgl. Tabelle).

Makroprudenzielle Kapitalpuffer					
	Anwendungsbereich	Ziel	Quote (CET 1 ¹⁾ in % der RWA ⁸⁾	Überprüfung / Anpassung	Zeitpunkt der Anwendbarkeit
G-SIB-Puffer ²⁾	Global systemrelevante Banken (FSB ³⁾ -Liste)	Stärkung der Widerstandskraft	1% - 3,5% (in Schritten von 0,5)	jährlich durch BaFin	ab 1.1.2016 (Übergangsphase bis 1.1.2019)
		Internalisierung negativer externer Effekte			
O-SII-Puffer ⁴⁾	National systemrelevante Banken (PSI ⁵⁾ der Gruppe I)	Stärkung der Widerstandskraft	0% - 2%	jährlich durch BaFin	ab 1.1.2016
		Internalisierung negativer externer Effekte			
SRB ⁶⁾ (residual und nachrangig zu anderen Instrumenten ⁷⁾)	Alle Banken / Gruppen von Banken Risikopositionen (RWA ⁸⁾)	Abwehr langfristiger, nicht zyklischer systemischer oder makroprudenzieller Risiken	mind. 1% (in Schritten von 0,5), keine Obergrenze	mind. alle 2 Jahre durch BaFin ab 3% (5% ab 1.1.2015) komplexe Abstimmungsmechanismen	seit 1.1.2014
CCB ⁹⁾	Relevante Kreditrisikopositionen aller Banken im In- und Ausland	Stärkung der Widerstandskraft Abwehr zyklischer systemischer Risiken	0% - 2,5% oder höher (in Schritten von 0,25)	quartalsweise durch BaFin	ab 1.1.2016 (Übergangsphase bis 1.1.2019)

1 Hartes Kernkapital (Common Equity Tier 1). 2 Global systemrelevante Banken (Global Systemically Important Banks). 3 Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board). 4 Anderweitig systemrelevante Institute (A-SRIs, Other Systemically Important Institutions). 5 Potenziell systemgefährdende Institute. 6 Systemrisikopuffer (Systemic Risk Buffer). 7 SRB ist ausschließlich gegen Systemrisiken anzusetzen, die nicht bereits durch vorrangige Maßnahmen nach dem KWG oder der CRR vermindert oder abgewehrt werden können. 8 Risikogewichtete Aktiva (Risk Weighted Assets). 9 Antizyklischer Kapitalpuffer (Countercyclical Capital Buffer).

Deutsche Bundesbank

Kapitalzuschläge für systemrelevante Banken

Ab dem Jahr 2016 besteht die Möglichkeit, Banken aufgrund ihrer Systemrelevanz mit Kapitalzuschlägen zu belegen. Damit sollen die Widerstandskraft dieser Institute gestärkt, die von ihnen ausgehenden negativen externen Effekte internalisiert und systemische Risiken begrenzt werden.

Auf globaler Ebene sind die entsprechenden Arbeiten bereits weitgehend abgeschlossen. Der Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board: FSB) veröffentlicht jährlich eine Liste der **global systemrelevanten Banken** (Global Systemically Important Banks: G-SIBs) einschließlich der für sie ab dem Jahr 2016 zwingend geltenden Kapitalzuschläge.²¹ In Deutsch-

21 Die jeweils aktuelle Liste der global systemrelevanten Banken findet sich auf der Homepage des Finanzstabilitätsrats: www.financialstabilityboard.org. In Deutschland wird aktuell nur die Deutsche Bank als G-SIB eingestuft. Sie muss ab dem Jahr 2016 einen zusätzlichen G-SIB-Puffer von 2% vorhalten. Der Puffer wird schrittweise bis zum Jahr 2019 aufgebaut.

land legt die BaFin im Einvernehmen mit der Bundesbank fest, welche Institute als global systemrelevant eingestuft werden. Maßgeblich hierfür sind §10f des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) sowie die Delegierte Verordnung (EU) Nr. 1222/2014.

Im Berichtszeitraum standen daher Überlegungen zur Identifizierung **systemrelevanter Institute auf nationaler Ebene** anhand eines einheitlichen Identifizierungsverfahrens im Mittelpunkt. Die Bundesbank und die BaFin informierten den Ausschuss über ihre gemeinsamen Arbeiten an einer Methodik zur **Identifizierung potenziell systemgefährdender Institute** (PSI).²² Diese Methodik baut auf einem bereits existierenden Konzept auf, das von der Bankenaufsicht ursprünglich für rein mikroprudenzielle Zwecke insbesondere im Rahmen der Sanierungs- und Abwicklungsplanung entwickelt worden war. Um sowohl mikro- als auch makroprudenziellen Zielsetzungen gerecht zu werden, wird dieses Konzept um eine systemische Perspektive erweitert.

Im Ergebnis sollen mit dem neuen Verfahren zwei Gruppen potenziell systemgefährdender Banken identifiziert werden: Erstens PSI, die zugleich auch als anderweitig systemrelevante Institute (A-SRI) (Gruppe I)²³ im Sinne von § 10g KWG qualifiziert sind; zweitens sonstige PSI (Gruppe II). Banken der Gruppe I unterliegen speziellen mikroprudenziellen Anforderungen und können ab dem Jahr 2016 zusätzlich mit einem makroprudenziellen Kapitalzuschlag (A-SRI-Puffer) belegt werden. Dieser kann in Abhängigkeit vom Grad ihrer Systemrelevanz zwischen 0% und 2% des nach Artikel 92 Absatz 3 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 ermittelten Gesamtforderungsbetrags variieren. Banken der Gruppe II unterliegen dagegen allein zusätzlichen mikroprudenziellen Anforderungen.²⁴ Die BaFin wird im Einvernehmen mit der Bundesbank festlegen, welche Banken welcher Gruppe zuzuordnen sein werden.

Die beschriebene Methodik zur Identifizierung von PSI berücksichtigt auch die von der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) entwickelten und am 1. Januar 2015 in Kraft getretenen Leitlinien zur Identifizierung anderweitig systemrelevanter Institute.²⁵ Diese Leitlinien sollen transparente und vergleichbare Identifikationsprozesse in den EU-Mitgliedstaaten sicherstellen. Sie sehen vor, dass in einer ersten Stufe eine von der EBA festgelegte Methode mit konkreten Indikatoren verpflichtend anzuwenden ist. In einer zweiten Stufe, dem „aufsichtlichen Expertenurteil“, können weitere Institute als anderweitig systemrelevant eingestuft werden. Damit kann Besonderheiten des jeweiligen nationalen Finanzsystems Rechnung getragen werden.

Die Arbeiten an der Methodik waren im Berichtszeitraum noch nicht endgültig abgeschlossen. Im Laufe des Jahres 2015 soll die Methodik finalisiert und deren Grundzüge veröffentlicht werden.

²² Der Begriff PSI wird im Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen (SAG) verwendet. Diese Institute können durch ihren Ausfall bzw. die Gefahr ihres Ausfalls in einer konkreten Marktsituation eine Systemgefährdung auslösen. Vgl.: § 67 Abs. 2 SAG, bis zum 31. Dezember 2014 §§ 47, 48b KWG.

²³ In Art. 131 der Kapitaladäquanzrichtlinie 2013/36/EU (CRD IV) werden diese Institute als Other Systemically Important Institutions (O-SIIs) bezeichnet.

²⁴ Insbesondere sind diese Institute verpflichtet, einen Sanierungsplan im Sinne der §§ 12 ff. SAG zu erstellen.

²⁵ Vgl.: European Banking Authority (2014).

Kapitalpuffer für systemische Risiken

Seit Januar 2014 steht der sogenannte **Systemrisikopuffer** (Systemic Risk Buffer: SRB) als makroprudenzielles Instrument zur Abwehr langfristiger, nicht-zyklischer Systemrisiken im Bankensektor zur Verfügung.²⁶ Er kann für alle Institute oder für bestimmte Gruppen von Instituten erhoben werden. Der Puffer bezieht sich dabei auf die risikogewichteten Aktiva gegenüber Schuldern mit Sitz im In- und Ausland. Im Gegensatz zum Kapitalpuffer für A-SRI gilt für den SRB nicht die Obergrenze von 2% der risikogewichteten Aktiva. Vor Aktivierung des SRB ist jedoch zu klären, ob die festgestellten Systemrisiken nicht durch andere aufsichtliche Maßnahmen abgewendet werden können.

Der Ausschuss erörterte die Möglichkeit, die erst für das Jahr 2016 vorgesehene Einführung des Puffers für A-SRI vorzuziehen, indem die Banken verpflichtet werden, einen SRB in entsprechender Höhe vorzuhalten. Er sah jedoch keine Notwendigkeit, eine entsprechende Empfehlung abzugeben, nicht zuletzt da die Banken bei der Verbesserung ihrer Risikotragfähigkeit deutliche Fortschritte erzielt haben.

Den SRB diskutierte der Ausschuss auch im Kontext potenzieller systemischer Risiken, die von Wohnimmobilienfinanzierungen ausgehen können. Er kam aber zu dem Schluss, dass im Berichtszeitraum kein akuter Bedarf hierfür bestand und perspektivisch andere makroprudenzielle Instrumente grundsätzlich besser geeignet wären, möglichen systemischen Risiken im Bedarfsfall entgegenzuwirken.²⁷

Antizyklischer Kapitalpuffer

Der Ausschuss setzte sich darüber hinaus mit einem weiteren Instrument zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit von Kreditinstituten und zur Eindämmung zyklischer Systemrisiken auseinander, dem **antizyklischen Kapitalpuffer** (Countercyclical Capital Buffer: CCB). Dieser wird künftig in Abhängigkeit vom inländischen Kreditzyklus erhoben. Die Kreditinstitute werden den institutsspezifischen CCB als gewichteten Durchschnitt der jeweiligen Pufferquoten für maßgebliche Risikopositionen in einzelnen Ländern berechnen.

Der CCB wird in Deutschland ab dem 1. Januar 2016 auf Grundlage des Kreditwesengesetzes (KWG) und der Solvabilitätsverordnung stufenweise eingeführt.²⁸ Derzeit erarbeiten die Bundesbank und die BaFin ein analytisches und prozedurales Rahmenwerk, das vor allem Indikatoren zur Identifizierung zyklischer Fehlentwicklungen bei der Kreditvergabe beziehungsweise der Verschuldung im Inland bestimmt. Außerdem beschreibt es die Vorgehensweise bei der Festlegung angemessener Pufferquoten und behandelt prozedurale Aspekte, unter anderem zur Kommunikation.

Der Ausschuss wird sich mit diesem Rahmenwerk im zweiten Halbjahr 2015 beschäftigen. Die BaFin hat die Aufgabe, die Quote insbesondere des inländischen antizyklischen Kapital-

²⁶ Vgl.: §10e KWG.

²⁷ Siehe hierzu auch Abschnitt 2.5 auf S. 29 ff.

²⁸ Vgl.: § 10d i.V.m. § 64r (5) KWG.

puffers festzulegen und quartalsweise zu bewerten.²⁹ Dabei wird sie die Diskussionen und Schlussfolgerungen des Ausschusses sowie eventuelle Empfehlungen des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) berücksichtigen. Daher wird der Ausschuss regelmäßig die Angemessenheit der Pufferquote erörtern und gegebenenfalls Empfehlungen zur Anwendung des Puffers abgeben.

²⁹ Vgl.: §10d Abs. 3 KWG.

2.3 Risiken im Versicherungssektor

Solvenz der Lebensversicherer weiter durch niedrige Zinsen belastet



Wie im Vorjahr hat sich der Ausschuss regelmäßig mit der Lage der deutschen Lebensversicherer auseinandergesetzt. Die rückläufigen Zinsen, insbesondere am langen Ende der Zinsstrukturkurve, haben die Geschäftsentwicklung der Lebensversicherer im Berichtsjahr weiter belastet.

Die **Umlaufrendite öffentlicher Anleihen**, die als Indikator für die Verzinsung der Neuanlagen der Lebensversicherer dienen kann, ging im Berichtszeitraum kontinuierlich um etwa 100 Basispunkte auf 0,3% zurück.³⁰ Der für das Neugeschäft maßgebliche **Höchstrechnungszins** sank dagegen lediglich um einen halben Prozentpunkt von 1,75% auf 1,25% (vgl. Abbildung). Das Geschäft im Bereich neuer Policen entwickelte sich gemessen an deren Anzahl in den vergangenen Jahren rückläufig. Für die Solvenz der Versicherer ist indes der Bestand an Lebensversicherungen von größerer Bedeutung. Hier lag die **laufende Durchschnittsverzinsung der Kapitalanlagen** mit 4% noch über der laufenden Verzinsung von Lebens- und Rentenversicherungen. Die Verzinsung auf Kapitalanlagen wird sich bei anhaltendem Niedrigzinsumfeld aufgrund der Wiederanlage von Mitteln aus fälligen Rentenpapieren zu einem sehr viel niedrigeren Zinssatz jedoch weiter verringern. **Stresstests** der Bundesbank zeigten, dass unter verschärften Stressbedingungen bis zum Jahr 2023 32 Unternehmen die Eigenmittelanforderungen nach Solvency I nicht mehr erfüllen könnten.³¹

Das am 7. August 2014 in Kraft getretene **Lebensversicherungsreformgesetz (LVRG)** soll die Risikotragfähigkeit der Unternehmen stärken. Ein zentrales

Element des LVRG ist die Begrenzung der Beteiligung der Versicherungsnehmer an den Bewertungsreserven.³² Versicherungsnehmer werden seitdem bei auslaufenden Verträgen nur noch in dem Umfang an den zugehörigen Bewertungsreserven aus festverzinslichen Wert-

³⁰ Für einen Überblick über die wichtigsten Kennzahlen zur Verzinsung der Kapitalanlagen von Lebensversicherern vgl.: Deutsche Bundesbank (2014c), S. 55.

³¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013b), S. 73 ff. sowie A. Kablau und M. Weiß (2014).

³² Das LVRG umfasst eine Vielzahl weiterer Maßnahmen, insbesondere die Begrenzung der Ausschüttung an Anteilseigner, die Herabsetzung des Höchstrechnungszinses von 1,75% auf 1,25% ab dem 1. Januar 2015, die Erhöhung der Mindestbeteiligung der Versicherungsnehmer an den Risikoüberschüssen von 75% auf 90% sowie verbesserte Handlungsmöglichkeiten der Aufsicht.

papieren und Zinsabsicherungsgeschäften (stille Reserven) beteiligt, in dem diese die stillen Lasten auf der Passivseite der Bilanz übersteigen.

Werden diese Anpassungen in den von der Bundesbank durchgeführten Stresstests berücksichtigt, reduziert sich die Anzahl der Lebensversicherer, die im strengsten adversen Szenario die regulatorischen Eigenmittelanforderungen langfristig nicht mehr erfüllen könnten, deutlich von 32 auf 13 Unternehmen.³³ Vor diesem Hintergrund kam der Ausschuss Mitte des Jahres 2014 zu dem Ergebnis, dass das LVRG einen wichtigen Beitrag zur Stärkung der Stabilität des Lebensversicherungssektors leistet.

Der Ausschuss war allerdings der Auffassung, dass in einem lang anhaltenden Niedrigzinsumfeld die Probleme der Lebensversicherer nicht durch das LVRG allein gelöst werden können. Die Lebensversicherer müssen vielmehr auch selbst einen Beitrag leisten und ihre Risikotragfähigkeit erhöhen. Sie sollten ihre **Eigenmittelpolster stärken** und ein breites Produktangebot vorhalten. Dies gilt auch vor dem Hintergrund der ab dem Jahr 2016 geltenden neuen Solvabilitätsregeln Solvency II. Diese sehen eine Marktbewertung der Forderungen und Verbindlichkeiten und strikere Eigenmittelanforderungen vor.

Marktrisiken für Versicherer nicht zu unterschätzen

Neben den Risiken, die sich aus einem lang anhaltenden Niedrigzinsumfeld für die Erträge der Versicherer ergeben, spielen Marktrisiken eine erhebliche Rolle für die Stabilität des Sektors. Daher befasste sich der Ausschuss explizit mit der **Widerstandsfähigkeit deutscher Versicherer gegenüber Preisrückgängen von Finanzmarktaktiva**.

Diskussionsgrundlage hierfür waren Analysen der Bundesbank, die wiederum auf einem **Stresstest** der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersvorsorge (European Insurance and Occupational Pensions Authority: EIOPA) aufbauten.³⁴ Dieser untersuchte unter anderem die Auswirkungen verschiedener Marktshocks auf die Solvenzquote deutscher Versicherer.³⁵ Das erste Szenario geht von einem Initialshock an den EU-Aktienmärkten und einem Wiederaufleben der Staatsschuldenkrise aus. Das zweite Marktrisikoszenario unterstellt einen Initialshock am Anleihemarkt für nicht-finanzielle Unternehmen. Für beide Szenarien werden ausgehend von den Initialshocks Ansteckungseffekte auf andere Finanzmarktsegmente abgeleitet. Die Abbildung auf S. 23 zeigt die Beiträge verschiedener Bilanzpositionen zu den jeweiligen Rückgängen der Solvenzquote. Im ersten Szenario verringert sich die Solvenzquote der Versicherer deutlich; sie sinkt um 39 Prozentpunkte auf 108%. Im zweiten Szenario, bei einem Initialshock für Unternehmensanleihen, fällt die Solvenzquote von ursprünglich 147% um 15 Prozentpunkte auf 132%.

³³ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014a).

³⁴ Vgl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2014).

³⁵ Die Solvenzquote setzt die regulatorische Kapitalanforderung in Bezug zum tatsächlich vorhandenen Eigenkapital.

Solvenzquote deutscher Versicherer in den Marktrisikoszenarien des EIOPA-Stresstests nach Einflussfaktoren

Veränderung in %-Punkten



Quelle: BaFin/EIOPA-Stresstest 2014 und eigene Berechnungen. ¹ Die gesamte Veränderung der Solvenzquote ergibt sich als Saldo der Beiträge der oben aufgeführten Einflussfaktoren.
Deutsche Bundesbank

Die **Risiken aus den Kapitalmarktengagements** der deutschen Versicherer bargen im Berichtszeitraum nach Einschätzung des Ausschusses keine akute Gefahr für die Finanzstabilität. Er wird allerdings die Marktrisiken der deutschen Versicherer auch künftig regelmäßig überprüfen, insbesondere mit Blick auf hinreichend große Kapitalpuffer.³⁶

³⁶ Die im EIOPA-Stresstest unterstellten Preisänderungen von Finanzmarktinstrumenten machen teilweise weniger als die Hälfte der historischen Extremwerte aus. Allerdings gewinnt der Stresstest dadurch an Schärfe, dass der Stress in allen Marktsegmenten gleichzeitig wirkt.

2.4 Risiken außerhalb des Banken- und Versicherungssektors

Kapitalmarktunion als wichtige Ergänzung zur Bankenunion

Der Ausschuss erörterte auch Entwicklungen bei der Unternehmensfinanzierung. Deutsche Unternehmen greifen verstärkt auf Finanzierungsquellen außerhalb des Bankensektors zurück. Sie finanzieren sich über Kredite von Nichtbanken und zunehmend auch über Emissionen von Anleihen. Bankkredite haben zudem als Finanzierungsweg an relativer Bedeutung eingebüßt, da deutsche Unternehmen durch die Thesaurierung von Gewinnen ihre Eigenkapitalquote in den letzten Jahren merklich erhöht haben.

Während der europäischen Schuldenkrise hat sich gezeigt, dass sich Kapitalabzüge aus den besonders in Mitleidenschaft gezogenen Ländern vor allem auf Interbankkredite und Anleihen konzentrierten. Eigenkapital war dagegen deutlich weniger betroffen. Vor diesem Hintergrund diskutierte der Ausschuss verschiedene Aspekte der geplanten **EU-Kapitalmarktunion**.

Eine **tieferer Integration der EU-Kapitalmärkte** stellt aus Sicht des Ausschusses eine wichtige Ergänzung zur Bankenunion dar. In besser integrierten und daher breiteren und tieferen Kapitalmärkten könnten der Zugang von Unternehmen zu verschiedenen Finanzierungsquellen und -formen verbessert und eine zu starke Konzentration auf Bankfinanzierung reduziert werden. Insgesamt sind die öffentlichen Märkte für Aktien und Anleihen in der EU zwar relativ gut integriert; so ist mehr als die Hälfte der Marktkapitalisierung deutscher Aktiengesellschaften in ausländischem Besitz. Allerdings sind andere Kapitalmarktsegmente (z. B. für Venture Capital) EU-weit nach wie vor stark fragmentiert.

Ziel der Kapitalmarktunion ist es, die Effizienz der Kapitalallokation zu erhöhen und mögliche bestehende Hindernisse, insbesondere beim **Zugang zu Eigenkapitalmärkten**, abzubauen. Ein verbesserter Eigenkapitalzugang, vor allem für junge Unternehmen, kann Innovationen, Investitionen und Produktivität fördern. Er erleichtert Unternehmen außerdem den Aufbau von Eigenkapitalpuffern und stärkt ihre Widerstandskraft, was besonders bei Unternehmen des Finanzsektors systemstabilisierend wirkt. Im Ausschuss wurde in diesem Zusammenhang auch die vorhandene steuerliche Begünstigung von Fremd- gegenüber Eigenkapital thematisiert.

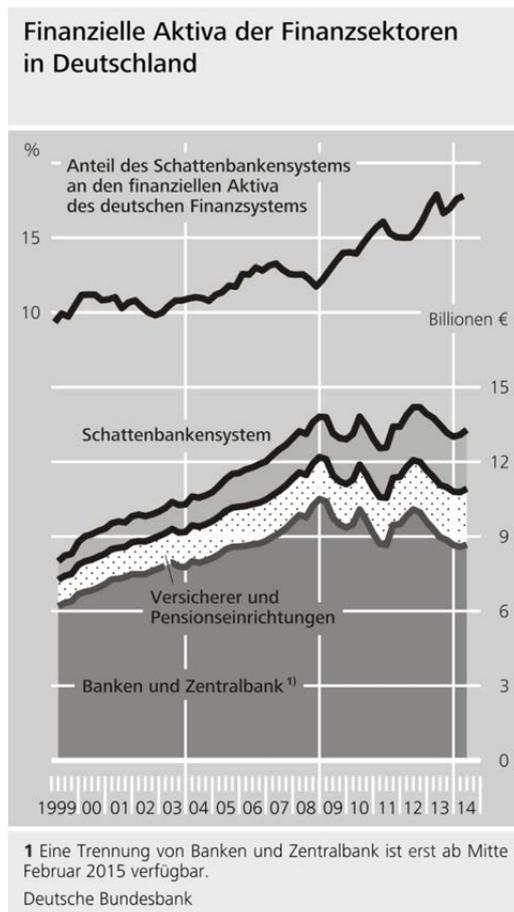
Eine stärkere **Integration der Eigenkapitalmärkte** ist insbesondere in der europäischen Währungsunion relevant. Da hier nominale Wechselkursanpassungen nicht möglich sind, könnte durch höhere grenzüberschreitende Eigenkapitalinvestitionen eine verbesserte Risikoteilung zwischen den Mitgliedstaaten erreicht werden. Eigenkapitalbeteiligungen erlauben im Vergleich zu Fremdkapitalinstrumenten ein unmittelbares Teilen von Risiken. Im Falle negativer Schocks passt sich der Wert des Eigenkapitals stärker an, und Dividendenzahlungen können, anders als Zinszahlungen, ohne Weiteres ausgesetzt werden. Eigenkapitalinstrumente erlauben somit, im Gegenzug für eine höhere Rendite, eine unmittelbare Anpassung an die wirtschaftliche Situation eines Unternehmens.

Im Rahmen der Kapitalmarktunion könnte auch die Restrukturierung der Schulden des privaten Sektors erleichtert werden. Hier kommt dem **Insolvenzrecht** eine besondere Bedeutung zu. In jedem Mitgliedstaat sollte die jeweilige Insolvenzordnung kalkulierbar und transparent sein. Sie sollte eine angemessene Lastenteilung zwischen Gläubigern und

Schuldnern sicherstellen und eine schnelle Weiterführung gesunder Unternehmensteile ebenso ermöglichen wie die zügige Abwicklung nicht lebensfähiger Unternehmen.

Der Ausschuss betonte ferner die Notwendigkeit, beim Aufbau der Kapitalmarktunion auf **konsistente Rahmenbedingungen** zu achten. Regulierung sollte möglichst über Ländergrenzen hinweg einheitlich sein, um gleiche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen und den Spielraum für regulatorische Arbitrage zu verringern. Zudem ist eine möglichst einheitliche Regulierung auch über Sektoren und über verschiedene Anlageklassen hinweg anzustreben.

Kreditvergabe durch das Schattenbankensystem als mögliche Risikoquelle



Die Gefahr einer Renditesuche unter Inkaufnahme erhöhten Risiken besteht nicht nur im Kernfinanzsystem, sondern auch mit Blick auf Kreditfinanzierungen außerhalb des klassischen Bankensystems, im sogenannten **Schattenbankensystem**. Die noch anhaltende Rückführung von Risikoaktiva in den Bankbilanzen und vor allem die höheren regulatorischen Anforderungen für Banken können dazu führen, dass Investoren nach alternativen Finanzierungswegen suchen. Im derzeitigen Umfeld niedriger Zinsen bestehen dabei grundsätzlich Anreize, Aktivitäten vom Bankensektor in weniger beziehungsweise anders regulierte Bereiche des Finanzsystems³⁷ zu verlagern (Regulierungsarbitrage).³⁸ Daher ist darauf zu achten, dass sich in diesen Bereichen des Finanzsystems keine systemischen Risiken aufbauen. In Anlehnung an die weit gefasste Definition des FSB³⁹ umfassen Aktiva des Schattenbankensystems näherungsweise das Aggregat der Aktiva von Investmentfonds (darunter Hedgefonds), Geldmarktfonds und „Sonstigen Finanzintermediären“.⁴⁰

Aufbauend auf Analysen der Bundesbank untersuchte der Ausschuss Entwicklungen bei der **Kreditvergabe durch das Schattenbankensystem**. Er konzentrierte sich dabei auf Kreditaktivitäten in Deutschland ansässiger Schattenbankakteure. Diese spielen im hiesigen, vom

³⁷ Insbesondere der Investmentfondsbereich ist durch europäische und nationale gesetzliche Vorgaben reguliert und beaufsichtigt.

³⁸ Zum Zusammenhang zwischen einer strengeren Regulierung des Bankensektors und der Verlagerung von Aktivitäten in den Schattenbankensektor vgl.: T. Adrian und A. B. Ashcraft (2012) sowie A. K. Kashyap, J. C. Stein und S. Hanson (2010).

³⁹ Vgl.: Financial Stability Board (2011).

⁴⁰ Zu den „Sonstigen Finanzintermediären“ zählen die sonstigen Finanzinstitute, die Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten sowie die firmeneigenen Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgeber gemäß Eurostat (2013), S. 47 ff. Damit werden unter anderem Verbriefungszweckgesellschaften, Broker-Dealer sowie Finanzierungsleasing- und Factoring-Gesellschaften erfasst.

Bankensektor geprägten Finanzsystem bislang eine eher untergeordnete Rolle. Ihre Bedeutung nimmt jedoch zu.

Der Anteil des Schattenbankensektors am gesamten deutschen Finanzsystem ist, gemessen an den finanziellen Aktiva, von rund 11% im Jahr 2000 auf rund 18% Mitte 2014 gewachsen (vgl. Abbildung aus S. 25). Während im Euro-Raum die „Sonstigen Finanzintermediäre“ dominieren, ist das **Schattenbankensystem in Deutschland von Investmentfonds geprägt**. Die Rolle von Geldmarktfonds ist vernachlässigbar klein. Verbriefungszweckgesellschaften haben eine geringe Bedeutung, ähnliches gilt für Broker-Dealer, Finanzierungsleasing- und Factoringgesellschaften sowie (reine) Holdinggesellschaften.

Die Kreditvergabe durch das deutsche Schattenbankensystem hat jedoch zugenommen. Deswegen Anteil an den gesamten Kreditforderungen des deutschen Finanzsystems - das heißt sowohl an vergebenen Krediten als auch an gehaltenen Schuldverschreibungen - gegenüber allen Schuldnern im In- und Ausland betrug Mitte 2014 rund 16%. Im Jahr 2000 hatte der Anteil lediglich rund 9% betragen. Die Gegenparteien für die Kreditforderungen deutscher Schattenbankenakteure sind hauptsächlich im finanziellen und staatlichen Bereich zu finden; an den realen Sektor werden hingegen kaum Kredite vergeben.

Der Ausschuss ging auch der Frage nach, ob die wachsende Bedeutung des Schattenbankensystems bei der Kreditvergabe auf direkte Verlagerungen zwischen dem Banken- und dem Schattenbankensystem zurückgeführt werden kann. Die vorliegenden statistischen Daten sowie bankaufsichtliche Informationen aus einem nicht repräsentativen Auskunftsersuchen zu synthetischen Transaktionen lieferten dafür aber keine konkreten Hinweise. Der alleinige Blick auf in Deutschland ansässige Akteure und Aktivitäten liefert indes angesichts starker internationaler Verknüpfungen im Finanzsystem nur ein unvollständiges Bild der Kreditvergabe durch das Schattenbankensystem. Vor allem können mögliche Verlagerungen in ausländische Schattenbankeinheiten nicht beobachtet werden. Die Bundesbank arbeitet daran, diese Datenlücken zu schließen und ein umfassendes Berichtssystem aufzubauen.

Außerdem sollen weitere Analysen dabei helfen, die Bestimmungsfaktoren der Kreditvergabe durch das Schattenbankensystem sowie mögliche **Übertragungswege von Schocks** zwischen dem Schattenbankensystem und anderen Teilen des Finanzsystems besser zu identifizieren. Zudem hielt der Ausschuss es für wichtig, die auf internationaler Ebene laufenden Arbeiten zur besseren Überwachung⁴¹ und Regulierung des Schattenbankensystems weiter voranzutreiben.

⁴¹ Vgl. hierzu bspw.: Financial Stability Board (2014b).

Umsetzung der Reformen auf dem Derivatemarkt kommt nur schleppend voran

Der Ausschuss beschäftigte sich außerdem mit den regulatorischen und faktischen Fortschritten beim **zentralen Clearing außerbörslich** (Over-the-Counter: OTC) **gehandelter Derivate**. Erfolgte das Clearing von OTC-Derivaten auch deutscher Marktteilnehmer bislang nur auf freiwilliger Basis oder aufgrund regulatorischer Vorschriften anderer Rechtsräume wie den USA über **zentrale Gegenparteien** (Central Counterparties: CCPs), führt die EU-Verordnung EMIR⁴² nun ein Verfahren zur Festlegung einer CCP-Clearingpflicht für OTC-Derivate ein. Darüber hinaus soll die Transparenz der OTC-Derivatemärkte verbessert werden. Nach Auffassung des Ausschusses wird die im Jahr 2014 in Kraft getretene Meldepflicht für Derivate an Transaktionsregister hierzu einen wichtigen Beitrag leisten. Geklärt werden muss allerdings noch, wie die in den derzeit sechs Transaktionsregistern in der EU vorhandenen Daten zusammengefasst werden können, um einen verbesserten Marktüberblick zu erhalten.

In der EU wurden zwischen März 2014 und Januar 2015 die ersten 16 CCPs nach EMIR-Vorgaben zugelassen. Da es für CCPs, die bereits zuvor aufgrund nationaler, teilweise weniger strikter Vorschriften zugelassen worden waren, übergangsweise einen Bestandsschutz gab, betonte der Ausschuss die Notwendigkeit eines strikten Vorgehens im Hinblick auf die vollständige Einhaltung der neuen Regeln.

Mit Blick auf Drittstaaten (z. B. die USA) konstatierte der Ausschuss eine **mangelnde Konsistenz nationaler beziehungsweise regionaler Regulierungen der OTC-Derivatemärkte und CCPs**. Dies könnte zum einen auf globaler Ebene zu einer Fragmentierung des OTC-Derivatemarktes mit einhergehendem Rückgang der Marktliquidität führen. Zum anderen würde eine Abwanderung der Clearingteilnehmer zu solchen CCPs gefördert, die attraktivere Konditionen bieten. Dies wiederum könnte sinkende Risikomanagementstandards bei CCPs zur Folge haben.

Der Ausschuss bestärkte daher die Bundesbank darin, im Rahmen der laufenden Überwachung auf Ausweichbewegungen der Marktteilnehmer zu achten und gegebenenfalls Vorschläge zu erarbeiten, wie Regulierungsarbitrage und unerwünschten Marktentwicklungen entgegenwirkt werden könnte.

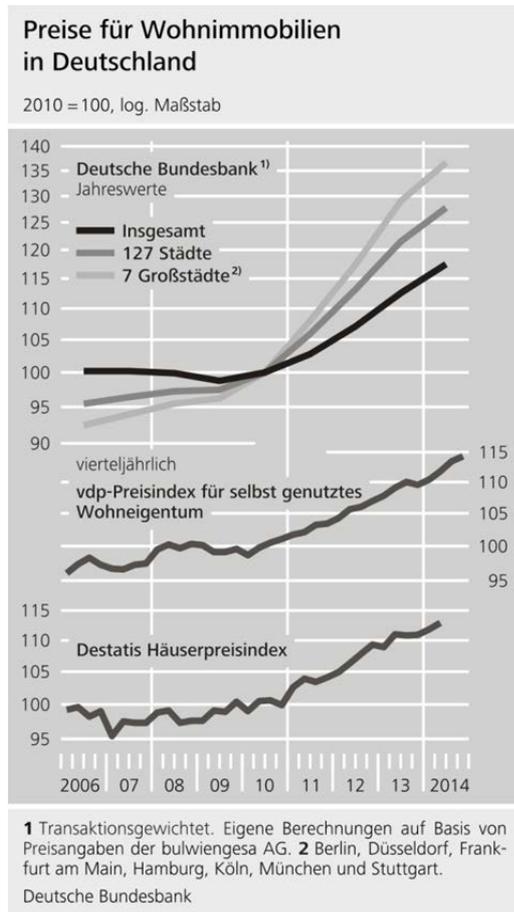
Mit den voraussichtlich im April 2016 in Kraft tretenden zentralen Clearingpflichten wird einerseits die Stabilität des Systems insgesamt erhöht. Andererseits werden dadurch aber CCPs auch zu noch bedeutenderen Knotenpunkten im Finanzsystem, in denen sich Risiken konzentrieren. Es besteht die Gefahr, dass sie dann „too big to fail“ oder „too interconnected to fail“ werden. Deswegen betonte der Ausschuss die große Bedeutung des geplanten Rechtsrahmens für ein **europäisches Sanierungs- und Abwicklungsregime für CCPs**, da nicht auszuschließen ist, dass CCPs trotz der gesetzlichen Vorkehrungen zum Risikomanagement in finanzielle Schieflage geraten. Ziel eines derartigen Regimes ist es, solche CCPs ohne Belastung der öffentlichen Haushalte und der Notenbanken geordnet zu sanieren oder

⁴² Die EU-Verordnung Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, Zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (European Market Infrastructure Regulation: EMIR) setzt die im Jahr 2009 beschlossene G20-Reformagenda in diesem Bereich in europäisches Recht um. Sie regelt insbesondere Clearing-, Risikomanagement- und Meldepflichten im börslichen und außerbörslichen Derivatehandel.

abzuwickeln, ohne das Finanzsystem zu destabilisieren. Durch das Gesetzesvorhaben soll klargestellt werden, welche Maßnahmen zur Verteilung von angefallenen Verlusten die CCPs selber beziehungsweise Behörden ergreifen können (Sanierung) und welche Maßnahmen nur durch Behörden verhängt werden können (Abwicklung). Dabei geht es insbesondere um die Frage, wie die aus dem Ausfall von Clearing-Mitgliedern resultierenden Verluste auf die CCPs und die verbleibenden Clearingteilnehmer aufgeteilt werden. Damit wird für die Clearingteilnehmer besser vorhersehbar, bis zu welcher Höhe Verluste von ihnen auszugleichen wären und unter welchen Bedingungen das Clearing fortgesetzt beziehungsweise teilweise oder ganz eingestellt werden müsste.

2.5 Vom Wohnimmobilienmarkt ausgehende Risiken

Aufwärtstrend bei Wohnimmobilienpreisen hält an



Der Ausschuss befasste sich im Berichtszeitraum regelmäßig mit der Lage am deutschen Wohnimmobilienmarkt. Dort setzte sich der seit dem Jahr 2010 zu beobachtende **Aufwärtstrend bei den Wohnimmobilienpreisen** fort (vgl. Abbildung). Gestützt wurde diese Entwicklung nicht nur von der fortgesetzten beziehungsweise weiter akzentuierten Niedrigzinsphase. Auch die positive Arbeitsmarktlage sowie die verstärkte Zuwanderung in den meisten großstädtischen Wohngebieten spielten dabei eine Rolle.⁴³

Im Vergleich zu den Vorjahren nahm der Preisaufruf allerdings etwas ab. Dabei dürfte die sich leicht belebende Bautätigkeit eine Rolle gespielt haben, die mit der Nachfrage nach Wohnraum jedoch noch nicht ganz Schritt halten konnte.

Im Jahr 2014 erhöhten sich die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland insgesamt um 4,5%; damit stiegen sie etwas schwächer als im Jahr zuvor (5%).⁴⁴ Nach Angaben des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) nahmen die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum im ersten Quartal 2015 um 5% gegenüber dem Vorjahr und damit deutlich stärker zu als im Jahr 2014 insgesamt

(+3,25%). In 127 Städten betrug die Verteuerung im Jahr 2014 rund 5%, nachdem sie im Vorjahr noch bei knapp 7,5% gelegen hatte. In den Großstädten stiegen die Preise nach durchschnittlichen Preissteigerungen für Wohnungen von fast 10% pro Jahr zwischen 2011 und 2013 im Jahr 2014 nur noch um 5,75% gegenüber dem Vorjahr.⁴⁵ Während für den deutschen Wohnimmobilienmarkt insgesamt nach wie vor nicht von einer substanziellen Überbewertungssituation auszugehen war, zeigten Schätzungen der Bundesbank für städtische Gebiete Preisabweichungen nach oben von 10% bis 20%.⁴⁶ Am stärksten war das Ausmaß von Überbewertungen weiterhin in den Großstädten.

⁴³ In den sieben größten Städten betrug die Nettozuzüge zwischen dem Jahr 2010 und dem Jahr 2013 gut 370 Tsd. Personen und damit erheblich mehr als in der Vergleichsperiode zwischen dem Jahr 2006 und dem Jahr 2009 mit rund 185 Tsd. Nettozuzügen. Vgl.: Statistisches Bundesamt, Fachserie 1, Reihe 1.2 Wanderungen, Tabelle 1.7 der Jahrgänge 2006 bis 2013.

⁴⁴ Preisangaben beruhen auf Berechnungen der Deutschen Bundesbank auf Basis von Angaben der bulwiengesa AG. Zu den Ergebnissen anderer ausgewählter Preisindizes vgl.: Deutsche Bundesbank (2015a), S. 58-60.

⁴⁵ Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart.

⁴⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015a), S. 60.

Wohnungsfinanzierungen machten im Jahr 2014 knapp 50% des ausstehenden Buchkreditvolumens deutscher Banken an inländische private Haushalte und Unternehmen aus. Wohnungskredite spielen somit eine bedeutende Rolle im deutschen Finanzsystem. Die **Kreditstandards für Wohnungskredite** wurden der vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS⁴⁷) zufolge in Deutschland im Verlauf des Jahres 2014 und im ersten Quartal 2015 tendenziell etwas verschärft. Laut BLS wurden die Margen für Kredite durchschnittlicher Risikoeinstufung leicht verringert und für solche mit höherem Risiko eher ausgeweitet. Das **Wachstum der Wohnimmobilienkredite** an private Haushalte kann weiterhin als moderat bezeichnet werden. Zum Jahresende 2014 betrug die Zunahme gegenüber dem Vorjahr 2,4% und damit lag sie nur leicht über dem Vorjahreswert von 2,0%. Im ersten Quartal 2015 nahm die Kreditvergabe um 2,5% gegenüber dem Vorjahr zu. Außerdem war eine weiter rückläufige Verschuldungsquote der privaten Haushalte zu verzeichnen. Das Verhältnis der privaten Haushaltsverschuldung zum Bruttoinlandsprodukt erreichte mit knapp 55% im vierten Quartal 2014 einen neuen Tiefstand.

Risiken aus Entwicklungen auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt

Der Ausschuss hatte im Frühjahr 2013 vertiefende Analysen zu den **Kreditvergabestandards** angestoßen, um ein genaueres Bild der regionalen Wohnimmobilienfinanzierung zu erhalten. Die Bundesbank hatte daraufhin zwischen Herbst 2013 und Frühjahr 2014 eine entsprechende **Sonderumfrage** unter 116 ausgewählten Banken durchgeführt.⁴⁸ Die Umfrage konzentrierte sich auf 24 Städte mit dynamischen Immobilienpreisteigerungen und bezog sich auf die Jahre 2009 bis 2013. Es wurden Daten zur Anzahl und zum Volumen ausgegebener Immobilienkredite sowie zu deren Tilgungsquoten und Zinsbindungsfristen erhoben. Darüber hinaus wurden Informationen zur Sicherheitenstruktur, zur Höhe und Entwicklung der Beleihungsausläufe,⁴⁹ zur Kapitaldienstfähigkeit und zur Risikoklassifizierung gesammelt. Auf Grundlage der erhobenen Daten führte die Bundesbank Analysen durch.

Insgesamt lassen sich aus den Daten der Sonderumfrage kaum Hinweise auf Lockerungen der Kreditvergabestandards bei der Wohnimmobilienkreditvergabe ableiten. Positiv bewertete der Ausschuss die leicht gestiegene mittlere Zinsbindung im Neugeschäft, da die Schuldner so ihre Anfälligkeit gegenüber kurz- und mittelfristigen Zinserhöhungen reduzieren. Auch die Tilgungsquoten nahmen über den Beobachtungszeitraum der Sonderumfrage zu. Dies war ebenfalls positiv zu werten, da angesichts des historisch niedrigen Zinsniveaus eine hohe Tilgungsquote die Risiken bei einer Anschlussfinanzierung mindert. Darüber hinaus zeigten

⁴⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015c).

⁴⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014c), S. 62 ff. Dabei wurden neben regional tätigen auch überregional tätige Institute mit einbezogen, unter Beachtung einer möglichst breiten geographischen und größenbasierten Abdeckung. Aufgrund der Fokussierung auf den städtischen Immobilienmarkt ist die Umfrage jedoch nicht repräsentativ für den gesamten deutschen Markt.

⁴⁹ Der Beleihungsauslauf setzt die Kredithöhe in Bezug zum Beleihungswert. Der Beleihungswert wird von den Banken in der Regel durch einen Abschlag vom Marktwert ermittelt und zielt auf eine Bewertung der Immobilie unter Einbeziehung nachhaltiger Angebots- und Nachfragebedingungen ab. Auch eine Kredit-zu-Marktwert-Relation wurde bei den Banken abgefragt. Da diese jedoch nur von wenigen Banken gemeldet wurde, konnten Aussagen über den Fremdkapitalanteil bei Wohnimmobilienfinanzierungen nur hilfsweise über den Beleihungsauslauf getroffen werden. Dieser liegt in der Regel deutlich unter dem Marktwert.

die durchgeführten ökonometrischen Analysen der Bundesbank **keine destabilisierende Wechselwirkung zwischen Preisen und Kreditvergabe**. Insgesamt lieferte die Umfrage kaum Hinweise auf eine prozyklische Dynamik bei der privaten Wohnimmobilienkreditvergabe und zeigte keine unmittelbaren Gefahren für die Finanzstabilität auf.

Im deutschen Durchschnitt lag das Wachstum der Wohnimmobilienkredite an private Haushalte im Jahr 2014 bei 2,4%. In den in der Umfrage berücksichtigten Städten lag das jährliche Kreditwachstum bei rund 5,5%.⁵⁰ Allerdings ließen sich über den Beobachtungszeitraum der Umfrage keine steigenden Kreditwachstumsraten in den beobachteten Städten verzeichnen. Daraus zog der Ausschuss den Schluss, dass das Kreditwachstum in Städten strukturell höher ist und dass sich daraus keine unmittelbaren Gefahren für die Finanzstabilität ergeben.

Allerdings sah der Ausschuss aufgrund der Umfrageergebnisse Anlass zu erhöhter Wachsamkeit: rund ein Drittel der Kredite in den betrachteten Städten wiesen einen Beleihungsauslauf von über 100% auf. Das bedeutet, dass bei diesen Krediten das Kreditvolumen den Beleihungswert der Immobilie überstieg. Dieser Befund deutete aus Sicht des Ausschusses auf **strukturelle Anfälligkeiten** der untersuchten deutschen Banken gegenüber Immobilienmarktkrisen hin. Außerdem wurde festgestellt, dass das durchschnittliche Kreditvolumen im Laufe des Beobachtungszeitraums anstieg.

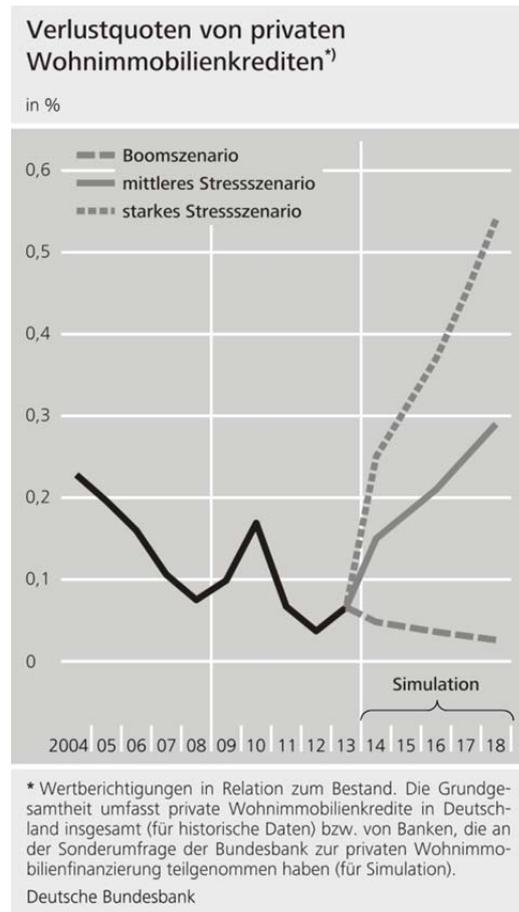
Strukturelle Anfälligkeiten in adversen Szenarien

Um das Ausmaß der strukturellen Anfälligkeiten besser abschätzen zu können, führte die Bundesbank auf Basis der Umfragedaten einen **Immobilienstresstest** durch. Dieser lieferte Hinweise, welche Verluste sich im deutschen Bankensystem in verschiedenen adversen Marktszenarien ergeben könnten. Die Abbildung auf Seite 32 zeigt die prognostizierten Verlustquoten für Wohnimmobilienkredite an private Haushalte im Falle eines Booms und bei adversen Marktentwicklungen. Es wird deutlich, dass die geschätzten Verluste stark vom Marktumfeld abhängen. Im Szenario eines anhaltenden Booms geht die Verlustquote in den nächsten Jahren zurück, da die Verwertungsquoten bei Kreditausfällen aufgrund der steigenden Preise höher liegen. Im mittleren Stressszenario wird unterstellt, dass sich die Überbewertungen an den Immobilienmärkten⁵¹ über fünf Jahre langsam abbauen und die Ausfallwahrscheinlichkeit⁵² von gut 1% auf 2,5% steigt. Bezogen auf das gesamte private Wohnimmobilienportfolio steigt in diesem Szenario die geschätzte Verlustquote bei Wohnimmobilienkrediten von 0,06% auf 0,29%. Dies entspricht einem Verlustanstieg von 0,5 Mrd € auf bis zu 2,9 Mrd. €. In einem starken Stressszenario führen die Preisrückgänge am Immobilienmarkt über fünf Jahre zu einer Unterbewertung von 5% und die Ausfallwahrscheinlichkeiten steigen auf 4%. In einem solchen adversen Szenario steigt die geschätzte Verlustquote auf bis zu 0,54% (5,5 Mrd €).

⁵⁰ Dieser Wert bezieht sich auf den Beobachtungszeitraum der Umfrage, d. h. er bildet das Mittel der Jahre 2009 bis 2013.

⁵¹ Zur Methodik der Schätzung fundamentaler Wohnimmobilienpreise vgl.: Deutsche Bundesbank (2013a), S. 18-20.

⁵² Durchschnittliche von den Banken geschätzte Ausfallwahrscheinlichkeit pro Stadt-Bank-Jahr (Probability of Default: PD).



Wie gut der Bankensektor die geschätzten Verluste tragen kann, hängt stark vom gesamtwirtschaftlichen Umfeld und der generellen Ertragslage der Banken ab. Träte ein Schock am Immobilienmarkt isoliert auf, das heißt in einem ansonsten positiven Bankenumfeld, ließen sich diese Verluste aller Voraussicht nach durch sonstige Gewinne abfedern. Der Ausschuss stieß gleichwohl einen **erweiterten Stresstest** für das gesamte Bankensystem an, da Immobilienkrisen häufig nicht isoliert auftreten, sondern mit einer makroökonomischen Eintrübung einhergehen. In einem solchen Fall könnten die aggregierten Verluste die Risikotragfähigkeit der deutschen Banken erheblich beeinträchtigen. In dem Stresstest sollen neben einem Schock auf dem Immobilienmarkt gleichzeitig auch eine Rezession sowie Verwerfungen auf den Aktienmärkten simuliert werden. Die Ergebnisse dieses erweiterten Stresstests werden dem Ausschuss voraussichtlich im zweiten Halbjahr 2015 vorliegen.

Konzeptionelle Arbeiten:

Makroprudenzielle Instrumente für den Wohnimmobilienmarkt

Der Ausschuss sah im Berichtszeitraum keine Notwendigkeit für den Einsatz makroprudenzieller Instrumente. Gleichwohl diskutierte er, ob und welche Instrumente zusätzlich geschaffen werden sollten, um möglichen zukünftigen Risiken für die Finanzstabilität angemessen begegnen zu können.⁵³ Eine solche Überprüfung des makroprudenziellen Instrumentenkastens legten Deutschland auch der Internationale Währungsfonds⁵⁴ und der FSB⁵⁵ nahe. Zudem hatte der ESRB den Mitgliedstaaten der EU empfohlen, entsprechend zu handeln. Die Empfehlung des ESRB enthält eine indikative Liste potenzieller Instrumente. Dazu gehören unter anderem der antizyklische Kapitalpuffer und Obergrenzen für die Kreditvolumen-Marktwert-Relation (Loan-to-Value: LTV) oder für den Schuldendienst im Verhältnis zum Einkommen (Debt-Service-to-Income: DSTI).⁵⁶

Die Überprüfung der bestehenden Eingriffsbefugnisse insbesondere im Hinblick darauf, ob und gegebenenfalls welche zusätzlichen Instrumente geschaffen werden sollten, dauerte zum Ende des Berichtszeitraums noch an. Eine abschließende Befassung des Ausschusses

⁵³ Vgl.: Pressemitteilung des Ausschusses für Finanzstabilität vom 12. Dezember 2014.

⁵⁴ Vgl.: International Monetary Fund (2014a).

⁵⁵ Vgl.: Financial Stability Board (2014a).

⁵⁶ Vgl.: European Systemic Risk Board (2013).

mit der Frage, ob vorsorglich zusätzliche Instrumente für den Wohnimmobilienmarkt geschaffen werden sollten, wurde für die Sitzung im Juni 2015 in Aussicht genommen.

Datenlücken im Hinblick auf Risikoanalysen und Instrumente

Die Analyse der Finanzstabilitätsrisiken am Wohnimmobilienmarkt hängt wesentlich von den zur Verfügung stehenden Daten ab. Bessere und regelmäßig erhobene Daten können die Gefahr reduzieren, dass Risiken nicht rechtzeitig erkannt werden. Zudem ermöglicht eine **angemessene Datengrundlage** einen fundierten Einsatz von Instrumenten zur Eindämmung systemischer Risiken sowie dessen Wirkungsanalyse.

Vor diesem Hintergrund glied die Bundesbank sowohl Datengrundlagen für risikoorientierte Stabilitätsanalysen als auch instrumentenspezifische Datenanforderungen mit den aktuell und zukünftig verfügbaren Datenbeständen ab. Daraus wurde der potenzielle zusätzliche Datenbedarf ermittelt und der Ausschuss diskutierte, wie die identifizierten Datenlücken geschlossen werden könnten.

Es bestand Einigkeit über die Notwendigkeit einer regelmäßig verfügbaren und qualitativ hochwertigen Datenquelle aus einzelwirtschaftlichen Daten. Dabei ist zu beachten, dass die Meldeanforderungen für die Institute beherrschbar und planbar bleiben. Daher sollen die für den Immobilienbereich relevanten Risikomerkmale möglichst über künftige europäisch harmonisierte Meldeanforderungen erfasst werden. Auf diesem Weg sollen Doppelarbeiten für die Banken vermieden und methodische Konsistenz mit anderen Meldungen sichergestellt werden. Besondere Bedeutung kommt hierbei dem vom Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) betriebenen Projekt **AnaCredit** zu, das die **Schaffung einer gemeinsamen Kreditdatenbank** für die Mitglieder des Eurosystems zum Ziel hat.

Neue Instrumente für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien

Der deutschen Finanzaufsicht stehen aus den europäischen Regelwerken (CRR/CRD IV) für den Wohnimmobilienmarkt bislang vor allem solche Eingriffsbefugnisse zur Verfügung, die auf eine **Verbesserung der Kapitalausstattung der Kreditinstitute** abzielen. Insbesondere besteht die Möglichkeit, die Eigenkapitalanforderungen an die kreditgebenden Banken zu verschärfen, beispielsweise über eine Erhöhung der Risikogewichte. Zusätzlich existieren weitere regulatorische Ansatzpunkte wie beispielsweise Bonitätsprüfungen oder Beleihungsgrenzen.

Den derzeit europaweit zur Verfügung stehenden Instrumenten ist gemeinsam, dass sie nicht alle gewerblichen Darlehensgeber im Wohnimmobilienbereich erfassen. Außerdem kann mit ihnen nicht explizit auf das Verhältnis zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer beziehungsweise die Ausgestaltung der Kreditverträge (Kreditvergabestandards) eingewirkt werden. Werden neue Instrumente geschaffen, sollten zur Vermeidung von Regulierungsarbitrage alle gewerblichen Darlehensgeber im Wohnimmobilienbereich (also neben Kreditinstituten auch Versicherer und Kapitalverwaltungsgesellschaften) erfasst werden können. Zu möglichen **zusätzlichen makroprudenziellen Instrumenten**, die geeignet sind, den genannten Defiziten zu begegnen, zählen beispielsweise:

- eine obligatorisch einzuhaltende Obergrenze für die Kreditvolumen-Marktwert-Relation (Loan-to-Value: LTV),
- eine Mindestanforderung an die Schuldendienstfähigkeit, das heißt eine Obergrenze für die finanziellen Belastungen aus den Zins- und Tilgungsleistungen des Kreditnehmers bezogen auf dessen Einkommen (Debt Service-to-Income: DSTI) beziehungsweise
- eine Obergrenze für die Gesamtverschuldung eines Kreditnehmers relativ zu dessen Einkommen (Debt-to-Income: DTI) sowie
- eine Amortisationsanforderung an Immobiliendarlehen.

Anders als die bislang existierenden regulatorischen Instrumente könnten diese Werkzeuge die Finanzaufsicht in die Lage versetzen, direkt Einfluss auf die Determinanten systemischer Risiken zu nehmen, da sie einer Lockerung der Kreditvergabestandards entgegenwirken würden. So könnte eine LTV-Obergrenze sicherstellen, dass Kreditnehmer einen Mindestanteil eigener finanzieller Mittel in die Finanzierung einer Wohnimmobilie einbringen, was insbesondere die Verlustquote des Gläubigerinstituts im Falle eines Zahlungsausfalls des Schuldners verringern könnte. Einkommensbezogene Instrumente wie die DSTI- und die DTI-Obergrenze könnten dagegen der Gefahr einer nicht-tragfähigen Verschuldung entgegenwirken und somit das Risiko senken, dass ein Schuldner seinen finanziellen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen kann. Schließlich könnte eine Amortisationsanforderung dem Kreditnehmer eine Mindest-Tilgungsleistung vorgeben. Dadurch würde einerseits eine schnellere Rückführung der Darlehen gefördert und andererseits die Umgehung anderer makroprudenzieller Instrumente erschwert. Solange diese Instrumente auf europäischer Ebene nicht verfügbar sind, müssen sie bei Bedarf auf nationaler Ebene geschaffen werden.

2.6 Risiken aus der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln

Die Finanz- und Staatsschuldenkrise hat die negativen Folgen des engen **Risikoverbundes zwischen Banken und Staaten** verdeutlicht. Zum einen haben Zweifel an der staatlichen Solvenz die Bonität von Banken verschlechtert. Zum anderen hat die Schieflage von Banken staatliche Stützungsmaßnahmen ausgelöst und damit die Nachhaltigkeit öffentlicher Haushalte infrage gestellt. Im Ergebnis entstand durch die enge Verflechtung zwischen Banken und Staaten eine sich selbst verstärkende Rückkopplungsschleife, die beträchtliche Risiken für die Finanzstabilität und die makroökonomische Entwicklung mit sich brachte.

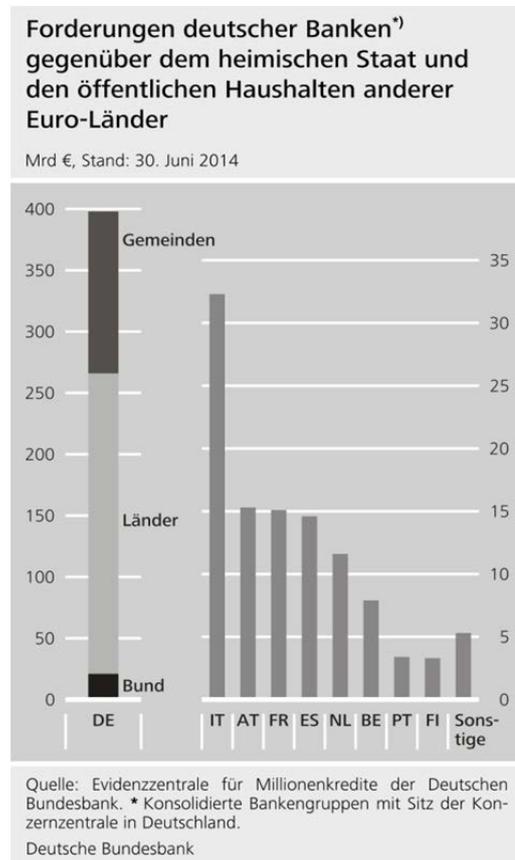
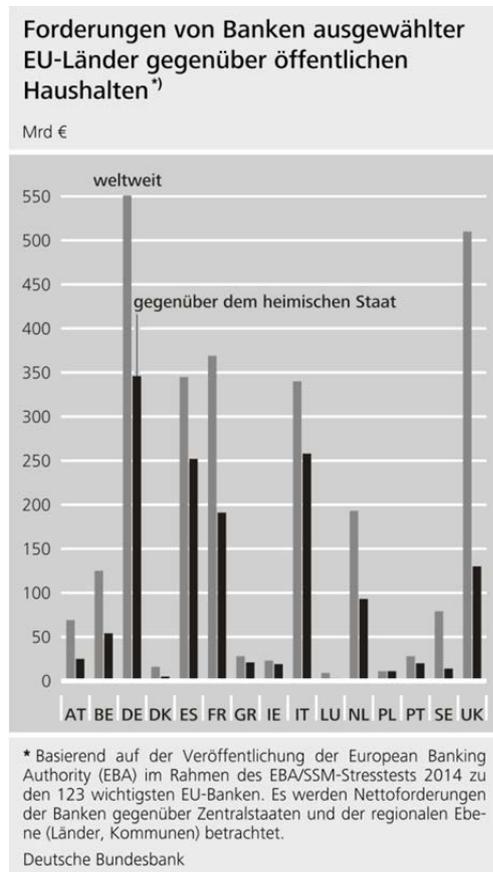
Da die enge Verbindung zwischen Banken und Staaten auch auf der **Privilegierung staatlicher Verbindlichkeiten in internationalen wie auch europäischen Regelwerken** beruht, beschäftigte sich der Ausschuss mit diesen regulatorischen Sonderregeln.⁵⁷ Im Rahmen der Eigenkapitalregulierung unterliegen Forderungen gegenüber staatlichen Schuldnerinnen einer faktischen Nullgewichtung. Zudem sind sie von den geltenden Großkreditobergrenzen freigestellt. Die künftige Liquiditätsregulierung sieht darüber hinaus eine bevorzugte Anerkennung von Staatsanleihen vor.

Sonderregeln für Staatsschuldtitel erschweren eine risikoadäquate Bepreisung staatlicher Verbindlichkeiten und schwächen die Anreize für eine solide Finanzpolitik. Sie begünstigen des Weiteren eine stärkere Konzentration staatlicher Solvenzrisiken im Bankensystem. Dies erschwert die Restrukturierung staatlicher Schulden und die geordnete Abwicklung von Banken. Die Privilegierung von Staatsschuldtiteln kann folglich den Umfang der vom Staat zu tragenden Stützungsmaßnahmen erhöhen. Sofern es eine Verdrängung privater Kreditnehmer gibt, kann auch die wirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigt werden, mit wiederum negativen Rückkopplungen auf die Staatsfinanzen.

Der Ausschuss stimmte darin überein, dass die **Bankenunion** einen wichtigen Beitrag zur Entkopplung der Risiken von Staaten und Banken leisten kann. Von zentraler Bedeutung ist dabei das Bail-in-Instrument. Dieses sieht vor, Eigentümer und Gläubiger von Banken an den Kosten einer Abwicklung zu beteiligen. Im Ausschuss bestand jedoch Einvernehmen darüber, dass die Bankenunion allein die grundlegenden Probleme nicht lösen kann, da die regulatorische Privilegierung bestehen bleibt. Insbesondere sollten **risikoadäquate Eigenmittelanforderungen** eingeführt, geeignete **Großkreditbeschränkungen auch auf Forderungen gegen staatliche Schuldner** angewendet und die geplante **Liquiditätsregulierung** angepasst werden. Die Ausschussmitglieder kamen überein, sich auf internationaler und europäischer Ebene für eine Beendigung der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln einzusetzen. Sie waren sich jedoch bewusst, dass eine Reform - je nach Ausgestaltung - erhebliche Konsequenzen für Investoren und öffentliche Emittenten haben kann. Aus diesem Grund befassten sie sich mit den zu erwartenden ökonomischen Auswirkungen verschiedener Reformoptionen.

⁵⁷ Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank (2015b), S. 23 ff. sowie European Systemic Risk Board (2015).

Verschiedene Simulationsstudien der Bundesbank stellten die Grundlage dieser Erörterungen dar. Zunächst wurde untersucht, welche Auswirkungen die Verwendung von **Risikogewichten** hätte, wenn diese Gewichte dem tatsächlichen Ausfallrisiko von Staatsschuldtiteln entsprächen. Wenn dabei externe Ratings zugrunde gelegt würden, wären nur noch Staatsschuldtitel mit einem Rating von AAA bis AA- von einer Kapitalunterlegung ausgenommen.



Für deutsche Banken wäre die hieraus zusätzlich resultierende Anforderung mit weniger als 1% der bisherigen Eigenmittelanforderungen relativ gering, da der überwiegende Teil ihrer Forderungen gegenüber Staaten auf Deutschland entfällt und daher mit einem Risikogewicht von 0% bewertet würde (vgl. Abbildung oben links). Entsprechende Auswirkungen auf andere europäische Banken lassen sich aufgrund der schlechten Datenlage nur schwer abschätzen. Sie dürften aber größer sein als für die deutschen Banken.

In einer weiteren Analyse der Bundesbank wurden die Folgen einer Anwendung von **Großkreditbeschränkungen** auch auf Forderungen gegenüber staatlichen Schuldnern untersucht. Auch hier wären die Auswirkungen für deutsche Banken eher gering, wenn Forderungen gegenüber Bund, Ländern und Gemeinden unabhängig voneinander betrachtet würden. Nur unter der Annahme eines Haftungsverbundes aus Bund, Ländern und Gemeinden würde die Anwendung von Großkreditbeschränkungen zu einem Forderungsabbau in größerem Umfang führen. Betroffen wären insbesondere Schuldtitel von Ländern und Gemeinden (vgl. Abbildung oben rechts).

Die tatsächlichen Effekte regulatorischer Änderungen werden von der genauen Ausgestaltung der neuen Regeln abhängen und auch davon, wie Banken auf die neuen Vorschriften reagieren. Der Ausschuss stimmte darin überein, dass die **Privilegien für**

Staatsschuldtitel mittel- bis langfristig **abgebaut** werden sollten. Dabei wird zu klären sein, wie auf internationaler Ebene eine Einigung erzielt werden kann und wie eine Reform mit angemessenen Übergangsregeln zu gestalten ist.

Im Bereich der Regulierung von Versicherern ist ebenfalls die Gefahr einer bevorzugten Behandlung von Staatsschuldtiteln gegeben. So gehen die unter Solvency II anzuwendenden aufsichtlichen Standardmodelle von einer Nullgewichtung der mit der Kapitalanlage in bestimmte Staatsanleihen verbundenen Spread- und Konzentrationsrisiken aus. Die Ausschussmitglieder sprachen sich auch hier für einen konsequenten Abbau dieser Privilegierung aus. Die BaFin setzt diese Maßgabe bereits insoweit um, als sie bei der Genehmigung interner Modelle und bei der Prüfung des Risikomanagements der Versicherer (Own Risk and Solvency Assessment: ORSA) darauf achtet, dass ebendiese Risiken angemessen berücksichtigt werden.

3 Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken

Aufgrund der starken Verflechtung der nationalen Finanzsysteme der EU-Mitgliedstaaten ist die Finanzstabilität eine Angelegenheit, die auch grenzüberschreitend zu betrachten ist. Mit der makroprudenziellen Überwachung des EU-weiten Finanzsystems ist der **Europäische Ausschuss für Systemrisiken** (European Systemic Risk Board: ESRB) betraut; der Ausschuss für Finanzstabilität ist Kontaktstelle für den ESRB sowie die für die Wahrung der Finanzstabilität zuständigen Behörden anderer EU-Mitgliedstaaten.

Der Ausschuss beschäftigte sich im Berichtszeitraum regelmäßig mit im ESRB behandelten Themen. Zur Umsetzung der im Jahr 2013 veröffentlichten ESRB-Empfehlung zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen⁵⁸ übermittelte Deutschland seine Antwort an den ESRB. Darin wurden die Grundzüge der makroprudenziellen Strategie des Ausschusses erläutert, die er im Rahmen seines ersten Jahresberichts an den Deutschen Bundestag veröffentlicht hatte.⁵⁹ Im Hinblick auf die ESRB-Empfehlung zur Ausgestaltung des makroprudenziellen Mandats nationaler Behörden⁶⁰ nahm der Ausschuss zur Kenntnis, dass der ESRB die Umsetzung in Deutschland als „vollständig konform“ eingestuft hat.

Weiterhin beschäftigte sich der Ausschuss mit Fragen der grenzüberschreitenden Koordination beim Einsatz makroprudenzieller Instrumente. So nahm er die Arbeiten des ESRB zum Einsatz makroprudenzieller Instrumente in den EU-Mitgliedstaaten zur Kenntnis. Bundesbank und BaFin wollen ein gemeinsames Verfahren entwickeln, wie mit Anfragen von Aufsichtsbehörden anderer Länder umzugehen ist, die auf die Übernahme makroprudenzieller Maßnahmen („Reziprozität“) zielen.

Schließlich erörterte der Ausschuss einen Bericht des ESRB zur regulatorischen Privilegierung von Staatsanleihen, der am 10. März 2015 veröffentlicht wurde.⁶¹

⁵⁸ Vgl.: European Systemic Risk Board (2013).

⁵⁹ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2014), S. 42-53.

⁶⁰ Vgl.: European Systemic Risk Board (2011).

⁶¹ Vgl.: European Systemic Risk Board (2015).

Quellenverzeichnis

Adrian, T. und A. B. Ashcraft (2012), Shadow Banking Regulation, Annual Review of Financial Economics 4, S. 99-140.

Ahuja, A. und A. Myrvoda (2012), The Spillover Effects of a Downturn in China's Real Estate Investment, IMF Working Paper WP/12/266.

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

Deutsche Bundesbank (2013a), Monatsbericht, Oktober 2013.

Deutsche Bundesbank (2013b), Finanzstabilitätsbericht 2013, November 2013.

Deutsche Bundesbank (2014a), Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 30. Juni 2014 zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Absicherung stabiler und fairer Leistungen für Lebensversicherte (Lebensversicherungsreformgesetz – LVRG)“, BR-Drucksache 242/14, Juni 2014.

Deutsche Bundesbank (2014b), Monatsbericht, August 2014.

Deutsche Bundesbank (2014c), Finanzstabilitätsbericht 2014, November 2014.

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

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

Deutsche Bundesbank (2015c), Bank Lending Survey des Eurosystems - Ergebnisse für Deutschland, abrufbar auf der Homepage der Deutschen Bundesbank:
<http://www.bundesbank.de>.

European Banking Authority (2014), Guidelines on the Criteria to Determine the Conditions of Application of Article 131 (3) of Directive 2013/36/EU in Relation to the Assessment of Other Systemically Important Institutions (O-SIIs), EBA/GL/2014/10, Dezember 2014.

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

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

European Systemic Risk Board (2013), Empfehlung zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen, April 2013.

European Systemic Risk Board (2014), EBA/SSM Stress Test: The Macroeconomic Adverse Scenario, April 2014.

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

Eurostat (2013), Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010, Juni 2013.

Financial Stability Board (2011), Recommendations to Strengthen Oversight and Regulation of Shadow Banking, Oktober 2011.

Financial Stability Board (2014a), Peer Review of Germany, Review Report, April 2014.

Financial Stability Board (2014b), Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, Oktober 2014.

International Monetary Fund (2014a), Germany, Article IV Consultation – Staff Report, IMF Country Report 14/216, Juli 2014.

International Monetary Fund (2014b), People's Republic of China, Article IV Consultation – Staff Report, IMF Country Report 14/235, Juli 2014.

International Monetary Fund (2014c), Russian Federation, 2014 Article IV Consultation – Staff Report, IMF Country Report 14/175, Juli 2014.

International Monetary Fund (2014d), Global Financial Stability Report, Oktober 2014.

International Monetary Fund (2014e), World Economic Outlook, Oktober 2014.

Kablau, A. und M. Weiß (2014), Wie wirkt sich das Niedrigzinsumfeld auf die Solvabilität der deutschen Lebensversicherer aus?, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank Nr. 27/2014, Oktober 2014.

Kashyap, A. K., J. C. Stein und S. Hanson (2010), An Analysis of the Impact of "Substantially Heightened" Capital Requirements on Large Financial Institutions, mimeo.

Anhang

A | Mitglieder des Ausschusses für Finanzstabilität

Bundesministerium der Finanzen:

Dr. Thomas Steffen, Staatssekretär, Vorsitzender des Ausschusses

Dr. Levin Holle, Abteilungsleiter Finanzmarktpolitik

Dr. Ludger Schuknecht, Abteilungsleiter Grundsatzfragen

Deutsche Bundesbank:

Prof. Dr. Claudia M. Buch, Vizepräsidentin *(seit 13. Mai 2014)*

Dr. Andreas Dombret, Mitglied des Vorstands

Dr. Karlheinz Bischofberger, Zentralbereichsleiter Finanzstabilität

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht:

Dr. Elke König, Präsidentin
(bis 28. Februar 2015)

Felix Hufeld, Präsident
(seit 1. März 2015; bis 28. Februar 2015 Mitglied in seiner Funktion als Exekutivdirektor Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht)

Raimund Röseler, Exekutivdirektor Bankenaufsicht

Dr. Kay-Uwe Schaumlöffel, Abteilungsleiter Versicherungsaufsicht 5
(seit 1. März 2015 kommissarisch)

Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung:

Dr. Christopher Pleister, Vorsitzender des Leitungsausschusses (ohne Stimmrecht)
(bis 31. Dezember 2014)

Dr. Herbert Walter, Vorsitzender des Leitungsausschusses (ohne Stimmrecht)
(seit 15. Januar 2015)

B | Sitzungstermine im Berichtszeitraum

- 16. Juni 2014
- 8. September 2014
- 11. Dezember 2014
- 11. März 2015