

## FINANZSTABILITÄTSBERICHT



November 2005

Der Finanzstabilitätsbericht erscheint im Selbstverlag der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main, und wird an Interessenten kostenlos abgegeben.

Deutsche Bundesbank, Wilhelm-Epstein-Straße 14, 60431 Frankfurt am Main  
Postfach 10 06 02, 60006 Frankfurt am Main

Fernruf 069 9566-1

Durchwahl-Nummer 069 9566 ...

und anschließend die gewünschte Hausrufnummer wählen.

Telex Inland 4 1 227, Ausland 4 14 431; Telefax 069 5601071

Internet <http://www.bundesbank.de>

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.

ISBN 3-86558-095-5

Abgeschlossen am 4. November 2005.

# Finanzstabilitätsbericht | November 2005

Vorwort des Präsidenten der Deutschen Bundesbank	6
<b>BERICHTSTEIL</b>	<b>9</b>
Gesamteinschätzung	10
Makroökonomische Risiken	13
Risiken aus dem internationalen Umfeld	13
Risiken aus dem inländischen Umfeld	19
Risikolage an den Finanzmärkten und im internationalen Finanzsystem	23
Zinsumfeld und Suche nach Rendite	23
Risikolage an Aktien- und Unternehmenskreditmärkten	25
Kontrahenten-, Marktliquiditäts- und operationelle Risiken	30
Initiativen von Marktteilnehmern und Aufsicht	42
Stabilität im deutschen Bankensystem	44
Kreditrisiken deutscher Banken	44
Makrostresstest zur Widerstandsfähigkeit des deutschen Bankensystems	59
Markttrisiken deutscher Banken	62
Ertragslage einzelner Bankengruppen	65
Solvabilität deutscher Banken	75
Marktindikatoren	78
Stabilität im deutschen Versicherungsgewerbe	83
Wesentliche mittelfristige Risiken	83
Risiko- und Ertragssituation einzelner Versicherungssparten	85
Marktindikatoren	93
Finanzielle Infrastruktur und Finanzmarktgesetzgebung	95
Stabilität der Zahlungsverkehrs- und Wertpapierverrechnungssysteme	95
Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland und der EU	98
<b>SONDERAUFsätze</b>	<b>101</b>
Bankenwettbewerb und Stabilität des Finanzsystems	103
Zum Stand der Stabilisierungsfortschritte in hochverschuldeten Schwellenländern	121
Corporate Bond Spreads – Modelltheoretische Erklärungsansätze, empirische Evidenz und Implikationen für die Finanzstabilität	141
<b>GLOSSAR</b>	<b>151</b>
<b>VERÖFFENTLICHUNGEN DER BUNDESBANK ZUM THEMA FINANZSTABILITÄT</b>	<b>159</b>



## VERZEICHNIS DER KÄSTEN IM FINANZSTABILITÄTSBERICHT

### Berichtsteil

1.1	Die Bedeutung ausländischer Immobilienmärkte für das deutsche Finanzsystem	16
1.2	Kreditrisikotransferinstrumente – Spezifische Risiken und neuere Entwicklungen	34
1.3	Hebel bei Hedgefonds	38
1.4	Beziehungen deutscher Banken zu Hedgefonds	41
1.5	Zum Zusammenhang zwischen Renditen und Mittelaufkommen offener Immobilienfonds	52
1.6	Makrostresstests	61
1.7.	Markt für notleidende Kredite	67
1.8	Messung der Kosteneffizienz mit Hilfe der Stochastic Frontier Analysis	69
1.9	Zerlegung der Eigenkapitalrendite in einzelne Komponenten	70
1.10	Erfolg von Fusionen	73
1.11	Festlegung des Höchstrechnungszinses in der Lebensversicherung	90
1.12	Verbriefung von Katastrophenrisiken	91

### Sonderaufsätze

2.1	Marktstrukturmaße im europäischen Vergleich	108
2.2	Zusammenhang von Bankenwettbewerbs- und Finanzstabilitätsindikatoren	116
2.3	Hauptmerkmale internationaler Verschuldungsrisiken	123

### Abkürzungen und Zeichen

p vorläufige Zahl; s geschätzte Zahl; . Zahlenwert unbekannt, geheim zu halten oder nicht sinnvoll;  
– nichts vorhanden.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

## Vorwort des Präsidenten der Deutschen Bundesbank

Die Deutsche Bundesbank legt ihren Finanzstabilitätsbericht zum ersten Mal als eigenständige Publikation vor, nachdem die beiden vorherigen Ausgaben im Dezember 2003 und Oktober 2004 im Rahmen des Monatsberichts veröffentlicht wurden. Finanzielle Stabilität hat nicht nur eine große Bedeutung für die monetäre Stabilität, sondern auch als selbständiges Thema. Funktionsmängel im Finanzsystem, insbesondere auf Grund von Instabilitäten, können erhebliche volkswirtschaftliche Kosten hervorrufen.

Wir definieren Finanzstabilität als die Fähigkeit des Finanzsystems, seine zentralen Funktionen in einer Volkswirtschaft gut zu erfüllen, und zwar auch in Stresssituationen und in strukturellen Umbruchphasen. Dazu gehören die effiziente Allokation finanzieller Mittel und Risiken sowie die Bereitstellung einer leistungsfähigen Finanzinfrastruktur. Auch in einem stabilen Finanzsystem sind Anspannungen in einzelnen Marktsegmenten oder bei einzelnen Marktteilnehmern, zum Beispiel als Folge von Wettbewerb oder technologischem Wandel, nicht ausgeschlossen. Das Finanzsystem muss aber in einer robusten Verfassung sein, damit es solche Herausforderungen bewältigen kann. Hierzu bedarf es in erster Linie des eigenverantwortlichen Handelns der Marktteilnehmer, insbesondere im Hinblick auf Risikomanagement und Risikovorsorge, sowie einer angemessenen Marktdisziplin.

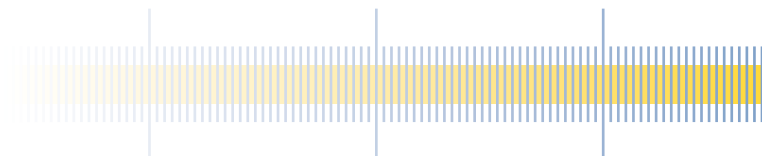
Die Analyse der Finanzstabilität beschränkt sich nicht auf Einzelrisiken, sondern umfasst insbesondere die systemischen Risiken, also die Gefahr eines Prozesses, der eine selbst verstärkende, krisenhafte Dynamik annimmt und dadurch die Funktionsfähigkeit des gesamten Finanzsystems oder wesentlicher Teile davon beeinträchtigt. Systemische Risiken können entstehen, wenn zum Beispiel wichtige Intermediäre und/oder verschiedene Märkte gleichen Risiken unterliegen und es dadurch leicht zu Ansteckungseffekten kommen kann. Deshalb gilt der Blick insbesondere den Wechselwirkungen zwischen und innerhalb der drei Komponenten des Finanzsystems: Intermediäre, Finanzmärkte und finanzielle Infrastruktur. Für die Stabilitätsanalyse kommt es darauf an, bereits im Vorfeld des Entstehens systemischer Risiken Veränderungen der Gefährdungspotenziale aufzuzeigen.

Der Finanzstabilitätsbericht bündelt die Expertise der Bundesbank auf dem Gebiet der volkswirtschaftlichen und der Finanzmarktanalyse, aus der internationalen Kooperation auf dem Feld der Finanzstabilität und der Mitwirkung an der Bankenaufsicht sowie als Betreiber und Überwacher von Zahlungsverkehrssystemen. Der Bericht verdichtet diese Kenntnisse und gibt Einschätzungen ab. Er beginnt mit der Identifizierung der wichtigsten Risiken aus dem internationalen und inländischen Konjunktur- und Finanzmarktumfeld. Es folgt eine detaillierte Analyse der Risikolage und Risikotragfähigkeit im deutschen Kredit- und Versicherungsgewerbe sowie zur Finanzinfrastruktur. An den Hauptteil des Berichts schließen sich drei Sonderaufsätze an, in denen aktuelle Fragen der Finanzstabilität vertieft dargestellt werden: zur Rolle des Bankenwettbewerbs, zu den Stabilisierungsfortschritten in Schwellenländern und zur Entwicklung der Corporate Bond Spreads.

Frankfurt am Main, im November 2005



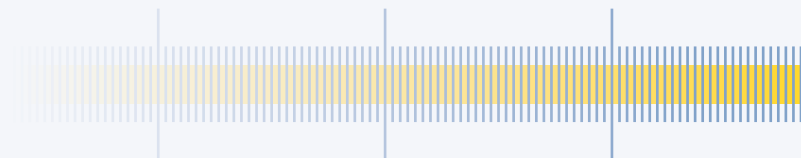
Prof. Dr. Axel A. Weber  
Präsident der Deutschen Bundesbank







## Berichtsteil



## Gesamtschätzung

*Finanzsystem  
gefestigt*

Die Stabilität des deutschen Finanzsystems hat sich im Laufe dieses Jahres weiter gefestigt. Dazu beigetragen haben zum einen erhebliche Anstrengungen zur Ertragssteigerung seitens der deutschen Banken, zum anderen das robuste Wachstum der Weltwirtschaft bei moderaten Inflationsraten sowie die günstigen Finanzierungsbedingungen an den Finanzmärkten. Überdies verzeichnete der Unternehmenssektor in den wichtigsten Industrieländern Fortschritte bei den Bilanzanpassungen.

*Entspannung  
der Risikolage im  
Bankensystem*

Hervorzuheben ist die insgesamt deutliche Entspannung der Risikolage im Bankensystem, vor allem im Vergleich zur Situation in den Jahren 2001 und 2002. Damals hatte sich die Kreditqualität, insbesondere bei Großunternehmen und gewerblichen Immobilienkreditnehmern, deutlich verschlechtert; in der Folge waren die Wertberichtigungen massiv angestiegen. Mittlerweile wirkt die entspannte Risikolage über einen signifikanten Rückgang der Wertberichtigungen positiv auf die Ertragslage durch. Das Fundament dazu haben die Banken insbesondere durch den Abbau von Risiken in den Kreditportfolios, die Bereinigung der Bilanzen und eine in den vergangenen Jahren konservative Politik der Risikovorsorge gelegt. Darüber hinaus haben sich die verbesserte Kreditqualität internationaler Großunternehmen und steigende Aktienkurse in Deutschland positiv auf den aktuellen Risikovorsorgebedarf und die Ertragschancen der Banken sowie anderer Investoren ausgewirkt. Doch setzt die hartnäckige Schwäche der Binnenkonjunktur einer Steigerung der Erlöse weiterhin Grenzen.

*Risikofaktoren  
aus dem interna-  
tionalen Umfeld*

Den Erholungsprozess im deutschen Finanzsystem könnte allerdings eine Abkühlung der Weltwirtschaft empfindlich stören. Dies gilt umso mehr, als von der Binnenkonjunktur derzeit noch kaum positive Impulse ausgehen. Mehrere Risikofaktoren im internationalen Umfeld könnten die globale Wachstumsdynamik in der nächsten Zeit abschwächen. So wirken der starke Anstieg der Rohölpreise und die Verfestigung der Rohölpreiserwartungen auf hohem Niveau bereits dämpfend. Zudem könnte die vom Konsum getragene Konjunktur in den USA vor allem wegen der hohen Verschuldung der privaten Haushalte empfindlich auf steigende Zinsen, stagnierende oder rückläufige Immobilienpreise sowie Stockungen beim Beschäftigungsaufbau reagieren. Da die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen wichtiger Länder und Regionen zunehmen, haben sich die Aussichten für einen spannungsfreien Korrekturprozess eher verschlechtert.

Gleichwohl gibt es Faktoren, die die Risiken mildern können, die von den externen Einflüssen auf die deutsche Wirtschaftsentwicklung und damit auf das deutsche Finanzsystem ausgehen. So haben die erhöhte Energieeffizienz und die nunmehr schnellere Umwandlung steigender Einnahmen der Öl exportierenden Länder in Exportnachfrage die Auswirkungen des Ölpreisanstiegs auf die deutsche Konjunktur verringert. Auch zeigen die Erfahrungen der vergangenen Jahre, dass Veränderungen einzelner Wechselkurse nur moderate Auswirkungen auf Deutschland haben.

*Binnenwirtschaftliche Risikofaktoren*

Die internen Risiken einer fragil bleibenden Binnenkonjunktur für das deutsche Finanzsystem bestehen derzeit vor allem in einer anhaltend schwachen Kreditnachfrage insbesondere beim Firmenkredit. Diese ist ein Reflex der Investitionsschwäche sowie einer Fortsetzung der schwachen Entwicklung an den Immobilienmärkten. Jedoch haben sich die Ausrüstungsinvestitionen zuletzt positiv entwickelt, und die Investitionsbereitschaft gerade auch im Mittelstand nimmt zu. An den gewerblichen Immobilienmärkten zeigt sich ein abgeschwächter Abwärtstrend, so dass eine Bodenbildung möglich erscheint, und auch bei Wohnimmobilien gibt es Anzeichen, die eine verhalten positive Zukunftserwartung rechtfertigen.

sprünge sind ein ernst zu nehmendes Risiko, zumal die Marktteilnehmer zunehmend gleichförmig ausgerichtete Handelsstrategien verfolgen. Tatsächlich haben sowohl die Korrelation der Handelsergebnisse von Banken als auch die Korrelation der Renditen von Hedgefonds, insbesondere der Dachfonds, zugenommen. In diesem Zusammenhang erwachsen zusätzliche Liquiditätsrisiken aus der steigenden Präferenz von Hedgefonds für weniger liquide Anlagen. Sie ergeben sich auch aus der Entwicklung innovativer Instrumente mit komplexen Strukturen, deren Marktliquidität in Stresssituationen beeinträchtigt sein könnte. In den Beziehungen der Banken zu den Hedgefonds steigt daher die Bedeutung der Qualität des Risikomanagements und der Solidität der Abwicklungsinfrastruktur, die derzeit nicht überall mit der Geschäftsentwicklung Schritt halten. Hohe Priorität verdient vor allem das Ziel, die Transparenz im Bereich der Hedgefonds zu erhöhen.

*Rolle der internationalen Finanzmärkte...*

Die internationalen Finanzmärkte wurden in den letzten Jahren von einer anhaltenden Niedrigzinsphase und überwiegend geringer Volatilität geprägt. Die Kehrseite des günstigen Finanzierungsumfelds ist eine sehr reichliche Liquiditätsausstattung, die zu einer erhöhten Risikoneigung bei vielen Marktteilnehmern beiträgt. Dies spiegelt sich unter anderem in geringen Risikoprämien und einem Anstieg gehebelter Handelspositionen wider. Risiken aus etwaigen Schwachstellen könnten sich gegebenenfalls im Zuge eines Umkehrprozesses an den Finanzmärkten materialisieren, wenn zum Beispiel die Geldpolitik auf einen neutralen Kurs einschwenkt oder eine zyklische Wende in der Kreditqualität großer Emittenten einsetzt. Allerdings belegen Stresstests mit den wichtigsten Marktrisikofaktoren deutscher Banken deren Fähigkeit, nennenswerte Schocks zu verkraften.

Die Ertragslage als ein zentraler Faktor der Risikotragfähigkeit des Bankensystems hängt maßgeblich vom gesamtwirtschaftlichen Umfeld ab. Es prägt zum einen die Nachfrage nach Krediten und Bankdienstleistungen und somit die Erlöschancen, zum anderen die Risikolage in den einzelnen Kreditsegmenten. In den Kreditportfolien der auf den Mittelstand fokussierten Kreditinstitute zeigte sich zuletzt eine graduelle Verbesserung. Die schwache Verfassung der gewerblichen Immobilienmärkte spiegelt sich jedoch in überdurchschnittlich hohen Wertberichtigungen vieler Pfandbriefbanken wider sowie teilweise in Belastungen aus der Verflechtung mit Kapitalanlagegesellschaften, die Immobilienfonds aufgelegt haben. Spezialisierte Verbraucher-

*Elemente der Risikotragfähigkeit: Ertragslage...*

*... und Finanzakteure*

Plötzlich auftretende Liquiditätsengpässe an einzelnen Märkten mit eventuell starken Preis-

banken sehen sich mit steigenden Wertberichtigungen konfrontiert, weil die Qualität der Kredite an private Haushalte leicht – allerdings von hohem Niveau aus – nachgegeben hat. Gleichwohl stellt die finanzielle Verfassung der Privathaushalte in Deutschland kein besonderes Risikopotenzial dar; gerade beim Konsumentenkredit übersteigen die Margen im Regelfall das Verlustrisiko.

*...und Eigenkapitalausstattung*

Die Eigenkapitalausstattung als weitere wesentliche Komponente der Risikotragfähigkeit des deutschen Bankensystems hat sich zufriedenstellend entwickelt. Allerdings sollten Effekte, die aus dem Übergang zu den neuen Rechnungslegungsstandards IAS/IFRS resultieren, intensiv beobachtet werden. Positiv zu werten sind umfassende Reformen der institutsichernden Haftungssysteme bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften.

*Stärkung der Finanzkraft im Versicherungssektor*

Hohe Bedeutung für die Finanzstabilität kommt auch dem deutschen Versicherungssektor zu, der mittlerweile über ein Viertel des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland verwaltet. Der Sektor, dessen trendorientiertes Anlageverhalten zu Beginn der Dekade zu beträchtlichen Kapitalanlageverlusten geführt hatte und der daher in den vergangenen Jahren zu erheblichen Auflösun-

gen von Eigenkapitalpuffern gezwungen war, konnte insgesamt seine Finanzkraft weiter stärken. Allerdings belastet das anhaltend niedrige Zinsniveau gerade die Lebensversicherungsunternehmen in besonderem Maße. Auf Grund ihrer konservativen Anlagepolitik erwirtschaften sie relativ geringe Kapitalanlagerträge, sind aber aus Wettbewerbsgründen kaum zu einer Kürzung der Gesamtverzinsung der Versichertenguthaben bereit. Zudem bleibt abzuwarten, welche Auswirkungen die steuerlichen und regulatorischen Änderungen auf das recht heterogene Produktangebot der Sparte haben werden. Zu beobachten ist auch das Rückversicherungsgeschäft. Dort können die hohen Schadenszahlungen des vergangenen und laufenden Jahres angesichts der ungünstigen Kapitalmarktbedingungen von den weltweit miteinander verflochtenen Versicherungsgesellschaften nur bedingt abgedeckt werden.

Der von deutschen Marktteilnehmern genutzten Finanzinfrastruktur kann weiterhin ein insgesamt geringes Risikopotenzial in Bezug auf die Gefährdung der Finanzstabilität bescheinigt werden. Allerdings bestehen gerade im Bereich der Abwicklungssysteme noch Möglichkeiten, die operationellen Risiken in Zukunft weiter zu reduzieren.

*Risikopotenzial der Finanzinfrastruktur begrenzt*

## Makroökonomische Risiken

Geldwertstabilität und ein kontinuierliches Wirtschaftswachstum entlang des Potenzialpfades einer Volkswirtschaft sind die wichtigsten makroökonomischen Voraussetzungen für Finanzsystemstabilität. Schwachstellen in der makroökonomischen Entwicklung können Gefahren sowohl für die Finanzmärkte als auch für die Finanzinstitute bergen.

### Risiken aus dem internationalen Umfeld

*Internationale Einflüsse auf das deutsche Finanzsystem*

Die globale makroökonomische Entwicklung beeinflusst die Stabilität des deutschen Finanzsystems auf mehreren Wegen. Zum einen bewirken die hohe Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft vom Export und ihre enge Verflechtung mit dem Ausland mittels Direktinvestitionen, dass konjunkturelle und exogene Schocks aus dem Ausland direkt auf die Konjunkturlage durchschlagen. Zum anderen übertragen sich sowohl starke Kursschwankungen an den internationalen Finanzmärkten als auch größere wirtschaftliche Abschwächungen im Ausland auf das deutsche Finanzsystem im Allgemeinen und das Kreditgeschäft der Banken im Besonderen.<sup>1)</sup>

*Drei makroökonomische Risikofaktoren*

Vor dem Hintergrund der immer noch robusten Weltkonjunktur und der weiterhin nur zaghaften wirtschaftlichen Erholung in den meisten großen europäischen Ländern verdienen drei makroökonomische Risikofaktoren im internationalen Umfeld derzeit besondere Aufmerksamkeit: der starke Anstieg der Rohölpreise, der Fortgang der vom Konsum getra-

genen Konjunktur in den USA und die sich ausweitenden globalen Ungleichgewichte.

Der Aufschwung der Weltwirtschaft hat sich in der ersten Hälfte dieses Jahres bei zuletzt etwas reduziertem Tempo fortgesetzt.<sup>2)</sup> Ausschlaggebend für das Nachlassen der Dynamik dürfte vor allem der deutliche Anstieg der Rohölpreise sein. Die Märkte erwarten einen auf absehbare Zeit sehr hohen Ölpreis; die Terminpreise für längerfristige Liefertermine haben sich in den letzten Monaten überproportional erhöht und liegen nur noch geringfügig unter den derzeitigen Kassapreisen (siehe Schaubild 1.1.1 auf S. 14).

*Risikofaktor Rohölpreisanstieg*

Verglichen mit den Verwerfungen in früheren Phasen stark steigender Notierungen halten sich die negativen Folgen für die Weltwirtschaft bisher insgesamt in Grenzen.<sup>3)</sup> Dies gilt insbesondere für die privaten Haushalte in Westeuropa und Japan, deren energiebedingter Realeinkommensverlust seit dem letzten Ölpreis-Tiefstand Ende 2001 sowohl wegen der Wechselkursverschiebungen zu Lasten des US-Dollar als auch wegen der höheren Energieeffizienz des privaten Konsums gerin-

*Energieverteilung bisher gut verkräftet*

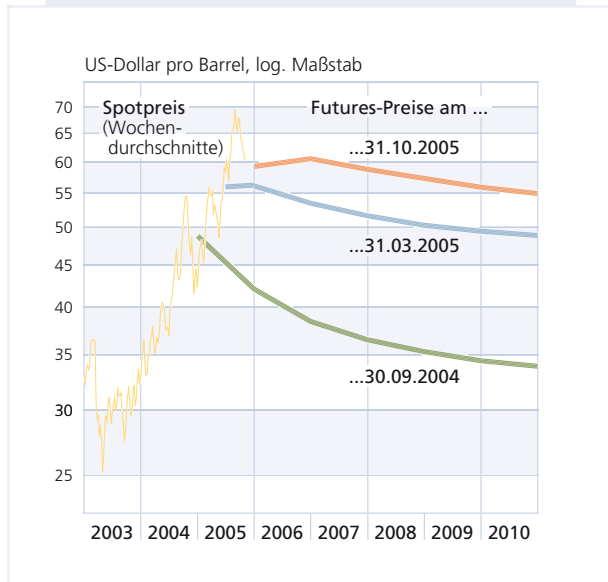
<sup>1</sup> Die Auslandsforderungen des deutschen Bankensystems betragen auf konsolidierter Basis Ende Juni 2005 rd. 2,6 Billionen €; das deutsche Bankensystem ist damit die nach Herkunftsländern weltweit größte Gläubigergruppe.

<sup>2</sup> Vgl. auch: IWF, World Economic Outlook, September 2005.

<sup>3</sup> Bemerkenswert ist, dass der IWF seine jüngsten Prognosen der weltwirtschaftlichen Entwicklung für 2005 und 2006 praktisch nicht verändert hat, obwohl die seinen Vorausschätzungen zu Grunde liegenden Ölpreisannahmen inzwischen deutlich auf 54,23 US-\$ für 2005 und 61,75 US-\$ für 2006 heraufgesetzt wurden. Offenbar werden die endogenen Kräfte des globalen Aufschwungs als sehr belastbar angesehen.

Schaubild 1.1.1

## TERMINPREISE FÜR ROHÖL \*)



DEUTSCHE BUNDESBANK

ger gewesen ist als für die US-amerikanischen Verbraucher.<sup>4)</sup> Zudem scheinen die Einnahmenezuwächse in den Öl exportierenden Ländern jetzt deutlich schneller für Güterkäufe im Ausland verwendet zu werden, als dies früher der Fall war.<sup>5)</sup> Hierdurch können – insbesondere in Europa – die von einem Ölpreisanstieg ausgehenden konjunkturellen Risiken verringert werden.

*Bislang keine  
Zweitrundeneffekte*

Anders als bei den Ölkrisen der siebziger Jahre ist es bei der Preisentwicklung bislang offensichtlich nicht zu Zweitrundeneffekten gekommen. Dies hat dazu geführt, dass die Kernraten deutlich hinter den Gesamtraten des Verbraucherpreisanstiegs zurückgeblieben sind. Die längerfristigen Inflationserwartungen haben sich bislang kaum erhöht.

Zur bemerkenswerten Resistenz der Weltkonjunktur, die die von den Rohöl- und von anderen Rohstoffmärkten ausgehenden Belastungen und Risiken bisher recht gut verkraften konnte, haben die nach wie vor sehr günstigen Finanzierungsbedingungen an den Kapitalmärkten wesentlich beigetragen. Davon profitierte insbesondere eine Reihe von Schwellenländern in Form relativ niedriger Zinsaufschläge (vgl. Sonderaufsatz „Zum Stand der Stabilisierungsfortschritte in hoch verschuldeten Schwellenländern“, S. 121). Allerdings könnten zum Beispiel Anzeichen für Zweitrundeneffekte der markanten Rohölpreisverteuerung die Inflationserwartungen erhöhen, was sich in einem Anstieg der langfristigen Zinsen niederschlagen würde.

*Günstige  
Finanzierungs-  
bedingungen*

Das kräftige Wachstum der Weltwirtschaft geht seit geraumer Zeit von den beiden Wachstumspolen USA und Asien, dort besonders von China, Indien und anderen asiatischen Schwellenländern, aus. Die Konjunkturlage in den USA, die rund ein Fünftel zur jährlichen Weltwirtschaftsleistung beitragen, hat über die internationalen Finanz- und Handelsbeziehungen einen nicht unerheblichen Einfluss auf die Konjunktur in Europa. Vor dem Hintergrund einer noch nicht selbsttragenden und in hohem Maße exportabhängigen konjunkturellen Erholung in Deutschland könnten eine Verschlechterung fundamentaler Faktoren in den USA oder eine nachhaltige Eintrübung der Wachstumserwartungen Auswirkungen auch auf das deutsche Finanzsystem zeigen.

*Risikofaktor  
Fortgang der  
Konsumkonjunktur  
in den USA*

<sup>4</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, August 2005.

<sup>5</sup> Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Mai 2005.

Lebhafter Konsum bringt Spartätigkeit praktisch zum Erliegen ...

Ein Risiko für das Wirtschaftswachstum in den USA besteht vor allem in der hohen Verschuldung der privaten Haushalte. In den USA wird das Wirtschaftswachstum nachfrageseitig traditionell zu einem größeren Teil von den Konsumausgaben der privaten Haushalte getragen als in vielen anderen Volkswirtschaften (siehe Schaubild 1.1.2). Ursachen für die kräftige Konsumausweitung in den vergangenen Quartalen sind Zuwächse bei den verfügbaren Einkommen – auch infolge des fortgesetzten Beschäftigungsaufbaus –, niedrige Realzinsen sowie Vermögenseffekte im Zuge des Booms bei Wohnimmobilien. Der seit dem Jahr 2000 durch neue und umgeschuldete Hypothekenkredite geschaffene Spielraum für zusätzliche kreditfinanzierte Konsumausgaben dürfte sich selbst in einem nur geringfügig verschlechterten Szenario mit nachlassenden Immobilienpreissteigerungen und nicht weiter sinkendem Zinsniveau zunehmend verengen. Bei einer Sparquote von nahe Null hat der Sektor der privaten Haushalte seine natürliche Rolle als Kapitalgeber weitgehend eingebüßt, womit sich zusätzlich die Frage nach der Beständigkeit dieser Konstellation stellt (siehe Schaubild 1.1.3).

... und bewirkt hohe Verschuldung der privaten Haushalte ...

Während die Verschuldung der privaten Haushalte in den USA in den vergangenen Jahren auf einen im internationalen Vergleich hohen Wert von 119% der verfügbaren Einkommen angestiegen ist, nahm der Schuldendienst dank des niedrigen Zinsniveaus nur geringfügig auf zuletzt 13,6% der verfügbaren Einkommen zu. Indikatoren für die finanzielle Solidität des privaten Haushaltssektors, wie der auf langjährige Tiefstände gesunkene Anteil leistungsgestörter Kredite sowie das dank des kräftigen Immobilienpreisanstiegs angewachsene Reinvermögen der privaten Haushalte,

Schaubild 1.1.2

**BEITRÄGE ZUM WACHSTUM DES REALEN BIP IN DEN USA**

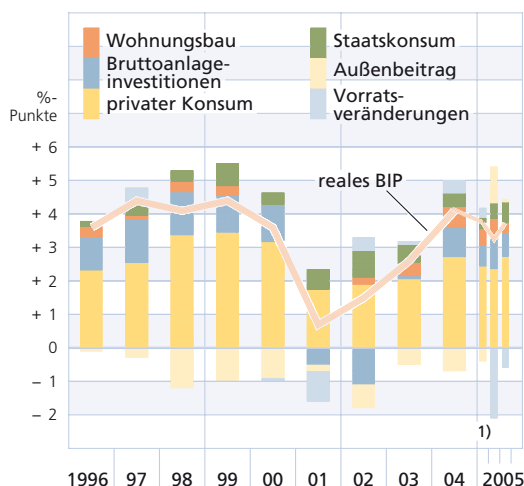
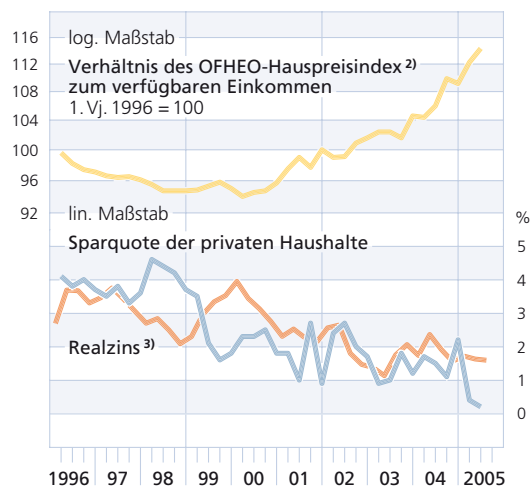


Schaubild 1.1.3

**IMMOBILIENPREISE, SPARQUOTE UND REALZINS IN DEN USA**



Quelle: Bureau of Economic Analysis. — **1** Ab 2005 saisonbereinigte annualisierte vierteljährliche Veränderung gegenüber Vorquartal. — **2** Quelle: Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO). — **3** Zehnjährige inflationsindexierte US-Staatsanleihen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Kasten 1.1

## DIE BEDEUTUNG AUSLÄNDISCHER IMMOBILIENMÄRKTE FÜR DAS DEUTSCHE FINANZSYSTEM

Immobilienmärkte weisen üblicherweise eine hohe Zinssensitivität auf.<sup>1)</sup> Diesem Muster entsprechend verzeichneten nach den in den Jahren 2001 und 2002 kräftig gefallenem Leit- und Hypothekenzinsen die Immobilienmärkte in vielen Ländern dynamischere Bauinvestitionen und Preissteigerungen.<sup>2)</sup> Die Entwicklungen im US-Markt sind auf Grund seiner Größe besonders relevant für die Stabilität des internationalen Finanzsystems. Aus deutscher Sicht haben zudem die Immobilienmärkte in Großbritannien und den größeren Mitgliedsländern der EWU eine gewisse Bedeutung. Der Bezug zum deutschen Finanzsystem ergibt sich dabei primär aus drei möglichen Übertragungskanälen für Schocks: durch konjunkturelle Effekte, eigenes Engagement in ausländischen Immobilienmärkten sowie durch Geschäftsverbindungen zu anderen Finanzintermediären, deren Bonität stark von der Verfassung der Immobilienmärkte abhängt.

In den USA haben die Immobilienpreise von Anfang 2001 bis Mitte 2005 um 44 % zugelegt, während die verfügbaren Haushaltseinkommen nur um 23 % gestiegen sind. Im historischen Vergleich ist ein so großer Unterschied in den Wachstumsraten ungewöhnlich, zum Teil aber durch das niedrige Niveau der Hypothekenzinsen erklärlich. Im gleichen Zeitraum entfielen 12 % des gesamtwirtschaftlichen Wachstums in den USA allein auf Investitionen in Wohnimmobilien, woraus unter anderem kräftige Impulse für den Arbeitsmarkt und die Arbeitseinkommen resultierten. Ein noch wichtigerer Wachstumsbeitrag des Immobilienmarktes dürfte allerdings in der Komponente „privater Konsum“ enthalten sein, da sich hier Vermögenseffekte und die Verwendung der durch Immobilien besicherten Konsumkredite niederschlagen. Die gemessen am Einkommen höhere Verschuldung der US-Haushalte, insbesondere in den mittleren und niedrigeren Einkommensgruppen, sowie der größere

Anteil variabel verzinslicher Immobilienkredite haben zudem die Zinsabhängigkeit des Konsums verstärkt. Darüber hinaus sind vermehrt „exotischere“ Kreditarten in den Markt eingeführt worden, die es dem Kreditnehmer gestatten, Zinszahlungen und Tilgungen über längere Zeiträume aufzuschieben, zum Beispiel „interest only mortgages“. Dies kann in späteren Perioden die finanziellen Belastungen dieser Haushalte beträchtlich erhöhen. Auf Grund der insgesamt größeren Korrekturanfälligkeit und der Schlüsselfunktion des Immobilienmarktes für den privaten Konsum ist aus unserer Sicht mittelfristig eine empfindliche Dämpfung des Wachstums in den USA nicht auszuschließen, was dann auch auf die exportabhängige deutsche Wirtschaft ausstrahlen könnte.

Das direkte Engagement der deutschen Banken, Versicherungen und Investmentfonds auf den Immobilienmärkten in den USA, Großbritannien und den Mitgliedstaaten der EWU ist eher begrenzt und nicht übermäßig konzentriert. Gleichwohl würden Bewertungsverluste auf Grund höherer Ausfallrisiken für Kredite, Wertpapiere und Beteiligungen mit Bezug zu ausländischen Immobilienmärkten in einem konjunkturell schwächeren Umfeld eine zusätzliche Belastung darstellen. Unter den ausländischen Geschäftspartnern der deutschen Finanzinstitute dürften insbesondere die großen, gut diversifizierten, Finanzintermediäre über ausreichende Reserven und effektive Risikomanagementsysteme verfügen, um ein Stressszenario auf den Immobilienmärkten verkraften zu können. Für einzelne kleinere, spezialisierte ausländische Banken gibt es zwar Hinweise auf mögliche Anfälligkeiten, etwa Risikokonzentrationen in Gewerbeimmobilien und Bauunternehmen. Systemische Risiken sind auf Grund der Größe dieser Banken jedoch äußerst unwahrscheinlich.

<sup>1</sup> Vgl. z.B.: Kostas Tsatsaronis, Haibin Zhu, Was bestimmt die Preise für Wohneigentum: Ein Ländervergleich, BIZ-Quartalsbericht, März 2004, S.75 ff. — <sup>2</sup> Weitere Faktoren, die zur

Erklärung der Dynamik auf den Immobilienmärkten beitragen, sind steuerliche, regulatorische und demographische Veränderungen sowie das erwartete Einkommenswachstum.



dürfen indessen nicht über damit verbundene Schwächen hinwegtäuschen (siehe Kasten 1.1 auf S. 16).

*... die den weiteren Konsummöglichkeiten Grenzen setzt*

Die hohe Verschuldung und die damit einhergehenden laufenden Zahlungsverpflichtungen haben die Verwundbarkeit der privaten Haushalte im Fall von Einkommenseinbußen, höheren Zinsausgaben oder einer hinter den hohen Erwartungen zurückbleibenden Entwicklung der Immobilienpreise merklich erhöht.<sup>6)</sup> In diesen Fällen wäre mit negativen Rückwirkungen auf die Konsumkonjunktur in den USA zu rechnen,<sup>7)</sup> zumal dann auch die negativen Effekte so genannter „exotischer“ Finanzierungsinstrumente zu Buche schlagen dürften.

*Risikofaktor globale Ungleichgewichte*

Konjunktur- und Wechselkursrisiken bestehen im Zusammenhang mit den über Jahre aufgebauten Ungleichgewichten in der Weltwirtschaft (siehe Schaubild 1.1.4 auf S. 18). IWF-Prognosen gehen derzeit von einer Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits auf jeweils 6,1 % des Bruttoinlandsprodukts in diesem und im nächsten Jahr aus, nicht zuletzt angesichts der Aufwertung des handelsgewichteten US-Dollar in der ersten Jahreshälfte 2005.<sup>8)</sup>

*Szenarien für einen Abbau der Ungleichgewichte*

Grundsätzlich lassen sich drei Szenarien für einen Abbau der weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte vorstellen: In einem im Wesentlichen spannungsfreien Szenario verändert eine Kombination aus wirtschafts- und währungspolitischen Korrekturen fundamental die Kapitalströme. Hierzu bedarf es weiterer wachstumsstärkender Strukturreformen in Europa und Japan, höherer privater und öffentlicher Ersparnis in den USA sowie größerer Wechselkursflexibilität in Asien. Dieser Mix würde Druck von den Devisenmärkten nehmen. In einem zweiten

Szenario findet ein geordneter Abbau der Ungleichgewichte über den Wechselkurs- und Zinskanal statt. Ein rückläufiges Interesse der Investoren an in US-Dollar denominierten Finanztiteln führt zu einer Abwertung der US-Währung und einem allmählichen Zinsanstieg, gefolgt von einer Bewertungskorrektur realer sowie finanzieller Vermögenswerte. Beide Effekte dürften wohl nicht auf die USA beschränkt bleiben. Daran könnte sich eine Phase weltweit schwächeren Wirtschaftswachstums anschließen, in deren Gefolge eine verschlechterte Kreditqualität die Bilanzen der Finanzinstitute zusätzlich belasten würde. Schließlich beinhaltet ein krisenhaftes Szenario das Risiko rapider Änderungen der Wechselkurse, auch mit temporärem Überschießen. Dazu könnte es kommen, wenn an den Finanzmärkten ein plötzlicher Umschwung in der Einschätzung der Relevanz und der mittelfristigen Tragbarkeit des US-Leistungsbilanzdefizits einträte. Hierbei könnten insbesondere volatile und abrupte Veränderungen von Finanzmarktpreisen die Finanzintermediäre herausfordern.

Die Aussichten für einen spannungsfreien Abbau der bestehenden Ungleichgewichte haben sich in den letzten Monaten nicht verbessert. Zu den fortbestehenden regionalen Unterschieden beim Wirtschaftswachstum und der zögerlichen wirtschaftspolitischen Reaktion darauf kommen nun die mit dem starken Ölpreisanstieg einhergehenden Verschiebungen

*Nachhaltige Korrektur der fundamentalen Ursachen der Ungleichgewichte nicht in Sicht*

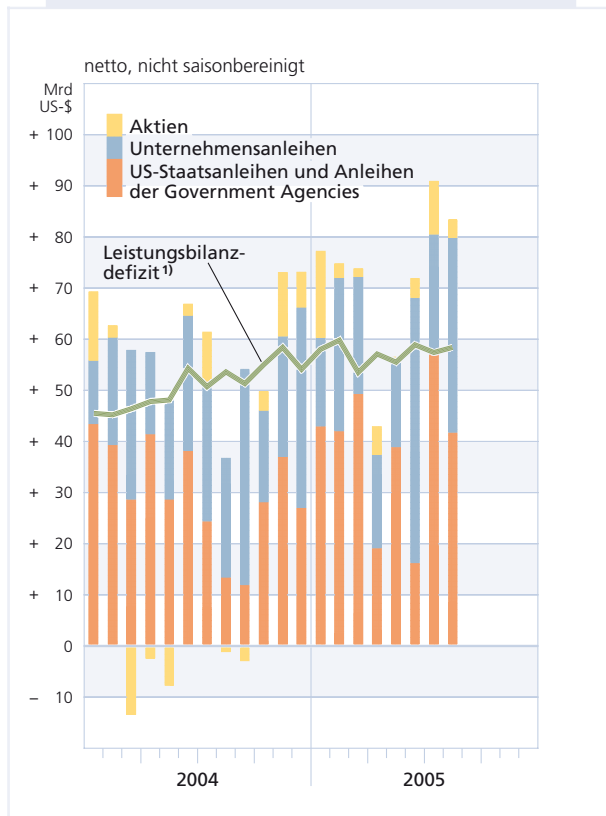
<sup>6</sup> Mit dem Anstieg der Verschuldung dürfte auch der Spielraum für Verbesserungen der Kreditqualität im Privatkundengeschäft weitgehend ausgeschöpft sein.

<sup>7</sup> Eine ähnliche Entwicklung war in einigen europäischen Ländern zu beobachten, die in den vergangenen Jahren ebenfalls hohe Immobilienpreissteigerungen und damit einhergehend eine markante Zunahme der Verschuldung der privaten Haushalte bei weitgehend stabiler Schuldendienstquote verzeichneten.

<sup>8</sup> Vgl.: IWF, World Economic Outlook, September 2005.

Schaubild 1.1.4

### PRIVATE PORTFOLIOKAPITALZUFLÜSSE IN DIE USA UND US-LEISTUNGSBILANZDEFIZIT



DEUTSCHE BUNDESBANK

im internationalen Leistungsbilanzgefüge.<sup>9)</sup> In den USA dürfte sich die in Aussicht gestellte Haushaltskonsolidierung durch die noch nicht verlässlich bezifferbaren Wirbelsturm-Schäden verzögern. Die bereits in Angriff genommenen Strukturreformen in Europa und Japan können ihre Wirkung ohnehin selbst bei konsequenter Fortführung erst mittel- bis langfristig entfalten. Eine nachhaltige Veränderung der hinter den finanziellen Ungleichgewichten stehenden

regional unterschiedlichen Spar- und Investitionsentscheidungen ist auf kurze Sicht kaum zu erwarten.

China hat mit der leichten Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar und der Orientierung an einem Währungskorb einen wichtigen wirtschaftspolitischen Schritt hin zu mehr Wechselkursflexibilität unternommen.<sup>10)</sup> Allerdings dürften die unmittelbaren Auswirkungen auch einer stärkeren Renminbi-Aufwertung gegenüber dem US-Dollar auf die globalen Ungleichgewichte gering bleiben.<sup>11)</sup> Für das laufende Jahr ist sogar eher mit einer Ausweitung des chinesischen Leistungsbilanzüberschusses auf etwa 6 % des BIP (nach 4,2 % in 2004) zu rechnen. Inwieweit mit dem neuen Wechselkursregime in China auch eine Neuausrichtung bei der Anlage von Devisenreserven verbunden ist und welche Auswirkungen dies auf die internationalen Devisen- und Kapitalmärkte haben könnte, ist derzeit nicht absehbar.

*Neues Wechselkursregime in China*

Die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte dürften sich somit in nächster Zeit nicht fundamental abbauen. Zugleich deutet aber auch wenig darauf hin, dass ein Entladen dieser Ungleichgewichte auf den Devisenmärkten unmittelbar bevor stünde. Die Kapitalzuflüsse offizieller und privater Stellen signalisieren bislang eine anhaltend hohe Bereitschaft, das wachsende US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Der zuletzt zunehmende Zinsvorsprung

*Anhaltend hohe Bereitschaft zur Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits*

<sup>9</sup> Bemerkenswert ist, dass der aggregierte bilaterale Leistungsbilanzüberschuss der Ölexportländer im Nahen Osten und Russlands gegenüber den USA Ende 2005 den der ostasiatischen Schwellenländer übersteigen dürfte.

<sup>10</sup> Malaysia gab nach Bekanntgabe der Änderung des chinesischen Wechselkursregimes ebenfalls die Anbindung seiner Währung an den US-Dollar auf.

<sup>11</sup> Das Verhältnis der Produktions- bzw. Arbeitskosten zwischen China und den USA beläuft sich auf etwa 1 zu 30.

amerikanischer Titel gegenüber Renditen vergleichbarer Wertpapiere in anderen wichtigen Ländern trägt hierzu weiter bei.

*Wirtschaft und Finanzsystem in Deutschland vor allem indirekt betroffen*

Auch gibt es Mechanismen, die Rückschlagsrisiken mildern können. So besitzt der US-Dollar mit der hohen Wirtschaftskraft der USA und der Rolle als internationale Leitwährung wichtige Stützen. Überdies hat die Erfahrung der vergangenen Jahre gezeigt, dass die direkten Auswirkungen von Wechselkursverschiebungen auf die Wirtschaftsentwicklung im Euro-Raum generell und insbesondere in Deutschland begrenzt sind. So dämpft die regionale Diversifizierung des deutschen Außenhandels den Effekt von Kursbewegungen einzelner Währungen. Hinzu kommt, dass der Handel Deutschlands mit anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets, der über 40 % der deutschen Exporte ausmacht, von Wechselkursänderungen zumindest nicht unmittelbar berührt ist. Auch hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands in den letzten Jahren verbessert.

Insgesamt dürfte derzeit keiner der drei internationalen makroökonomischen Risikofaktoren eine akute Gefahr für das deutsche Finanzsystem darstellen. Mittelfristig kann von ihnen gleichwohl eine spürbare Verschlechterung des weltwirtschaftlichen Umfelds ausgehen, insbesondere wenn mehrere dieser Risikofaktoren simultan wirksam würden.

### Risiken aus dem inländischen Umfeld

*Schwache Kreditentwicklung*

Die träge Binnenkonjunktur manifestiert sich in einer weiterhin schwachen Kreditentwicklung. Die Buchkredite an deutsche nichtfinanzielle Unternehmen schrumpfen weiter, zuletzt

Schaubild 1.1.5

### BUCHKREDITE DEUTSCHER KREDIT-INSTITUTE AN INLÄNDISCHE NICHTFINANZIELLE UNTERNEHMEN UND PRIVATPERSONEN

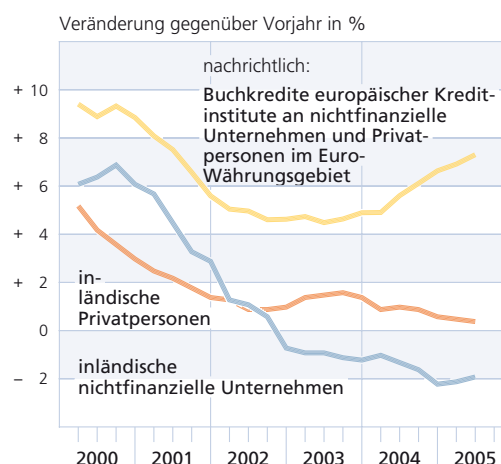
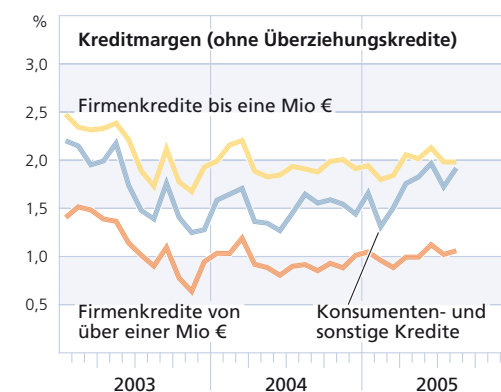


Schaubild 1.1.6

### RISIKOAUFSCHLÄGE DEUTSCHER BANKEN IM KREDIT-NEUGESCHÄFT\*)



Quellen: Harmonisierte EWU-Zinsstatistik, Bloomberg und eigene Berechnungen. — \* Die Risikoaufschläge werden auf Basis einzelner Laufzeitbänder als Differenz zu laufzeitadäquaten Renditen europäischer Staatsanleihen berechnet und über alle Laufzeiten volumengewichtet aggregiert. Um Mengeneffekte im Zeitablauf weitestgehend auszuschließen, werden die Volumina konstant gehalten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Schaubild 1.1.7

**INVESTITIONSBEREITSCHAFT  
DES MITTELSTANDS<sup>\*)</sup>**

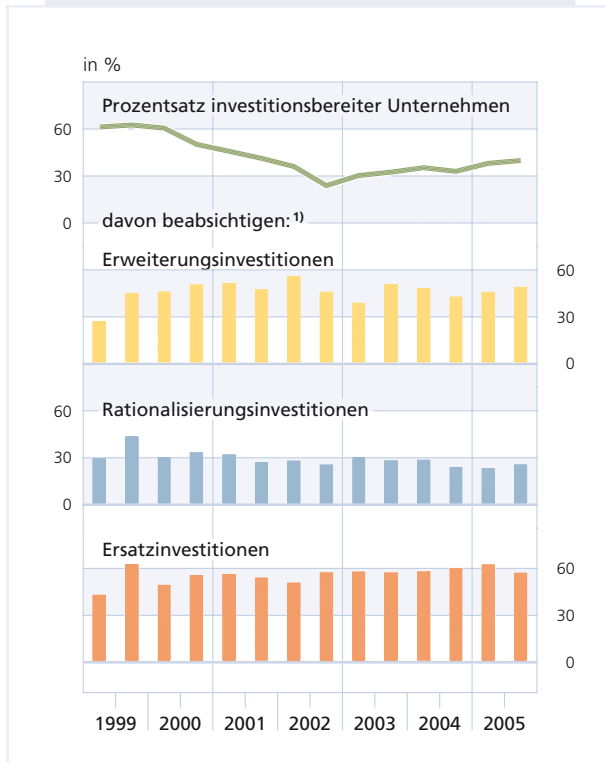
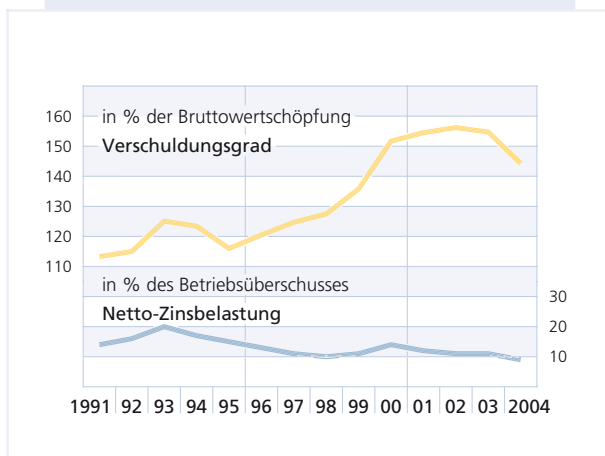


Schaubild 1.1.8

**FINANZIELLE INDIKATOREN  
DER UNTERNEHMEN**



\* Quelle: Creditreformumfrage „Wirtschaftslage und Finanzierung im Mittelstand“. — 1 Mehrfachnennungen möglich.

DEUTSCHE BUNDESBANK

mit einer Jahresrate von 1¾ %. Der Bestand liegt mittlerweile um rund 8½ % unter dem Höchststand Ende 2001. Im Vergleich dazu fällt auf, dass die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen im Euro-Raum ihren Tiefpunkt längst verlassen hat und mittlerweile mit einer Jahresrate von gut 6¼ % expandiert (siehe Schaubild 1.1.5 auf S. 19). Die Investitionsschwäche spiegelt sich auch darin, dass die deutschen nichtfinanziellen Unternehmen im Jahr 2004 einen Finanzierungsüberschuss von rund 12 Mrd € aufwiesen.<sup>12)</sup> Die Nachfrageschwäche erschwert die Akquisition von Neugeschäft und die Erzielung rentabler Margen. Allerdings erweist sich die Margenentwicklung im Firmenkreditgeschäft als vergleichsweise resistent. Dies deutet an, dass die deutschen Banken durchaus risikobewusst agieren (siehe Schaubild 1.1.6 auf S. 19).

Die Kehrseite der Investitionsschwäche ist, dass die Anpassungen in den Bilanzstrukturen im nichtfinanziellen Unternehmenssektor in Deutschland gut vorangekommen sind. Vor allem Großunternehmen haben im Vorjahr Verbindlichkeiten abgebaut. Der Verschuldungsgrad ist damit von 156 % im Jahr 2003 auf 145 % der Bruttowertschöpfung zurückgegangen. Die Zinsbelastung ist weiter gesunken (siehe Schaubild 1.1.8).

Immerhin gibt es Anzeichen für eine leichte Erholung der Investitionstätigkeit. Die gesamtwirtschaftliche Produktion wurde im zweiten Quartal von einer etwas verbesserten Inlandsnachfrage gestützt. Die positive Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen setzte sich mit abgeschwächter Dynamik fort, so dass sie sich

*Bilanzstrukturen*

*Ausrüstungsinvestitionen etwas erholt*

<sup>12)</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Vermögensbildung und Finanzierung im Jahr 2004, Monatsbericht, Juni 2005.

von ihrem Tiefstand im Frühjahr 2004 nun doch entfernt hat. Die realen Ausgaben für Bauten blieben hingegen weiterhin verhalten. Einen positiven Wachstumsbeitrag im ersten Halbjahr 2005 lieferten zudem die Vorratsinvestitionen, weil die Lagerbestände mit Hilfe von Importen kräftig aufgestockt wurden.

*Investitionsbereitschaft im Mittelstand steigt*

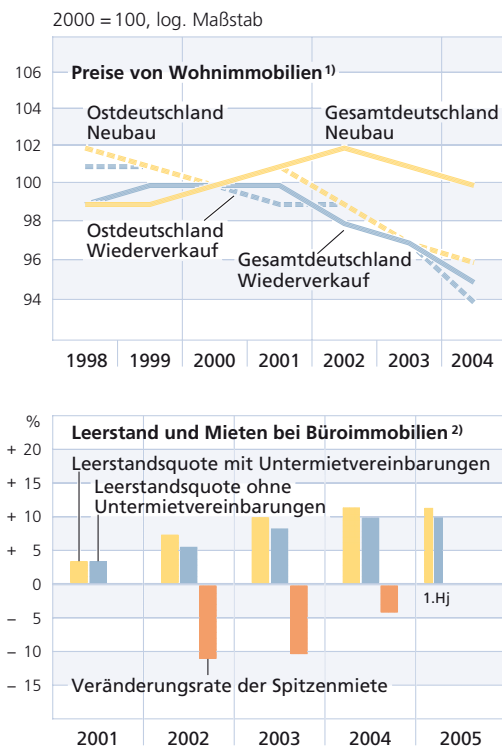
Nach den Umfragen von Creditreform zur Investitionsbereitschaft im Mittelstand wollen rund 40 % der mittelständischen Unternehmen in den kommenden zwölf Monaten investieren. Das ist immerhin der höchste Wert seit 2001 (siehe Schaubild 1.1.7 auf S. 20). Investitionen des Mittelstands spielen eine wichtige Rolle für die Entwicklung der Bankkredite, die die Hauptfinanzierungsquelle mittelständischer Unternehmen sind.

*Schwacher Immobilienmarkt*

In Deutschland – im Gegensatz zu anderen Ländern – wird die realwirtschaftliche Entwicklung weder durch einen positiven Vermögensseffekt steigender Hauspreise auf die Konsumnachfrage noch durch günstige Beschäftigungsperspektiven im Baugewerbe unterstützt. Der deutsche Immobilienmarkt präsentiert sich insbesondere in den gewerblichen Segmenten weiterhin schwach. Die Büromärkte durchlaufen eine Korrekturphase mit fallenden Spitzenmieten und steigenden Leerstandsquoten. Ähnlich verläuft die Entwicklung der Märkte für Ladengeschäfte. Dabei konnte sich das Segment der Spitzenlagen relativ gut halten, trotz eines Rückgangs des Preisniveaus um gut ein Prozent im Vorjahr. In den Nebenlagen hingegen sind die Mieten im längerfristigen Vergleich deutlich gesunken, im Vorjahr um 2,5%.<sup>13)</sup> Das Preisniveau für Wohnimmobilien ist ebenfalls – bei deutlichen regionalen Unterschieden – zuletzt gefallen. In

Schaubild 1.1.9

## IMMOBILIENMARKT IN DEUTSCHLAND



**1** Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Grunddaten der BulwienGesa AG. — **2** Mit Büroflächen gewogenes Mittel von Berlin, Düsseldorf, Frankfurt/M., Hamburg, München, Wiesbaden. Quelle: Jones LangLasalle und eigene Berechnungen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

den alten Bundesländern liegt es heute etwa auf dem Niveau des Jahres 2000. In den neuen Bundesländern hält die seit 1995 zu beobachtende Preiskorrektur bei Wohnimmobilien weiter an (siehe Schaubild 1.1.9).

Angesichts gedämpfter Konjunkturaussichten in Deutschland und eines gewissen Angebots-

<sup>13</sup> Vgl.: BulwienGesa AG, Immobilienindex, Februar 2005.

*Verhalten positive Zukunftsaussichten bei Wohnimmobilien*

drucks sowohl bei Büro- als auch an Einzelhandelsflächen ist kurzfristig mit einer wesentlichen Belebung nicht zu rechnen. Immerhin scheint sich die Abwärtsentwicklung jedoch abzuschwächen, so dass eine Bodenbildung nunmehr möglich erscheint. Die Zukunftsaussichten für Wohnimmobilien dürften verhalten positiv sein. Dafür sprechen einige Fundamentalfaktoren wie das aktuelle Zinsniveau und die Entwicklung der Mieten sowie der verfügbaren Einkommen der Privathaushalte. Auch das zunehmende Interesse ausländischer Investoren an deutschen Immobilienobjekten ist ein Indiz.

Alles in allem kontrastiert die Abwärtsentwicklung am deutschen Immobilienmarkt augenfällig mit dem Boom in einer Reihe anderer Länder. Die schwache Marktverfassung belastet das deutsche Finanzsystem, sowohl durch höhere Abschreibungen als auch durch fehlendes Neugeschäft. So lagen die Wertberichtigungen der Realkreditinstitute noch im Jahr 2004 bei ungewöhnlich hohen Werten. Gleichzeitig wiesen offene Immobilienfonds mit Anlageschwerpunkt in Deutschland in den beiden letzten Jahren sinkende Renditen auf.

*Belastungen für Banken und Fonds*

# Risikolage an den Finanzmärkten und im internationalen Finanzsystem

## Zinsumfeld und Suche nach Rendite

„Suche nach Rendite“ prägt weiterhin die Situation an den Kapitalmärkten...

Wie schon in den vergangenen drei Jahren wurde das internationale Finanzsystem auch im bisherigen Jahresverlauf durch die anhaltende Niedrigzinsphase und eine reichliche Liquiditätsausstattung in wichtigen Industrieländern geprägt. In Japan blieben die Leitzinsen auf historisch niedrigem Niveau, und in den USA kann die Ausrichtung der Geldpolitik trotz der bisherigen Zinsanhebungen bis in das vierte Quartal hinein nicht als restriktiv bezeichnet werden. Auch im Euro-Gebiet befinden sich die Zinsen weiterhin auf historisch niedrigem Stand, und die Geldmenge M3 expandierte bis zuletzt sehr kräftig, so dass sich eine hohe Überschussliquidität aufbaute. Angesichts der weltweit reichlichen Liquiditätsausstattung, der niedrigen langfristigen Renditen für Staatsanleihen und der Verflachung der Zinsstrukturkurven (siehe Schaubild 1.2.1 auf S. 24) dürfte die „Suche nach Rendite in riskoreicheren Anlagen“ daher bis auf weiteres das Verhalten vieler Marktakteure bestimmen.

...und spiegelt sich in erhöhter Risikoneigung der Anleger wider

Wenngleich in den einzelnen Teilmärkten unterschiedliche Faktoren die Bewertung beeinflussen, finden sich als Gemeinsamkeiten in vielen Fällen Anzeichen für vergleichsweise geringe Risikoprämien und zunehmende Investitionen in gehebelte Anlageformen, etwa in den Kreditmärkten. Die moderate Volatilität an den internationalen Finanzmärkten (siehe

Schaubild 1.2.2 auf S. 24) spiegelt vor dem Hintergrund der aktuell robusten makroökonomischen Daten ein vergleichsweise hohes Sicherheitsgefühl wider.<sup>1)</sup>

Sollte sich jedoch zum Beispiel das makroökonomische Umfeld unerwartet eintrüben, könnte dies einen Stimmungsumschwung auslösen, der sich auch in einer deutlich stärkeren Risikoaversion an den Finanzmärkten niederschlagen würde. Investoren, die ihre Anlageentscheidungen in Erwartung dauerhaft niedriger Risikoprämien und Volatilität getroffen haben, würden dann Kursverluste hinnehmen müssen. Gleichzeitig könnte eine damit einhergehende Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen auch spürbare Auswirkungen auf die Investitionen der Unternehmen und im privaten Wohnungsbau haben. Darüber hinaus wäre bei höherer Unsicherheit an den Finanzmärkten auch mit verstärktem Vorsichtssparen der privaten Haushalte zu rechnen.

Ein wesentlicher Ausgangspunkt der internationalen „Suche nach Rendite“ sind die niedrigen langfristigen Zinsen für risikoarme Staatsanleihen. Am US-Kapitalmarkt ist die Abkopplung des üblichen Zusammenhangs zwischen erwartetem langfristigen Wirt-

Niedrige Realzinsen...

<sup>1</sup> Siehe auch: Deutsche Bundesbank, Zur Rolle von Volatilitätsmustern an den Finanzmärkten, Monatsbericht, September 2005.



Schaubild 1.2.1

ZINSGEFÄLLE\*)

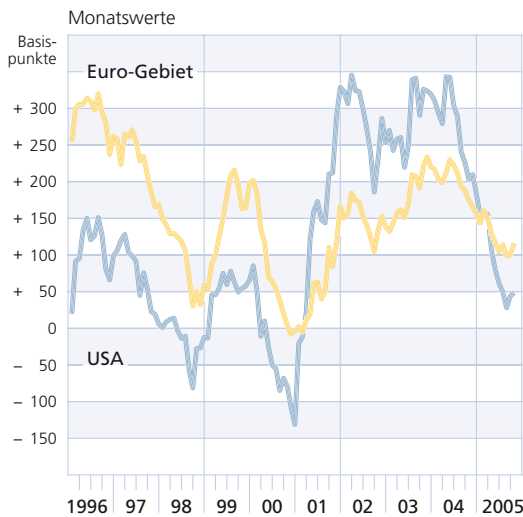
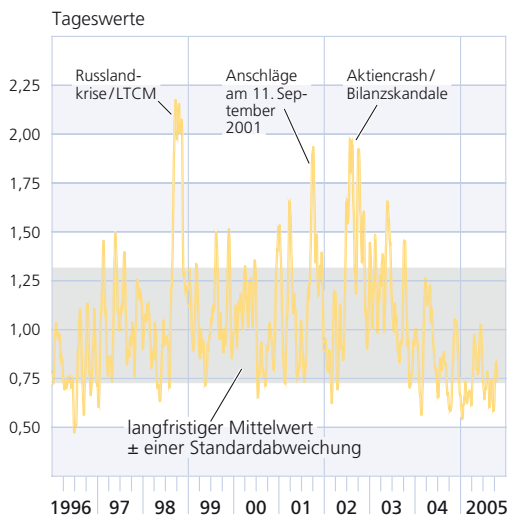


Schaubild 1.2.2

VOLATILITÄTSINDEX FÜR DIE FINANZMÄRKTE\*\*)



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. — \* Zinsdifferenz zehnjähriger Staatsanleihen und Dreimonats-Reposätzen. — \*\* 30 Tage historische Volatilität, normiert und aufaddiert von Aktien (S&P 500, Dax 30), Währungen (Euro/US-Dollar, Yen/US-Dollar) und Renten (Rex, Bloomberg-US-Treasuries).

DEUTSCHE BUNDESBANK

schaftswachstum und realen Kapitalmarktrenditen nach wie vor besonders ausgeprägt (siehe Schaubild 1.2.3 auf S. 25). Demgegenüber ist im Euro-Gebiet der Abstand zwischen den zehnjährigen Realzinsen und den Wachstumserwartungen geringer.

Die Divergenz zwischen Realzinsen und Wachstumserwartungen wird durch eine Reihe von Sonderfaktoren erklärt. Dazu zählen insbesondere die ungewöhnliche Netto-Ersparnis des globalen Unternehmenssektors, die vermehrte Nachfrage von Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds nach Schuldverschreibungen mit längerer Laufzeit<sup>2)</sup> sowie Kapitalzuflüsse in die entwickelten westlichen Volkswirtschaften aus Währungsinterventionen asiatischer Zentralbanken und den Einnahmen der Öl exportierenden Länder. Es ist nicht auszuschließen, dass die Sondereinflüsse noch für längere Zeit dämpfend auf das Renditeniveau wirken und die Marktakteure ihren Risikoappetit erhöhen.<sup>3)</sup> Das Ausmaß dieses besonderen Rentenmarktrisikos dürfte wesentlich durch die Länge der vorangehenden Abkopplungsphase und die Abruptheit der anschließenden Korrektur bestimmt sein.

... durch Sonderfaktoren erklärbar

Eine Fortsetzung der geldpolitischen Straffung in den USA und der dadurch allmählich einsetzende Liquiditätsentzug dürften grundsätzlich Aufwärtsdruck auf die langfristigen Kapitalmarktinzinsen erzeugen. Vor dem Hintergrund der erheblichen Unsicherheit über die Dauerhaftigkeit der Sonderfaktoren erscheint das aktuelle Bewertungsniveau der Rentenmärkte,

Niedrige Risikoprämie trotz zahlreicher Unsicherheitsfaktoren

<sup>2</sup> Hintergrund ist die Notwendigkeit einer Laufzeiten-Annäherung zwischen den sehr langfristigen Verbindlichkeiten und der Anlage des Finanzvermögens.

<sup>3</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Risikoneigung in einem dynamischen Finanzmarktumfeld, Monatsbericht, Oktober 2005, S. 91 ff.



insbesondere in den USA, nicht unwesentlich auf einer geringen Risikoprämie zu basieren, wie dies auch in den niedrigen impliziten Volatilitäten zum Ausdruck kommt.<sup>4)</sup>

*Zinsschocks könnten auch den deutschen Rentenmarkt betreffen*

Nimmt man vereinfachend den Abstand zwischen den langfristigen Wachstumserwartungen und den Kapitalmarktzinsen als Maß für das Korrekturpotenzial, so dürfte ein etwaiger Renditeanstieg in den Vereinigten Staaten stärker ausfallen als im Euro-Raum. Allerdings sind Spillover-Risiken nicht zu vernachlässigen. Stärkere Zinsschocks im internationalen Finanzsystem könnten sich auch auf den deutschen Rentenmarkt übertragen.<sup>5)</sup> Zudem wären weitere Auswirkungen, etwa durch Wechselkursanpassungen und Effekte auf andere Vermögensmärkte, nicht auszuschließen.

**Risikolage an Aktien- und Unternehmenskreditmärkten**

**Risikolage an europäischen Aktienmärkten**

*Niedrigzinsphase begünstigte Aufwärtsentwicklung an den europäischen Aktienmärkten*

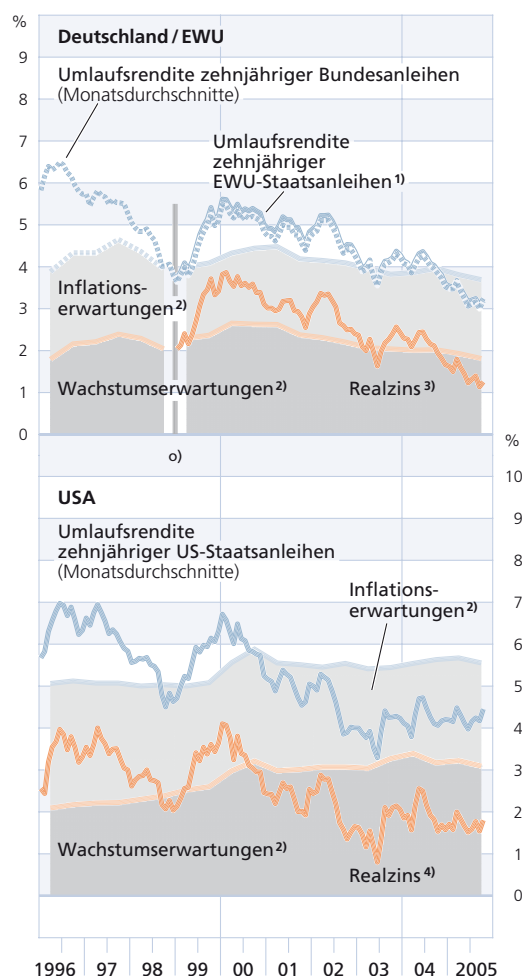
Bislang begünstigte die Niedrigzinsphase auch die Aufwärtsentwicklung an den europäischen Aktienmärkten. Eine Zerlegung der Kursentwicklung des Euro-Stoxx gemäß dem Dividendenbarwertmodell (siehe Schaubild 1.2.4

**4** Die im Realzins enthaltene Risikoprämie für die erwartete Volatilität des makroökonomischen Umfelds könnte sich zwar ebenfalls verringert haben und wäre damit ein Grund für dauerhaft etwas niedrigere Realzinsen. Der Effekt dürfte quantitativ jedoch zu gering sein, um als Haupterklärung für die bestehende Lücke zu den Wachstumserwartungen in Betracht zu kommen.

**5** Die durchschnittliche Korrelation zwischen den Zweitages-Renditeveränderungen zehnjähriger US-Staatsanleihen und Bundesanleihen von Januar 2003 bis September 2005 betrug gut 0,7. Je nach der Ursache für einen starken Renditeanstieg könnte die Korrelation in Stressphasen deutlich höher, aber auch niedriger sein.

Schaubild 1.2.3

**ZINSNIVEAU UND ERWARTUNGEN ÜBER INFLATION UND WACHSTUM**

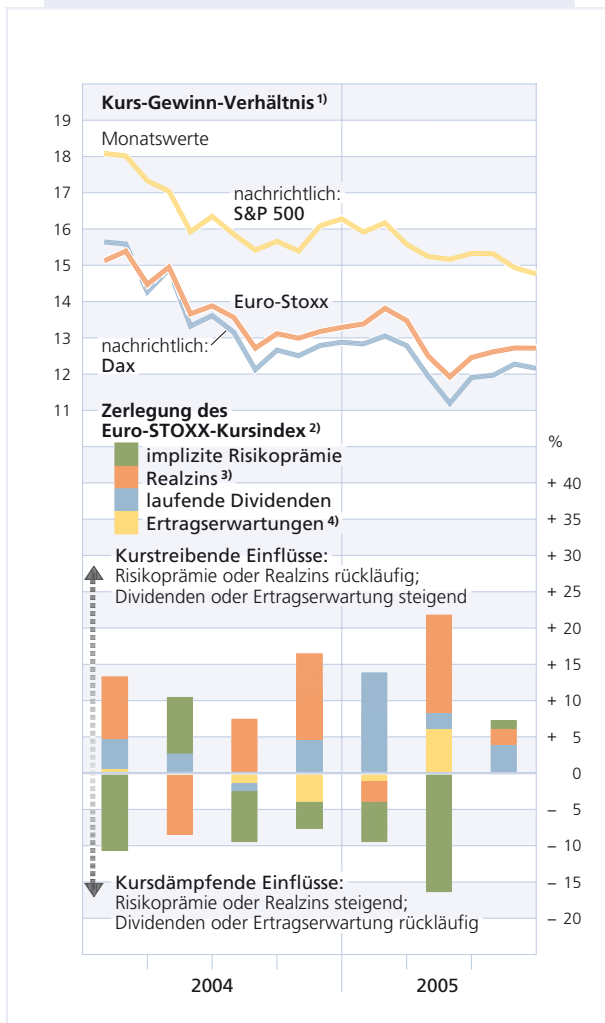


**1** BIP-gewichteter Durchschnitt. — **2** Eigene Berechnung auf der Grundlage halbjährlicher Umfragen zu kurzfristigen und langfristigen Erwartungen über die Entwicklung des Verbraucherpreisindex und des Bruttoinlandsprodukts über die nächsten zehn Jahre. Quelle: Consensus Forecast. — **3** Zehnjährige inflationsindexierte französische Staatsanleihen. — **4** Zehnjährige inflationsindexierte US-Staatsanleihen. — **o** Ab 1999 Erwartungen für die EWU. Die nominale Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen hängt in der Europäischen Währungsunion von den Wachstums- und Inflationserwartungen des gesamten Währungsgebiets ab. Auf Grund des mit der EWU entfallenen Wechselkursrisikos besteht die Zinsdifferenz zwischen deutschen und den übrigen EWU-Staatsanleihen nur noch aus Bonitäts- und Liquiditätsunterschieden.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Schaubild 1.2.4

## BEWERTUNGSNIVEAU UND ZERLEGUNG DES EURO-STOXX



**1** Auf der Grundlage von Gewinnerwartungen über den Zeitraum der nächsten zwölf Monate nach I/B/E/S. Gewinnschätzungen ab April 2005 enthalten Umstellungen im Rahmen der internationalen Rechnungslegungsvorschriften IFRS. Quelle: Thomson Financial Datastream. — **2** Beitrag der Faktoren zur Kursänderung im dreistufigen Dividendenbarwertmodell gemäß R.J. Fuller und C.-C. Hsia (1984), A Simplified Common Stock Valuation Model, Financial Analysts Journal, September-October, S. 49-56. Unterstellte langfristige Gewinnwachstums-erwartung: 2,6%. Saldo aus positiven und negativen Einflüssen: Kursniveau-Änderung gegenüber der Vorperiode. — **3** Durchschnittliche Rendite zehnjähriger EWU-Staatsanleihen abzüglich der durchschnittlichen Inflationserwartung über die nächsten zehn Jahre. Quelle: Consensus Forecast. — **4** Mittelfristige Gewinnwachstums-erwartung (in drei bis fünf Jahren) gemäß I/B/E/S-Analystenschätzungen. Quelle: Thomson Financial Datastream.

DEUTSCHE BUNDESBANK

auf S. 26) zeigt, dass sich insbesondere im zweiten Quartal rückläufige Realzinsen kursstützend ausgewirkt haben. Des Weiteren hatten die Dividendenentwicklung und positive Ertragserwartungen der Unternehmen in den vergangenen zwei Quartalen einen kurstreibenden Einfluss. Demgegenüber wirkte der im zweiten Quartal besonders ausgeprägte Anstieg der impliziten Risikoprämie kursdämpfend, wobei nicht zuletzt die Ereignisse um General Motors und Ford einen wesentlichen Einfluss auf die Stimmungslage ausgeübt haben dürften.

Trotz des Kursanstiegs seit Jahresanfang erscheint die Bewertung europäischer Aktien im langfristigen Vergleich derzeit nicht auf außergewöhnlich niedrigen Risikoprämien zu basieren. So lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) deutscher sowie europäischer Standardwerte auf der Grundlage der von Aktienanalysten für die nächsten zwölf Monate erwarteten Erträge mit Werten von gut zwölf beziehungsweise knapp 13 auf einem im historischen Vergleich recht niedrigen Niveau.<sup>6)</sup> Dieses Bewertungsniveau setzt allerdings voraus, dass sich die in den Gewinnschätzungen unterstellten binnen- und außenwirtschaftlichen Konjunkturaussichten nicht nachhaltig verschlechtern.

*Bewertung europäischer Aktien in der Nähe langjähriger Durchschnittsniveaus*

**6** Beim Vergleich der aktuellen Gewinnaussichten mit der vergangenen Entwicklung ist zu berücksichtigen, dass die Gewinnschätzungen ab April 2005 bereits Umstellungen im Rahmen der internationalen Rechnungslegungsvorschriften IFRS enthalten und derzeit über den vorher gemeldeten Gewinnen nach HGB liegen. Dies dürfte das KGV um ca. ¾ Punkte nach unten drücken.

## Risikoprämien an Unternehmenskreditmärkten<sup>7)</sup>

Markt für Unternehmensanleihen im Frühjahr unter Druck,...

Die Suche vieler Investoren nach höher rentierlichen Anlagen trägt auch auf dem Unternehmensanleihemarkt weiterhin zu ausgesprochen geringen Risikoprämien bei. Im Februar/März erreichten die Zinsaufschläge (Spreads) von Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen in allen Bonitätsklassen historische Tiefstände. Die Herabstufung der beiden US-Automobilhersteller General Motors (GM) und Ford (einschl. der jeweiligen Finanzierungstochter) in den Bereich finanzschwacher Schuldner<sup>8)</sup> löste im Anschluss jedoch eine abrupte Aufwärtsbewegung aus. Betroffen waren vornehmlich Obligationen aus dem Automobilsektor, allerdings weiteten sich auch die Zinsaufschläge auf dem gesamten Unternehmensanleihemarkt aus (siehe Schaubild 1.2.5).

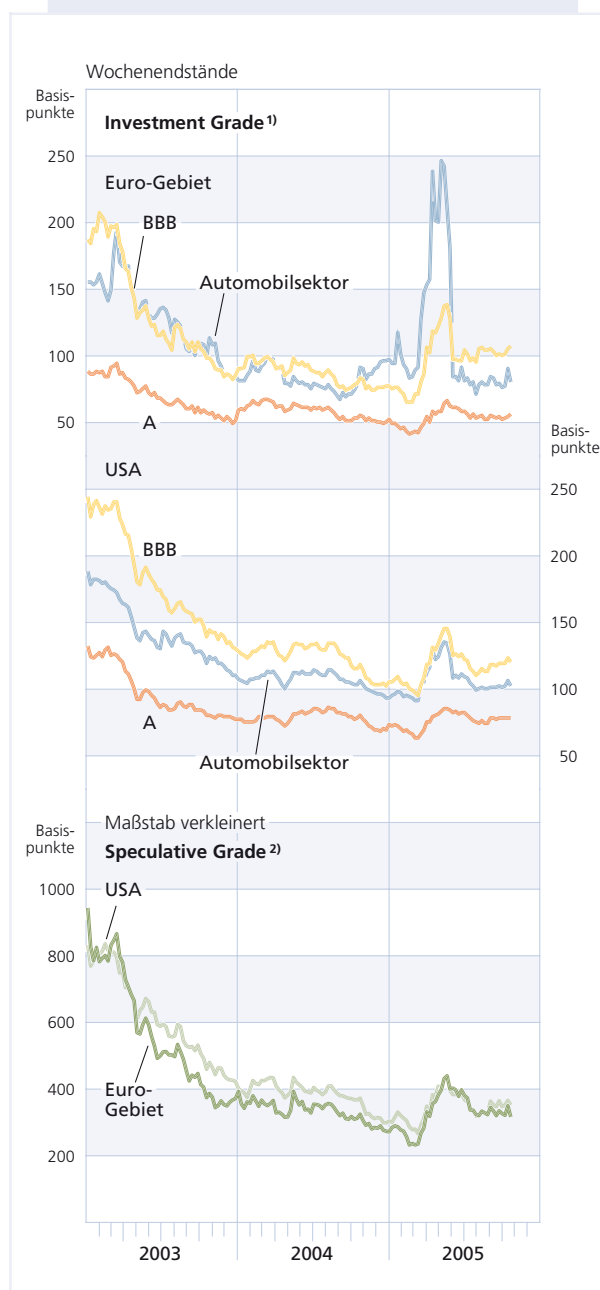
Dabei spielte die verstärkte Wechselwirkung zwischen den Unternehmensanleihe-, den Aktien- und den OTC-Derivatemarkten (insbesondere für Kreditausfallswaps und strukturierte Finanzinstrumente) eine wichtige Rolle. Diese ist unter anderem auf die Entwicklung neuer, zunehmend komplexer Finanzinstrumente zum Handel von Kreditrisiken, die ein gehebeltes Engagement gegenüber Veränderungen der Kreditqualität von Unternehmen ermöglichen, zurückzuführen. Wenngleich in dieser Periode die Anspannungen auf die Kreditmärkte beschränkt blieben und sich die Marktlage im Juni wieder beruhigte, zeigten

<sup>7</sup> Siehe auch Sonderaufsatz „Corporate Bond Spreads“ auf S. 141.

<sup>8</sup> Den Anfang machte im Mai Standard & Poor's, inzwischen stufen auch die Ratingagenturen Fitch und Moody's Ford und General Motors in die Gruppe finanzschwacher Emittenten (Non-Investment Grade) herab.

Schaubild 1.2.5

### ZINSAUFSCHLÄGE BEI UNTERNEHMENSANLEIHEN



Quellen: Merrill Lynch, Bloomberg. — **1** Differenz zwischen sieben- bis zehnjährigen Unternehmensanleihen der jeweiligen Bonitätsklasse und Staatsanleihen mit vergleichbarer Laufzeit. — **2** Differenz zwischen Unternehmensanleihen mit einer Restlaufzeit von mindestens einem Jahr und Staatsanleihen mit vergleichbarer Laufzeit.

DEUTSCHE BUNDESBANK

sich unter anderem Schwachstellen in den Bewertungsmodellen einiger Marktteilnehmer. Dies wirft die Frage auf, welche Implikationen unerwartete Kreditereignisse oder eine generelle Wende in der Kreditqualität des Unternehmenssektors nach sich ziehen könnten.

... insgesamt jedoch weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen auf Grund niedriger Risikoprämien

Seit Juni haben sich die Spreads wieder deutlich zurückgebildet, wenngleich frühere Tiefstände nicht mehr erreicht wurden. In Kombination mit dem allgemein niedrigen Niveau der Kapitalmarktzinsen sind die Fremdfinanzierungsbedingungen für kapitalmarktaktive Unternehmen weiterhin sehr günstig. Hiervon profitieren auch deutsche Emittenten, die den internationalen Anleihemarkt überwiegend mittels ausländischer Finanzierungstöchter in Anspruch nehmen.<sup>9)</sup>

Verbesserte Kreditqualität kapitalmarktaktiver Unternehmen trägt zur Spread-Einengung bei

Zusätzlich zur „Suche nach Rendite“ stellt die weiterhin sehr gute Kreditqualität kapitalmarktaktiver Unternehmen in den USA und Westeuropa einen wichtigen Erklärungsfaktor für das niedrige Niveau der Risikospreads dar. In beiden Wirtschaftsräumen sind es insbesondere Unternehmen aus dem Finanzsektor, deren Bonität sich seit Jahresbeginn stark verbesserte. Aber auch die Kreditqualität im Nicht-Finanzsektor hat sich insgesamt gefestigt. Parallel zu diesem Trend gingen die Ausfallraten bei Unternehmensanleihen zwischenzeitlich auf ein Niveau zurück, das zuletzt vor knapp acht Jahren verzeichnet wurde. Dies reflektiert die in den letzten Jahren erreichte generelle Verbesserung der Bilanzen und unterstreicht die gewachsene Widerstandsfähigkeit des Unternehmenssektors (siehe Schaubild 1.2.6 auf S. 29).

Allerdings sprechen verschiedene Anzeichen dafür, dass die Entwicklung der Kreditqualität ihrem zyklischen Höhepunkt nahe ist, so dass sich die gegenwärtigen Risikoaufschläge ausweiten könnten. Die Ausfallraten von Unternehmensanleihen auf globaler Basis sind jüngst leicht angestiegen; die Ratingagentur Moody's rechnet damit, dass sich diese Bewegung auch auf Sicht von zwölf Monaten moderat fortsetzen wird.<sup>10)</sup> Daneben sind weiterhin unternehmensspezifische Risiken zu beachten, wie zum Beispiel die anhaltend schwierige wirtschaftliche Lage von Unternehmen in der US-Automobilbranche. Eine hierdurch ausgelöste Zunahme der Marktunsicherheit könnte eine generelle Neueinschätzung der mit Unternehmensanleihen verbundenen Risiken und deutliche Marktkorrekturen auslösen, die mittelbar auch deutsche Finanzintermediäre und Investoren träfen.

Höhepunkt im Kreditzyklus könnte nahe sein

Ferner dürfte eine durch den hohen Rohölpreis induzierte Dämpfung des Wachstums die Ertragslage des Unternehmenssektors belasten. Schließlich scheint im Unternehmenssektor die Phase der Bilanzkonsolidierung tendenziell zu einem Ende zu kommen. Hierfür spricht unter anderem, dass zahlreiche Unternehmen mittels Aktienrückkäufen beziehungsweise Sonderdividenden ihre Fremdkapitalquote seit einiger Zeit wieder erhöhen. Dies reduziert grundsätzlich die Risikopuffer für ein ungünstigeres wirtschaftliches Umfeld.

Potenzieller Druck auf Ertragslage und zu Ende kommende Phase der Bilanzkonsolidierung

<sup>9</sup> Das ausstehende Emissionsvolumen inländischer Unternehmen am internationalen Finanzmarkt betrug laut Dealogic Bondware Ende Juni 2005 rd. 230 Mrd €; demgegenüber liefen zum gleichen Zeitpunkt inländische Industrieobligationen in Höhe von 77 Mrd € um.

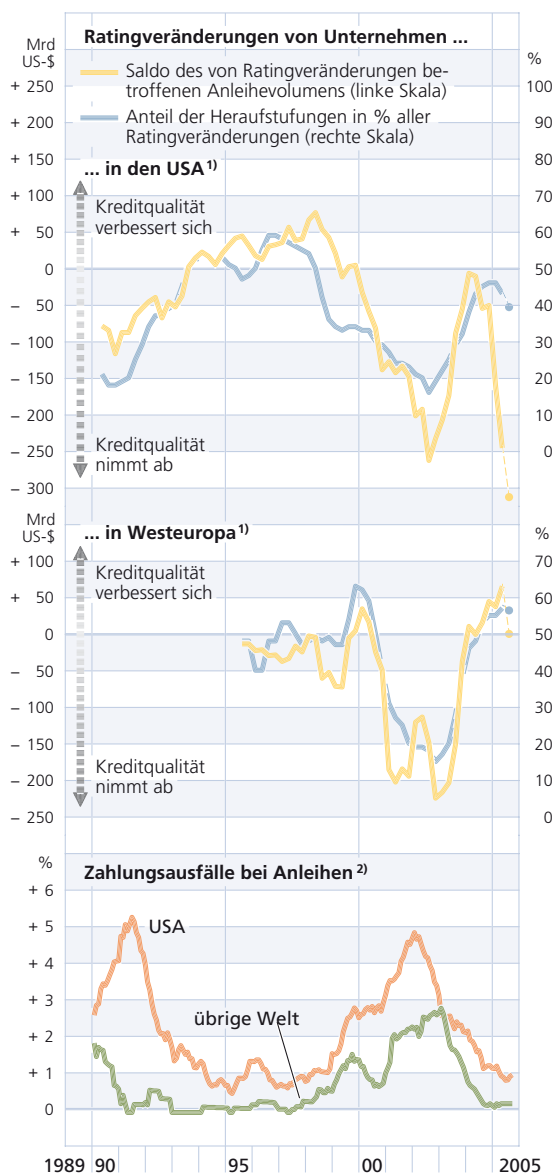
<sup>10</sup> Vgl.: Moody's Investors Service, September Default Report, 06. Oktober 2005.

Deutliches  
Wachstum  
kreditfinanzierter  
Unternehmens-  
übernahmen  
(LBOs)

Niedrige Fremdfinanzierungskosten und die anhaltende Suche nach rentablen Anlagemöglichkeiten führten in den vergangenen Quartalen zudem zu einem starken Anstieg vornehmlich mit Fremdkapital finanzierter Unternehmensübernahmen („leveraged buy-outs“: LBOs). Das Volumen hierfür von Bankenkonsortien ausgereichter (d.h. syndizierter) Kredite verdoppelte sich in Westeuropa in den ersten drei Quartalen 2005 gegenüber dem vergleichbaren Zeitraum des Vorjahres. Gewisse Risiken bergen solche Transaktionen nicht nur auf Grund des geringen Eigenkapitalanteils, der gemäß einer Analyse der Ratingagentur Fitch im ersten Halbjahr 2005 durchschnittlich bei deutlich unter 30% lag.<sup>11)</sup> Daneben ist relevant, dass eine zunehmende Anzahl von LBO-Transaktionen darauf abzielt, zu Lasten der Eigenkapitalquote Dividendenausschüttungen an die neuen Eigentümer zu finanzieren (sog. Rekapitalisierung). Die hierdurch veränderte Kapitalstruktur vermindert grundsätzlich die Bonität der übernommenen Unternehmen und erhöht zudem das Kreditrisiko für die vorhandenen Gläubiger. Allerdings ist der Umfang solcher Transaktionen, der im ersten Halbjahr 2005 circa 25 Mrd € erreichte,<sup>12)</sup> in Relation zum gesamten Kreditmarkt vergleichsweise gering, so dass die hieraus resultierenden gesamtwirtschaftlichen Risiken derzeit nicht überbewertet werden sollten.

Schaubild 1.2.6

## INDIKATOREN ZUR KREDITQUALITÄT



Quelle: Moody's, eigene Berechnungen. — **1** Gleitender Durchschnitt über vier Quartale. ● = Letzter Stand: 3. Vj. 2005. — **2** Umfasst neben Insolvenzen unter anderem auch Verzug bei Zins- und Tilgungszahlungen. Anteil der betroffenen Emittenten in Prozent der gesamten Emittenten mit Rating-Einstufung; gleitender Durchschnitt über zwölf Monate.

DEUTSCHE BUNDESBANK

<sup>11</sup> Vgl.: Fitch Ratings, The European Leveraged Credit Markets in H105: A Half of Two Quarters, August 2005.

<sup>12</sup> Vgl.: a.a.O.

## Kontrahenten-, Marktliquiditäts- und operationelle Risiken

*Dynamik des Finanzsystems birgt zusätzliche Unsicherheit*

Wenngleich das internationale Finanzsystem seine Widerstandsfähigkeit und Flexibilität in den vergangenen Jahren wiederholt unter Beweis gestellt hat, bringen die hohe innovative Dynamik und der fortgesetzte Strukturwandel zusätzliche Elemente der Unsicherheit mit sich: So hat sich zum einen der Kreis der institutionellen Marktteilnehmer ausgeweitet, vor allem um die weitgehend unregulierte und wenig transparente Hedgefonds-Branche. Zum anderen werden immer komplexere Finanzinstrumente, zum Beispiel neue Formen von Kreditderivaten und strukturierten Kreditprodukten, in den Markt eingeführt. Diese sind mit beträchtlichen Anforderungen an die Risikoanalyse, an die operative Abwicklung und an das Risikomanagement verbunden. Vor diesem Hintergrund gewinnen überdies Marktliquiditätsrisiken an Bedeutung. In der Vergangenheit haben die Finanzmarktteilnehmer häufig erst aus Fehlern beziehungsweise Verlusten gelernt, so dass auch für die jüngste Produktgeneration und neuere Marktsegmente abzuwarten bleibt, wie widerstandsfähig sie sich bei größeren Marktanspannungen zeigen werden.

*Schwachstellen könnten insbesondere bei steigenden Zinsen sichtbar werden*

Die lange Phase günstiger Finanzierungsbedingungen könnte der Entstehung von Schwachstellen im Finanzsystem Vorschub geleistet haben, die bei einer Fortdauer des Niedrigzinsumfelds zunächst noch verdeckt bleiben oder sich gar weiter aufbauen. Dazu zählen zum Beispiel stärker gehebelte (bzw. kreditfinanzierte) Finanzanlagen. Etwaige Risiken würden wohl erst im Fall eines unerwarteten Anstiegs der Zinssätze und Risikoprämien in den großen

Volkswirtschaften sichtbar werden. Eine solche Belastungsprobe könnte insbesondere im Zusammenhang mit einer weiteren Normalisierung des geldpolitischen Umfelds in wichtigen Ländern eintreten. Erst dann dürfte sich erweisen, ob die Risikomanagementsysteme sämtlicher Marktteilnehmer adäquat sind und ob die zum Teil neu entwickelten Risikotransferinstrumente effektiv zur besseren Streuung der Risiken innerhalb und außerhalb des Finanzsystems beigetragen haben.

## OTC-Derivatemärkte

Das Volumen der außerbörslich („over the counter“: OTC) gehandelten Derivate hat über die letzten Jahre beträchtlich zugenommen (siehe Schaubild 1.2.7 auf S. 31).<sup>13</sup> Ein auffallend starkes Wachstum verzeichnen dabei Kreditderivate<sup>14</sup> und strukturierte Kreditprodukte, insbesondere Collateralised Debt Obligations (CDOs) (siehe auch Kasten 1.2 auf S. 34 f.). Die OTC-Derivatemärkte sind globale Märkte, deren Teilnehmer häufig in unterschiedlichen Ländern angesiedelt sind. Deutsche Banken sind dabei in beachtlichem Umfang engagiert<sup>15</sup> und stehen insofern in enger Wechselbeziehung mit diesen Märkten, von denen sowohl positive Effekte für die Finanzstabilität als auch spezifische Risiken ausgehen können.

*Starkes Wachstum der OTC-Derivate, insbesondere der Märkte für Kreditrisikotransfer*

**13** Nach Angaben der BIZ belief sich der gesamte Nominalwert offener Kontrakte per Ende Dezember 2004 auf 248 Billionen US-\$. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Anstieg um 21 % seit Ende Dezember 1998.

**14** Nach ISDA-Angaben betrug der Nominalwert ausstehender Kreditderivate per Ende Juni 2005 rd. 12,43 Billionen US-\$. Dies entspricht einem Wachstum von 48 % im ersten Halbjahr 2005.

**15** Laut BIZ-Statistik lag der Anteil deutscher Banken am globalen OTC-Derivatemarkt per Ende Dezember 2004 bei rd. 15 %.



Breitere Diversifikation von Risiken

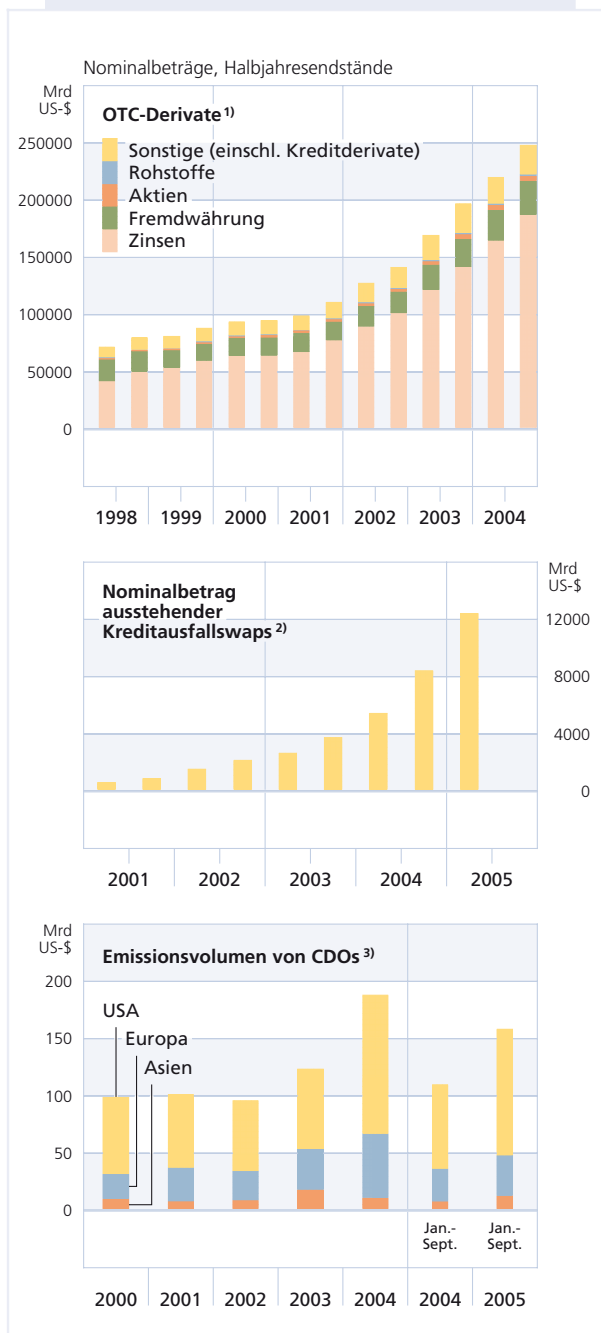
Die verstärkte Nutzung von Derivaten kann zu einer höheren Stabilität von Finanzintermediären beitragen. Insbesondere durch die Erweiterung des Handels mit Kreditrisiken hat sich die Risikoallokation innerhalb der Volkswirtschaft verbreitert. Daneben dürfte auch das gegenwärtige Niedrigzinsumfeld für das rasante Wachstum des Handels mit Kreditrisiken relevant gewesen sein. Kreditderivate und die nachgeordneten Tranchen von CDOs reagieren wegen ihrer Hebelwirkung sensibler auf Veränderungen der Kreditqualität und bieten somit in einem Umfeld rückläufiger Risikoprämien Aussicht auf attraktive Erträge. Angesichts gesunkener Risikoprämien für Standard-Kreditprodukte beschleunigte sich in jüngster Zeit zudem die Entwicklung innovativer Instrumente mit komplexeren Strukturen.<sup>16)</sup>

Kontrahentenrisiken...

Der verbesserten Steuerung von Markt- und Kreditrisiken<sup>17)</sup> durch den zunehmenden Einsatz von Derivaten stehen jedoch Risiken gegenüber. Bei OTC-Derivaten spielt das Kontrahentenrisiko (Geschäftspartnerrisiko) eine besonders wichtige Rolle, da beispielsweise eine Börse als zentraler Kontrahent nicht zur Verfügung steht. Zu einer Reduzierung dieses Risikos dürfte neben Netting-Vereinbarungen insbesondere der Anstieg der Besicherungen beigetragen haben.<sup>18)</sup>

Schaubild 1.2.7

OTC-DERIVATE UND CDOs



16 Hierzu gehören CDOs of CDOs (CDO squared) und „First-to-default-Baskets“, vgl. Kasten 1.2 auf S. 34 f.  
 17 Im Falle von OTC-Derivaten, die direkt zwischen zwei Parteien gehandelt werden, ist eine genauere Anpassung der Vertragskonditionen an die jeweiligen Bedürfnisse erreichbar als im Falle von standardisierten (und an einer Börse gehandelten) Kontrakten.  
 18 Nach Angaben der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ist der Anteil der besicherten Positionen bis Ende 2004 auf 55 % (von 50 % Ende 2003 und 30 % Ende 2002) gestiegen.

1 Quelle: BIZ. — 2 Quelle: International Swaps and Derivatives Association. — 3 Beinhaltet Cash-CDOs (Collateralised Debt Obligations), bei denen die Referenzaktiva durch tatsächlichen Verkauf an eine Zweckgesellschaft übertragen wurden, und den gedeckten („funded“) Teil synthetischer CDOs. Quelle: JPMorgan.

... gegenüber Hedgefonds und ...

Zwei Aspekte verdienen in diesem Zusammenhang besondere Beachtung: Zum einen haben sich die Aktivitäten der Hedgefonds insbesondere in den OTC-Kreditderivatemärkten beträchtlich ausgeweitet. In diesem Zusammenhang sind wiederholt Besorgnisse laut geworden, dass Banken angesichts starker Konkurrenz um Prime-Broker-Mandate für Hedgefonds ihre Risikostandards senken. Zum Beispiel scheinen Prime Broker bei der eingeforderten Transparenz der Geschäftsbeziehung und bei der Höhe der Sicherheitenstellung („initial margin“) Zugeständnisse an die Kontrahenten zu machen.<sup>19)</sup>

... aus hoher Konzentration bei Markt-machern

Zum anderen resultieren Kontrahentenrisiken aus der hohen Konzentration bei den Markt-machern. Diese ist etwa am Markt für Kreditderivate (einschl. strukturierter Finanzinstrumente) und am Markt für US-Dollar-Zinsoptionen besonders ausgeprägt.<sup>20)</sup> Die hohe Konzentration der Intermediärfunktion ist aus Finanzstabilitäts-sicht ambivalent. Zwar dürfte die Konzentration auf wenige Finanzinstitute mit spezifischem Know-how die Wahrscheinlichkeit des Eintritts einer Störung reduzieren. Zugleich steigt aber das systemische Schadenspotenzial im Falle eines (freiwilligen oder erzwungenen) Rückzugs eines Intermediärs oder einer Marktstörung.

Interaktion von Kontrahenten-, Liquiditäts- und Marktrisiken

Eine enge Verbindung besteht zudem zwischen Kontrahenten- und Marktliquiditätsrisiken. Letztere sind vor allem mit einer simultanen Rückabwicklung ähnlicher Handelspositionen („crowded trades“), insbesondere im Falle abrupter Erwartungsumschwünge, verbunden. Dies kann zu starken Marktpreisveränderungen führen, die wiederum auf die Marktwerte der darauf basierenden OTC-Derivatekontrakte rückwirken.

Dadurch nehmen die Risikopositionen gegenüber den Kontrahenten zu und es können Nachlieferungen von Sicherheiten fällig werden (margin calls), was Anspannungen verstärken kann, die im Extremfall auf andere Märkte überspringen könnten. Vor diesem Hintergrund besteht eine der größten Herausforderungen für die Marktteilnehmer darin, integrierte Verfahren zur Bewertung von Kontrahenten-, Liquiditäts- und Marktrisiken zu entwickeln.<sup>21)</sup>

Die deutliche Ausweitung der Risikoprämien und Anspannungen der Marktliquidität in den Kreditmärkten im Frühjahr, als einige Marktteilnehmer infolge der Ratingherabstufung von General Motors und Ford schlagartig ihre Handelspositionen bei Kreditderivaten und Index-CDO-Tranchen auflösten, sind Indizien für die Anfälligkeit des noch relativ jungen Kreditderivatemarkts.

Marktspannungen im Frühjahr verdeutlichen Anfälligkeit des Kreditderivatemarkts

Das starke Wachstum komplexer Finanzinstrumente geht schließlich mit einer wachsenden Bedeutung operationeller Risiken und höheren Anforderungen im Risikomanagement einher. Beispielsweise hat das rasante Wachstum der Kreditderivate mitunter zu Kapazitätsengpässen in der Abwicklung geführt, auf Grund derer es zu Rückständen bei der Bearbeitung von Handelsabschlüssen gekommen ist.<sup>22)</sup> Hie-

Gestiegene Bedeutung operationeller Risiken...

<sup>19</sup> Vgl. beispielsweise: Counterparty Risk Management Policy Group II, Toward Greater Financial Stability, A Private Sector Perspective, July 27, 2005, S. 53.

<sup>20</sup> Ein Grund für die hohe Konzentration besteht darin, dass die Markt-macher-Aktivitäten komplexe Risikomanagementsysteme erfordern, deren Entwicklung einen bedeutenden Fixkostenblock darstellt. Zudem setzt die Akzeptanz als Kontrahent eine hohe Bonität voraus.

<sup>21</sup> Vgl.: Counterparty Risk Management Policy Group II, Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective, July 27, 2005, S. 48, und Stress testing at major financial institutions: survey results and practice, Committee on the Global Financial System, January 2005.

<sup>22</sup> Ein weiteres Problemfeld besteht darin, dass Hedgefonds in vielen Fällen ihre eingegangenen OTC-Derivatekontrakte ohne Zustimmung ihres ursprünglichen Kontrahenten an Dritte abtreten.



raus könnten sich Probleme bei der Bestimmung des tatsächlich eingegangenen Risikos ergeben, die das Risikomanagement im Falle von Marktstress beeinträchtigen. Herausforderungen bestehen ferner bei der Bewertung komplexer Instrumente, für die es keine öffentlich quotierten Marktpreise gibt und die sich daher auf Modelle („mark to model“) und mitunter unzureichende Daten stützen.

... und von Reputations- und Rechtsrisiken

Fraglich ist, ob im Zusammenhang mit dem zunehmenden Transfer von Risiken innerhalb des Finanzsystems, etwa zu institutionellen und privaten Anlegern, gewährleistet ist, dass sämtliche Akteure die komplexen Risiken und ihre Parameter sowie mögliche Risikokonzentrationen adäquat beurteilen.<sup>23)</sup> Hieraus erwachsen möglicherweise nicht nur finanzielle Risiken für die Investoren, sondern auch Reputations- und Rechtsrisiken für die beteiligten Finanzintermediäre, die sich durch den Risikotransfer abgesichert wähen.

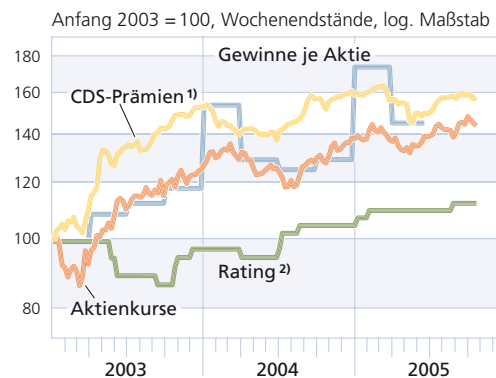
### Ausländische Finanzinstitute

Besondere Bedeutung für globales Finanzsystem

Im Zuge der Globalisierung der Finanzmärkte haben eine Reihe von Finanzinstituten durch den Umfang und die Komplexität ihrer Aktivitäten für die Stabilität des weltweiten Finanzsystems eine besondere Bedeutung erlangt. Für die international tätigen deutschen Finanzinstitute sind diese Akteure<sup>24)</sup> wichtige Geschäftspartner und Wettbewerber. Auf Grund der intensiven Interbankbeziehungen, hoher Marktkonzentration in einigen Segmenten, etwa im Derivatehandel, und ihrer wichtigen Stellung in der Finanzinfrastruktur können sich Schocks, die entweder von außen eines dieser Institute treffen oder durch deren Aktivitäten

Schaubild 1.2.8

### INDIKATOREN FÜR INTERNATIONALE FINANZINSTITUTE \*)



Quelle: Bloomberg. — \* Beinhaltet die Gruppe ausgewählter Institute, die alle gleich gewichtet wurden. Höhere Werte zeigen eine positivere Entwicklung der großen komplexen ausländischen Finanzinstitute an. — 1 Prämien für Kreditausfallswaps (invertiert) — 2 Durchschnittliches Emittentenrating von S&P, Moody's und Fitch.

DEUTSCHE BUNDESBANK

selbst hervorgerufen werden, rasch grenzüberschreitend auf andere Institute und Finanzsysteme übertragen.

Anlässlich einer Reihe von Schocks in den letzten Jahren haben die großen und komplexen ausländischen Finanzinstitute ihre hohe Widerstandsfähigkeit bewiesen, wozu Verbesserungen im Risikomanagement und die Wei-

Widerstandsfähigkeit hat sich aus Sicht der Marktteilnehmer weiter verbessert

<sup>23</sup> Kritisch dürfte insbesondere die Abhängigkeit einiger Investoren von externen Ratings sein, da selbst die Ratingagenturen mit ihren Bewertungsmodellen oftmals Neuland betreten.

<sup>24</sup> Die hier ausgewählten ausländischen Institute sind: ABN Amro, Bank of America, Barclays, Bear Stearns, BNP Paribas, Citigroup, Credit Agricole, Credit Suisse Group, Goldman Sachs, HSBC Holdings, ING Bank, JP Morgan Chase, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS. Die Auswahl erfolgte nach vier Kriterien: Umfang der kurzfristigen Verbindlichkeiten, Stellung am OTC-Derivatemarkt, Rang bei internationalen Anleiheemissionen sowie Stellung im Prime-Brokerage-Geschäft mit Hedgefonds.

Kasten 1.2

## KREDITRISIKOTRANSFERINSTRUMENTE – SPEZIFISCHE RISIKEN UND NEUERE ENTWICKLUNGEN

Zu den wichtigsten Instrumenten des in jüngster Zeit stark expandierenden Marktes für Kreditrisikotransfer zählen Collateralised Debt Obligations (CDOs).<sup>1)</sup> Typisches Merkmal dieser strukturierten Finanzprodukte ist, dass die Ansprüche auf die Zahlungsströme aus dem Forderungspool in verschiedene Tranchen mit unterschiedlichen Risiko-/Ertragsprofilen – die sich an den jeweiligen Präferenzen der Investoren orientieren – aufgeteilt werden. Ausfälle von Forderungen aus dem Sicherungspool gehen zunächst zu Lasten der Eigenkapital-/First-Loss-Tranche. Erst wenn diese aufgebraucht ist, wird die übergeordnete Junior- beziehungsweise die Mezzanine-Tranche in Anspruch genommen. Verluste bei den höher-rangigen (Senior-)Tranchen treten erst bei einer extremen Verschlechterung der Kreditqualität des Forderungspools ein. Entsprechend verfügen diese in der Regel über ein sehr hohes Rating, das über dem durchschnittlichen Rating der verbrieften Aktiva liegt.

Unter Risikogesichtspunkten sind zwei Eigenschaften dieser Instrumente hervorzuheben: Zum einen hängt das Risiko einer CDO-Tranche wesentlich von den Annahmen zur Korrelation der Ausfallwahrscheinlichkeiten der zu Grunde liegenden Referenzaktiva ab. Bei einer niedrigen Ausfallkorrelation entwickelt sich die Kreditqualität der Referenzaktiva relativ unabhängig voneinander, das heißt, die Wahrscheinlichkeitsverteilung konzentriert sich um den zu erwartenden Verlust des Portfolios. Im häufigsten Fall bleiben Verluste auf die nachgeordneten Tranchen (Equity-/Mezzanine-Tranchen) beschränkt. Bei einer hohen Korrelation steigt die Wahrscheinlichkeit, dass

der zu erwartende Verlust in den Randbereichen der Verlustverteilung liegt. Entweder fallen nur wenige oder sehr viele Forderungen gleichzeitig aus. Entsprechend reagieren die einzelnen CDO-Tranchen je nach Subordinationsgrad unterschiedlich auf Änderungen der Korrelation. Der Wert der Equity-Tranche steigt beispielsweise, wenn die Korrelation bei unverändertem erwarteten Verlust zunimmt, da dann auch die Wahrscheinlichkeit größer wird, dass nur wenige Referenzaktiva ausfallen. Für Mezzanine-Tranchen besteht sowohl bei hoher als auch bei niedriger Korrelation eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass diese Tranchen unbeeinträchtigt bleiben. Im mittleren Korrelationsbereich der Ausfallzeitpunkte besteht hingegen ein erhebliches Ausfallrisiko.

Eine zweite Eigenschaft ist, dass nachgeordnete CDO-Tranchen (Equity-/Mezzanine-Tranchen) Anlageprodukte mit Hebel (Leverage) sind.<sup>2) 3)</sup> Je nach Volumen der Tranche und der Position in der Verlustverteilung können Wertminderungen des Referenzpools bei nachgeordneten Tranchen schnell zu einem erheblichen Verlust des Nominalbetrages der Tranche führen, auch wenn die Wertminderung bezogen auf den Wert des Gesamtportfolios nur gering ist.

Einige neuere Entwicklungen am Kreditderivatemarkt verdienen unter Finanzstabilitätsgesichtspunkten besondere Aufmerksamkeit: In den letzten beiden Jahren gehörten Single-Tranche-CDOs zu den wachstumsstärksten Segmenten. Dabei lassen sich Investoren von einer Bank speziell nach ihren Risikobedürfnissen eine einzelne CDO-Tranche – meistens

<sup>1</sup> Zu Definition und Verwendung dieser Instrumente vgl.: Deutsche Bundesbank, Instrumente zum Kreditrisikotransfer: Einsatz bei deutschen Banken und Aspekte der Finanzstabilität, Monatsbericht, April 2004, S. 27 ff. — <sup>2</sup> D.h. ihr „delta“

als Risikomaß für die Sensitivität des Wertes einer Tranche bei Änderungen der Risikoprämien der Referenzaktiva ist deutlich größer als eins. — <sup>3</sup> Der Hebel lässt sich errechnen, indem die erwartete

im Mezzanine-Bereich – zusammenstellen; folglich übernehmen sie nur einen kleinen Teil des Kreditrisikos des zu Grunde liegenden Forderungspools. Die arrangierende Bank wird sich im Regelfall gegen Änderungen der Kreditqualität absichern, indem sie als Sicherungsgeber am Kreditderivatemarkt für die im Referenzportfolio enthaltenen Aktiva auftritt. Bei einem für Mezzanine-Tranchen üblichen „delta“ von mehr als eins ergibt sich ein Hedgingbedarf für das Vielfache des Nominalbetrages der einzelnen CDO-Tranche. Da eine dynamische Anpassung der Hedgingposition erforderlich ist, die einen jederzeit liquiden Markt für Kreditausfallswaps voraussetzt, sind die Arrangeure in hohem Maße Liquiditätsrisiken ausgesetzt. Zusätzlich ergeben sich nicht zu vernachlässigende Basis-, Korrelations- und Modellrisiken.

Ein zweiter wichtiger Trend ist das Aufkommen innovativer Produkte mit zunehmend komplexeren Strukturen, was nicht zuletzt auf die gesunkenen Risikoprämien für Standard-Kreditprodukte zurückzuführen sein dürfte. So setzt sich etwa der Forderungspool bei Structured Finance CDOs aus Tranchen anderer ABS-Transaktionen und bei CDOs of CDOs (CDO squared) aus Tranchen anderer CDOs zusammen. CDOs of CDOs bieten einen größeren Hebel als konventionelle CDOs und sind in größerem Umfang Korrelationsrisiken ausgesetzt. Trotz einer deutlichen Ausweitung des Spektrums möglicher Referenzaktiva für den zu Grunde liegenden Forderungspool in den letzten Jahren finden sich in CDO-Transaktionen häufig die gleichen Referenzaktiva. Der Ausfall weniger Adressen könnte wegen

dieser Überlappungen bereits zu deutlichen Verlusten führen, wenn der Diversifizierungsgrad im Forderungspool geringer ist als vom Investor angenommen.

Grosse Bedeutung für die Entwicklung des Marktes hatte schließlich die Einführung von CDS-Indizes (DJ iTraxx und DJ CDX). Hierbei handelt es sich um synthetische Indizes auf einen Korb von Kreditausfallswaps für einzelne Unternehmen. Ein CDS-Indexkontrakt sichert somit das Ausfallrisiko des Pools der im Index enthaltenen Adressen ab. Zusätzlich werden Korrelationsprodukte wie First-to-default Baskets und CDS-Indextranchen gehandelt, die den Investoren so genannte „correlation trades“ ermöglichen, in denen sich unterschiedliche Einschätzungen zur korrekten Ausfallkorrelation eines Portfolios widerspiegeln.

Den Marktteilnehmern bietet sich dadurch eine Vielzahl von Handels-, Hedging- und Arbitragestrategien. Durch die Einführung der standardisierten CDS-Indextranchen hat sich die Preistransparenz erhöht, da fortlaufend Marktpreise gestellt werden und Markteinschätzungen zur Korrelation ableitbar sind. Die verbesserte Liquidität erleichtert zudem das Risikomanagement. Für die Stabilität des Finanzsystems bleibt indessen entscheidend, dass alle Marktteilnehmer die Risiken der komplexen Instrumente und Handelsstrategien richtig beurteilen können und die Grenzen der bisher verwendeten Modelle kennen. Die eigentliche Bewährungsprobe vieler Instrumente des Kreditderivatemarktes dürfte allerdings erst im Zusammenhang mit einem generellen Rückgang der Kreditqualität bevorstehen.

Wertminderung einer Tranche bei einer Spreadänderung – ausgedrückt als prozentualer Anteil am Nominalbetrag der betrachteten Tranche – durch die Wertminderung für das gesamte Portfolio in

Prozent dividiert wird, vgl.: M.S. Gibson, Understanding the risk of synthetic CDOs, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series paper, No. 2004-36, S.12 ff.

terentwicklung der Risikotransfermärkte beigetragen haben dürften.<sup>25)</sup> Marktindikatoren deuten auf eine weiterhin robuste Verfassung hin. Unterstützt von steigenden Gewinnen in den ersten zehn Monaten dieses Jahres bewegten sich die Aktienkurse dieser Institute überwiegend seitwärts (siehe Schaubild 1.2.8 auf S. 33); für das Jahr 2006 wird ein durchschnittlicher Gewinnzuwachs von 7 % erwartet.<sup>26)</sup> Die aus Kreditausfallswaps abzulesenden Risikoprämien für die großen und komplexen Institute notierten im Jahresverlauf zumeist auf niedrigen Niveaus. Ein vorübergehender stärkerer Ausschlag dieses Indikators war lediglich im April/Mai zu verzeichnen. Marktgerüchte, wonach Institute, die umfangreiche Geschäfte mit Hedgefonds betreiben, erhebliche Verluste infolge der Marktanspannungen erlitten hätten, bestätigten sich nicht.<sup>27)</sup>

*Gewinne im Investmentbanking gestiegen*

Im Investmentbanking profitierten die großen ausländischen Finanzinstitute in den ersten drei Quartalen gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum von weltweit größeren Volumina bei Beratungsmandaten für Unternehmensfusionen und -käufe, Konsortialkrediten und Anleiheemissionen.

*Flachere Zinskurve erschwert weitere Gewinnsteigerungen*

Das Umfeld ist für viele international tätige Finanzinstitute durch die Abflachung der Renditenstrukturkurve in den USA schwieriger geworden. Allerdings gelang es den Instituten im Durchschnitt bisher, dies durch höhere Gewinne aus anderen Einnahmequellen mehr als auszugleichen. Sofern die Verflachung fort-dauert oder es am US-Markt gar zu einer inversen Zinsstrukturkurve käme, könnten die Ergebnisbeiträge des Zinsüberschusses noch deutlicher zurückgehen.<sup>28)</sup> Für Institute, die ein Standbein im Kreditgeschäft mit Privatkun-

den in den USA oder Großbritannien haben, besteht ein weiteres Ertragsrisiko in einer deutlich nachlassenden Kreditnachfrage der privaten Haushalte und steigendem Risikovor-sorgebedarf, insbesondere wenn der Boom auf den dortigen Immobilienmärkten enden sollte. Es ist fraglich, ob im Falle eines sich abschwächenden Konsums eine Stabilisierung der Erträge durch einen Anstieg der Kreditnachfrage aus dem Unternehmenssektor möglich ist.

Besondere Aufmerksamkeit verdienen die stark von der Kapitalmarktlage abhängigen Ertragsquellen.<sup>29)</sup> Grundsätzlich ist zwar davon auszugehen, dass riskantere Geschäftsstrategien durch den Markt sanktioniert werden, etwa in Form von Abschlägen auf Aktienkurs-Gewinn-Verhältnisse, niedrigeren Ratings, höheren Risikoprämien und Besicherungen bei Forderungen an diese Institute. Dennoch ist eine nachlassende Disziplinierung in Phasen mit niedriger Kapitalmarktvolatilität und relativ stetiger Gewinnentwicklung nicht auszuschließen.

*Markt Risiken haben erhebliche Bedeutung*

**25** Andererseits rücken durch die weiter entwickelten Risikotransfermärkte andere Risikoarten für die komplexen Finanzinstitute stärker in den Fokus, z.B. operationale, Kontrahenten-, Reputations- und Rechtsrisiken.

**26** I/B/E/S-Analystenschätzung.

**27** Zudem wurden seit Jahresbeginn in der Gruppe der großen, komplexen ausländischen Finanzinstitute für drei Institute die langfristigen Ratings durch zumindest eine große Rating-Agentur heraufgestuft, während keine einzige Herabstufung zu verzeichnen war.

**28** Der Anteil des Zinsüberschusses an den gesamten Einnahmen dieser Gruppe verringerte sich von 24 % im zweiten Quartal 2004 auf knapp 22 % im zweiten Quartal 2005.

**29** Die Gewinnbeiträge aus den Handelsabteilungen der großen ausländischen Finanzinstitute beliefen sich seit Anfang 2003 durchschnittlich auf rd. 15 % der Gesamteinnahmen, wobei dieser Wert bei einigen Instituten sogar 35 % übersteigt.

## Hedgefonds

*Gestiegene Bedeutung der Hedgefonds für Finanzmärkte und Finanzstabilität*

Das auf über eine Billion US-Dollar gestiegene Volumen des von Hedgefonds weltweit verwalteten Vermögens, hohe Transaktionsvolumina<sup>30)</sup> und das Hebeln von Risikopositionen (siehe Kasten 1.3 auf S. 38 f.) haben den Einfluss der Hedgefonds-Branche auf die Finanzmärkte und ihre Bedeutung für die Finanzstabilität erhöht. Die Netto-Kapitalzuflüsse in Hedgefonds gingen international allerdings im zweiten Quartal dieses Jahres gegenüber dem Vorquartal zurück.<sup>31)</sup> Hierbei dürfte die unter den Erwartungen liegende Wertentwicklung der Hedgefonds eine Rolle gespielt haben,<sup>32)</sup> wobei insbesondere einzelne Arbitragestrategien Verluste und Kapitalabzüge zu verzeichnen hatten. Diese standen zum Teil im Zusammenhang mit den Marktanspannungen in den Kreditmärkten im April/Mai dieses Jahres (siehe Schaubild 1.2.9).

*Neben positiven Implikationen auch potenzielle Risikoquelle*

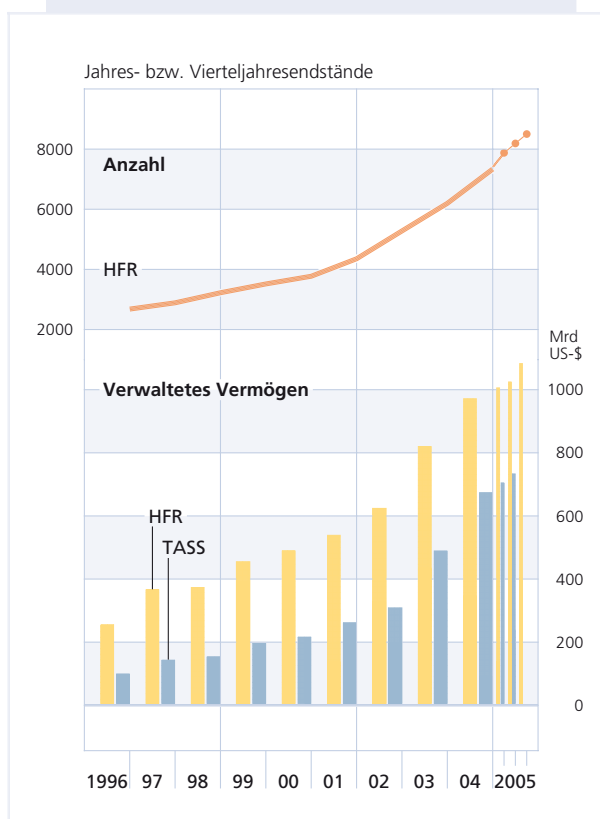
Allgemein dürften Hedgefonds die Effizienz der Finanzmärkte verbessern, indem sie zur Preisfindung und Liquidität beitragen und als Träger von Risiken bereitstehen. Die LTCM-Krise<sup>33)</sup> von 1998 belegt aber auch, dass Hedgefonds eine Risikoquelle für das globale Finanzsystem sein können. Etwaige Risiken für das deutsche Finanzsystem würden vor allem über zwei Kanäle erwachsen, erstens durch die Geschäftsbeziehung von Banken zu Hedgefonds und zweitens durch einen für andere Marktteilnehmer ungünstigen Einfluss der Hedgefonds auf Marktdynamik und -liquidität.

*Direkte Risiken offenbar gering*

Eine Umfrage des Bankenaufsichtsausschusses des ESZB bei Finanzinstituten hat ergeben, dass die Risikopositionen europäischer bezie-

Schaubild 1.2.9

### ANZAHL UND VERWALTETES VERMÖGEN DER HEDGEFONDS \*)



Quelle: Hedge Fund Research (HFR) und TASS. —  
\* Ohne Dach-Hedgefonds. Hedgefonds-Datenbanken bilden jeweils nur Ausschnitte der gesamten Hedgefonds-Branche ab. Sie sollten vorzugsweise zur Interpretation von Trends (und nicht als genaues Abbild der Branche) herangezogen werden.

DEUTSCHE BUNDESBANK

**30** CSFB schätzt den Anteil der Hedgefonds-Transaktionen bei der New York Stock Exchange und der London Stock Exchange auf 40 % bis 50 %; für den gesamten Wandelanleihemarkt auf 70 %, vgl. European Wholesale Banks – Hedge Funds and Investment Banks, 9. März 2005.

**31** Laut HFR blieben die Netto-Kapitalzuflüsse auch im dritten Quartal dieses Jahres auf niedrigem Niveau.

**32** Der CSFB Tremont Hedgefonds-Index legte zwischen Anfang 2005 und Juni 2005 um 1,34 % zu.

**33** Der Hedgefonds Long Term Capital Management (LTCM) geriet im Zuge der Russland-Krise in Schieflage. Wegen des hohen Volumens ausstehender Positionen organisierte die US-Zentralbank eine Rettungsaktion des Privatsektors.

Kasten 1.3

## HEBEL BEI HEDGEFONDS

Im Unterschied zu Investmentfonds haben Hedgefonds die Möglichkeit, ihre Engagements zu hebeln („leverage“). Dies geschieht, indem sie Fremdkapital aufnehmen (bilanzieller Hebel) und Positionen mit vergleichsweise geringem Kapitaleinsatz eingehen, zum Beispiel durch Nutzung von Derivaten und Short-Positionen (instrumenteller Hebel). Auf das Chancen-/Risikoprofil des Portfolios wirkt der Einsatz von Hebeln wie ein Multiplikator.

Der Hebel erhöht nicht nur den Umfang der Marktrisiken, sondern verschärft gegebenenfalls auch Liquiditätsrisiken. Bewegen sich die Preise gegen die Position des Fonds, müssen weitere Sicherheiten nachgeliefert werden. Um bei gegebenen Sicherheiten weiter engagiert zu bleiben, müssen in diesem Fall Positionen aufgelöst werden („Notverkäufe“). In weniger liquiden Märkten könnten sich dann die Preise weiter zu Ungunsten des Fonds bewegen und das Kapital schmälern.

Hedgefonds gewähren in der Regel allenfalls einen begrenzten Einblick in ihr Portfolio, wodurch die Möglichkeit einer Risikoüberwachung durch Außenstehende eingeschränkt wird. Die Geschäftspartner stützen sich in ihrem Risikomanagement daher sehr stark auf das Einfordern von Sicherheiten und die Begrenzung des Kreditrahmens.

Die geringe Transparenz der Hedgefonds-Branche erschwert auch für Aufsichtsbehörden eine Einschätzung der Risiken, die aus einem hohen Hebel resultieren. Hilfsweise müssen bislang indirekte Quellen herangezogen werden, die den Informationsbedarf jedoch letztlich nicht befriedigen:

- Die einfachste Methode ist die Befragung von Marktteilnehmern. Beispielsweise befragt die Henesse Group jährlich Hedgefonds-Manager unter anderem zum eingesetzten Hebel. Diese Umfrage ergab einen leichten Anstieg des Hebels von 2003 auf 2004 von 141 % auf 148 %. Allerdings sollte man sich der methodischen Einschränkungen von Umfragen bewusst sein: Verzerrung durch spezifische Auswahlkriterien, aktuelle (Mode-)Trends,

strategische Antworten, nicht einheitliche Definitionen, spezieller Blickwinkel des Befragten, Interessenkonflikte usw.

- In kommerziellen Datenbanken, wie von Tass/Lipper oder von Hedge Fund Research (HFR), stellen Hedgefondsmanager freiwillig Informationen bereit, unter anderem zum Hebel. Obwohl die Angaben relativ zeit- und marktnah sind, unterliegt ihre Aussagekraft erheblichen Einschränkungen. Zum einen sind die einzelnen Datenbanken nur begrenzt repräsentativ, zumal gerade die größten Hedgefonds überwiegend nicht enthalten sind. Zum anderen liegt den gemeldeten Hebelwerten keine standardisierte Definition und Berechnungsmethode zu Grunde. Schließlich erscheinen die Angaben zum Teil wenig verlässlich, da sie im Einzelfall nachträglich korrigiert werden oder unplausibel sind.
- Der Fremdkapital-Hebel lässt sich näherungsweise mittels BIZ-Statistiken zur internationalen Kreditvergabe abschätzen. Da eine Vielzahl der Hedgefonds (rd. ein Drittel des verwalteten Vermögens) ihren Sitz auf den Kaiman-Inseln unterhalten, können die Forderungen ausländischer Banken gegenüber Nichtbank-Unternehmen auf den Kaiman-Inseln als grober Anhaltspunkt für Veränderungen der Kreditvergabe an Hedgefonds dienen.

Im Unterschied zu kommerziellen Datenbanken ergibt sich keine Erhebungsverzerrung, da Forderungen an sämtliche Hedgefonds auf den Kaiman-Inseln erfasst sein sollten. Gleichwohl gibt es andere Einschränkungen:

1. In der BIZ-Statistik sind auch Transaktionen mit sonstigen Nichtbanken enthalten, zu denen aber keine getrennten Angaben vorliegen. Hierzu gehört insbesondere der Kauf von ABS, die von Zweckgesellschaften auf den Kaiman-Inseln begeben wurden. Deren Umfang hat in den letzten Jahren ebenfalls zugenommen.

**1** Daten aus der Tass-Datenbank legen die Vermutung nahe, dass Strategien mit typischerweise hohem Leverage (Global Macro, Convertible Arbitrage und Fixed Income Arbitrage)

auf den Kaiman-Inseln überrepräsentiert sind. — **2** Siehe auch: P. McGuire, E. Remolona, K. Tsatsaronis, Zeitvariable Engagements und Hebelwirkung bei Hedge-Fonds, BIZ-Quartalsbericht, März

2. Auf Grund der lockeren Regulierung ist zu vermuten, dass sich gerade Hedgefonds mit überdurchschnittlich hohem Hebel auf den Kaiman-Inseln angesiedelt haben.<sup>1)</sup>

3. Es lässt sich auch auf diese Weise das ökonomisch bedeutendere Instrumenten-Leverage nicht abschätzen, da in der Statistik nur Kredite und Wertpapierforderungen erfasst sind.

Die verfügbaren Daten zeigen in den letzten Quartalen einen Anstieg der Kreditpositionen internationaler Banken gegenüber Nichtbanken-Schuldnern auf den Kaiman-Inseln. Zudem sind diese Forderungen in jüngster Zeit schneller gewachsen als das global von Hedgefonds verwaltete Vermögen. Dies könnte auf einen gewissen Anstieg des Hebels hindeuten.

- Eine andere Möglichkeit zur Schätzung des Hebels ist die Stilanalyse.<sup>2)</sup> Dabei werden Annahmen getroffen über die wesentlichen Faktoren, die die Wertentwicklung einzelner Hedgefonds-Strategien beeinflussen (z.B. für die Strategie Long/Short-Equity die allgemeine Aktienmarktentwicklung, gemessen an einem breiten Aktienindex). Dann werden die Schwankungen dieser Faktoren mit der Schwankung der Hedgefonds-Renditen verglichen. Je höher der Hebel, desto stärker sollten sich die Veränderungen der Faktoren in der beobachteten Wertentwicklung der Hedgefonds niederschlagen.

Der Vorteil dieser Art der Analyse ist, dass der instrumentelle Hebel miterfasst wird. Eine Schwierigkeit liegt darin, die Faktoren zu identifizieren, die die Wertentwicklung tatsächlich beeinflussen, vor allem im Falle von Änderungen der Anlagestrategie. So ist etwa die Aussagekraft eingeschränkt, wenn ein Hedgefonds zwischen Long- und Short-Positionen wechselt (Spekulation auf steigende bzw. fallende Kurse). Das statistische Modell würde zum Beispiel nicht erkennen, wenn die Rendite des Hedgefonds in den ersten beiden Wochen des Monats bei einem steigenden Dax zunimmt und in den

nächsten beiden Wochen bei einem weiteren Dax-Kursanstieg fällt. In diesem Fall wäre die Monatsrendite des Hedgefonds scheinbar nicht vom Dax betroffen. Bei häufig wechselnden, ähnlich großen Long- und Shortpositionen läge der geschätzte Hebel nahe null, obwohl der tatsächliche Hebel viel höher liegen kann. Es ist daher nicht überraschend, dass die Regressionen keinen besonders guten Erklärungswert haben.<sup>3)</sup>

In der BIZ-Studie wird darauf hingewiesen, dass sich dieses Verfahren eher dazu eignet, Veränderungen als Niveaus abzuschätzen. Das Modell liefert mit Markteinschätzungen konsistente Ergebnisse. Danach war der Hebel der Hedgefondsbranche 1998/99 am höchsten, geht seit dieser Zeit in Zyklen zurück und steigt seit Anfang des Jahres wieder leicht an.

Neben der eingeschränkten Datenverfügbarkeit ist auch die Interpretation des Hebels nicht einfach. Der Hebel differiert sowohl über verschiedene Strategien als auch teilweise innerhalb der Strategien erheblich. Dies ist ökonomisch sinnvoll, da zum Beispiel bei Fixed Income Arbitrage-Strategien auf Wertveränderungen von wenigen Basispunkten spekuliert wird, so dass ohne Hebeleinsatz keine attraktiven Renditen möglich sind. Zugleich sind bei Arbitragestrategien auch die Marktrisiken geringer als bei so genannten direktionalen/opportunistischen Strategien, deren Erfolg von der Antizipation der richtigen Marktentwicklung abhängt (z.B. bei Global Macro Funds).

Grundsätzlich wäre eine bessere Abschätzbarkeit des Hebels vorteilhaft für die Finanzstabilitätsanalyse, da er etwaige Risiken verstärken kann. Allerdings sind Informationen zum Hebel für sich genommen nicht ausreichend, um Risiken zu beurteilen. Die Implikationen sind etwa davon abhängig, ob gleichgerichtete Handelsstrategien vorliegen, deren gleichzeitige Rückabwicklung die Marktdynamik und Marktliquidität beeinflussen könnten. Insoweit ist die Interpretation von Veränderungen des Hebels nur aussagekräftig unter gleichzeitiger Berücksichtigung anderer Risikofaktoren.

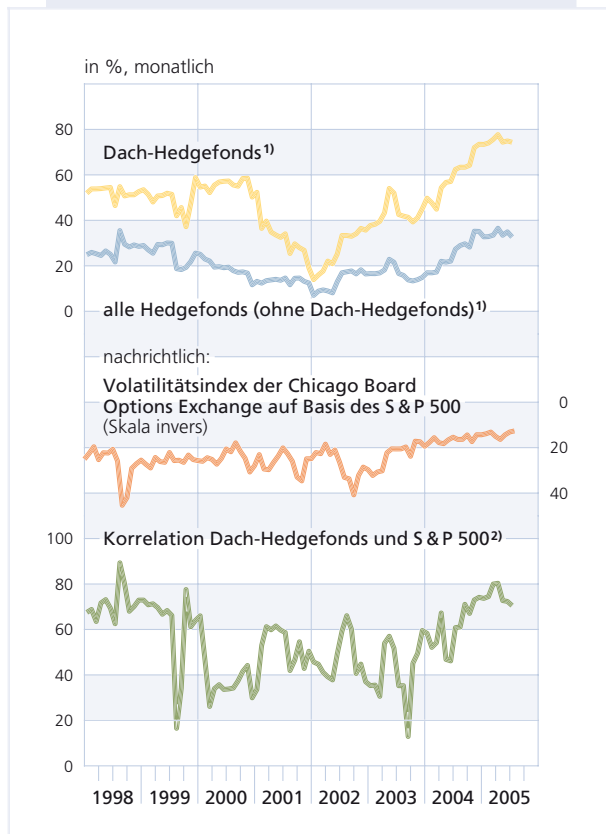
2005. — **3** Eine Stilanalyse auf Basis von einzelnen Hedgefonds ergibt bei zwei der drei Hedgefonds-Kategorien ein R-Quadrat von

rd. 10% und bei einer von ca. 15%. Eigene Berechnungen anhand von Indizes deuten auf ein höheres R-Quadrat hin.



Schaubild 1.2.10

### KORRELATION DER HEDGEFONDS-RENDITEN



Quellen: TASS, Bloomberg und eigene Berechnungen. — **1** Paarweise Korrelationen der Hedgefonds-Renditen geschätzt mit rollierendem Zwölfmonatsfenster. — **2** Jeweils monatliche Renditen; Korrelation geschätzt mit rollierendem Zwölfmonatsfenster.

DEUTSCHE BUNDESBANK

hingweise deutscher Banken zu Hedgefonds im Verhältnis zu ihrem Geschäftsvolumen im Allgemeinen begrenzt sind (siehe Kasten 1.4 auf S. 41). Mittelbare Risiken könnten indes aus Geschäften mit ausländischen Prime Brokern von Hedgefonds resultieren.

Potenzial für Marktstörungen geht jedoch vor allem von Liquiditätsrisiken aus. In Stresssituationen können Hedgefonds die Preisdynamik

an den Finanzmärkten verstärken, wie sich im Frühjahr an den Kreditmärkten gezeigt hat. Dies gilt in besonderer Weise für enge Märkte, auf denen der Wettbewerb zwischen den Hedgefonds besonders intensiv ist (z.B. bei Convertible-Arbitrage-Strategien). Denn im Falle unerwarteter Ereignisse führen Verlustbegrenzungsstrategien und Nachforderungen von Sicherheiten oftmals zu einer gleichzeitigen Auflösung von Positionen. Dabei kann eine einseitige Auftragslage entstehen, die zu starken Preisbewegungen und einer Austrocknung der Marktliquidität führt. Eine solche Konstellation wird durch einen hohen Hebel ebenso begünstigt wie durch gleichgerichtete Handelsstrategien.<sup>34)</sup> Ähnlichere Handelsstrategien wirken aus systemischer Sicht als Gegengewicht zu der positiv zu bewertenden Zunahme der Granularität in der Hedgefonds-Branche im Vergleich zur Zeit der LTCM-Krise. Ein Hinweis auf ähnlichere Handelsstrategien ist der Anstieg der paarweisen Korrelationen der Renditen. Bemerkenswert ist, dass bei Hedgefonds im Laufe des ersten Halbjahres 2005 nicht nur die Korrelation der Erträge innerhalb spezifischer Strategien angestiegen ist, sondern auch der Gleichlauf der Erträge über alle Strategiegruppen hinweg; allerdings liegt das Niveau der Korrelation erst bei 0,34. Dagegen weist die Gruppe der Dach-Hedgefonds mit aktuell über 0,7 eine hohe Rendite-Korrelation auf.

Eine Analyse des Zusammenhangs zwischen Hedgefonds-Renditen und unterschiedlichen Marktindizes zeigt, dass die durchschnittliche Rendite der Fonds derzeit einen hohen Gleich-

*Gleichlauf mit Markttrends*

<sup>34</sup> Dabei ist zu beachten, dass Hedgefonds und der Eigenhandel der Banken häufig ein ähnliches Marktverhalten aufweisen.



Kasten 1.4

### BEZIEHUNGEN DEUTSCHER BANKEN ZU HEDGEFONDS

Die Analyse der Verbindungen zwischen Banken und Hedgefonds ist ein Ansatzpunkt zur besseren Einschätzung der aus dem zunehmenden Agieren der Hedgefonds möglicherweise entstehenden Risiken für die Finanzstabilität. Diese Thematik stand im Mittelpunkt einer Umfrage der Bundesbank unter großen deutschen Banken, die im Frühsommer dieses Jahres im Rahmen einer Initiative des Bankenaufsichtsausschusses (BSC) des Europäischen Systems der Zentralbanken durchgeführt wurde.

Insgesamt weisen nur wenige deutsche Institute engere direkte Beziehungen zur Hedgefonds-Industrie auf. Kredite deutscher Banken an Hedgefonds werden derzeit hauptsächlich auf besicherter Basis vor allem über Reverse-Repo Geschäfte ausgereicht. Dabei liegt bei den in diesem Geschäftsfeld aktiven deutschen Banken der Anteil des Ausleihvolumens im Verhältnis zur Bilanzsumme im unteren einstelligen Bereich.

Hedgefonds sind darüber hinaus aktive Handelspartner in OTC-Geschäften von Banken. Bei allen deutschen Banken, die derartige Handelsbeziehungen mit Hedgefonds unterhalten, liegt der Anteil der ausstehenden Beträge von Hedgefonds als Gegenpartei an den gesamten OTC-Geschäften indes im einstelligen Bereich; mit Blick auf die Erträge der Banken haben diese Geschäfte mit Hedgefonds jedoch auf Grund der regen Handelsaktivitäten zum Teil ein weit höheres Gewicht.

Bei der Festlegung der Handels- wie auch der Kreditlimits setzen die Banken fortgeschrittene Value-at-Risk-Ansätze ein, die in der Regel durch diverse Stresstests ergänzt werden. Außerdem haben die Banken intern spezifische Ratingwerk-

zeuge entwickelt, in die auch die Eindrücke von Besuchen bei Hedgefonds-Managern vor Ort eingehen. Die Banken sind ferner bereit, die Geschäftsverbindungen zu einzelnen Hedgefonds zu beenden beziehungsweise bestehende Limits zu kürzen, wenn die Fonds nicht die geforderten Transparenzbedingungen erfüllen.

Bedeutendere Investitionen in Hedgefonds beziehungsweise Dach-Hedgefonds tätigen aktuell nur zwei deutsche Kreditinstitute. Allerdings beabsichtigen einige Banken, Positionen aufzubauen beziehungsweise zu erhöhen. Insbesondere mit Blick auf die neuen Akteure ist genau darauf zu achten, dass eine gründliche Auswahl und Überwachung der Hedgefonds erfolgt. Gegebenenfalls sind hier noch Anpassungen im Risikomanagement der Banken erforderlich.

Mit Blick auf die Finanzstabilität hat die Umfrage einige Schwachstellen beziehungsweise mögliche Risikoquellen zu Tage treten lassen, die eine besondere Wachsamkeit erfordern. Erstens ist eine höhere Marktmacht insbesondere bei großen Hedgefonds zu beobachten, die zu einer Verschlechterung der Kontrahentendisziplin seitens der Banken führen kann. Zweitens haben aktuell einige Banken noch Probleme, ihre Hedgefonds-Aktivitäten auf Gesamtbankebene zu aggregieren. Drittens sind Schwierigkeiten bei den Banken festzustellen, den kompletten Hebel und somit auch das Risikoprofil eines Hedgefonds zu erfassen. Erschwerend wirkt die Tendenz, dass insbesondere große Hedgefonds mehrere Prime Broker einsetzen. Letztlich bleibt fraglich, ob Banken bei der Risikoeinschätzung eines einzelnen Hedgefonds auch den Sektor im Ganzen und seinen möglichen Gleichlauf genügend im Blick haben.

DEUTSCHE BUNDESBANK

lauf mit der Entwicklung an den Aktienmärkten aufweist (siehe Schaubild 1.2.10 auf S. 40). Außerdem sind im Mittel ähnliche Erträge bei abnehmender impliziter Volatilität auf den Aktienmärkten zu beobachten. Ein möglicher Erklärungsansatz für die uniformeren Handelsstrategien der Hedgefonds ist somit – neben einer stärkeren Imitation von Handelsverhalten – die Konzentration auf wenige große Trends in einem ruhigen Marktumfeld.

Risiken für die bilanzielle Liquidität der Hedgefonds

Hinzu kommt, dass unvorhergesehene Kapitalabzüge der Investoren, zum Beispiel im Falle von Verlusten, eine kurzfristige Auflösung von Positionen erforderlich machen können. Der Liquidierungsdruck ist um so größer, je kürzer die Kapitalbindungsfristen („Lock-up periods“) der Investoren und je weniger liquide die Anlagen sind. Hedgefonds investieren inzwischen zunehmend in weniger liquide Anlagen<sup>35)</sup>, wobei mangels verfügbarer Daten offen ist, ob die Kapitalbindungsfristen für die Investoren entsprechend ausgeweitet werden. In diesem Zusammenhang würden die Liquiditätsrisiken vor allem bei Dach-Hedgefonds zunehmen, die üblicherweise über keine oder nur sehr kurze Kapitalbindungsfristen verfügen. Verlängern die Single-Hedgefonds ihre Fristen, geht dies mit einer Ausweitung der Durationslücke<sup>36)</sup> bei Dach-Hedgefonds einher.

## Initiativen von Marktteilnehmern und Aufsicht

Privatsektor-Gruppe mit Empfehlungen an die Marktteilnehmer

Vor dem Hintergrund der erheblichen Herausforderungen, die mit dem wachsenden Handel mit komplexen Finanzinstrumenten etwa auf den OTC-Derivatemarkten und der gestiegenen Beteiligung der Hedgefonds-Branche

verbunden sind, haben sich in diesem Jahr führende Marktteilnehmer in einer Neuauflage der „Counterparty Risk Management Policy Group“<sup>37)</sup> zusammengefunden. Der kürzlich veröffentlichte Abschlussbericht der Gruppe beinhaltet unter anderem zahlreiche Empfehlungen für das Risikomanagement, die Transparenz sowie operationale Verbesserungen.

Die Einschätzung der Stabilitätsrisiken der Hedgefonds-Branche bleibt auf Grund der mangelnden Transparenz schwierig. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf ein mögliches Zusammenspiel von Markt-, Liquiditäts- und Kreditrisiken in Kombination mit Hebeln und gleichgerichteten Strategien. Unter Finanzstabilitäts Gesichtspunkten sollte daher der Verbesserung der Transparenz dieser Branche weiterhin hohe Priorität zukommen. Grundsätzlich erscheint weder eine nationale Regulierung noch ein ausschließlich im EU-Raum abgestimmtes Vorgehen aussichtsreich, da Hedgefonds in weniger regulierte Regionen ausweichen könnten. Insoweit sind freiwillige Maßnahmen der Hedgefonds-Branche derzeit eine realistische Alternative. Diesbezüglich beinhalten jüngste Initiativen des Privatsektors<sup>38)</sup> sowie ausländischer Aufsichtsbehörden<sup>39)</sup> wichtige Vorschläge, die weiterverfolgt werden sollten.

Mangelnde Transparenz erschwert Risikoeinschätzung

<sup>35</sup> Vgl.: Deutsche Bank, Alternative Investment Survey 2005.

<sup>36</sup> Unterschied in der Kapitalbindung zwischen Aktiv- und Passivseite.

<sup>37</sup> Ziel der im Januar 1999 gegründeten Privatsektor-Gruppe war es seinerzeit, das Management von Kontrahenten- und Marktrisiken zu verbessern, dessen Mängel maßgeblich zu den Finanzmarkturbulzen im Herbst 1998 beigetragen hatten.

<sup>38</sup> Vgl.: Empfehlungen der Counterparty Risk Management Policy Group II, Juli 2005, und Wohlverhaltensregeln für Hedgefonds-Manager der MFA, August 2005.

<sup>39</sup> Vgl.: Financial Services Authority, Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement, June 2005.

*MaRisk fördern  
die ganzheitliche  
Risikobetrach-  
tung bei deut-  
schen Banken*

Mit Blick auf die erforderliche ganzheitliche Risikobetrachtung ist zudem zu begrüßen, dass in Deutschland im Rahmen der Bankenaufsicht derzeit Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) erarbeitet werden, deren Veröffentlichung zum Jahresende geplant ist. Die Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft (MaK), die Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäf-

ten (MaH) und die Mindestanforderungen an die Ausgestaltung der Internen Revision (MaIR) werden in diesem neuen Regelwerk zusammengefasst und um die Themengebiete Zinsänderungs-, Liquiditäts- sowie operationelle Risiken ergänzt. Dies dürfte der weiteren Integration der verschiedenen Risikokategorien in den Risikomanagement-Systemen der deutschen Kreditinstitute förderlich sein.

## Stabilität im deutschen Bankensystem

*Banken begegneten hohen Belastungen zu Beginn des Millenniums...*

Der deutschen Kreditwirtschaft gelang es, den schon im Jahr 2004 feststellbaren Trend zu einer Festigung der Stabilität fortzusetzen. Dies vollzog sich vor dem Hintergrund enormer Belastungen zu Beginn des Millenniums. Das Abgleiten Deutschlands im Frühjahr 2001 in eine hartnäckige Wachstumsschwäche traf das deutsche Bankensystem über zwei Wirkungskanäle. Zum einen verschlechterte sich die Kreditqualität deutlich, vor allem bei Firmenkrediten und gewerblichen Immobilien. So stiegen die Wertberichtigungen massiv an und erreichten im Jahr 2002 ihren zyklischen Höchststand, auch bedingt durch eine durchaus konservative Politik der Risikovorsorge. Zum anderen brach die Nachfrage nach Firmenkredit zur Finanzierung von Investitionen ein. Zusammen mit dem bereits vorangegangenen Rückgang der Nachfrage nach Bankdienstleistungen als Folge der Abkühlung an den Börsen führte dies zu nachlassenden Erlösen, sinkender Kapazitätsauslastung und damit zu geschwächter operativer Effizienz deutscher Banken.

*... mit umfangreichen Anpassungsmaßnahmen*

Das deutsche Kreditgewerbe reagierte mit einem Bündel an Maßnahmen. Eine Stoßrichtung war, durch Personalabbau und partiellen Rückzug aus einzelnen Geschäftsfeldern die operative Effizienz wieder zu stärken. So senkte die deutsche Kreditwirtschaft den Personalbestand im Zeitraum von 2002 bis 2004 um rund 7 %. Dennoch dürfte eine nachhaltige Verbesserung der Ertragssituation nicht ohne eine Rückkehr der deutschen Volkswirtschaft auf einen soliden Wachstumspfad einsetzen.

Ein zweites Maßnahmenbündel zielte auf eine Reduktion der Risiken in den Kreditportfolios und eine Bereinigung der Bilanzen, um die Risikolage wieder zu entspannen. Diese Anstrengungen haben mittlerweile zu einer spürbaren Erholung der Risikolage geführt; ferner hat sich die individuelle Risikotragfähigkeit der deutschen Banken – gemessen an den regulatorischen Eigenkapitalanforderungen – mittelfristig verbessert.

### Kreditrisiken deutscher Banken

Das Kreditrisiko stellt die bedeutendste Risikoart für deutsche Kreditinstitute dar. Die Anrechnungsbeträge für Kreditrisiken nach Grundsatz I addieren sich zu über 90 % des notwendigen regulatorischen Kapitals.

### Geschäft mit großen Adressen

Das Kreditgeschäft mit großen Adressen (Wholesale) wird typischerweise auf beiden Marktseiten von international agierenden Konzernen geprägt. Deutsche Banken agieren in diesem Segment als Dienstleister für Kapitalmarkttransaktionen sowie als Kreditgeber.<sup>1)</sup>

Auf Grund der von einer robusten Weltkonjunktur unterstützten generellen Verbesserung der Bilanzrelationen im Unternehmenssektor

*Geringe Ausfallhäufigkeit*

<sup>1</sup> Beispielsweise sind deutsche Institute in den ersten drei Quartalen 2005 an Konsortialkrediten in Höhe von 900 Mrd € beteiligt gewesen. Quelle: Dealogic Loanware.

in den letzten Jahren ist die Kreditqualität in diesem Segment zuletzt ausgesprochen hoch gewesen. So sind die Zahlungsausfälle von gerateten Anleihen in den letzten zwei bis drei Jahren sowohl in ihrer Gesamtheit als auch im Non-Investment Bereich deutlich zurückgegangen. Parallel hierzu ist der Anteil der Heraufstufungen an allen Ratingveränderungen sowohl in Europa als auch in den USA in den letzten zwei Jahren deutlich gestiegen.<sup>2)</sup>

*Finanzmärkte erwarten hohe Kreditqualität*

Auch die zukunftsorientierten Markt- oder marktnahen Indikatoren bilden die Erwartung ab, dass die hohe Kreditqualität zumindest auf kurze bis mittlere Sicht im Wesentlichen erhalten bleibt. Der Markt für Kreditausfallprotektion signalisiert eine entspannte Einschätzung der Risikolage von europäischen Großunternehmen; die CDS-Prämien der iTraxx-Benchmark-Indizes liegen – nach der vorübergehenden Ausweitung im Zusammenhang mit den Herabstufungen von General Motors und Ford – mittlerweile wieder ungefähr auf dem Niveau zur Jahreswende 2004/2005. Daneben sanken die Ausfallwahrscheinlichkeiten („expected default frequencies“: EDFs) nach Moody's KMV stetig sowohl für deutsche als auch für europäische börsennotierte Unternehmen. Sie liegen mittlerweile wieder auf den Niveaus des Jahres 2000. Dabei werden europäische Großunternehmen seit über vier Jahren besser als deutsche eingestuft, was vor allem an der schwachen deutschen Binnenkonjunktur liegen dürfte.

*Wende in der Kreditqualität?*

Vereinzel liefern die Marktindikatoren indes Hinweise darauf, dass die Kreditqualität der großen Unternehmen ihren Gipfel überschritten haben könnte. So sind die Risikoaufschläge im Markt für BBB-Unternehmensanleihen

bis jetzt nicht vollständig zu den Niveaus vor der Herabstufung von General Motors und Ford zurückgekehrt. Bei den längeren Laufzeiten der US-BBB-Bonds weiten sich seit Juli die Spreads sogar leicht aus. Auf eine bevorstehende Wende im Kreditzyklus könnte ferner die leichte Verschlechterung im Verhältnis von Herab- zu Heraufstufungen nichtfinanzieller Unternehmen durch mehrere Ratingagenturen hindeuten. Dies könnte im Zusammenhang damit stehen, dass im Unternehmenssektor die Phase der Bilanzkonsolidierung tendenziell ausläuft. So tragen die in jüngerer Vergangenheit häufiger zu beobachtenden Aktienrückkäufe beziehungsweise Sonderdividenden zu einem Wiederanstieg der Fremdkapitalquoten bei diesen Unternehmen bei.

Allerdings würde eine Abschwächung der Kreditqualität der internationalen Großunternehmen von einem hohen Niveau ausgehen. Die finanzielle Robustheit der Großunternehmen sollte auch bei sich abschwächender Dynamik der Weltwirtschaft zu einer hohen Widerstandskraft beitragen, selbst wenn die Wahrscheinlichkeit einzelner Kreditereignisse, insbesondere in energiesensitiven Branchen, durch den Anstieg der Ölpreise zugenommen haben mag.

*Finanzielle Robustheit der Großunternehmen*

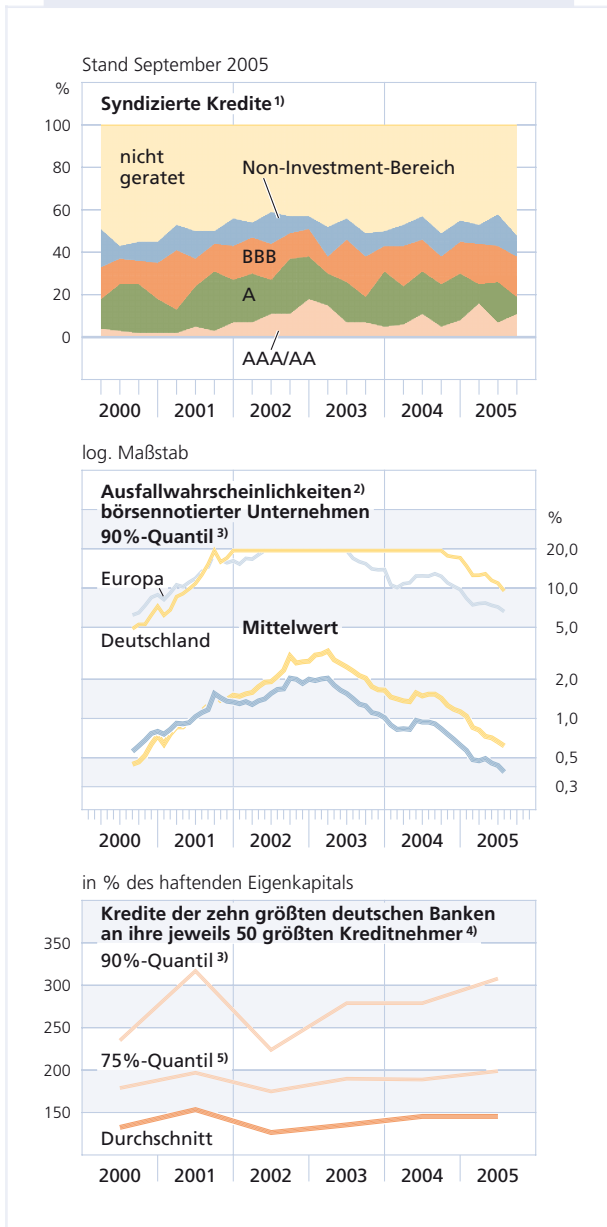
Die grundsätzlich robuste Verfassung der Großunternehmen findet ihren Niederschlag auch in den Bankportfolios. Der Anteil der Kredite deutscher Banken im Konsortialkreditgeschäft (nach Neugeschäftsvolumen) in den Ratingklassen AAA bis BBB lag im Mittel der letzten drei Jahre bei 42 %; der Anteil im Non-Investment Bereich dagegen lediglich bei

*Konsortialkredite*

<sup>2</sup> Siehe auch Schaubild 1.2.6 auf S. 29.

Schaubild 1.3.1

**KREDITGESCHÄFT  
MIT GROSSEN ADRESSEN**



**1** Neugeschäft; Beteiligung mindestens eines deutschen Instituts als Arrangeur oder Provider. Quelle: Dealogic und eigene Berechnungen. — **2** Expected Default Frequency nach Moody's KMV. Die maximale Ausfallwahrscheinlichkeit (EDF) beträgt 20%. Wird rein rechnerisch eine EDF über 20% ermittelt, wird diese auf 20% gekappt. — **3** Wert, den 90% der Banken nicht überschreiten. — **4** Quelle: Mio-Evidenz nach §14 Kreditwesengesetz. — **5** Wert, den 75% der Banken nicht überschreiten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

10%.<sup>3)</sup> Mit Ausnahme der Kredite im AAA- bis AA-Bereich kam es in den letzten drei Jahren nicht zu einer grundlegenden Veränderung in der Bonität der Konsortialkredite. Steigende Bedeutung kommt Konsortialkrediten allerdings bei der Finanzierung von Unternehmensübernahmen mit Fremdkapital (LBOs) zu; die Kreditrisiken dieses Geschäfts sollten jedoch aus derzeitiger Sicht auf Grund der nach wie vor geringen Volumina<sup>4)</sup> begrenzt sein.

Die Einzelkreditnehmer-Konzentration ohne Berücksichtigung von Kreditrisikominderungs-techniken der zehn größten deutschen Banken hat seit 2002 leicht zugenommen. Im Durchschnitt für diese Banken summierten sich die 50 größten Kredite im zweiten Quartal 2005 auf circa 150 % des haftenden Eigenkapitals nach 130 % im Jahr 2002. Die Ausleihungen an den größten Kreditnehmer stiegen in diesem Zeitraum im Durchschnitt um drei Prozentpunkte auf circa 17 % des haftenden Eigenkapitals. Trotz dieser moderaten Steigerungen ergeben sich aus diesen Konzentrationsmaßen keine Anhaltspunkte für erhöhte Klumpenrisiken in den Bankbilanzen.

*Keine erhöhten Klumpenrisiken*

Vom Geschäft mit großen Adressen sollten wenig Bedrohungen für die deutsche Finanzstabilität ausgehen, da die Kreditqualität weiter als hoch zu bezeichnen ist, die Risikoneigung der deutschen Banken eher gedämpft ist und keine Anzeichen für erhöhte Klumpenrisiken vorliegen.

*Zusammenfassend: Wenig Bedrohungen aus Wholesale-Kreditgeschäft*

**3** Es bleibt die hohe „Dunkelziffer“ der ungerateten Konsortialkredite von ca. 48%.

**4** Alle LBO-Transaktionen in Westeuropa erreichten zusammen im ersten Halbjahr 2005 ein Volumen von 25 Mrd €. Vgl.: Fitch Ratings, The European Leveraged Credit Markets in H105: A Half of two Quarters.

## Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU)

Unternehmensinsolvenzen bleiben hoch...

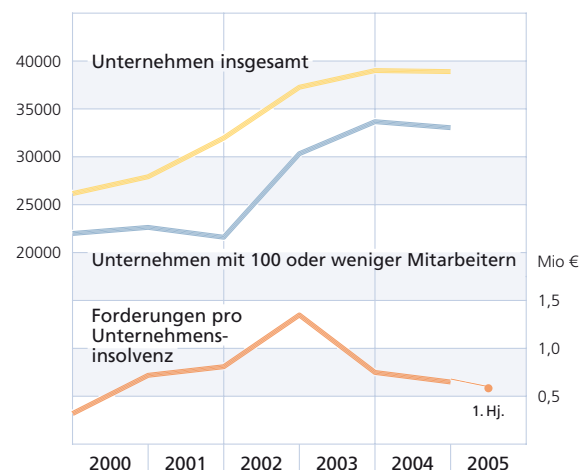
Die deutsche Wirtschaft ist von mittelständischen Unternehmen geprägt, die ihre Finanzierung zu einem guten Teil über Bankkredite abwickeln.<sup>5)</sup> Diese Unternehmen, deren Geschäftsmodell in hohem Maße von der Binnennachfrage abhängt, konnten weniger als international tätige Unternehmen vom Weltwirtschaftsaufschwung der letzten Jahre profitieren.<sup>6)</sup> So mussten im Jahr 2004 gut 39 000 Unternehmen in Deutschland ein Insolvenzverfahren beantragen, auch wenn damit erstmals seit fünf Jahren ein leichter Rückgang um 1/2 % eintrat. Das Aggregat beinhaltet allerdings unterschiedliche Tendenzen. Während die Insolvenzhäufigkeit von Personen- und Kapitalgesellschaften um 12 % sank, nahmen die Insolvenzen von Einzelunternehmen und Kleingewerbetreibenden, auf die rund zwei Fünftel aller Unternehmenskonkurse entfallen, um 8 % zu. Der erneute Anstieg bei den Einzelunternehmen dürfte zum Teil die Kehrseite der regen Gründungsaktivitäten von Ich-AGs gewesen sein. Die veränderte Insolvenzstruktur trägt dazu bei, dass die durchschnittlich betroffenen Forderungen pro Unternehmensinsolvenz seit 2 1/2 Jahren sinken. Sie liegen mittlerweile deutlich unter dem Niveau des Jahres 2002, als ungewöhnlich viele größere Unternehmen mit entsprechend hohen Schulden ausfielen.

...sinken aber leicht im ersten Halbjahr 2005

Im ersten Halbjahr 2005 festigt sich die Vermutung, dass der Gipfel der Insolvenzwelle überwunden sein dürfte. Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum sank die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen um circa 4 %. Da die Insolvenzen eher zu den nachlaufenden Kon-

Schaubild 1.3.2

### UNTERNEHMENSINSOLVENZEN



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

junkturindikatoren zählen, sollte ein leichter Rückgang auch für das Gesamtjahr möglich sein. Gegen einen deutlichen Rückgang in den nächsten Monaten sprechen allerdings die Konjunkturprognosen. BIP-Wachstumsraten in diesem und im nächsten Jahr in der von professionellen Wirtschaftsbeobachtern prognostizierten Größenordnung dürften nicht ausreichen, um das makroökonomische Um-

<sup>5</sup> Das Finanzierungsvolumen des deutschen Mittelstandes betrug in den Jahren 2002 und 2003 jeweils ca. 200 Mrd €. Davon ist mehr als 1/3 kreditfinanziert (Fördermittel: ca. 20 % Anteil am Investitionsvolumen; Eigenmittel: 38 %, siehe KfW-Mittelstandspanel 2004). Diese Finanzierungsstruktur spiegelt sich auch in den Bilanzstrukturen mittelständischer Unternehmen wider. Deren Bankverbindlichkeiten summieren sich auf ca. 40 % der Bilanzsumme. Der relative Anteil der Bankverbindlichkeiten nimmt dabei mit der Unternehmensgröße typischerweise ab, siehe: „Diagnose Mittelstand 2005“ des DSGV.

<sup>6</sup> Die Differenz der KfW-Ifo-Geschäftsklimaindizes für KMU und Großunternehmen liegt seit 2002 im negativen Bereich, per September 2005 jedoch mit -1,0 % auf dem höchsten Stand seit Mai 2002.



feld für die mittelständischen Unternehmen entscheidend aufzuhellen.

#### Ertragslage und Geschäftsklima

Die Ertragslage der mittelständischen Unternehmen wird derzeit von den deutlich gestiegenen Energiepreisen sowie der schwachen Binnenkonjunktur in Deutschland belastet. Dennoch gehen nach Creditreform-Umfragen<sup>7)</sup> derzeit 63,3 % der befragten Unternehmen von in naher Zukunft steigenden oder stabilen Erträgen aus. Die Erwartungshaltung hat sich somit seit dem Tiefpunkt im Herbst 2002 trotz der schwachen Binnenkonjunktur und des hohen Wettbewerbs unter den Mittelständlern deutlich verbessert. Eine sich graduell verbessernde Lage sowohl in der Einmonats- als auch in der weniger volatilen Dreimonatsbetrachtung zeichnet auch der KfW-Ifo-Geschäftsklimaindikator kleiner und mittlerer Unternehmen.<sup>8)</sup> Dieser notiert im September 2005 zum ersten Mal seit April 2001 wieder im positiven Bereich (+3,6) und hat sich damit gegenüber seinem Tiefpunkt im Jahr 2002 deutlich verbessert. Der Anstieg darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass das derzeitige Niveau des Indikators immer noch eine gedämpfte konjunkturelle Lage signalisiert.

#### Leicht verbesserte Eigenkapitalausstattung

Der Bonität im Mittelstand kommt eine – wohl auch im Hinblick auf die bevorstehende Einführung von Basel II – leicht verbesserte Eigenkapitalausstattung zugute. Nach Creditreform<sup>9)</sup> hatten im Herbst 2005 37½ % der Mittelständler eine Eigenkapitalquote von 20 % oder mehr; dies entspricht einer Zunahme um rund zwei Prozentpunkte gegenüber dem Jahr 2003. Keine Verbesserung ist hingegen bei den wenig kapitalisierten Unternehmen (Eigenkapitalquote unter 10 %) zu verzeichnen.<sup>10)</sup>

Der allgemein leicht besseren Lage des Mittelstands folgend hat sich auch die Kreditqualität der Mittelstandsportfolios der Banken – hier gemessen an den Portfolios von Sparkassen und Kreditgenossenschaften – zuletzt verbessert. Die Großkredite der bankenaufsichtlichen Risikoklasse 3<sup>11)</sup> summieren sich zur Jahresmitte 2005 nur noch auf 0,8 % der Großkredite, diejenigen der Klasse 2 auf 1,1 % (siehe Schaubild 1.3.3 auf S. 49). Die Quoten liegen damit auf den niedrigsten Ständen seit drei Jahren. Vor allem die Kredite der Klasse 2 im Durchschnitt über alle Banken folgen seit dem Frühjahr 2004 einem deutlichen Trend nach unten. Erfreulicherweise zeigt sich diese leichte Entspannung auch bei den Banken mit den schwächeren Portfolios (90 %-Quantil<sup>12)</sup>).<sup>13)</sup> Das Verlustrisiko aus Krediten der Klasse 3 wird noch dadurch begrenzt, dass die nicht wertberichtigten Kreditanteile weitgehend besichert sind. Auch das Verlustpotenzial aus den mit Risiko behafteten Krediten der Klasse 2 erscheint tragbar. In den Bank

#### Qualität der Mittelstandsportfolios

**7** Siehe: Creditreform, Wirtschaftslage und Finanzierung im Mittelstand, halbjährliche Umfrage unter ca. 4.000 mittelständischen (Mitarbeiter < 500, Umsatz < 50 Mio €) Unternehmen.

**8** Siehe: KfW-Ifo-Mittelstandsbarometer. Der Indikator wird genau wie der Ifo-Geschäftsklimaindex als Saldo von positiven und negativen Einschätzungen der Geschäftslage und -erwartungen gebildet. Befragt werden jedoch nur mittelständische Unternehmen.

**9** Siehe: Creditreform, a.a.O.

**10** Ca. 37 % der mittelständischen Unternehmen haben eine Eigenkapitalquote von unter 10 %.

**11** Risikoklasse 1: unbedenklich, Risikoklasse 2: mit Risiken behaftet, Risikoklasse 3: bereits einzelwertberichtet. Die gewerblichen Portfolios von Sparkassen und Kreditgenossenschaften bestehen zu ca. 30 % aus Großkrediten, so dass deren Bonität ein guter Indikator für die Bonität des Gewerbekreditportfolios dieser Banken ist. Die Analyse muss auf Großkredite beschränkt bleiben, weil nur diese nach Risikoklassen aufgeschlüsselt sind.

**12** 90 % der Banken haben geringere Quoten.

**13** An den notleidenden Krediten ist die Bonitätsverbesserung noch nicht abzulesen. Der Anteil der notleidenden Kredite am Kundenkreditvolumen von Sparkassen und Kreditgenossenschaften stieg von 6,1 % im Jahr 2000 kontinuierlich auf 7,4 % im Jahr 2004. Dieser Anstieg ist jedoch vermutlich auf die Nachlaufgesellschaften der notleidenden Kredite zurückzuführen. Die Entwicklung der Großkredite im Jahr 2005 macht ein Sinken der NPL-Quoten in der näheren Zukunft wahrscheinlich.



Lending Surveys berichten die Banken, dass sie die Kreditstandards für mittelständische Unternehmen bis Anfang 2004 kontinuierlich erhöht haben, ehe von dem dann erreichten Niveau zu Beginn des Jahres 2005 eine leichte Senkung der Kreditstandards einsetzte. Dies deutet darauf hin, dass die Institute mehr Sicherheiten verlangen und stärker auf die Bonität der potenziellen Kreditnehmer achten. Die Blankoanteile des risikobehafteten Kreditvolumens sollten daher tendenziell abnehmen.

*Risikolage im Mittelstandsgeschäft leicht entspannt*

Insgesamt hat sich damit die Risikolage im Geschäft mit mittelständischen Unternehmen leicht entspannt. Die Eigenkapitalausstattung im Mittelstand steigt leicht und die Institute arbeiten an einer genaueren Risikobeurteilung ihrer mittelständischen Kunden. Gleichwohl bewegt sich das Mittelstandsgeschäft vor allem auf Grund der schwachen Binnenkonjunktur und der anhaltend hohen Insolvenzzahlen auf weiterhin beachtlichem Risikoniveau.

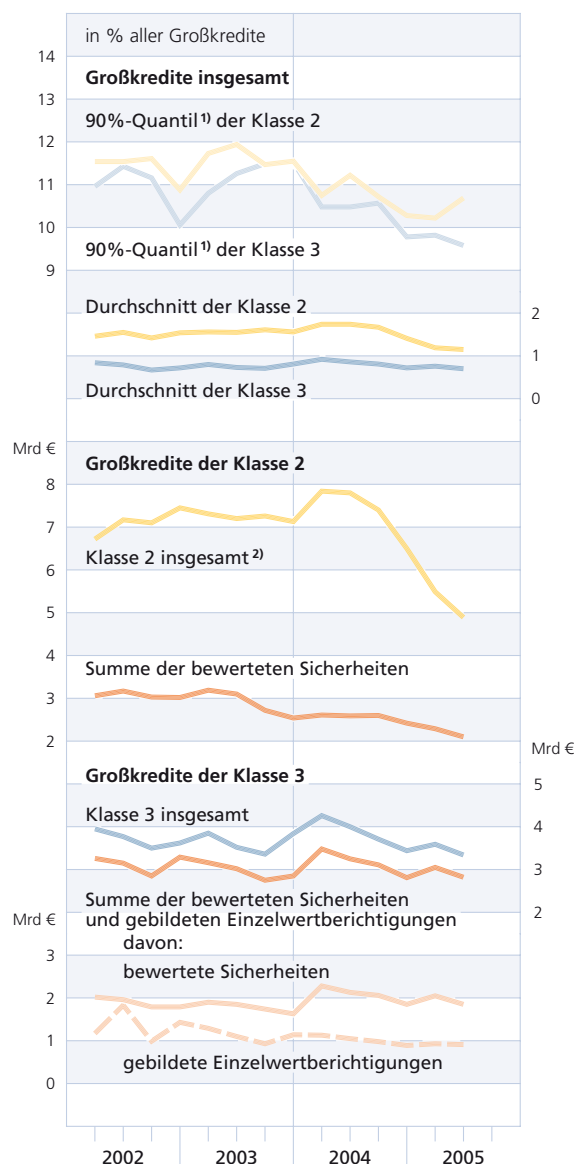
### Gewerbliche Immobilien

*Kreditrisiko und Preisentwicklung*

Immobilienkredite an gewerbliche Kreditnehmer summieren sich in Deutschland auf circa 600 Mrd €, jeweils circa 50% hiervon für Wohnungs- und gewerblichen Bau. Das Kreditrisiko aus der Finanzierung gewerblicher Immobilien korreliert über den Wert der Sicherheiten und die Bonität der Kreditnehmer stark mit der Immobilienpreisentwicklung. So spiegelt sich die ungünstige Situation an den Märkten für Gewerbeimmobilien unter anderem in den Unternehmensinsolvenzen wider. Die Insolvenzhäufigkeit in den Branchen „Bau“ und „Grundstücks- und Wohnungswesen“ lag zusammengefasst mit circa

Schaubild 1.3.3

### ANALYSE DER GROSSKREDITPORTFOLIOS \*)

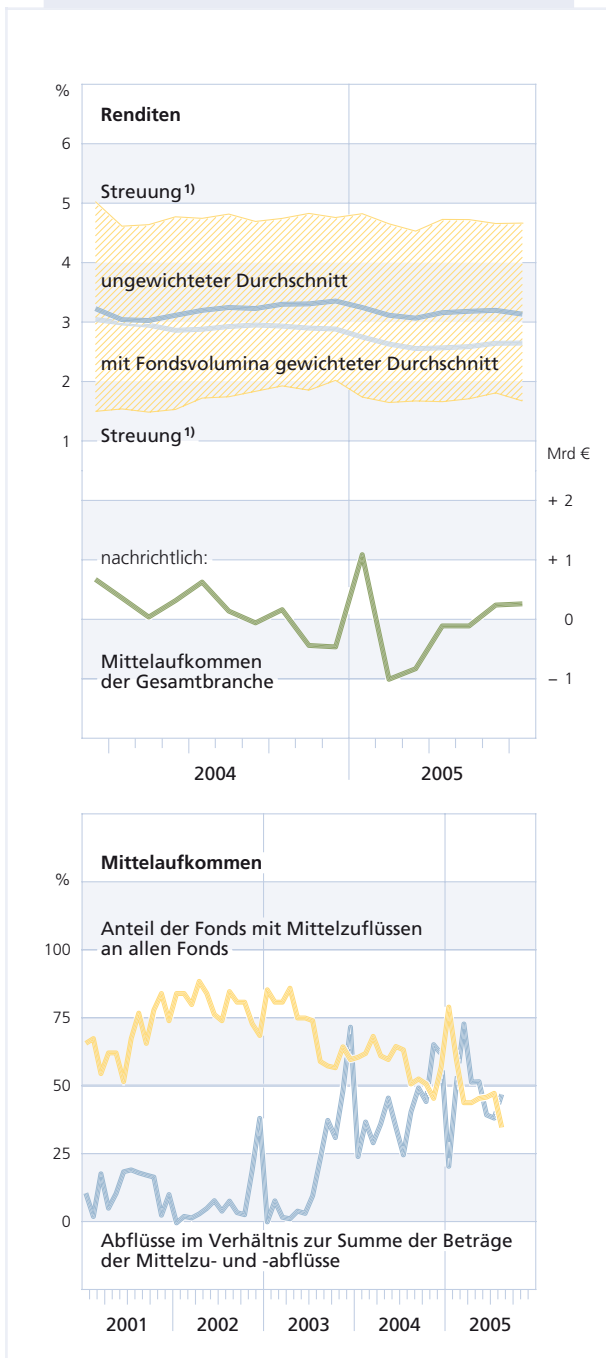


Quellen: Mio-Evidenz nach §§13, 13a, 13b Kreditwesengesetz. Daten von Sparkassen und Kreditgenossenschaften. — \* Großkredite werden in drei Risikoklassen unterteilt: Klasse 1: unbedenklich; Klasse 2: mit Risiken behaftet; Klasse 3: bereits einzelwertberichtigt. — **1** Wert, den 90% aller Banken nicht überschreiten. — **2** Einzelwertberichtigungen existieren nur in sehr geringem Umfang.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Schaubild 1.3.4

**RENDITEN UND MITTELAUFKOMMEN BEI OFFENEN IMMOBILIENFONDS**



Quelle: BVI und eigene Berechnungen. — 1 Durchschnittsrendite ± einer Standardabweichung.

DEUTSCHE BUNDESBANK

1,6% in den letzten beiden Jahren über dem Durchschnitt aller Unternehmen von 1,3%.<sup>14</sup> Außerdem drückt sich die schwache Marktverfassung darin aus, dass die Erlösquoten<sup>15</sup> bei Zwangsversteigerungen von bauträgerfinanzierten Wohnimmobilien und von gewerblichen Objekten etwas niedriger liegen als bei eigengenutzten Immobilien.

Neben Verlusten aus direkten Kreditbeziehungen können Finanzintermediären Belastungen aus ihren Verflechtungen mit Immobilienfonds entstehen. Die Kapitalanlagegesellschaften (KAG), welche die Fonds auflegen, sind häufig Tochterunternehmen von Banken und Versicherungsunternehmen. Einige dieser Investmentfonds mussten auf Grund unterdurchschnittlicher Renditen zeitweise hohe Anteilsscheinrückgaben hinnehmen, die zu entsprechenden Liquiditätsabflüssen führten. Die Performanceprobleme konzentrierten sich dabei auf relativ große Fonds mit Anlageschwerpunkt auf dem deutschen Büroimmobilienmarkt.

*Verflechtungen von Banken und offenen Immobilienfonds*

Die Mutterkonzerne der am stärksten betroffenen Fonds unterstützten ihre Fonds durch Liquiditätshilfen, Anteilsscheinkäufe und Übertragung werthaltiger Immobilien zur Performanceverbesserung. Bei den Mutterkonzernen führte dies zu Ergebnisbelastungen in dreistelliger Millionenhöhe. Auf Grund ihrer Gewinnsituation und Eigenkapitalausstattung konnten die Mutterkonzerne die Risiken aus den in ihrem Konzern aufgelegten offenen Immobilienfonds tragen.

*Mutterkonzerne stützen Fonds*

<sup>14</sup> Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen. Insolvenzhäufigkeit: Insolvente Unternehmen der Branchen „Bau“ und „Grundstücks- und Wohnungswesen“ bezogen auf alle Unternehmen dieser Branchen.  
<sup>15</sup> Aus dem LGD-Grading-Projekt des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken. LGD = Loss Given Default = Verlust in % des Engagements bei Forderungsausfall.

*Maßnahmen zur Ergebnisverbesserung*

Um die Gefahr eines weiteren Mittelabflusses zu mindern, haben die Fondsortinatoren zudem umfangreiche Maßnahmen zur Ergebnisverbesserung getroffen. Einige KAGs beabsichtigen, die angestrebten Fondsvolumina zu verkleinern. Dies mindert den Anlagedruck, den hohe Mittelzuflüsse ausüben. Vor allem verfolgen viele KAGs das Ziel einer Internationalisierung der Anlageobjekte. Studien des Bundesverbandes Investment und Asset Management (BVI)<sup>16)</sup> besagen, dass 37 der 48 Neukäufe im ersten Halbjahr 2005 – dies entspricht auf Verkehrswertbasis 92 % – im Ausland erfolgten. Vom gesamten Immobilienvermögen der Fonds lagen per Juni 2005 circa 57 % im Ausland; 25 Prozentpunkte mehr als noch im Jahr 2000. Bei Investitionen in Europa haben etablierte Zentren (bspw. London, Mailand, Paris) trotz der bereits hohen Bewertungen auf Grund guter Rahmenbedingungen und Standortsicherheit weiterhin eine große Bedeutung. Hinzu kommen seit der jüngsten EU-Erweiterungsrunde verstärkt derzeit noch vergleichsweise niedrig bewertete Objekte in osteuropäischen Städten. Der Anteil der außer-europäischen Engagements wächst seit einigen Jahren, liegt aber dennoch nur bei etwas über 3 % des Liegenschaftsvermögens. Neben Engagements in den USA gewinnen Investitionen in Asien und im Pazifikraum an Bedeutung.

*Konstruktive Merkmale offener Immobilienfonds*

Zusammenfassend stoppten die Maßnahmen den Renditerückgang der offenen Immobilienfonds sowie die Mittelabflüsse; ein positives vorläufiges Resümee für die Gesamtbranche. Für einzelne Fonds besteht jedoch weiterhin Handlungsbedarf.

Ferner bleibt das in der Konstruktion offener Immobilienfonds begründete Potenzial für

Liquiditätsprobleme bestehen: Den Anteilsscheininhabern wird eine kurzfristige Liquidierung ihrer Anlage erlaubt, während die Aktiva der Fonds bis auf eine Kassenreserve langfristig gebunden sind. Angebot und Nachfrage nach Zertifikaten werden nicht durch den Preismechanismus zum Ausgleich gebracht; statt dessen bestimmt die Fondsgesellschaft den Rückgabepreis anhand der Werte der zu Grunde liegenden Aktiva.

Die derzeit diskutierte Einführung börsengehandelter REITs<sup>17)</sup> wäre, wenngleich eher auf mittlere Sicht, eine Erweiterung der Anlagemöglichkeiten, bei der das potenzielle Liquiditätsrisiko offener Immobilienfonds vermieden wird.

In Bezug auf ihr originäres Geschäftsmodell sind neben den Immobilienfonds vor allem die Pfandbriefbanken, ehemals Hypothekenbanken<sup>18)</sup>, von der noch unbefriedigenden Entwicklung bei den Gewerbeimmobilien betroffen. Diese schlägt auf die Abschreibungen aus Forderungsausfällen durch, die im Jahr 2004 kaum zurückgeführt werden konnten. Höhere Risikoaufschläge wiederum lassen sich im momentanen Marktumfeld nicht durchsetzen. Darüber hinaus sehen sich viele Pfandbriefbanken einer schwachen Nachfrage nach Ausleihungen gegenüber. Die Kredite der Pfandbriefbanken für den Wohnungsbau

*Pfandbriefbanken und Marktschwäche*

<sup>16</sup> Vgl.: Bundesverband Investment und Asset Management, Pressemitteilung vom 19. August 2005.

<sup>17</sup> Real Estate Investment Trust. Börsengehandelte Wertpapiere auf Immobiliensondervermögen. Der Preis bestimmt sich durch Angebot und Nachfrage. Es gibt nach Emission einen Sekundärmarkt; der Fonds selbst kann somit qua Konstruktion nicht mehr in Liquiditätsschwierigkeiten kommen.

<sup>18</sup> Unter der Begriff „Pfandbriefbanken“ werden in diesem Bericht die unter der Jurisdiktion vor dem 19. Juli 2005 als „Hypothekenbanken“ bezeichneten Institute verstanden. Institute, die in der Zwischenzeit eine neue Pfandbrieflizenz erhalten haben, werden in diesem Absatz nicht thematisiert.

Kasten 1.5

### ZUM ZUSAMMENHANG ZWISCHEN RENDITEN UND MITTELAUFKOMMEN OFFENER IMMOBILIENFONDS

Eine Korrelationsanalyse zeigt, dass Fonds<sup>1)</sup> mit höherer Rendite vergleichsweise höhere Mittelaufkommen (= Mittelzu- abzüglich Mittelabflüsse) aufweisen.<sup>2)</sup> Dieser Zusammenhang war immer – außer im „Stresszeitraum“ Frühjahr 2005 – auf dem 1%- oder 5%-Niveau signifikant.

Eine Regressionsanalyse<sup>3)</sup> bestätigt den Zusammenhang auch bei einer Kontrolle für die Dynamik des Mittelaufkommens, für die Renditen einer alternativen Anlage – hier Anlage in Rentenwerte – und für das Gesamtmittelaufkommen der Branche. Der Zusammenhang bleibt auch dann bestehen, wenn man die Rendite durch ein risikoadjustiertes Erfolgsmaß, zum Beispiel die Sharpe-Ratio, ersetzt (Regression (2)).

Erwartungsgemäß sinkt zwar das Mittelaufkommen offener Immobilienfonds, wenn Rentenanlagen höher rentieren. Statistische Signifikanz zeigt sich jedoch nicht. Eine Begründung kann der recht kurze Beobachtungszeitraum von April 2004 bis August 2005 darstellen. Dieser Zeitraum dürfte zu kurz sein, um Portfolioumschichtungen auf Grund geänderter Renditerelationen verschiedener Anlageprodukte abzubilden. Ferner folgen die Mittelaufkommen eines einzelnen Fonds nicht dem Gesamtmit-

#### REGRESSIONSERGEBNISSE<sup>4)</sup>

Abhängige Variable: Mittelflüsse in oder aus offenen Immobilienfonds

Erklärende Variablen	Dynamische, gepoolte Schätzung mit Rendite	Dynamische, gepoolte Schätzung mit Sharpe-Ratio
	(1)	(2)
Mittelfluss der Vorperiode	0,484 (3,95)**	0,628 (5,51)**
Rendite des Fonds	0,006 (3,87)**	– –
Sharpe-Ratio des Fonds	– –	0,0005 (2,71)**
Rendite Anlage in Renten	–0,0003 (–0,72)	–0,0003 (–0,73)
Gesamter Mittelfluss der Branche	0,585 (0,93)	0,456 (0,70)
Konstante	–0,012 (–2,71)**	0,003 (1,24)
R <sup>2</sup>	0,62	0,64
Beobachtungen	321	321

#### ERGEBNISSE DES LOGIT-MODELLS<sup>4)</sup>

Abhängige Variable: Relative Wahrscheinlichkeit für einen Mittelabfluss

Erklärende Variable: Rendite des Fonds	–1,180 (–8,97)**
Konstante	3,561 (0,467)**
Pseudo-R <sup>2</sup>	0,28
Fläche unter ROC	0,84
Konfidenzband ROC	0,80 bis 0,88
Beobachtungen	401

<sup>1</sup> In die Korrelationsanalyse und die folgenden Analysen gehen pro Monat Daten von 23 bis 25 Fonds ein. — <sup>2</sup> Renditen und Mittelaufkommen jeweils rollierende Dreimonatsdurchschnitte: Bspw. Rendite = (Rendite<sub>t</sub> + Rendite<sub>t-1</sub>

+ Rendite<sub>t-2</sub>)/3. — <sup>3</sup> Gepoolte OLS-Regression mit instrumentierter, endogener, zeitverzögerter Variable. Dynamische Panel-Schätzer werden durch verschiedene Testverfahren abgelehnt. — <sup>4</sup> t-Werte in Klammern. \*/\*\* Signifikanz auf 5%/1% Niveau. Alle Variablen

telaufkommen der Branche. Dies ist im Hinblick auf die Finanzstabilität positiv zu bewerten.

Da die Rendite offener Immobilienfonds im Entscheidungskalkül der Anleger folglich eine prominente Rolle spielt, können die Maßnahmen der Fondsoriginatoren zur Renditesteigerung mit Hilfe eines Logit-Modells der Form

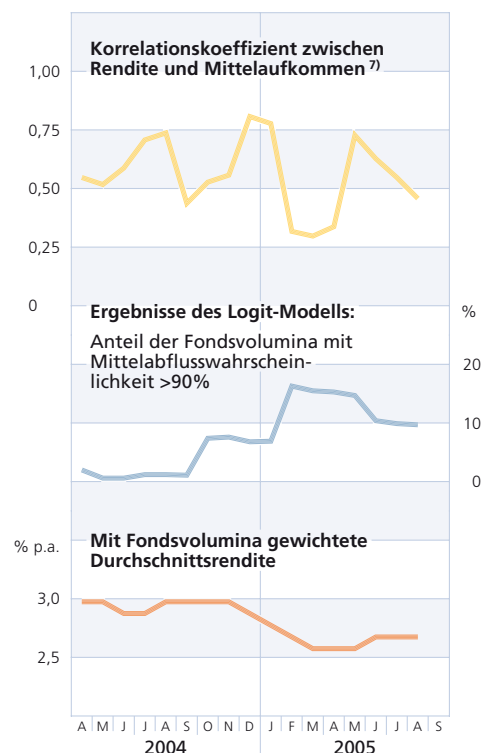
$$\text{Prob}(\text{Mittelaufkommen} = 1) = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 \text{ Rendite}}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 \text{ Rendite}}}$$

(Mittelaufkommen = 1 bedeutet Mittelabfluss, Mittelaufkommen = 0 bedeutet Mittelzufluss)

bewertet werden. Im Ergebnis ordnet das Modell jeder Fondsrendite (über die sog. Logit-Link-Funktion) eine Mittelabflusswahrscheinlichkeit zu. Somit können erstens die Wahrscheinlichkeit für einen Mittelabfluss bei gegebener Rendite und zweitens die Änderung dieser Wahrscheinlichkeit bei gegebener Renditeänderung ermittelt werden.

Im Modell<sup>5</sup> errechnet sich eine um 69 % (bzw. 11 %) verminderte Wahrscheinlichkeit für einen Mittelabfluss<sup>6</sup>, wenn die Rendite eines Fonds um 100 BP (10 BP) steigt. Ferner ist die Wahrscheinlichkeit eines Mittelabflusses größer als 90 %, wenn ein Fonds mit weniger als 1,15 % pro Jahr rentiert. Davon sind derzeit circa 10 % der Fondsvolumina betroffen und

## EMPIRISCHE ANALYSE ZU OFFENEN IMMOBILIENFONDS



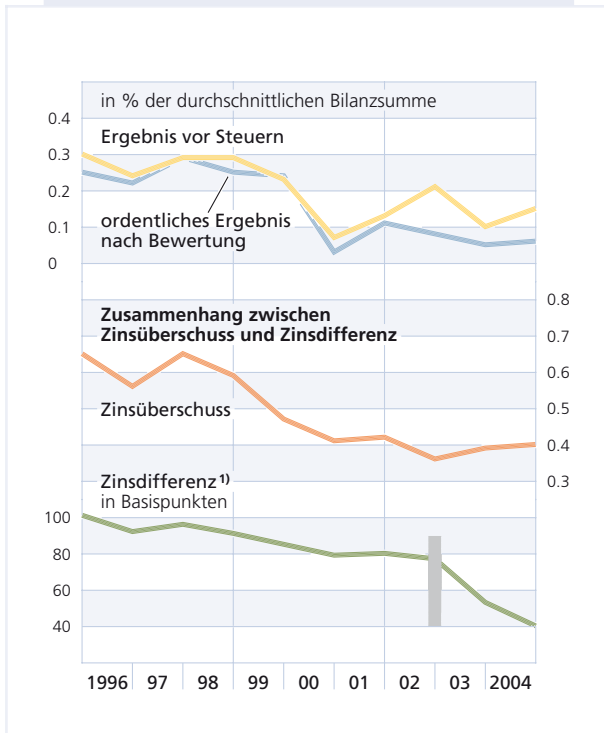
damit deutlich mehr als im Zeitraum Frühjahr/Sommer 2004. Im Vergleich zum Jahresanfang 2005 hat sich die Situation jedoch etwas entspannt. Hierzu haben nicht zuletzt die umfangreichen Maßnahmen der Kapitalanlagegesellschaften zur Renditesteigerung beigetragen.

rollierende Drei-Monatsdurchschnitte. Instrumente für Mittelzufluss der Vorperiode: Alle exogenen Variablen sowie Mittelzufluss des Vorquartals. — **5** Der Koeffizient von Rendite (hier:  $\beta$ ) beträgt  $-1,18$  und ist signifikant auf dem 1 %-Niveau. Die entsprechende

odds-ratio ( $=e^{-\beta}$ ) ist 0,31. — **6** Veränderung der Wahrscheinlichkeit eines Mittelabflusses relativ zur Wahrscheinlichkeit eines Mittelzuflusses. — **7** Querschnittskorrelation über alle Fonds in einem Monat zwischen dem Mittelaufkommen und der Rendite.

Schaubild 1.3.5

**ERTRAGSLAGE VON PFANDBRIEFBANKEN \*)**



\* Unter dem Begriff Pfandbriefbanken werden die Institute verstanden, die vor dem 19. Juli 2005 der Bankengruppe „Hypothekenbanken“ angehörten. — <sup>1</sup> Differenz der Zinsen von (ab Januar 2003) Wohnungsbaukrediten an private Haushalte, anfängliche Zinsbindung über zehn Jahre, bzw. (bis Dezember 2002) Hypothekarkrediten auf Wohngrundstücke zu Festzinsen auf zehn Jahre und den Umlaufrenditen inländischer Hypothekendarlehen mit mittlerer Restlaufzeit von über neun bis einschl. zehn Jahren.

DEUTSCHE BUNDESBANK

sanken im Vorjahr um 6 %, der Marktanteil der Pfandbriefbanken in der Wohnraumfinanzierung um 1,8 Prozentpunkte (auf heute 13 %). Zwar boomt das Staatsfinanzierungsgeschäft, doch liegen die Margen dort traditionell niedrig.

Ertragslage der Pfandbriefbanken

Die Ertragslage der Pfandbriefbanken hat sich in den letzten fünf Jahren stabilisiert, jedoch – von einigen Ausnahmen abgesehen –

auf einem relativ niedrigen Niveau. Zudem hat sich seit dem Jahr 2001 eine Schere zwischen den Jahresüberschüssen und den ordentlichen Ergebnissen nach Bewertung aufgetan; dies könnte zukünftig Druck auf die Jahresüberschüsse ausüben.

Darüber hinaus hat die Spanne zwischen den Aktivzinsen auf Hypothekarkredite und den Passivzinsen für Pfandbriefemissionen in den Jahren 2003 und 2004 deutlich abgenommen. Gleichwohl blieb der Zinsüberschuss praktisch konstant, weil einige Institute, die sich ursprünglich langfristig refinanziert hatten, bei Zinsswaps die variable Seite übernahmen und diese durch die unerwartet lang anhaltende Niedrigzinsphase am kurzen Ende einen positiven Barwert erhalten hat. Die (eigentlich über die gesamte Swaplaufzeit verteilten) Erträge aus diesem positiven Barwert haben einige Institute durch Glattstellungsgeschäfte (sog. Close-Outs) kurzfristig realisiert.

Qualität des deutschen Pfandbriefs

Die aktuellen Vorgänge im Zusammenhang mit den durch Zinsrisiken verursachten Problemen einer Hypothekenbank belegen jedoch die Qualität des deutschen Pfandbriefs. Dies wird nicht zuletzt durch die strikte Trennung des zur Pfandbriefdeckung herangezogenen Vermögens von den übrigen Vermögensgegenständen einer Pfandbriefbank gewährleistet. Nicht zuletzt deshalb werden Pfandbriefemissionen von den Ratingagenturen bisher stets erstklassig bewertet.

Sektor im Umbruch

Die Pfandbriefbanken reagieren auf die schwierigen Marktbedingungen und das sich durch die Ablösung des früheren Hypothekendarlehensgesetzes durch ein Pfandbriefgesetz veränderte regulatorische Umfeld mit unter-

schiedlichen Ansätzen: Einige dürften sich eher im Rahmen eines Integrationsansatzes stärker in ihren Konzern oder Verbund eingliedern; andere sind auf der Suche nach strategischen Investoren; letzteres erweist sich im derzeitigen Umfeld jedoch als schwierig.

*Chancen und Risiken einer Internationalisierungsstrategie bei Fonds- und Hypothekenbanken*

Vielen deutschen Finanzintermediären, die im Geschäft mit gewerblichen Immobilien stehen, erscheint die Internationalisierungsstrategie als logischer Ausgang aus der Schwäche des Inlandsmarkts.<sup>19)</sup> Tatsächlich lagen die Renditen auf vielen ausländischen Immobilienmärkten in den letzten Jahren höher als auf dem deutschen Markt. Außerdem mindert die zusätzliche Diversifikation in den Objektportfolios die Abhängigkeit von lokalen Marktentwicklungen. Nach BVI-Erhebungen<sup>20)</sup> mussten zum Beispiel deutsche Immobilienfonds im Jahr 2004 per Saldo knapp 900 Mio € Abschreibungen auf deutsche Liegenschaften vornehmen, während sie bei ausländischen Investments netto 174 Mio € Wertsteigerungen verbuchen konnten. Diese Diskrepanz in den Wertveränderungen deutscher und ausländischer Immobilienportfolios besteht seit 1998. Mittelfristig setzen sich die Institute dadurch jedoch auch den Risiken auf Grund der teilweise hohen Bewertung an vielen Märkten aus. Wichtig ist deshalb, dass das Risikomanagement mit den neuen Geschäftsaktivitäten Schritt hält.

<sup>19</sup> Seit 1997 verdreifachten sich die Auslandsengagements der Pfandbriefbanken im Aggregat. Tatsächlich expandieren jedoch nur einige dieser Banken ins Ausland, wohingegen andere ihren Geschäftsschwerpunkt in Deutschland belassen.

<sup>20</sup> Vgl.: Bundesverband Investment und Asset Management, Pressemitteilung vom 19. August 2005.

Schaubild 1.3.6

**FINANZIERUNGSRECHNUNG DER PRIVATEN HAUSHALTE**

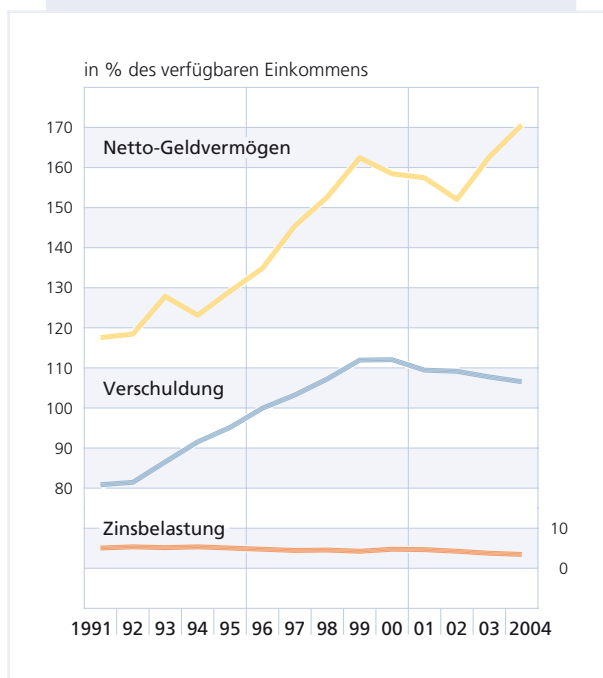
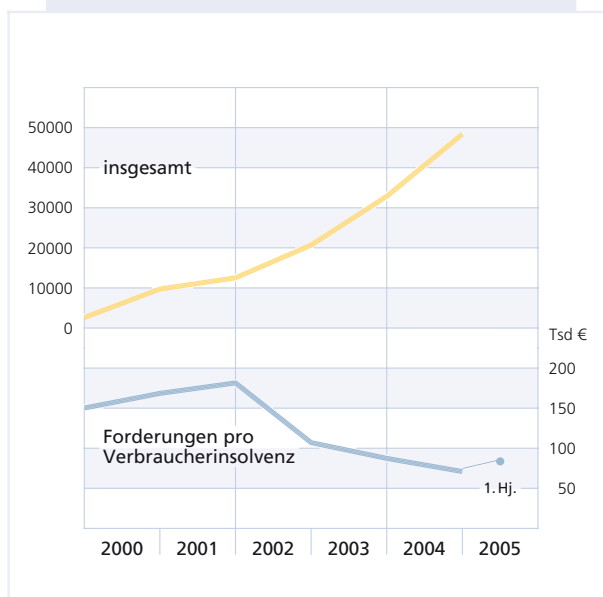


Schaubild 1.3.7

**VERBRAUCHERINSOLVENZEN \*)**



\* Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen.



Schaubild 1.3.8

**ZWANGSVERSTEIGERUNGEN VON IMMOBILIEN\*) IN DEUTSCHLAND**

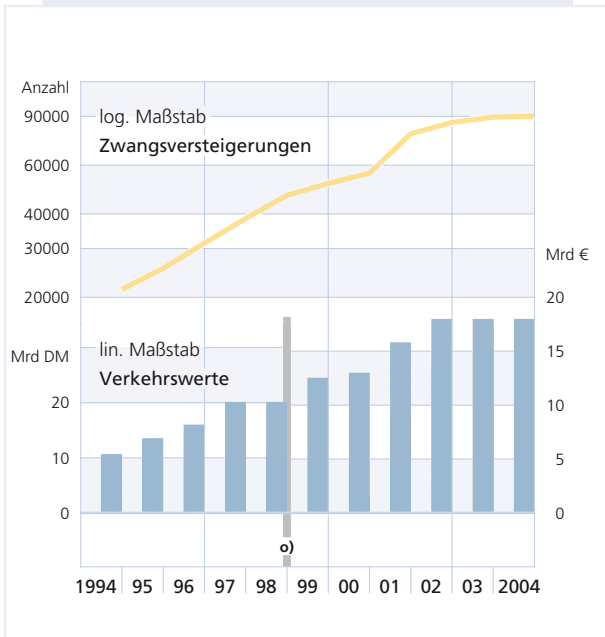
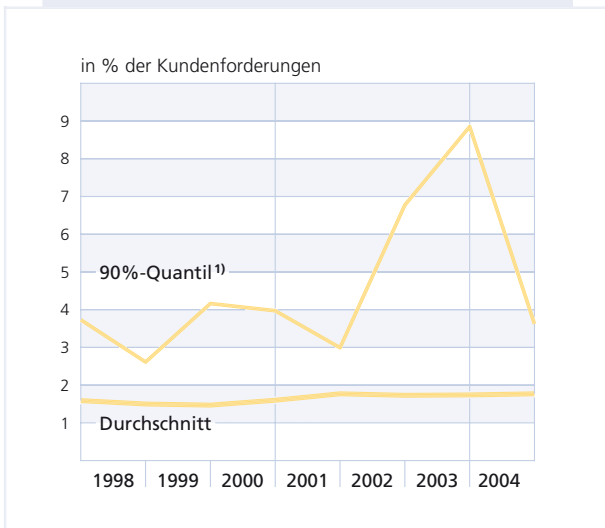


Schaubild 1.3.9

**NOTLEIDENDE KREDITE\*\*\*) DER BAUSPARKASSEN**



\* Quelle: Argetra GmbH, Ratingen. — o) Ab 1999 Angaben in Euro. — \*\* Kredite mit Einzelwertberichtigungsbedarf zum Bruttokundenkreditvolumen. — 1 Wert, den 90% der Banken nicht überschreiten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

**Finanzierung privater Haushalte**

Die Kreditqualität der privaten Haushalte im Allgemeinen in Deutschland hat sich in jüngster Zeit leicht verschlechtert. Dies dürfte vornehmlich an der hohen Arbeitslosigkeit liegen. Gleichwohl stellt die finanzielle Verfassung der deutschen Privathaushalte kein ausgesprochenes Risikopotenzial dar. Die (Brutto-)Schuldenquote der Privathaushalte ist im Jahr 2004 leicht auf 107 % des verfügbaren Einkommens zurückgegangen (siehe Schaubild 1.3.6 auf S. 55). Die Zinsausgabenquote fiel auf nunmehr gut 4 %. Das Vermögen der privaten Haushalte gemessen am Nettogeldvermögen liegt mit 171 % des verfügbaren Einkommens heute auf dem höchsten Niveau seit der Wiedervereinigung.

Allerdings stiegen die Verbraucherinsolvenzen im vergangenen Jahr um 46 % auf fast 50 000 Fälle an (siehe Schaubild 1.3.6 auf S. 55). Im ersten Halbjahr 2005 lag die Zahl der Verbraucherinsolvenzen um 42 % über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die dynamische Entwicklung ist nach wie vor teilweise darauf zurückzuführen, dass es sich um ein verhältnismäßig neues Instrument handelt, das es erst seit der Insolvenzrechtsreform im Jahr 1999 in Deutschland gibt und dessen Attraktivität durch die Einführung der Möglichkeit zur Stundung von Verfahrenskosten im Jahr 2002 noch gesteigert wurde. Für eine mittlerweile breitere Nutzung des Instruments spricht auch, dass die durchschnittliche Forderungssumme pro Insolvenzfall im Laufe der letzten Jahre eher gesunken ist.

*Verbraucherinsolvenzen*

Die Anzahl der Zwangsversteigerungen von Immobilien und die Summe der betroffenen

*Zwangsversteigerungen*



Verkehrswerte erreichten im Jahr 2004 neue Höchststände. Dabei waren 63 % der Objekte reine Wohnimmobilien. Im ersten Halbjahr 2005 scheint sich die Lage indes stabilisiert zu haben.<sup>21)</sup>

### Private Baufinanzierung

*Risiko aus privater Baufinanzierung beschränkt*

Das Risiko aus privater Baufinanzierung, die ein Gesamtvolumen von 770 Mrd € hat, bleibt beschränkt. Dies liegt zum einen an der vorherrschenden Finanzkultur. Der Festzinskredit dominiert, so dass die privaten Haushalte wenig Zinsrisiken tragen und ihre Bonität von steigenden Zinsen kaum beeinträchtigt wird. Zum anderen kam es in Deutschland nicht wie in manchen anderen Ländern zu einer Zunahme der privaten Hypothekenverschuldung; die Immobilienkredite der privaten Haushalte summieren sich seit 14 Jahren recht konstant auf circa ein Viertel ihres gesamten Geldvermögens. Gegen eine merkliche Verschlechterung der Kreditqualität im privaten Wohnungsbau sprechen auch die vergleichsweise geringen Volumina an notleidenden Krediten in den Portfolios der Bausparkassen, die ein guter Indikator für das Risiko aus privater Wohnraumfinanzierung sind (siehe Schaubild 1.3.9 auf S. 56).

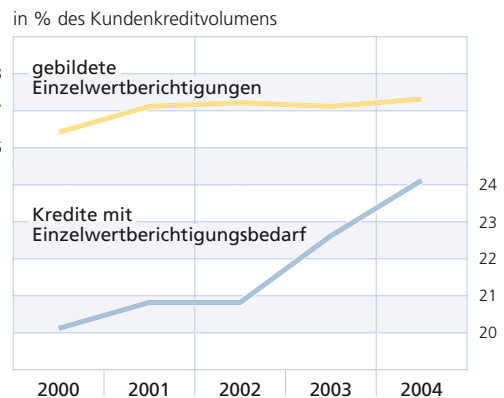
### Konsumentenkredite

*Wertberichtigungen steigen*

Im wachsenden Konsumentenkreditgeschäft hingegen scheint der kontinuierliche Anstieg der Verbraucherinsolvenzen verstärkt Niederschlag zu finden. Die Wertberichtigungen von spezialisierten Verbraucherkreditbanken<sup>22)</sup> haben in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Das Verhältnis des Bestands an Einzelwertberichtigungen zum Bruttokunden-

Schaubild 1.3.10

### BONITÄT DER KREDITPORTFOLIOS AUSGEWÄHLTER VERBRAUCHERKREDITBANKEN \*)



\* 16 Institute. Bei jedem beträgt der Anteil der Konsumentenkredite am Nichtbankenkreditvolumen mindestens 80%. Alle 16 Institute zusammen haben mehr als 21% aller Konsumentenkredite in ihren Büchern.

DEUTSCHE BUNDESBANK

kreditvolumen stieg von 6,5 % im Jahr 2000 auf 7,4 % im Jahr 2004. Entsprechend erhöhte sich auch die Quote der Kredite mit Wertberichtigungsbedarf (NPL) am Bruttokundenkreditvolumen der Verbraucherkreditbanken in den vergangenen fünf Jahren kontinuierlich von 20,1 % auf 24,2 %.

Allerdings sind Verbraucherkreditportfolios typischerweise sehr granular und die Möglichkeiten des Risikocontrollings auf Grund der hohen Stückzahlen deutlich besser als im

*Margen decken Kosten*

**21** Zwangsversteigerte Objekte im ersten Halbjahr 2005: 48 000 (-0,9 % gegenüber Vorjahrszeitraum) im Gesamtwert von 9,6 Mrd € (+1,7 % gegenüber Vorjahrszeitraum).

**22** Diese Gruppe besteht aus 16 Instituten. Jedes dieser Institute hat einen Anteil von Ratenkrediten zu allen Krediten an Nichtbanken von mehr als 80 %. Alle 16 Institute zusammen haben insgesamt mehr als 21 % aller Ratenkredite des gesamten Bankensystems in ihren Büchern.

Schaubild 1.3.11

### AUSLEIHUNGEN AN ENTWICKLUNGSLÄNDER \*)

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

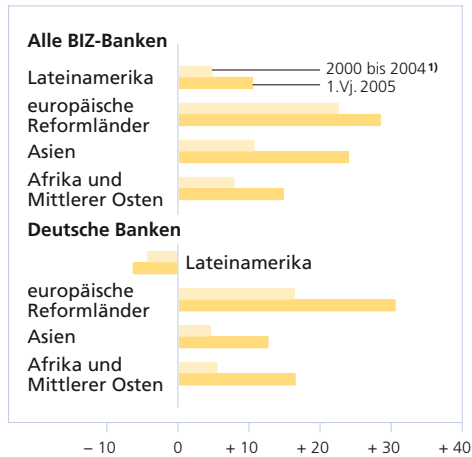
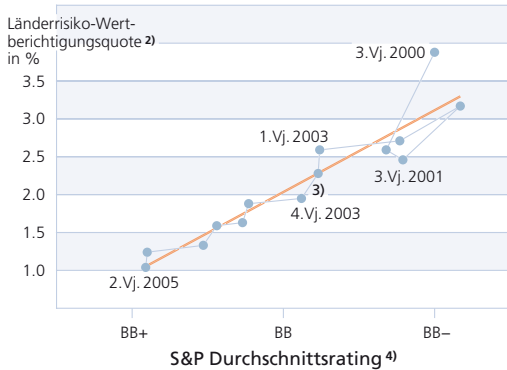


Schaubild 1.3.12

### ZUSAMMENHANG ZWISCHEN LÄNDERRISIKO-WERTBERICHTIGUNGSQUOTE UND RATING \*\*)



\* Quelle: BIZ, konsolidierte Bankenstatistik. — 1 Jährlicher Durchschnitt. — \*\* Quellen: Länderrisikoverordnung, S&P und eigene Berechnungen; Berücksichtigung der 15 Länder mit dem höchsten Auslandskreditvolumen mit S&P-Rating ≤ BBB+. — 2 Quotient aus Wertberichtigungen für Länderrisiken und risikobehaftetem Forderungsvolumen für jedes einzelne Land, jeweils gewichtet mit dem risikobehafteten Forderungsvolumen. — 3 Ab 30.9.2003 Umstellung auf vierteljährliche Meldepflicht. — 4 Gewichtet mit dem risikobehafteten Forderungsvolumen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Firmenkreditgeschäft. Dies erlaubt eine fallbezogene Konditionenspreizung. Umfragen im Rahmen des Bank Lending Survey ergaben, dass die Margen für risikoreichere Konsumentenkredite seit zweieinhalb Jahren kontinuierlich ausgeweitet werden, während die Margen für durchschnittliche Kredite seit dem vierten Quartal 2003 eher sinken. Die Differenz aus (durchschnittlichem) Risikoaufschlag und der im jeweiligen Jahr vorgenommenen Kreditrisikovorsorge belief sich im Jahr 2004 auf 137 Basispunkte nach 114 Basispunkten im Vorjahr. Folglich decken die hohen Margen weiterhin die Kosten aus den steigenden Kreditausfällen in diesem Marktsegment.

### Länderrisiko

Das Länderrisiko aus dem Auslandskreditgeschäft konzentriert sich auf die Ausleihungen an Entwicklungs- und Schwellenländer.<sup>23)</sup> Hier zählen deutsche Banken nach Angaben der konsolidierten Bankenstatistik der BIZ nach wie vor volumenmäßig zu den bedeutendsten Kreditgebern. Zuletzt haben die deutschen Institute insbesondere ihre Ausleihungen an die europäischen Reformländer stark ausgeweitet. Dabei beschränkte sich der Zuwachs nicht allein auf die zehn neuen EU-Mitgliedsländer. Auch die Ausleihungen an die übrigen europäischen Reformländer stiegen deutlich an, allen voran an Russland, die Türkei und Rumänien. Gleichzeitig wurden die Ausleihungen nach Lateinamerika weiter zurückgefahren. Insgesamt fällt auf, dass die deutschen Kreditinstitute

*Ausleihungen deutscher Banken an europäische Reformländer mit hohen Wachstumsraten*

**23** Der größte Teil der Auslandsausleihungen deutscher Kreditinstitute unterliegt praktisch keinen speziellen Länderrisiken. So haben die in der konsolidierten Bankenstatistik der BIZ erfassten 25 bedeutendsten Länder, die über 90 % der gesamten Auslandsausleihungen auf sich vereinen, ein S&P-Durchschnittsrating von AA+.

zuletzt ihr Auslandsgeschäft nur in unterdurchschnittlichem Maße ausgedehnt haben.

*Derivate werden zur Reduktion des Länderrisikos eingesetzt*

Veränderungen im Kreditrisiko der Banken gegenüber einzelnen Ländern können sich durch den Einsatz von Garantien, Kreditzusagen und zuletzt in verstärktem Maße auch aus der Nutzung von Derivaten ergeben. Diesem Sachverhalt tragen die BIZ-Statistiken seit Anfang dieses Jahres verbessert Rechnung. Die unlängst für das erste Quartal 2005 veröffentlichten Werte zeigen, dass sich aktuell das Exposure deutscher Banken gegenüber Entwicklungsländern durch den Einsatz traditioneller und neuer Kreditrisikotransferinstrumente um rund ein Viertel reduziert. International<sup>24)</sup> liegt der entsprechende Wert dagegen bei nur knapp 10 %.<sup>25)</sup> Dies ist ein weiteres Indiz für eine von Vorsicht geprägte Risikopolitik der deutschen Banken gegenüber Entwicklungsländern.

*Länderrisiko-Wertberichtigungsquote im mittelfristigen Trend*

Auch die Höhe der Wertberichtigungen für Länderrisiken der deutschen Banken gibt aktuell keinen Anlass zur Besorgnis. Nach Angaben zur Länderrisikoverordnung<sup>26)</sup> haben die deutschen Banken zur Jahresmitte 2005 Kredite im Umfang von rund 116 Mrd € an Länder mit einem S&P-Rating von BBB+ und darunter vergeben. 88 % dieses Volumens konzentrieren sich dabei auf nur 15 Länder. Die Kredite an diese Länder sind im Durchschnitt zu rund 31 % mit Sicherheiten<sup>27)</sup> unterlegt. Bei zusätzlicher Berücksichtigung von Wertberichtigungen für Adressen- und Länderrisiken ergibt sich ein risikobehaftetes Forderungsvolumen der deutschen Banken an diese Länder von knapp 69 Mrd €. Die aktuelle Länderrisiko-Wertberichtigungsquote liegt bei gut 1 %. Dies stellt den niedrigsten Wert in den vergangenen fünf Jahren dar. Gleichzeitig hat

sich jedoch auch die durchschnittliche Qualität der Auslandsausleihungen deutscher Banken erhöht: So liegt bei der betrachteten Ländergruppe aktuell das – mit dem Forderungsvolumen gewichtete – S&P-Durchschnittsrating bei rund BB+. (siehe Schaubild 1.3.12 auf S. 58) In Anbetracht der verbesserten Bonität (vgl. auch Sonderaufsatz „Zum Stand der Stabilisierungsfortschritte in Schwellenländern“ auf S. 121 ff.) erscheint die derzeitige Länderrisiko-Wertberichtigungsquote der deutschen Banken somit im mittelfristigen Trend.

### **Makrostresstest zur Widerstandsfähigkeit des deutschen Bankensystems**

Makroökonomische Entwicklungen gehören zu den wesentlichen Einflussfaktoren auf Kreditrisiken. Die Bundesbank führt daher seit zwei Jahren mit Hilfe ökonomischer Schätzungen eigene Makrostresstests für das deutsche Bankensystem durch.

Das Basisszenario des Makrostresstests für das *Basisszenario* deutsche Bankensystem (siehe Kasten 1.6 auf S. 61) unterstellt, dass die deutsche Volkswirtschaft in den Jahren 2006 und 2007 etwa auf das Potenzialwachstum einschwenkt. Dann

<sup>24</sup> Hier handelt es sich um 18 Länder – vorwiegend Industrieländer –, die vollständige Angaben zum Risikotransfer an die BIZ gemeldet haben. Eine Erweiterung des Meldekreises ist beabsichtigt.

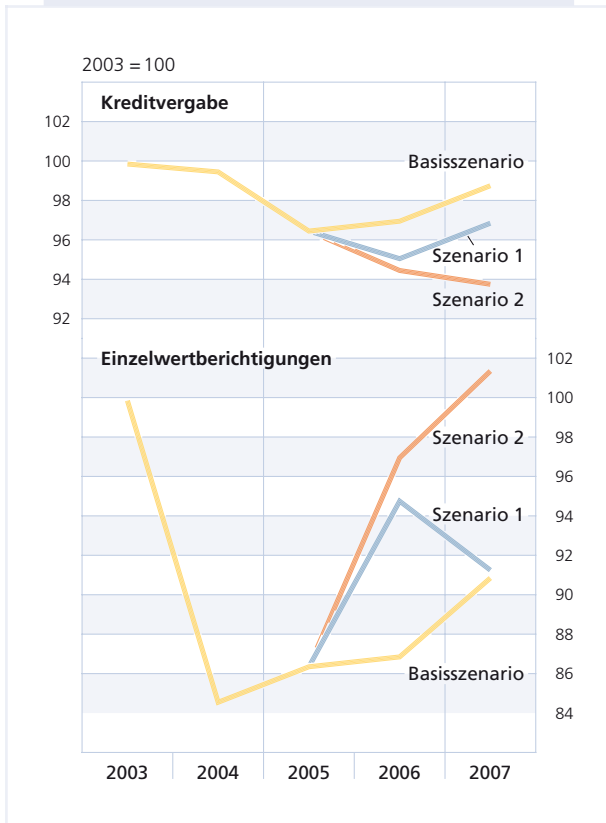
<sup>25</sup> Die Zahlen für Deutschland und für die übrigen Länder sind allerdings nur bedingt miteinander vergleichbar: Für Deutschland werden Derivate nämlich nach § 14 KWG zu ihrem Kreditäquivalenzbetrag in der Statistik ausgewiesen, während für die anderen Länder Derivate zu ihrem Marktwert erfasst werden.

<sup>26</sup> Kreditinstitute, bei denen das Kreditvolumen an Kreditnehmer mit Sitz außerhalb des EWR, der Schweiz, der USA, Kanadas, Japans, Australiens und Neuseelands insgesamt 10 Mio € übersteigt, müssen auf Grund der Länderrisikoverordnung Meldung zum Auslandskreditvolumen gemäß § 25 Abs. 3 KWG machen.

<sup>27</sup> Neben den Sicherheiten gemäß § 20 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 KWG fallen unter diesen Begriff beispielsweise auch das Kreditrisiko mindernde Derivatepositionen.

Schaubild 1.3.13

**MAKROSTRESSTEST**



Basisszenario: Einschwenken der deutschen Volkswirtschaft auf Potenzialwachstum. Szenario 1: Dauerhafte Zinserhöhung um 100 Basispunkte, verbunden mit einem um 0,5 %-Punkte unterhalb der Potenzialwachstumsrate liegenden Wachstum in 2006; Einschwenken auf Potenzialwachstum in 2007. Szenario 2: Nullwachstum in den Jahren 2006 und 2007 bei unverändertem Zinsniveau.

DEUTSCHE BUNDESBANK

würde die Kreditvergabe der deutschen Banken den Tiefpunkt durchschreiten und kontinuierlich anziehen, auch wenn der Höchststand von Ende 2001 im Prognosezeitraum 2006/2007 noch nicht wieder erreicht wird. Die Höhe der Wertberichtigungen bliebe im Jahr 2006 fast unverändert und würde dann – auf Grund der anziehenden Kreditvergabe – im Jahr 2007 leicht steigen. Die Wertberichtigungsquote dürfte in diesem Szenario somit annähernd

konstant bleiben. Die Profitabilität im deutschen Bankensystem sollte sich mit der steigenden Kreditnachfrage ebenfalls verbessern.

Gegenüber diesem Basisszenario werden zwei Schocks simuliert. Die beiden Stressszenarien unterstellen folgende Entwicklungen über einen Zweijahreshorizont:

*Stressszenarien ...*

Szenario 1: Eine dauerhafte Zinserhöhung um einen Prozentpunkt ab dem Jahr 2006 verbunden mit einem gesamtwirtschaftlichen Wachstum, das im Jahr 2006 um ein halbes Prozent unter Potenzial bleibt, um dann im Jahr 2007 verzögert auf den Potenzialpfad einzuschwenken.

Szenario 2: Nullwachstum in den Jahren 2006 und 2007 bei unverändertem Zinsniveau.

Das erste Szenario eines Zinsschocks könnte im Zusammenhang mit einer deutlichen Abwertung des US-Dollar stehen. Denkbar wäre, dass der langfristige Zins in den USA ansteigt, wenn die Bereitschaft der Welt, das Leistungsbilanzdefizit der USA zu finanzieren, abnehme. Dies könnte wegen des internationalen Zinszusammenhangs an den Finanzmärkten auf die europäischen Zinsen überschwappen. Das zweite Szenario eines Rückfalls in die realwirtschaftliche Stagnation könnte das Ergebnis mehrerer belastender Komponenten sein, zu denen auch ein dauerhaft hoher Ölpreis sowie eine Belastung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen durch eine Dollar-Abwertung gehören könnten.

Im ersten Szenario steigen die Wertberichtigungen der Kreditinstitute zwar temporär an. Die zunächst weiter sinkende Kreditvergabe

*... und ihre Auswirkungen*

Kasten 1.6

**MAKROSTRESSTESTS**

Makrostresstests untersuchen, wie stark sich konjunkturelle Schocks auf die Qualität des Kreditportfolios auswirken und ob sie die Stabilität der Banken gefährden. Hierzu werden die künftigen Kreditausfälle und Wertberichtigungen mit Hilfe eines Regressionsansatzes prognostiziert. Der hier verfolgte Ansatz spezifiziert ein Zweigleichungssystem für das Kreditrisiko und die Kreditentscheidungen der Banken. Die Grundstruktur des gewählten Panelregressionsansatzes sieht wie folgt aus:

$$(1) \lambda_{it} = 0,16 \cdot \lambda_{i,t-1} + 1,6 \cdot \Delta K_{it} - 11,9 \cdot \Delta y_t + 0,07 \cdot \Delta r_t$$

$$(2) \Delta K_{it} = 0,02 \cdot \Delta K_{i,t-1} + 1,71 \cdot \Delta y_t - 0,01 \cdot \Delta r_t$$

Das Kreditrisiko der Bank  $i$  zum Zeitpunkt  $t$  wird mit Hilfe der Wertberichtigungsquote,  $wq$ , gemessen. Die Logittransformation mittels  $\lambda = \ln wq - \ln(1-wq)$  berücksichtigt, dass die Wertberichtigungsquote stets positiv ist. Als erklärende Makrofaktoren gehen in die Risikogleichung das BIP-Wachstum  $\Delta y_t$  und die (jährlichen) Änderungen des risikolosen Einjahreszinses  $\Delta r_t$  ein. Als weiterer (institutspezifischer) Erklärungsfaktor erweist sich vor allem das aktuelle Kreditwachstum  $\Delta K_{it}$  der jeweiligen Bank als signifikant, das selbst wiederum durch vergangenes Kreditwachstum sowie durch BIP-Wachstum und Zinsen erklärt werden kann.<sup>1)</sup> Der Ansatz ermöglicht es, einen nichtlinearen Zusammenhang zwischen aggregiertem Kreditrisiko und erklärenden Makrofaktoren zu modellieren. Dies erfolgt durch die Verwendung der nichtlinearen Logittransformation

für die Wertberichtigungsquoten sowie durch die explizite Berücksichtigung der Heterogenität der Kreditportfolios auf Grund der verwendeten Paneldaten und -methoden.

Die Schätzungen bestätigen den entscheidenden Einfluss der Makrofaktoren auf das Kreditrisiko der Banken. Sinkt die volkswirtschaftliche Produktion um ein Prozent, so ist mit einem Anstieg der Wertberichtigungen von 11 % bis 12 % zu rechnen. Ein unerwarteter Zinsanstieg von einem Prozentpunkt lässt im Schnitt die Wertberichtigungen um etwa 17 % steigen.

Neben den makroökonomischen Faktoren spielen institutsspezifische Größen für die Höhe der Wertberichtigungen in den jeweiligen Kreditportfolios eine wichtige Rolle, insbesondere die durchschnittliche Kreditqualität. Als gute Proxyvariablen hierfür haben sich die Wertberichtigungen des Vorjahres und vor allem das aktuelle Kreditwachstum herausgestellt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Kreditwachstum eng mit der allgemeinen konjunkturellen Lage verknüpft ist.

Das Modell mit den Gleichungen (1) und (2) kann die künftige Entwicklung von Wertberichtigungen im Kreditgeschäft auf der Grundlage von Stressszenarien für das gesamtwirtschaftliche Wachstum und die Zinsentwicklung simulieren und die Stabilität des Bankensystems gegenüber makroökonomischen Schocks prüfen.

<sup>1</sup> Das so spezifizierte Modell wurde mit Hilfe eines dynamischen Panelansatzes geschätzt. Dabei wurde insbesondere durch die Wahl eines GMM-Schätzers berücksichtigt, dass

das Kreditwachstum in Gleichung (1) eine endogene Größe ist und entsprechend durch verzögerte Werte instrumentalisiert werden muss.

Schaubild 1.3.14

### MARKTRISIKEN IN DEN BANKPORTFOLIOS

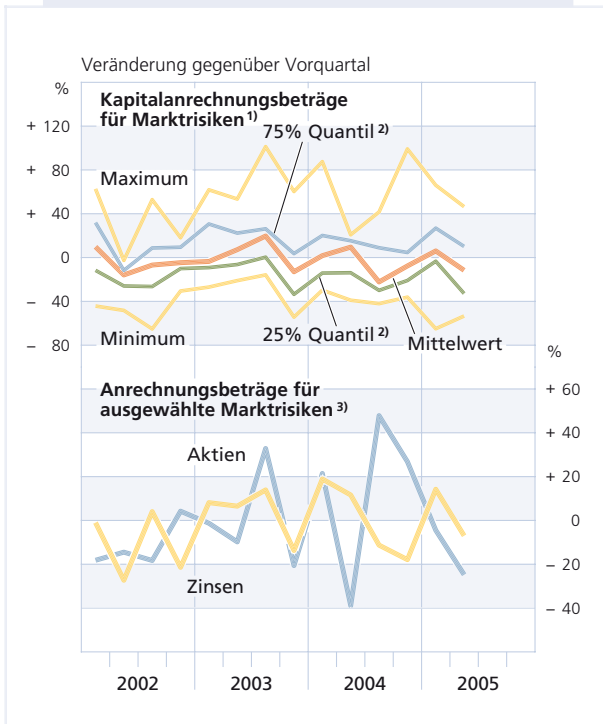
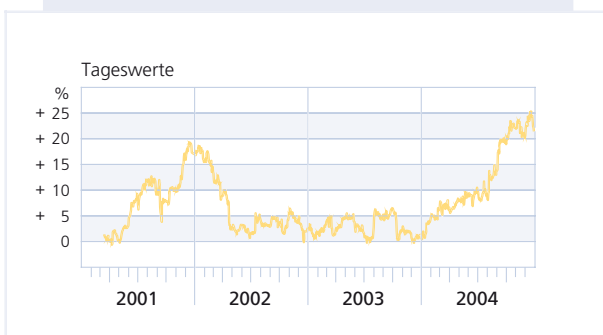


Schaubild 1.3.15

### KORRELATION DER HANDELSERGEBNISSE\*)



**1** Banken mit eigenem Marktrisikomodell. — **2** Wert, den 75% (25%) der Kreditinstitute unterschreiten. — **3** Im Handelsbuch nach Grundsatz I. Basierend auf den Banken, die ein eigenes Marktrisikomodell haben und das jeweilige Risiko auch explizit modellieren. — \* Daten von zwölf Instituten mit eigenem Marktrisikomodell. In einem rollierenden Fenster von 50-Tages-Beobachtungen wird das Handelsergebnis jeder einzelnen Bank mit dem Handelsergebnis jeder anderen Bank korreliert. Bei zwölf Banken ergeben sich somit 66 paarweise Korrelationen, deren Mittelwert gebildet wird.

DEUTSCHE BUNDESBANK

und das unterstellte, verzögerte Einschwenken auf das Wachstum des Basisszenarios reichen aber aus, um die Korrektur für das Jahr 2007 einzuleiten. Das zweite Szenario hingegen treibt die Wertberichtigungen, die im Jahr 2007 sogar das Niveau von 2003 übertreffen, über den gesamten Prognosezeitraum an. Die Kreditvergabe würde dabei ihren Abwärtstrend fortsetzen.

Die Stresstests deuten darauf hin, dass die deutschen Institute zur Zeit einen Zinsschock relativ gut verkraften könnten. Eine länger anhaltende schwache Wirtschaftsentwicklung könnte jedoch bei schwach kapitalisierten Banken zu Problemen hinsichtlich der Ertragslage und der Eigenkapitalausstattung führen.

### Marktrisiken deutscher Banken

Die Marktrisiko-Kapitalanforderungen<sup>28)</sup> der deutschen Banken mit eigenem Marktrisikomodell haben sich im Laufe des Jahres 2004 und bis zum zweiten Quartal 2005 nicht wesentlich erhöht. Am aktuellen Rand ist sogar ein leichter Rückgang zu verzeichnen. Unter Risikoaspekten ist zudem positiv zu werten, dass die relativen Veränderungen der Anrechnungsbeträge für Marktrisiken eine deutliche Spannweite zeigen. Diese Heterogenität im zeitlichen Profil von Auf- und Abbau der Marktpreisrisiken dämpft das systemische Risiko aus dem Marktbereich.

*Keine wesentliche Zunahme bei Marktrisikokapitalanforderungen...*

Die Disaggregation der Anrechnungsbeträge des Marktrisikos in seine zwei wichtigsten

**28** Die Kapitalanforderungen aus einem Marktrisikomodell entsprechen dem im Modell errechneten Value-at-Risk, multipliziert mit einem durch die Bankenaufsicht festgesetzten Faktor.

Unterkomponenten – Zinsänderungsrisiko und Aktienkursänderungsrisiko – zeigt, dass die Risiken in beiden Kategorien im Vergleich zum Vorjahr ungefähr konstant geblieben sind. Der Rückgang der Anrechnungsbeträge ist somit auf beide Unterkomponenten zurückzuführen. Die deutschen Banken scheinen derzeit also in ihren Handelsbüchern umsichtig mit den Marktrisiken umzugehen.

### Korrelation der Handelsergebnisse

*...jedoch Anstieg der Korrelation bei den Handelsergebnissen der Banken*

Mit Blick auf die Finanzstabilität erfordert indes der deutliche Anstieg der Korrelation der Handelsergebnisse im Laufe des Jahres 2004 erhöhte Wachsamkeit (siehe Schaubild 1.3.15 auf S. 63). Gemessen als Mittelwert der paarweisen Korrelationen der täglichen Handelsergebnisse von zwölf deutschen Banken mit eigenem Marktrisikomodell lag der Gleichlauf Ende 2004 sogar über dem Niveau der Stresssituation um den 11. September 2001.

Zu beachten ist allerdings, dass in dieses Maß die paarweisen Korrelationen der Banken ungewichtet einfließen, so dass alle Banken unabhängig von ihrer Größe dasselbe Gewicht erhalten. Solche Größeneffekte werden dagegen bei einem Diversifikationsindex<sup>29)</sup> berücksichtigt. Dieser deutet darauf hin, dass trotz des Anstiegs der paarweisen Korrelationen nach wie vor bedeutende Diversifikationseffekte vorhanden sind.

### Marktrisikostresstest

Zur besseren Einschätzung des Marktrisikos führt die Bundesbank regelmäßig Stresstests

bei einer repräsentativen Auswahl deutscher Banken durch. Dabei werden die Auswirkungen extremer, gleichwohl möglicher Situationen auf die bilanziellen und außerbilanziellen Positionen von Banken simuliert. So wird erkennbar, ob Banken über genügend Eigenkapital verfügen, um die unterstellten Stresssituationen ohne Gegenmaßnahmen zu verkraften.

*In regelmäßigen Stresstests werden die Auswirkungen extremer Situationen auf das haftende Eigenkapital simuliert*

Die unterstellten Szenarien betreffen die bedeutendsten Marktrisiken der deutschen Banken, das heißt das Zinsrisiko, das Aktienkursrisiko, das Wechselkursrisiko sowie das Volatilitätsrisiko. Die Banken ermitteln auf der Basis vorgegebener Szenarien die Marktwertveränderungen sämtlicher Positionen des Anlage- und auch des Handelsbuchs.

Hinsichtlich des Zinsänderungsrisikos wurden verschiedene Arten von Verschiebungen der Zinsstrukturkurve untersucht. Auffallend ist, dass sich mehrere Institute gegen einen Zinsanstieg abgesichert haben. Die Erwartung anziehender Renditen wurde von diesen Instituten durch das Eingehen von Short-Positionen im Zinsbereich oder den Erwerb von Verkaufsoptionen umgesetzt. Laut Stresstest wären die potenziellen Gewinne dabei so hoch, dass sie die Verluste im Kreditbuch, die bei einem Zinsanstieg resultieren, übersteigen.

*Insbesondere große Banken gegen steigende Zinsen abgesichert*

Die Bedeutung von Short-Positionen im Zinsbereich beziehungsweise die Verwendung von

<sup>29</sup> Dieser berechnet sich als Quotient aus dem Value-at-Risk der aggregierten Handelsbestände aller Banken und der Summe der bankindividuellen Value-at-Risks. Während dieser in Folge des 11. September 2001 auf rund 0,75 anstieg, bewegte er sich in den vergangenen drei Jahren in einem Band zwischen 0,3 und 0,6. (siehe hierzu auch: C. Memmel und C. Wehn (2005), The supervisor's portfolio: The market price risk from 2001 to 2003 – Analysis and models for risk aggregation, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 2, Studien zu Banken und Finanzwirtschaft, Nr. 02/2005)



Tabelle 1.1

**ERGEBNISSE DER STRESSTESTS IM MARKTRISIKO**

Marktwertänderungen in % des haftenden Eigenkapitals (gewichtete Mittelwerte)

Szenarien	2003	2004	2005
<b>Große, international tätige Banken</b>			
<b>Zinsstruktur</b>			
Drehung (+)	- 1,2	- 0,62	- 0,37
Parallel (+)	- 0,84	- 0,52	0,27
Peak (+)	- 0,37	- 0,15	- 0,17
Drehung (-)	1,16	0,63	0,55
Parallel (-)	0,70	0,60	0,11
Peak (-)	0,43	0,16	0,24
Euro-Aufwertung	- 0,29	0,07	- 0,05
Euro-Abwertung	0,19	0,18	0,36
Aktienkursrutsch	- 9,86	- 8,00	- 9,33
Volatilität	-	-	0,26
<b>Mittlere und kleinere Banken<sup>1)</sup></b>			
<b>Zinsstruktur</b>			
Drehung (+)	- 0,97	- 1,15	- 0,76
Parallel (+)	- 1,00	- 1,29	- 0,92
Peak (+)	- 0,42	- 0,49	- 0,22
Drehung (-)	0,98	1,07	0,82
Parallel (-)	0,97	1,31	1,01
Peak (-)	0,42	0,43	0,23
Euro-Aufwertung	- 0,05	- 0,35	- 0,75
Euro-Abwertung	0,08	0,44	0,66
Aktienkursrutsch	- 0,60	- 1,57	- 1,18
Volatilität	-	-	0,11

Verkaufsoptionen hat seit 2003 bei den größeren Instituten merklich zugenommen. Hin- gegen sind bei den mittleren und kleineren Instituten nach wie vor Long-Positionen im Zinsbereich dominant, was darauf hindeu- tet, dass diese Banken eine eher traditionelle Buy-and-Hold-Strategie verfolgen. Aber auch bei diesen Banken ist festzustellen, dass sie die möglichen Verluste im Fall eines abrupten Zinsanstiegs im Vergleich zu den beiden Vor- jahren reduziert haben.

*Long-Positionen im Zinsbereich dominieren bei mittleren und kleineren Instituten*

Hinsichtlich der Aktienmärkte stellt der Stresstest fest, dass die Risiken bei den großen Banken wesentlich höher sind als bei den mitt- leren und kleineren Banken. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass große, international tätige Banken im Allgemeinen über größere Aktien- beziehungsweise Beteiligungsbestän- de verfügen. Diese Banken dürften auf Grund der Aktienkurssteigerungen während der ver- gangenen Monate auch eher stille Reserven aufgebaut haben, die als Verlustpuffer dienen. Vor diesem Hintergrund dürften die in der Tabelle genannten Zahlen die tatsächliche Ri- sikosituation zum Teil deutlich überzeichnen. Außerdem gibt das Aktienkursrisiko angesichts der Tatsache, dass es derzeit keine Anzeichen für Übertreibungen an den Aktienmärkten gibt, keinen Anlass zu besonderer Besorgnis.

*Aktienkursrisiko deutscher Banken*

Tabelle 1.2

**ERLÄUTERUNG DER SZENARIEN**

Veränderungen in Basispunkten<sup>2)</sup>

Szenarien	kurz- fristig <sup>3)</sup>	mittel- fristig <sup>4)</sup>	lang- fristig <sup>5)</sup>
<b>Zinsstruktur</b>			
Drehung (+)	110	60	40
Parallel (+)	70	70	70
Peak (+)	0	30	0
Drehung (-)	- 110	- 60	- 40
Parallel (-)	- 70	- 70	- 70
Peak (-)	0	- 30	0
Euro-Aufwertung/ Abwertung	Aufwertung/Abwertung des Euros um 15 %. <sup>2)</sup>		
Aktienkursrutsch	Rückgang der Aktienkurse um 30 % simultan auf allen Märkten. <sup>2)</sup>		
Volatilität	Zunahme der Volatilität der Aktien- und Wechselkurse um 20 Prozentpunkte. <sup>2)</sup> (Sze- nario zu den Vorjahren nicht vergleichbar)		

Insgesamt zeigen die Ergebnisse des Tests, dass die befragten Institute in der Lage sind, die unterstellten Schocks in den Marktpreisen zu verkraften. Die wichtigsten Risiken resul- tieren aus einer Änderung der Zinsen beziehungsweise der Aktienkurse. Die Risiken aus einer Wechselkursänderung beziehungsweise aus einer Zunahme der Volatilität sind wie in den Vorjahren als recht gering einzustufen.

*Stresstest erneut bestanden*

**1** Sieben Institute. — **2** Innerhalb eines Tages. — **3** Höchstens drei Monate. — **4** Mehr als drei Monate, aber höchstens fünf Jahre. — **5** Mehr als fünf Jahre.



## Ertragslage einzelner Bankengruppen

### Allgemeine Trends

*Profitabilität  
gefestigt*

Die Profitabilität des deutschen Bankensystems hat sich im Laufe dieses Jahres leicht gefestigt. Dies zeigt sich insbesondere bei solchen Banken, bei denen die Kosten aus vorangegangenen Umstrukturierungen im Kosten- und Risikomanagement nun auslaufen und die Wertberichtigungen deutlich zurückgehen. Weitere Profitabilitätssteigerungen dürften vor diesem Hintergrund nur möglich sein, wenn die Kreditqualität international auf hohem Niveau bleibt und sich auch national weiter stabilisiert.

*Verbessertes  
Bewertungs-  
ergebnis*

Das Bewertungsergebnis war schon im Jahr 2004 auf ein Niveau zurückgekehrt, wie es in Deutschland in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre üblich war. Für dieses Jahr zeichnet sich nach vorläufigen Informationen ein weiterer Rückgang ab. Angesichts der vorsichtigen Kreditpolitik der letzten Jahre und der entspannten Risikolage insbesondere im Geschäft mit großen Firmenkunden erscheint dieser Rückgang nachvollziehbar. Auch die Bestände an notleidenden Krediten – gemessen als Kredite mit Einzelwertberichtigungsbedarf – gehen zurück. Ihr Anteil am Bruttokundenkreditvolumen ist im Jahr 2004 auf 5,1 % gefallen, womit der Gipfel im Jahr zuvor mit einem Wert von 5,3 % überwunden sein dürfte. Auf Grund des typischen zeitlichen Nachlaufs bei den problembehafteten Krediten wird die Rückkehr zum längerfristigen Durchschnittsniveau noch Zeit benötigen. Auch zeigt sich dieser Abbau noch nicht durchgängig in allen Sektoren des deutschen Bankensystems.

Schaubild 1.3.16

### BEWERTUNGSERGEBNIS\*) DEUTSCHER BANKEN

in % der durchschnittlichen Bilanzsumme

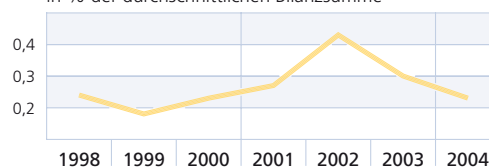
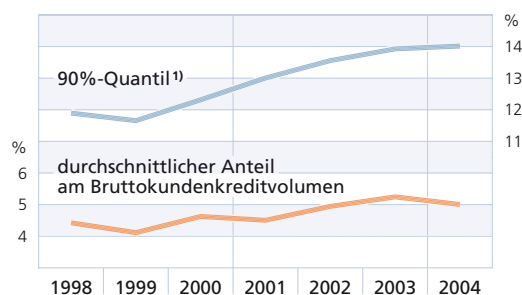


Schaubild 1.3.17

### NOTLEIDENDE KREDITE\*\*) IM DEUTSCHEN BANKENSYSTEM



\* Nettoaufwand für die Bewertung von Krediten, Forderungen und Wertpapieren. — \*\* Anteil der Kredite mit Einzelwertberichtigungsbedarf am Bruttokundenkreditvolumen. — 1 Wert, den 90% aller Banken nicht überschreiten.

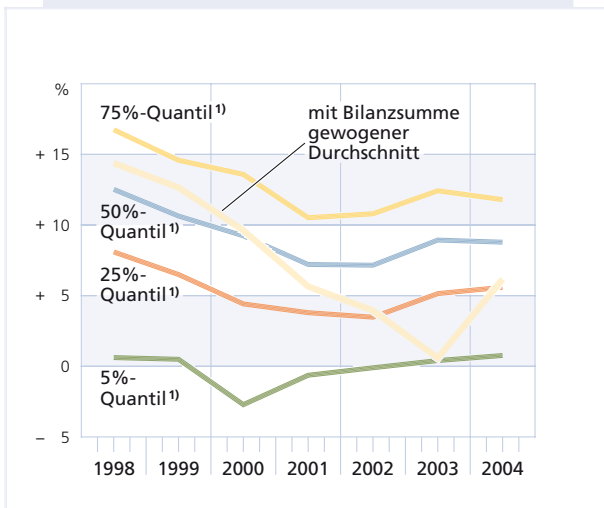
DEUTSCHE BUNDESBANK

Bei der Beurteilung dieser Werte ist indes zu berücksichtigen, dass bislang keine international einheitliche Definition des Begriffs „notleidende Kredite“ (NPL) besteht. Während viele Länder NPL nach dem Kriterium „90-Tage-Zahlungsverzug“ abgrenzen, erfolgt in Deutschland die entsprechende Abgrenzung durch die Kennziffer „Kredite mit Einzelwertberichtigungsbedarf“. Diese Definition ist weiter gefasst als diejenige unter Anwendung des

*Fehlende  
internationale  
Vergleichbarkeit*

Schaubild 1.3.18

**VERTEILUNG DER EIGENKAPITALRENDITE \*) DEUTSCHER BANKEN**



\* Verhältnis des Ergebnisses vor Steuern zum bilanziellen Eigenkapital. — 1 Wert, den 75% (50%, 25%, 5%) aller Kreditinstitute unterschreiten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

90-Tage-Kriteriums. Zudem wird in Deutschland der NPL-Bestand auf Bruttobasis ausgewiesen, das heißt vor Abzug von Wertberichtigungen. Tendenziell dürften somit der ermittelte NPL-Bestand und die NPL-Quote in Deutschland auf Grund der weiter gefassten Definition höher sein als in den meisten anderen Ländern. Die deutschen Zahlen sind somit allenfalls intertemporal, nicht aber international vergleichbar.

Effizienz wieder erholt

Maße für die Effizienz, wie die Aufwand-Ertrags-Quote oder die Abweichung von der Minimalkostenkombination (siehe Kasten 1.8 auf S. 69), haben sich wieder auf Niveaus eingestellt, wie sie in den Jahren vor 2001 auftraten. Damit dürften jene Überkapazitäten im Wesentlichen wieder vom Markt genommen

sein, die sich im Zusammenspiel von expansivem Streben vieler Banken in teilweise nicht nachhaltige Geschäftsfelder gegen Ende der neunziger Jahre einerseits und Nachfrageeinbruch zu Beginn des Millenniums andererseits aufgebaut hatten. Weitere, durchaus notwendige Fortschritte bei den Kosten dürften nun aber zunehmend schwieriger zu realisieren sein.

Insgesamt zeigen sich Anzeichen für eine Festigung der Ertragslage der deutschen Kreditinstitute.<sup>30)</sup> Für den Median unter den deutschen Kreditinstituten lag die Eigenkapitalrentabilität im Jahr 2004 praktisch auf dem Niveau des Jahres 2000. Dies galt freilich noch nicht für den gewichteten Durchschnitt, weil insbesondere die großen Banken ihre Anpassungen noch nicht abgeschlossen hatten. Auch fehlt weiterhin die Unterstützung seitens der konjunkturellen Dynamik, ohne die das Einschlagen eines nachhaltigen Expansionskurses auf der Erlösseite wesentlich erschwert wird.

Ertragslage zuletzt verbessert

**Entwicklung großer, international tätiger Banken**

Die Spuren der realwirtschaftlichen Belastungen lassen sich in den Ergebnissen der großen, international tätigen Banken<sup>31)</sup> ablesen. Augenfällig ist das eklatante Auseinanderklaffen von operativem Ergebnis und Ergebnis vor Steuern in den Jahren 2001 bis

Ergebnisdivergenz getrieben von Abschreibungen ...

<sup>30</sup> Siehe: Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2004; in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht September 2005, S. 15 ff.

<sup>31</sup> Das Aggregat umfasst acht deutsche Banken aus allen drei Sektoren, deren Konzernbilanzsumme jeweils 250 Mrd € übersteigt und die in größerem Umfang auch auf internationalen Märkten tätig sind.

Kasten 1.7

**MARKT FÜR NOTLEIDENDE KREDITE**

Zum Rückgang der Volumina an notleidenden Krediten (Non-performing Loans, NPL) in den Bilanzen vieler deutscher Kreditinstitute haben die seit knapp zwei Jahren verstärkt zu beobachtenden Kreditverkäufe wesentlich beigetragen. Allein im vergangenen Jahr wechselten in Deutschland NPL – zumeist mit Immobilien besichert – im Nominalvolumen von circa 12 Mrd €<sup>1)</sup> den Besitzer. Dies macht mehr als die Hälfte des Rückgangs an NPL im Jahr 2004 aus. Auch in diesem Jahr fanden bereits mehrere Transaktionen statt beziehungsweise befinden sich derzeit in der Verhandlungsphase, so dass mit einem ähnlich hohen Verkaufsvolumen wie im Vorjahr zu rechnen ist.

Aus einzelwirtschaftlicher Sicht kommt diesen Verkäufen eine hohe Bedeutung zu: So hat sich im Durchschnitt die NPL-Quote bei denjenigen Instituten, die aktiv Kreditverkäufe getätigt haben, um rund 20 % verringert.

Ausländische institutionelle Anleger gehören zu den wichtigsten Käufern deutscher NPL. Die von diesen Käufern angestrebte Rendite von rund 20 % auf das Eigenkapital lässt sich oftmals nicht allein durch effiziente Verwertung von NPL oder durch die Nutzung von Skaleneffekten erzielen, sondern erfordert auch den Einsatz von Leverage in Form von Fremdfinanzierung ihrer Anlagen. Unter dem Aspekt des Risikotransfers ist wichtig, in

welchem Maße hiesige Kreditinstitute zu den Kreditgebern der Aufkäufer zählen. Mit Stand erstes Quartal 2005 haben deutsche Banken im Umfang von knapp 1 Mrd €<sup>2)</sup> Kredite an die vier bedeutendsten Käufer deutscher NPL ausgereicht, davon mehr als die Hälfte im Laufe der vergangenen zwölf Monate. Insgesamt ist sowohl auf Ebene der Kreditgeber als auch auf Ebene der Kreditnehmer eine breite Streuung zu beobachten, so dass aus dieser Kreditausreichung keine besonderen Konzentrationsrisiken in Deutschland entstehen. Darüber hinaus ist kein auffälliger Zusammenhang zwischen der Kreditvergabe einer einzelnen Bank an einen NPL-Käufer und dessen Aufkäufen von NPL dieser Bank festzustellen.

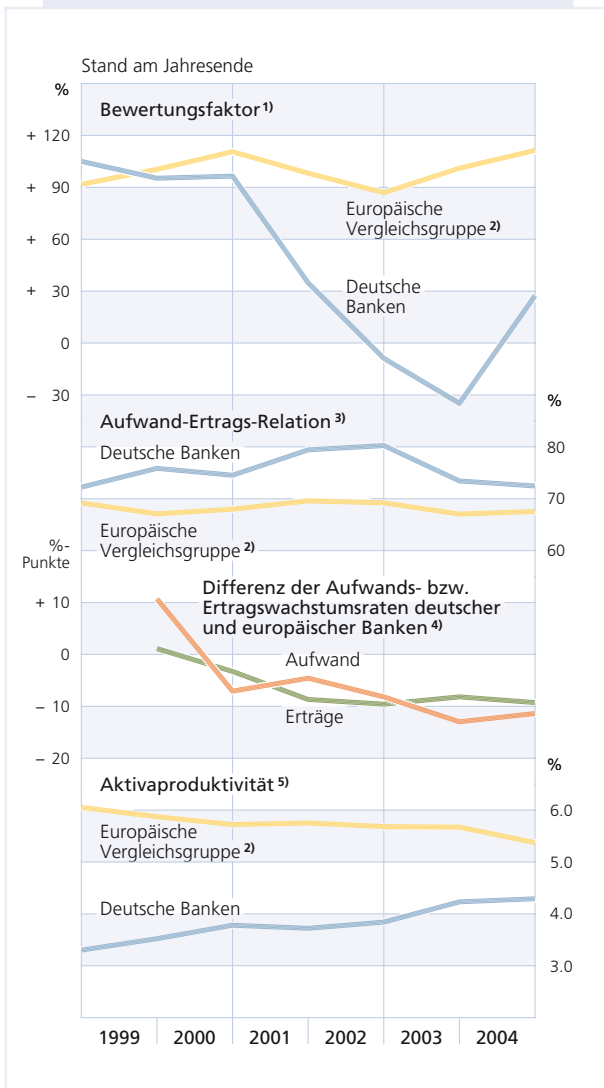
Aus Sicht der Finanzstabilität lässt sich insgesamt eine positive Zwischenbilanz ziehen: Durch die allmähliche Entwicklung eines funktionsfähigen Marktes für den Handel mit NPL eröffnet sich für die deutschen Banken ein weiteres Instrument des Kreditrisikotransfers. Kreditrisiken lassen sich damit flexibler variieren und leichter diversifizieren. Allerdings hat der junge deutsche NPL-Markt wohl auch von der Suche nach Rendite profitiert. Insofern muss er seine Aufnahmefähigkeit noch beweisen, wenn sich einmal die Präferenzen der Anleger hinsichtlich der verschiedenen Anlageklassen etwa im Umfeld wieder ansteigender Zinsen verändern.

<sup>1</sup> In dieser Zahl bleiben die nicht veröffentlichten Transaktionen unberücksichtigt. Oftmals werden Kreditverkäufe stillschweigend zwischen zwei Parteien ausgehandelt. Zu diesen

Geschäften sind auf systematischer Basis keine Informationen erhältlich. — <sup>2</sup> Quelle: Angaben aus der Millionen-Evidenzzentrale.

Schaubild 1.3.19

**KOMPONENTEN DER EIGENKAPITALRENDITE ACHT GROSSER, INTERNATIONAL TÄTIGER DEUTSCHER BANKEN**



Quelle: Bankscope und eigene Berechnungen. — **1** Verhältnis des Ergebnisses vor Steuern zum operativen Ergebnis (Summe aus Zins-, Provisions- und Handelsergebnis (operative Erträge) abzüglich Verwaltungsaufwand). — **2** 16 Banken mit einer Bilanzsumme von über 250 Mrd €. — **3** Verhältnis aus Verwaltungsaufwand zu den operativen Erträgen. — **4** Aufwands- bzw. Ertragswachstumsraten deutscher Banken abzüglich den entsprechenden Raten europäischer Banken. Eine relative Verbesserung der deutschen gegenüber den europäischen Banken liegt vor, wenn die Ertragswachstumsdifferenzen die Aufwandswachstumsdifferenzen übersteigen. — **5** Verhältnis der operativen Erträge zu den risikogewichteten Aktiva.

DEUTSCHE BUNDESBANK

2004. Hierin kommt zum Ausdruck, dass die deutschen Banken weit überdurchschnittliche Wertberichtigungen insbesondere auf Firmen- und Immobilienkredite sowie Abschreibungen auf Beteiligungen vornehmen mussten. Die Ergebnisdivergenz zwischen den deutschen und den anderen europäischen Banken<sup>32)</sup> war in diesen Jahren maßgeblich von den Abschreibungen getrieben.

Ein ähnliches Muster zeigt sich bei der operativen Effizienz, gemessen an der Aufwand-Ertrags-Quote. Die europäischen Banken mussten in den schwierigen Jahren 2001 und 2002 nur einen Anstieg der Aufwand-Ertrags-Quote um 1,2 Prozentpunkte hinnehmen, während sich die großen, international tätigen deutschen Banken um 5,7 Prozentpunkte verschlechterten. Dies lag vor allem daran, dass deren Erlöse ab dem Jahr 2001 deutlich hinter jene der europäischen Wettbewerber zurückfielen. In der Folge mussten sie mehr Kapazitäten vom Markt nehmen, unter anderem durch einen forcierten Personalabbau. Allerdings folgt daraus auch, dass die Annäherung der Ergebnisse deutscher Banken seit dem Vorjahr nicht eindeutig als Aufholprozess, sondern wohl auch als eine Normalisierung nach der Bereinigung der Sondersituation zu bewerten ist. Immerhin ist dies unter weiterhin schwierigen Marktbedingungen gelungen. Es bleibt jedoch nach wie vor ein Rückstand in der durchschnittlichen Leistungsfähigkeit der meisten großen, international tätigen Banken aus Deutschland.

... und Rückschlag bei der Effizienz

<sup>32</sup> Die Vergleichsgruppe besteht aus 16 europäischen Banken, die – wie die deutsche Gruppe – eine Bilanzsumme von über 250 Mrd € aufweisen und für die eine durchgängige Datenbasis zur Verfügung stand.

Kasten 1.8

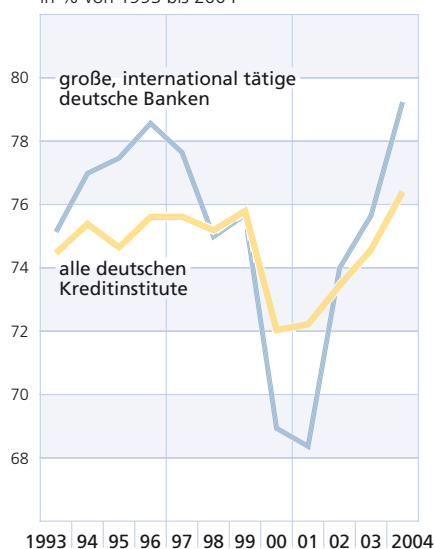
### MESSUNG DER KOSTENEFFIZIENZ MIT HILFE DER STOCHASTIC FRONTIER ANALYSIS

Zum Erstellen von Dienstleistungen und Finanzprodukten setzen Banken Produktionsfaktoren ein, die sie zu gegebenen Preisen nachfragen. Kosteneffizienz liegt dann vor, wenn eine Bank ein gegebenes Bündel an Output mit minimalen Kosten herstellt. Beobachtbare Mengen und Kosten erlauben die empirische Schätzung der effizienten Kostenfunktion. Abweichungen einzelner Banken vom Standard ergeben sich entweder aus (i) Zufallsfehlern oder (ii) suboptimal nachgefragten Faktormengen.<sup>1)</sup> Das Modell auf Basis der Stochastic Frontier Analysis beschreibt die Kosten in Abhängigkeit von den Outputmengen, den Faktorpreisen für Arbeit, Gebäude

und geliehene Finanzmittel sowie dem Eigenkapital. Hinzu kommt ein zusammengesetzter Störterm, dessen Komponenten weißes Rauschen und Ineffizienz repräsentieren. Ein Schätzer mit permanenten Effekten und zeitvarianter Effizienz macht die Banken aus den drei Säulen vergleichbar, indem er systematische Differenzen berücksichtigt. Bankspezifische Effizienz entspricht dem konditionalen Erwartungswert der Verteilung systematischer Abweichungen gegeben die Realisation des Störterms. Die bankspezifische Kosteneffizienz kann Werte zwischen 0 % und 100 % annehmen. Ein Wert von 90 % besagt, dass die Bank ihren Output mit 10 % geringeren Kosten hätte produzieren können.

#### KOSTENEFFIZIENZ

in % von 1993 bis 2004



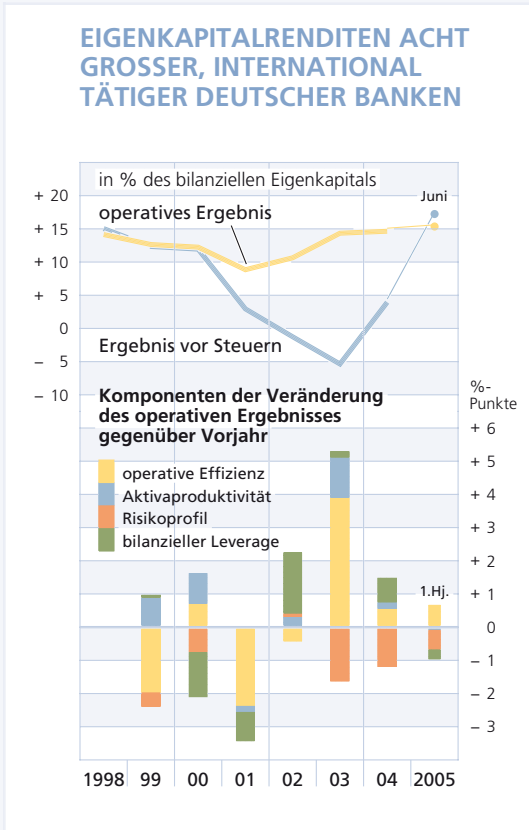
Das Modell schätzt für den Zeitraum von 1993 bis 2004 eine mittlere bankspezifische Kosteneffizienz von 74,7 %. Der durchschnittlichen Bank mit operativen Kosten von etwa 84 Mio € entgingen damit Einsparungen in Höhe von circa 21 Mio €. Der Einbruch der Kosteneffizienz in den Jahren 2000/2001 fällt auf. Viele Banken konnten den Grad an Effizienz ihrer Ressourcen und Plattformen nach dem Einsetzen der Börsenflaute sowie dem Rückgang der Kreditnachfrage nicht mehr halten. Eine mögliche Erklärung ist, dass die Banken damals auftretende Überkapazitäten kurzfristig nur eingeschränkt abbauen konnten. Der deutliche Anstieg der Effizienz in den Folgejahren zeigt die erheblichen Anstrengungen der Banken um Kostenkontrolle.

<sup>1</sup> Vgl.: M. Koetter (2005): Measurement matters – Input price proxies and bank efficiency in Germany; in: Diskussionspapier

des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 2, Studien zu Banken und Finanzwirtschaft, Nr. 01/2005.

Kasten 1.9

ZERLEGUNG DER EIGENKAPITALRENDITE IN EINZELNE KOMPONENTEN



Die Eigenkapitalrendite (Return on Equity RoE), definiert als Quotient von Ergebnis vor Steuern (R) und bilanziellem Eigenkapital (E), lässt sich sukzessive um die Variablen operatives Ergebnis (opR), operative Erträge (Income opJ), risikogewichtete Aktiva<sup>1)</sup> (RWA) und Gesamtaktiva (A) erweitern:

$$\frac{R}{E} = \frac{R}{opR} \cdot \frac{opR}{opJ} \cdot \frac{opJ}{RWA} \cdot \frac{RWA}{A} \cdot \frac{A}{E}$$

(1)      (2)      (3)      (4)      (5)

- (1) Das Verhältnis Ergebnis vor Steuern zu operativem Ergebnis (R/opR) ist der Bewertungsfaktor. Er zeigt den Einfluss von Risikovorsorge und Sonderabschreibungen sowie des Saldos der sonstigen Erträge/Aufwendungen auf das Gesamtergebnis.
- (2) Das Verhältnis des operativen Ergebnisses zu den operativen Einnahmen (opR/opJ) ist die operative Effizienz. Sie entspricht dem Wert (1 – Aufwand-Ertrags-Relation).
- (3) Das Verhältnis der operativen Einnahmen zu den risikogewichteten Aktiva (opJ/RWA) ist die Aktivproduktivität. Sie gibt einen Eindruck vom Ertrag in Relation zum Risiko.
- (4) Das Risikoprofil misst sich am Verhältnis der risikogewichteten Aktiva zu den Gesamtaktiva (RWA/A).
- (5) Schließlich definiert der bilanzielle Leverage das Verhältnis von Aktiva zum Eigenkapital (A/E).

Fasst man die Terme (3), (4) und (5) zusammen, so ergibt sich die Ertragseffizienz (opJ/E), die den Beitrag der Einnahmenseite zum RoE zeigt.

Die Terme (2), (3), (4) und (5) zusammen zeigen den in der Grafik gelb dargestellten operativen Return on Equity.

Die Balken stellen die Beiträge der im operativen Return on Equity zusammengefassten Komponenten zu seiner Veränderung dar.

<sup>1</sup> Einschl. Markttrisikopositionen

*Aktivproduktivität erhöht*

Neben diesem Normalisierungstrend bei den Wertberichtigungen und bei der Kosteneffizienz fällt auf, dass die deutschen Banken kontinuierlich ihre Aktivproduktivität erhöhen konnten. Dies gelang gegen den Trend bei den europäischen Banken, deren Aktivproduktivität allmählich gesunken ist, was wohl auch im Einklang mit der Verflachung der Zinsstruktur und dem Rückgang der Risikoaufschläge in vielen Kreditmärkten steht. Dies deutet darauf hin, dass die deutschen Banken wichtige Fortschritte bei der Steuerung des ökonomischen Kapitals und damit bei der Orientierung an Ertragschancen gemacht haben.

*Eigenkapitalrentabilität nähert sich internationalem Standard an*

Im laufenden Jahr dürften sich die wichtigsten Trends in der Ertragslage fortsetzen. Soweit gegen Jahresende keine größeren Unternehmensinsolvenzen mehr auftreten, dürfte sich die Schere zwischen operativem Ergebnis und Ergebnis vor Steuern in Deutschland weitgehend schließen. Schon dies allein führt die Eigenkapitalrentabilität deutscher Banken näher an den internationalen Standard heran. Die Erholung der Kosteneffizienz sollte sich im Kern ebenfalls fortsetzen. Auch die Fortschritte in der Aktivproduktivität dürften erhalten bleiben. Die wieder gewonnenen Spielräume nach dem Korrekturprozess zeigen sich auch daran, dass die großen, international tätigen Banken im Aggregat ihre risikogewichteten Aktiva seit Jahresbeginn 2005 erstmals nach rund drei Jahren wieder erhöht haben.

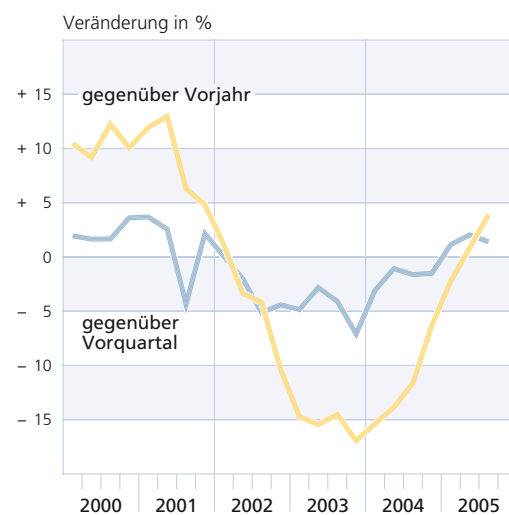
### Entwicklung der Landesbanken

*Neuausrichtung dauert an*

Die Neuausrichtung der Geschäftstätigkeit einer Reihe von Landesbanken, die durch

Schaubild 1.3.20

### RISIKOGEWICHTETE AKTIVA ACHT GROSSER, INTERNATIONAL TÄTIGER DEUTSCHER BANKEN



DEUTSCHE BUNDESBANK

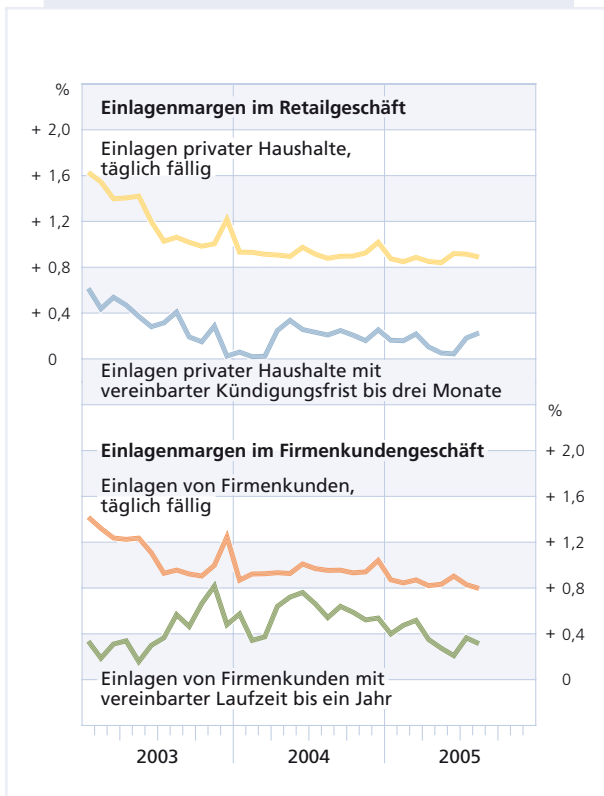
den Wegfall von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung erforderlich wurde, dauert noch an. Viele Maßnahmen zielten darauf ab, ein hinreichendes Rating zu erzielen oder zu erhalten. Dazu gehören insbesondere die Stärkung des Geschäfts- und Risikoverbundes mit den Sparkassen, Kapitalmaßnahmen und eine teilweise erhebliche Liquiditätsbevorratung.

Die Neuadjustierung der Geschäftsmodelle hat noch nicht überall eine belastbare Basis für eine nachhaltige Verbesserung der Ertragslage geschaffen. Zwar entwickelten sich die Vorsteuerergebnisse im ersten Halbjahr 2005 teilweise beachtlich; ein Großteil der Verbesserungen resultiert aber aus dem Rückgang der Risikovorsorge. Operativ mussten dagegen



Schaubild 1.3.21

**ZINSMARGEN DEUTSCHER BANKEN IM EINLAGENGESCHÄFT\*)**



Quellen: Harmonisierte EWU-Zinsstatistik, Bloomberg und eigene Berechnungen. — \* Die Margen für nicht täglich fällige Einlagen werden auf Basis der im Neugeschäft dominierenden Laufzeit als Differenz zu Bankschuldverschreibungen mit gleicher Laufzeit berechnet. Um Mengeneffekte im Zeitablauf weitestgehend auszuschließen, werden die Volumina konstant gehalten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

in der Konzernabgrenzung von den sieben Landesbanken im Jahr 2004 (gegenüber dem Vorjahr) fünf und im ersten Halbjahr 2005 (gegenüber dem Vorjahrs Halbjahr) vier Institute rückläufige Erträge hinnehmen, wobei sich hinsichtlich der Einzelkomponenten Zinsüberschuss, Provisionsüberschuss und Handelsergebnis ein gemischtes Bild ergibt. Mittelfristig bedarf es deutlich ergiebigerer Einnahmequellen, sei es aus Geschäft mit Firmen- und

Privatkunden oder aus ausgewählten Nischenmärkten. Geschäftsmodelle, die vorrangig auf Ergebnisbeiträge aus dem Verbundgeschäft mit den angeschlossenen Sparkassen setzen, dürften kaum die mittelfristig notwendige Profitabilität sicherstellen.

**Entwicklung der Sparkassen und Kreditgenossenschaften**

Die Institute, die auf das stetigere Geschäft mit den Kleinanlegern auf der Passivseite und mit Krediten für den Eigenheimbau und an mittelständische Unternehmen auf der Aktivseite fokussiert sind, wurden vom Einbruch zu Beginn der Dekade weitaus weniger stark betroffen. Gleichwohl vollziehen sich auch auf diesen Märkten bedeutsame mittelfristige Verschiebungen, die das Umfeld für Profitabilität und Stabilität nachhaltig verändern. Hierzu gehört insbesondere der enorme Wettbewerb auf der Einlagenseite durch innovative Produkte und neue Konkurrenten, der Druck auf die Margen ausübt. Zugleich erfassen neue Konkurrenzbeziehungen zunehmend auch die Kreditmärkte für die privaten Haushalte, also für Konsumentenkredite und Hypothekendarlehen.

*Mittelfristige Veränderungen im Retailgeschäft*

*Zinsüberschuss unter Druck*



Kasten 1.10

**ERFOLG VON FUSIONEN**

Angesichts des enormen Fusionstempos, das insbesondere die Kreditgenossenschaften über viele Jahre vorlegten, stellt sich die Frage nach dem Erfolg der bisherigen Konsolidierungswelle.

Eine aktuelle Untersuchung<sup>1)</sup> mittels einer Stochastic Frontier Analysis (vgl. Kasten 1.8) bestimmt den Erfolg fusionierender Banken anhand zweier Merkmale: dem Niveau und der Veränderung der Kosteneffizienz. Fusionierte Banken werden dabei mit den Mittelwerten für eine Kontrollgruppe im gesamten Beobachtungszeitraum nicht fusionierender Banken verglichen. Die Tabelle teilt die Institute in vier Gruppen ein; getrennt danach, inwieweit die neue Bank nach der Fusion über- oder unterdurchschnittlich effizient arbeitete und/oder ihre Effizienz über- oder unterdurchschnittlich steigern konnte (Erfolg/Misserfolg). Demnach beträgt bis zu einem Zeitraum von neun Jahren nach erfolgter Fusion der Anteil der in Gruppe I kategorisierten Zusammenschlüsse etwa 50 %. Somit ist immerhin jede zweite Fusion ein eindeutiger Erfolg hinsichtlich Niveau und Verbesserung der Kosteneffizienz.

Über alle Fusionen hinweg (ob Erfolg oder Misserfolg) bleibt der durchschnittlich erzielte, zusätzlich durch die Fusion induzierte Effizienzgewinn allerdings begrenzt und liegt bei etwa einem Prozentpunkt. Fusionierende Institute mit ex ante großen Effizienzunterschieden, also einem Potenzial zum Transfer von Managementqualitäten, weisen lediglich kurzfristig Effizienzsteigerungen auf. Auf mittlere und lange Sicht sind eher jene Fusionen erfolgreich, die zwischen ähnlich effizienten Banken erfolgen. Ferner führen Fusionen, bei denen eine problembehaftete Bank die Rolle des aufnehmenden Instituts einnimmt, nur selten zu nachhaltigen Effizienzverbesserungen. Wird jedoch der problembehaftete Partner in einer Fusion übernommen, so ist der Anteil der erfolgreichen Zusammenschlüsse vergleichbar mit dem von Fusionen solider Institute. Dies belegt, dass solche Zusammenschlüsse die Stabilität des Bankensystems fördern können.

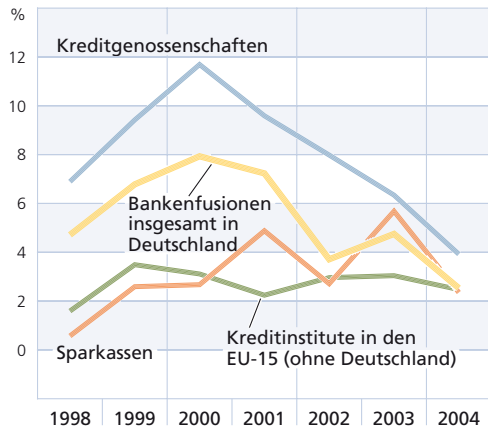
**VERTEILUNG ERFOLGREICHER UND NICHT ERFOLGREICHER FUSIONEN IM ZEITABLAUF**

Zeit	Vergleich von <sup>2)</sup>	Gruppe (Angaben in %)				Anzahl
		I	II	III	IV	
Jahre	CE Niveau	Erfolg	Erfolg	Misserfolg	Misserfolg	.
Jahre	CE Veränderung	Erfolg	Misserfolg	Misserfolg	Erfolg	.
1	.	48	28	16	8	1 127
2	.	53	20	21	6	903
3	.	48	21	25	6	677
4	.	51	19	25	6	466
5	.	50	19	24	8	306
6	.	53	17	26	5	200
7	.	50	13	34	3	143
8	.	57	11	26	6	99
9	.	46	17	29	9	59

<sup>1</sup> M. Koetter (2005), Evaluating the German Bank Merger Wave, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 2, Studien zu Banken und Finanzwirtschaft, Nr. 12/2005, demnächst erscheinend. —

<sup>2</sup> CE = Kosteneffizienz. Vergleichsmaßstäbe für CE Niveau und Veränderung sind die jeweiligen Mittelwerte einer Kontrollgruppe nicht fusionierender Banken.

Schaubild 1.3.22

**FUSIONS-RATEN \*)**

Quelle: EZB und eigene Berechnungen — \* Die Fusionsrate entspricht dem Anteil der Institute, die innerhalb eines Jahres fusioniert haben, an der Gesamtzahl der Institute einer Bankengruppe.

DEUTSCHE BUNDESBANK

schusses zwischen 1994 und 2001, der bei den Sparkassen und Kreditgenossenschaften von jeweils 3,15 % (an der durchschnittlichen Bilanzsumme) auf 2,28 % beziehungsweise 2,41 % stürzte. In den Jahren 2002 und 2003 kam es zu einer vorübergehenden Erholung, die sich jedoch im Vorjahr und voraussichtlich auch im laufenden Jahr nicht fortgesetzt hat. Unter den heute absehbaren Bedingungen starken Wettbewerbs, der die Spielräume für Margen und Risikoaufschläge begrenzt, sowie relativ niedriger Kapitalmarktinzinsen, die die Ertragsrate auf Fristentransformation dämpfen, dürfte der Zinsüberschuss der Verbundinstitute mittelfristig unter Druck bleiben.

Daher ist es wichtig, dass die Verbundinstitute dem internationalen Trend einer zunehmenden Rolle des zinsunabhängigen Geschäfts weiter folgen. Tatsächlich gelangen ihnen im Vorjahr nennenswerte Fortschritte beim provisionsabhängigen Geschäft, wobei der Boom im Geschäft mit Lebensversicherungen, den eine steuerliche Änderung zum Jahresende forcierte, kräftig half. Immerhin zeichnet sich im laufenden Jahr ab, dass der Provisionsüberschuss auch ohne diesen Sonderfaktor recht stabil bleiben wird.

*Fortschritte im Provisionsgeschäft*

Eine weitere Antwort auf den zunehmenden Ergebnisdruck war ein enormes Konsolidierungstempo, insbesondere bei den Kreditgenossenschaften. Die Anzahl der Kreditinstitute nahm zwischen den Jahren 1997 und 2004 um 33 % ab und damit wesentlich stärker als in der Europäischen Union. Die Fusionswelle dürfte insgesamt einen positiven Beitrag zur Stabilität der Sektoren geleistet haben (siehe Kasten 1.10 auf S. 73). Einzelwirtschaftlich scheint dabei das Motiv, künftige Problemfälle zu vermeiden, dominiert zu haben.<sup>33)</sup> Jedenfalls weisen Institute, die in Fusionen involviert sind, im Durchschnitt schwächere Finanzprofile auf als die nicht fusionierenden.

*Konsolidierung*

**33** M. Koetter, J. Bos, F. Heid, C. Kool, J. Kolari und D. Porath, Accounting for distress in bank mergers, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 2, Studien zu Banken und Finanzwirtschaft, Nr. 09/2005.

## Solvabilität deutscher Banken

### Eigenkapitalausstattung und Effekte der IFRS-Anwendung bei Banken

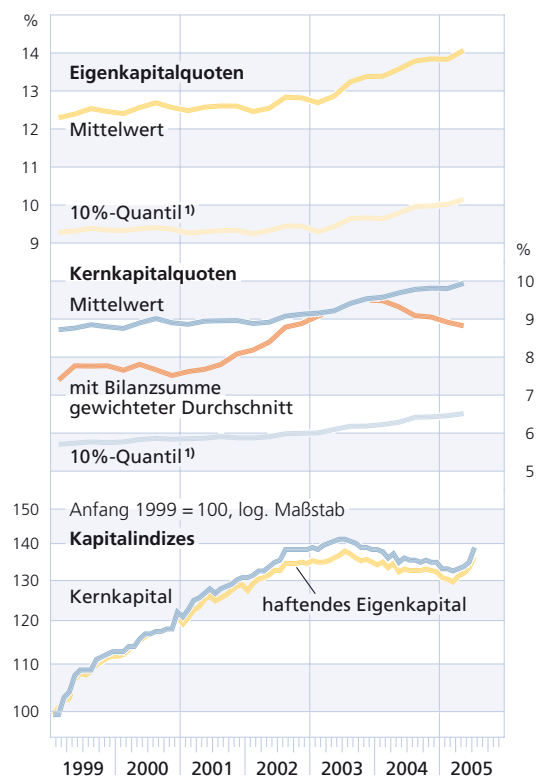
Die Solvabilität des deutschen Bankensystems ruht auf zwei Säulen: der individuellen Risikotragfähigkeit eines Instituts sowie den sektoralen Solidargemeinschaften. Insgesamt gesehen ist die Eigen- und Kernkapitalausstattung des deutschen Bankensystems im Hinblick auf die Risikolage als angemessen zu bezeichnen.

Mittelfristig verbesserte Haftkapitalausstattung

Die individuelle Risikotragfähigkeit der deutschen Institute gemessen an Eigen- und Kernkapitalquoten (gemäß § 10 KWG basierend auf der für den Einzelabschluss maßgeblichen HGB-Rechnungslegung) hat sich mittelfristig verbessert. Die Eigen- und die Kernkapitalquote liegen im Mittel aktuell mit 14,5 % beziehungsweise 10,3 %<sup>34)</sup> deutlich über den regulatorischen Mindestanforderungen von 8 % beziehungsweise 4 %. Auch die Kennziffern für die am schwächsten ausgestatteten Institute (10 %-Quantil) sind kontinuierlich angestiegen und liegen heute mit 10,4 % beziehungsweise 6,7 % auf dem höchsten Stand seit Januar 1999. Gewichtet mit der Bilanzsumme bewegt sich die durchschnittliche Kernkapitalquote des Bankensystems indes seit dem dritten Quartal 2003 leicht nach unten. Dies liegt an der nach wie vor ungünstigen (Ertrags-)Entwicklung bei einigen großen Instituten. Die Verluste der Jahre 2002 und 2003 (und in einem Fall auch in 2004) wurden kurzfristig nicht vollständig durch Kapitalerhöhungen ausgeglichen und wirkten auf die Kapitalbasis durch. Allerdings ist die Kapitalausstattung trotz der stressartigen Belastung stabil geblieben, weil die Banken

Schaubild 1.3.23

### EIGEN- UND KERNKAPITAL DEUTSCHER BANKEN<sup>\*)</sup>



\* Gemäß §10 Kreditwesengesetz; alle Banken, Einzelinstitutsdaten. — 1 Wert, den 90% der Banken erreichen oder übertreffen.

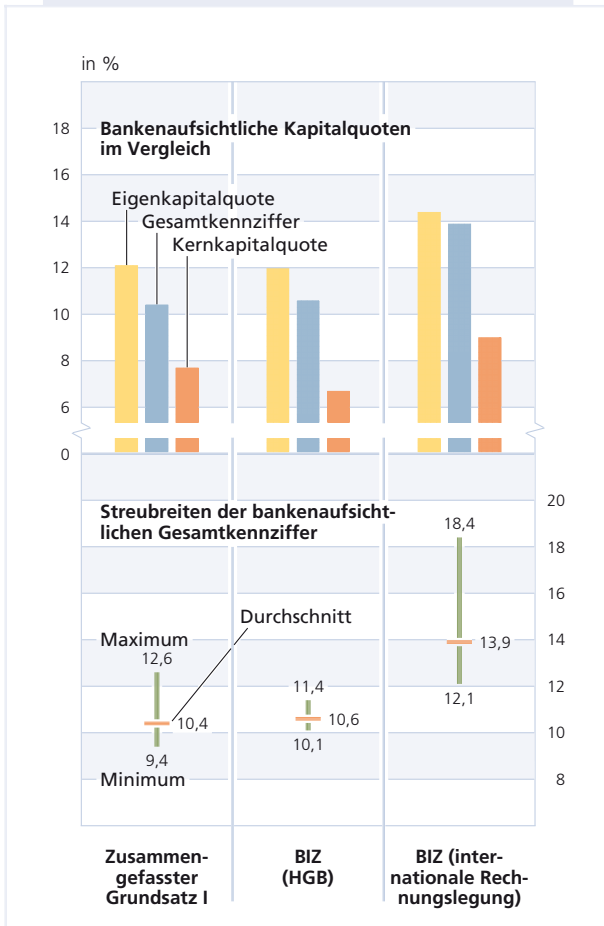
DEUTSCHE BUNDESBANK

in erheblichem Umfang Risikoaktiva abbauen konnten. Für einige Landesbanken ergab sich darüber hinaus eine Sondersituation, weil sie nach langen Verhandlungen mit der EU-Kommission in erheblichem Umfang Nachzahlungen auf Einlagen der Bundesländer, die zu nicht marktmäßigen Konditionen verzinst worden waren, leisten mussten. Auch hier ge-

<sup>34</sup> Alle deutschen Banken. Um Extremwerte bereinigt.

Schaubild 1.3.24

**EINFLUSS DER RECHNUNGSLEGUNG AUF BANKENAUF SICHTLICHE KAPITALQUOTEN**



DEUTSCHE BUNDESBANK

langen die notwendigen Anpassungen, ohne Irritationen an den Märkten auszulösen. Insgesamt gesehen ist im deutschen Bankensektor seit März dieses Jahres wieder ein Anstieg der absoluten Ausstattung mit Eigen- und Kernkapital zu verzeichnen.

*Kennziffern nach KWG beruhen auf HGB ...*

Die bankenaufsichtlichen Kapitalkennziffern gemäß § 10 in Verbindung mit § 10a Kreditwesengesetz sind weiterhin ausschließlich

auf der Grundlage der für den Einzelabschluss maßgeblichen HGB-Rechnungslegung zu ermitteln. Deshalb bleiben sie von der ab 2005 obligatorischen Anwendung der IAS/IFRS-Bilanzierung für Konzernabschlüsse kapitalmarktorientierter Institute unberührt.

Auswirkungen auf die Berechnung der Eigenkapitalausstattung durch Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards können sich aber bei solchen deutschen Instituten ergeben, die als international tätige Institute Meldungen zur Baseler Eigenmittelempfehlung von 1988 (Basel I) abgeben. Zur Berechnung der Baseler Eigenkapitalquoten dürfen die international tätigen Banken auch auf die Konzernabschlüsse nach internationalen Rechnungslegungsstandards (IAS/IFRS bzw. US-GAAP) zurückgreifen. Von dieser Regelung machen derzeit drei der acht großen, international tätigen Institute Gebrauch. Eine Einschätzung möglicher Eigenkapitaleffekte aus einer Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards auf die Eigenkapitalausstattung deutscher Banken ist deshalb nur auf Basis der Meldungen zur Baseler Eigenmittelempfehlung von 1988<sup>35)</sup> möglich.

*... nach Basel aber auch auf IFRS*

Zum Vergleich werden die Kapitalquoten der acht großen, international tätigen Institute für den zusammengefassten Grundsatz I (auf Basis der HGB-Einzelabschlüsse) herangezogen. Die Gesamtkennziffer gibt dabei das prozentuale Verhältnis zwischen den anrechenbaren Eigenmitteln und der Summe aus den gewichteten Risikoaktiva und den Anrechnungsbeträgen für

*Tendenziell höherer Eigenkapitalausweis bei IFRS ...*

<sup>35</sup> Angaben basieren auf den zusammengefassten Meldungen zur Baseler Eigenmittelempfehlung zum Meldetermin Juni 2005, welche unter Verwendung des bankenaufsichtlichen Konsolidierungskreises auch von den großen acht Instituten eingereicht werden.

die Marktrisikopositionen an. Im Rahmen des zusammengefassten Grundsatzes I betrug die Gesamtkennziffer im Durchschnitt aller acht Institute 10,4% (siehe Schaubild 1.3.24 auf S. 76). Die durchschnittliche Gesamtkennziffer jener fünf Institute, die die Meldungen zur Baseler Eigenmittelempfehlung auf HGB-Basis vornehmen, lag mit 10,6% nur leicht höher. Aus den Baseler Meldungen der drei Institute, welche hierfür die Konzernabschlüsse nach internationalen Rechnungslegungsstandards zu Grunde legen, ergab sich hingegen eine durchschnittliche Gesamtkennziffer von 13,9%. Zwar können hierbei auch Einzel- und Sonderverhältnisse zum Tragen kommen. Die allgemeine Tendenz eines höheren Eigenkapitalausweises auf der Grundlage internationaler Rechnungslegungsstandards ist aber bereits seit der Anerkennung internationaler Konzernabschlüsse für die Berechnung der Kapitalquoten gemäß Basel I erkennbar und betrifft alle unterschiedlich definierten aufsichtlichen Kapitalquoten (Kernkapitalquote, Eigenkapitalquote und Gesamtkennziffer) gleichermaßen. Im Einzelfall können die Unterschiede jedoch geringer ausfallen.

*... und mögliche  
Faktoren der  
Verbesserung  
der Kennziffern*

In einem aktuellen Fall konnte eine Bank als Folge der Erstanwendung ihres IFRS-Abschlusses für die Meldung zur Baseler Eigenmittelempfehlung sowohl die Kernkapitalquote (von 6,6% auf 11,1%) als auch die Gesamtkennziffer (von 12,2% auf 18,4%) erheblich verbessern. Wesentliche Faktoren für die Kapitalverbesserung aus der Umstellung auf IFRS waren die Bilanzierung aktiver latenter Steuern, die Bewertung von Handelsaktivitäten sowie die Bilanzierung des Anteilsbesitzes. Diese Einflussfaktoren beziehen sich zwar auf den Einzelfall, dürften aber durch-

aus exemplarisch sein und in ähnlicher Form für andere Institute beim Übergang auf die Berechnung der Baseler Eigenkapitalquoten nach internationalen Rechnungslegungsstandards gelten. Dies verdeutlicht die Bedeutung der Anwendung regulatorischer Filter für die bankenaufsichtliche Eigenkapitalermittlung auf Basis internationaler Konzernabschlüsse. Im vorliegenden Fall wurden allerdings auch Sondereffekte wirksam, die sich aus der Bilanzierung des laufenden Gewinns ergaben, so dass der resultierende höhere Kapitalausweis nicht vollständig den geänderten Wert- und Bewertungsansätzen aus der Umstellung auf IFRS zugerechnet werden kann.

Der Übergang auf die verpflichtende Bilanzierung nach IAS/IFRS für den Konzernabschluss ab 2005 für bestimmte kapitalmarktorientierte Unternehmen hat für die acht großen Institute keine rechnungslegungsbedingten Umstellungseffekte nach sich gezogen. Die Großbanken, die ihren konsolidierten Abschluss nach internationalen Rechnungslegungsstandards erstellen, haben bereits früher von der schon 1998 eingeführten Möglichkeit des § 292a HGB Gebrauch gemacht, einen befreienden Konzernabschluss nach anerkannten internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen aufzustellen. Für die anderen großen Institute wird die Umstellung auf IAS/IFRS erst im Jahr 2007 erfolgen.

*Keine unmittelbaren Effekte auf das bilanzielle Eigenkapital deutscher Banken*

## Haftungsverbünde

Bei der Beurteilung der Solvabilität von Sparkassen und Landesbanken sowie im kreditgenossenschaftlichen Sektor sind neben der individuellen Haftkapitalausstattung auch die

*Reformen der Haftungsverbünde*

als institutssichernde Haftungsverbände ausgestatteten Solidarmechanismen zu berücksichtigen. Diese Systeme liefern ebenso wie der von den privaten Banken betriebene Einlagensicherungsfonds, der Einlagen bis zu einer Höhe von jeweils 30 % des Eigenkapitals einer Bank (ohne Selbstbeteiligung) versichert, durch das von ihnen geschaffene Vertrauen einen bedeutenden Beitrag für die Stabilität des Finanzsystems. Allerdings mündete das wirtschaftlich schwierige Umfeld in einer stärkeren Belastung der Systeme und in höheren Beitragssätzen für die Mitglieder. Dies gab im genossenschaftlichen gleichwie im öffentlichen Bankensektor, der überdies nach Wegen zur Kompensation des Wegfalls von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung suchen musste, Anstöße für umfassende Reformen der Sicherungssysteme, die entweder bereits in Kraft getreten sind oder bald in Kraft treten werden. Kernpunkte der Reformen sind verbundinterne Bonitätsmessung der Mitgliedsbanken und vom Rating abhängige Beitragssätze. Hinzu kommen in beiden Sektoren gestiegene Einflussrechte des Sicherungssystems auf einzelne Mitglieder und eine deutliche Anhebung der Haftungsmasse im Sparkassen- und Landesbankensektor. Auch ein engeres Zusammenrücken im Verbund, wie es exemplarisch das „Neue Verbundkonzept“ im Bereich des Sparkassen- und Giroverbands Hessen-Thüringen vorsieht, dürfte aus Stabilitätsgesichtspunkten positiv zu bewerten sein. Gleiches gilt für die neben dem bundesweiten Haftungsverbund zusätzlich entstehenden Stützungsfonds in einigen regionalen Sparkassenverbänden. Zusammenfassend legen die Reformen den Grundstein für die Zukunftsfähigkeit einer privatrechtlich finanzierten Institutssicherung.

## Marktindikatoren

Eine Analyse von marktbasieren Indikatoren zeigt, dass sich in den vergangenen Monaten die Einschätzung der Finanzmärkte hinsichtlich der Stabilität und der Leistungsfähigkeit der deutschen Banken weiter leicht verbessert hat.

Die Kreditausfallswap-Prämien<sup>36</sup> als Maß für das Ausfallrisiko in der Einschätzung der Märkte lassen für die größten deutschen Banken kein erhöhtes Risikopotenzial erkennen: Im Zuge der Rating-Herabstufungen der beiden großen amerikanischen Automobilkonzerne haben zwar im Frühsommer dieses Jahres mit der allgemeinen Marktentwicklung auch die Kreditausfallswap-Prämien der deutschen Großbanken um bis zu zehn Basispunkte angezogen; mittlerweile sind die Prämien jedoch in etwa auf ihr Ausgangsniveau zurückgekehrt (siehe Schaubild 1.3.25 auf S. 79). Im Vergleich zu den Prämien ihrer europäischen Konkurrenz sind die Prämien der deutschen Großbanken im Frühsommer jedoch stärker gestiegen; dies unterstreicht den noch bestehenden Aufholbedarf.

*Kreditausfallswap-Prämien weisen auf kein erhöhtes Risikopotenzial hin...*

Die Entwicklung der von großen internationalen Agenturen vergebenen externen Ratings zeichnet in der jüngsten Vergangenheit für die deutschen Banken ein positives Bild: Während bei den europäischen Banken (ohne Deutschland) bereits seit einem Jahr der Saldo von Herauf- zu Herabstufungen positiv ist, hat diese Kennziffer im dritten Quartal dieses Jahres auch für die deutschen Banken deutlich ins Plus gedreht und die Entwicklung der sons-

*...und Ratingentwicklung zeichnet am aktuellen Rand ein positives Bild*

<sup>36</sup> Die aus Marktindikatoren ableitbaren Signale können beeinflusst sein durch die Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten, wie beispielsweise Marktliquidität oder aktuelle Risikoneigung der Finanzmarktteilnehmer.

tigen europäischen Banken in dieser Periode sogar klar übertroffen. Dadurch konnten die deutschen Banken den Ratingabstand zu ihrer europäischen Konkurrenz leicht verringern: Mit einem durchschnittlichen Rating von A werden die deutschen Banken aber weiterhin um rund zwei Stufen schlechter eingestuft.

*Aktienkurse auch getrieben durch Übernahmephantasie*

Die im Vergleich zur europäischen Konkurrenz seit Jahresbeginn insgesamt bessere Entwicklung der Aktienkurse der deutschen Großbanken dürfte auch durch Übernahmephantasie getrieben sein. Gleichzeitig untermauern die Beurteilungen durch Bankanalysten großer Brokerhäuser die wieder bessere Einschätzung für den deutschen Bankensektor: So haben die professionellen Marktbeobachter sowohl für deutsche als auch für die sonstigen europäischen Titel aus dem Bankensektor im bisherigen Jahresverlauf mehr Kauf- als Verkaufsempfehlungen ausgesprochen.

Auf eine verbesserte Leistungs- und Widerstandsfähigkeit der börsennotierten deutschen Banken deutet auch ein mit Hilfe optionspreistheoretischer Verfahren hergeleiteter Ausfallindikator<sup>37)</sup> hin. Dabei hat sich im besonderen Maße die Lage bei den deutschen Großbanken aufgehellt (siehe Schaubild 1.3.27 auf S. 80).

*Gestiegene Bedeutung von Marktindikatoren bei öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten*

Auch für den Sektor der öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute haben seit dem Wegfall der staatlichen Garantien Marktindikatoren zur Einschätzung der Leistungsfähigkeit und der Stabilität eine zunehmende Bedeutung. Für

Schaubild 1.3.25

**KREDITAUSFALLSWAP-PRÄMIEN DEUTSCHER GROSSBANKEN**

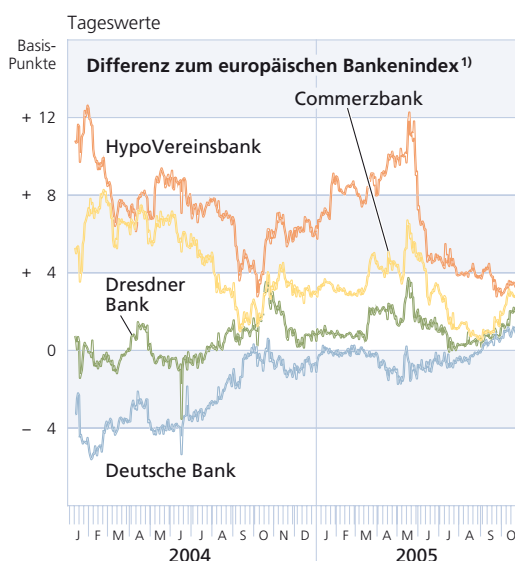
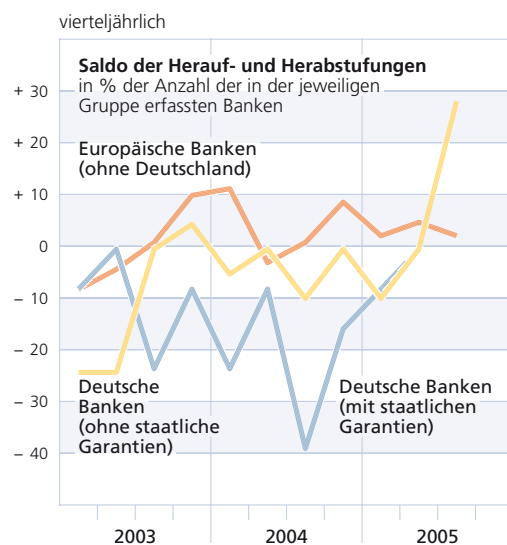


Schaubild 1.3.26

**UP- UND DOWNGRADES AUSGEWÄHLTER BANKEN**



37 Vgl. hierzu: R. Merton (1974), On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates, Journal of Finance, Vol. 29, No. 2, S. 449-470 und R. Gropp, J. Vesala, G. Vulpes (2002), Equity Market Signals as Leading Indicators of Bank Fragility, ECB Working Paper No. 150.

Quellen: Bloomberg, Agenturen und db Research. — 1 Angelehnt an Dow Jones iTraxx CDS-Indizes.



Schaubild 1.3.27

**DISTANCE-TO-DEFAULT NACH DEM MERTON-MODELL FÜR DEUTSCHE BANKEN \***

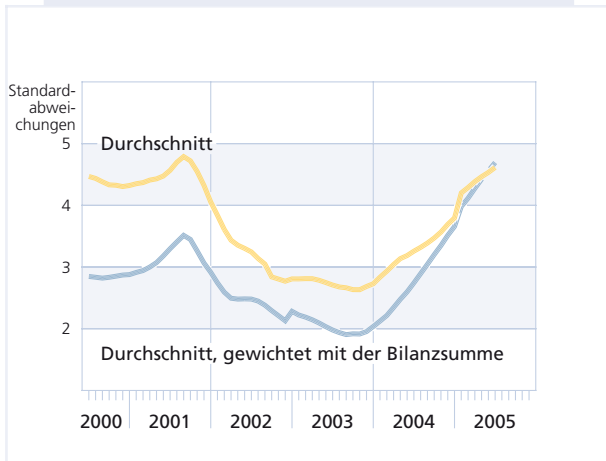
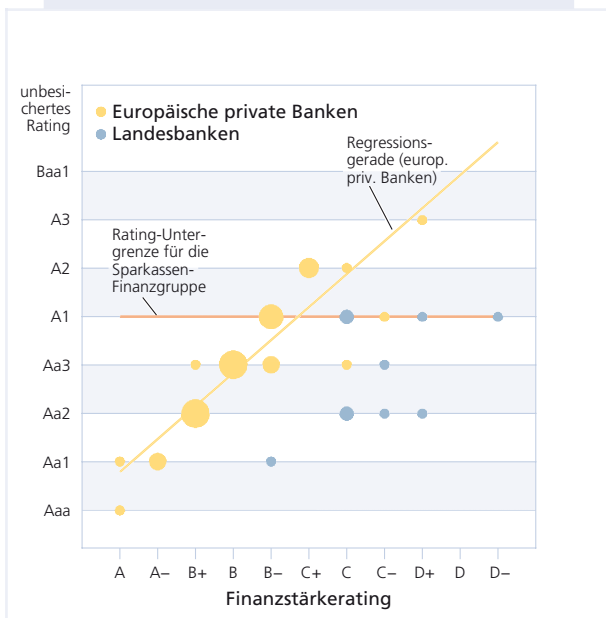


Schaubild 1.3.28

**ZUSAMMENHANG ZWISCHEN FINANZSTÄRKERATING UND UNBESICHERTEM RATING \*\*)**



\* Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. Die Schätzungen beruhen auf Daten von elf deutschen Banken. Der Indikator gibt an, um wieviele Standardabweichungen der Firmenwert die Verbindlichkeiten übersteigt. — \*\* Quelle: Bloomberg. Rating nach Moody's. Die Größe der Kreise spiegelt die Anzahl der Banken wider.

DEUTSCHE BUNDESBANK

die kapitalmarktaktiven Landesbanken liegen bereits seit geraumer Zeit von den großen Agenturen externe Ratings für vorrangige Papiere auf ungarantierter Basis („senior unsecured rating“) vor: Während sich bei Moody's dieses Rating im Durchschnitt auf Aa3 beläuft, fällt die entsprechende Einschätzung bei Standard & Poors um mehr als zwei Stufen schlechter aus. Der Grund für diese Diskrepanz findet sich in den unterschiedlichen Ansätzen der Agenturen. Während für Standard & Poors die originäre Finanzkraft eines Instituts der entscheidende Ratingfaktor ist – den die Agentur Moody's nochmals separat in ihrem Finanzstärkerating berücksichtigt –, räumt Moody's bei der Notenvergabe der internen Unterstützung im Verbund und gegebenenfalls durch die Träger eine wichtige Rolle ein.<sup>38)</sup>

Bei einem Vergleich von Finanzstärke- und unbesichertem Rating von Moody's lässt sich grob abschätzen, in welchem Maße diese Faktoren honoriert werden: Wird als Vergleichsmaßstab der Zusammenhang dieser beiden Ratingkategorien für europäische private Banken herangezogen, so zeigt sich, dass das unbesicherte Rating für die Landesbanken im Durchschnitt um über zwei Stufen besser ausgefallen ist. Für die Refinanzierungskosten der Landesbanken ist letztlich entscheidend, dass auch die Finanzmärkte diese Faktoren honorieren. Allerdings hat seit Wegfall der Staatsgarantien noch keine Landesbank eine großvolumige und damit liquide Benchmark-Anleihe aufgelegt, so dass hierzu aktuell noch kein verlässlicher Indikator vorliegt. Auf Grund

*Ratingagenturen honorieren bei den Landesbanken interne Unterstützung im Verbund und durch die Träger*

<sup>38</sup> Die Weiterentwicklung des Haftungsverbundes hat sogar dazu geführt, dass Moody's für die gesamte Sparkassen-Gruppe eine Rating-Untergrenze von A1 festgelegt hat.



der eifrigen Liquiditätsbevorratung im Vorfeld des Wegfalls der Staatsgarantien dürfte dieser „Praxistest“ auch noch eine gewisse Zeit auf sich warten lassen.

*Nur wenige Sparkassen mit individueller Bonitätsnote durch Ratingagentur*

Im Gegensatz zu den Landesbanken haben bislang nur sieben überwiegend große Sparkassen eine individuelle Bonitätsbeurteilung durch eine externe Agentur; diese liegt für die vorrangigen Papiere zwischen Aa3 und der Rating-Untergrenze A1.<sup>39)</sup> Da oftmals den Kosten für ein externes Rating nicht genügend Erträge aus ratingsensitiven Geschäften gegenüberstehen, ist auch in Zukunft eine größere „Ratingwelle“ bei den Sparkassen unwahrscheinlich. Hinzu kommt, dass durch die Festlegung der Rating-Untergrenze von A1 durch Moody's bereits heute sämtliche Sparkassen indirekt eine Bonitätsnote aufweisen können – die zudem sogar besser ist als das durchschnittliche Rating für die deutschen Banken.

*Hazardratenmodell hilft bei Stabilitätsanalyse der Sparkassen und der Kreditgenossenschaften*

Ein weiteres Werkzeug zur Beurteilung der Stabilität der Sparkassen und auch der Kreditgenossenschaften ist ein in der Bundesbank entwickeltes Hazardratenmodell. Es verdichtet verschiedene Kennziffern zur Ertragslage, Solvabilität und zum Risiko zu einer Ausfallwahrscheinlichkeit. Eine vor kurzem erfolgte grundlegende Revision der Ausfallzahlen<sup>40)</sup> machte eine Neuschätzung des Modells im Vergleich zum letzten Stabilitätsbericht<sup>41)</sup> erforderlich.

*Anteil der guten Institute nach wie vor auf hohem Niveau...*

Sowohl bei den Sparkassen als auch bei den Kreditgenossenschaften hat sich der Anteil der guten und sehr guten Institute (einjährige Ausfallwahrscheinlichkeit unter 1%) auf dem bereits recht hohen Vorjahreswert stabilisiert.<sup>42)</sup> Dies ist ein Indiz für die verbesserte Widerstandsfähigkeit dieser beiden Banken-

Schaubild 1.3.29

**HAZARDRATENMODEL:  
VERTEILUNG DER AUSFALL-  
WAHRSCHEINLICHKEIT (PD)\*)**



\* Schätzung der einjährigen Ausfallwahrscheinlichkeit, d.h. ein Institut wäre im kommenden Jahr ohne stützende Maßnahmen des Verbands im Bestand gefährdet.

DEUTSCHE BUNDESBANK

39 Dies gilt für die sechs von der Ratingagentur Moody's beurteilten Sparkassen.

40 Hauptgrund für die Revision ist die Neubewertung der § 29-Anzeigen (KWG), die Neufeststellung von weiter zurückliegenden Ausfallereignissen und die systematische Konsolidierung der Fusionsinformationen. Dies führte insbesondere im Zeitraum 1999-2002 bei den Kreditgenossenschaften zu einer deutlichen Abwärts- und bei den Sparkassen zu einer Aufwärtsrevision der Ausfallzahlen.

41 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Bericht zur Stabilität des deutschen Finanzsystems, Monatsbericht, Oktober 2004.

42 Bei den Sparkassen liegt dieser Anteil allerdings nach wie vor über zehn Prozentpunkte niedriger als in den Jahren 1996 bis 2001.

gruppen, die auf Grund ihres wenig volatilen Geschäftes traditionell bereits ein hohes Maß an Stabilität aufweisen.

*...allerdings gleichzeitig Ausweitung des Anteils der Institute in den hohen Risikoklassen*

Gleichzeitig fällt in mittelfristiger Betrachtung für den Sparkassensektor jedoch auf, dass sich seit 2001 der Anteil der Institute in den hohen Risikoklassen kontinuierlich ausgeweitet hat;

bei den Kreditgenossenschaften ist – allerdings erst am aktuellen Rand – eine Ausweitung zu verzeichnen. Diese Entwicklung ist insbesondere mit Blick auf mögliche Belastungen für die Haftungsverbände genau zu beobachten. In einzelnen Fällen könnte die verschlechterte Bonität auch Bestrebungen für ein Fortschreiten der Konsolidierung unterstützen.

## Stabilität im deutschen Versicherungsgewerbe

*Kapitalanlageverluste der Vorjahre ...*

Den deutschen Versicherungsunternehmen ist es gelungen, ihre durch die Kapitalmarktentwicklung zu Beginn des Jahrzehnts beeinträchtigte Finanzkraft zu stärken. Das trendorientierte Anlageverhalten der Branche hatte in den Jahren 2000 bis 2002 zu deutlichen Kapitalanlageverlusten geführt. Insbesondere Lebensversicherer investierten bis Mitte der neunziger Jahre größtenteils in festverzinsliche Wertpapiere, deren Rendite kontinuierlich abnahm und damit die Zahlung der aus Wettbewerbsgründen anhaltend hohen Gesamtverzinsung der Versicherungsguthaben erschwerte. Die Versicherer reagierten mit verstärkten Umschichtungen in Aktien, allerdings erst, als sich die steigenden Aktienkurse zu verfestigen schienen. Dementsprechend lag die zu Buchwerten berechnete Aktienquote der Branche deutlich über dem langjährigen Durchschnitt, als der Dax im Frühjahr 2000 einbrach.

*... mittlerweile weitgehend verkraftet*

Die deutschen Rück- und Schaden-/Unfallversicherer konnten die daraus resultierenden Kapitalanlageverluste relativ rasch verarbeiten. Neben den in der gesamten Versicherungswirtschaft erfolgenden Kapitalaufstockungen lag dies im Wesentlichen daran, dass die Möglichkeit jährlicher Prämienveränderungen ab 2003 zu einem positiven Ergebnis im versicherungstechnischen Geschäft beitrug. Dagegen hatte die Gesamtverzinsung der Lebensversicherungsguthaben ein Niveau erreicht, das über den Kapitalmarkt kaum nachhaltig erzielbar war. Ab dem Jahr 2001 war die Branche daher zu erheblichen Auflösungen von Eigenkapitalpuffern sowie zu

Herabsetzungen der Überschussbeteiligungen gezwungen. Insgesamt hat sich die Stabilität seither aber in allen drei Versicherungssparten gefestigt, auch wenn der Lebens- und Rückversicherungsbereich – bedingt durch das anhaltende Niedrigzinsumfeld und die hohen Katastrophenschäden der Jahre 2004 und 2005 – weitere Herausforderungen zu bewältigen haben.

### Wesentliche mittelfristige Risiken

Wesentliche Gefahrenherde für den Versicherungssektor sind das niedrige Zinsumfeld, strukturelle Verschiebungen in den regulatorischen und steuerlichen Rahmenbedingungen sowie ein sich abzeichnender Trend zu höheren Schadenbelastungen durch Katastrophen und sonstige Risiken.

Durch das derzeitige Niedrigzinsumfeld wird es der Lebensversicherungssparte zunehmend erschwert, die – zum Teil garantierte – Verzinsung der Versicherungsguthaben zu erwirtschaften. Parallel dazu verringert sich für alle Sparten die Möglichkeit, das eigentliche Versicherungsgeschäft aus verzinslichen Anlagen zu alimentieren.

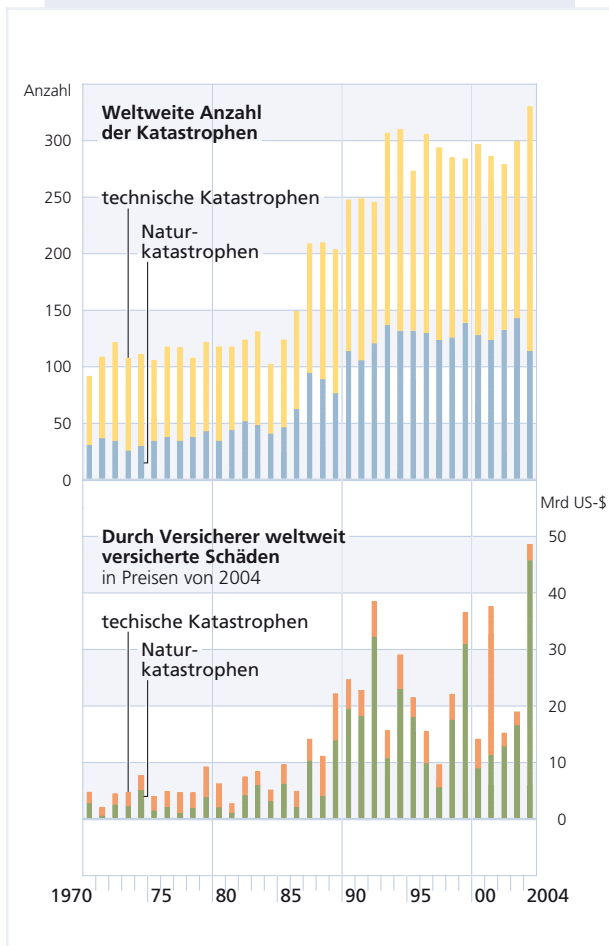
*Niedriges Zinsumfeld*

Von regulatorischer Seite nehmen die internationalen Rechnungslegungsstandards IAS/IFRS sowie der von der EU für 2010 anvisierte Risikokapitalstandard Solvency II Einfluss auf das Versicherungsgeschäft. Bei der Formulierung der versicherungsspezifischen IFRS ist

*Regulatorische Einflüsse verstärken Zinswirkungen*

Schaubild 1.4.1

**SCHADENSFREQENZ UND -HÖHE**



Quelle: Swiss Re, sigma No 1/2005.

DEUTSCHE BUNDESBANK

es auf Grund der umfangreichen Besonderheiten der Branche nicht gelungen, rechtzeitig konsensfähige Bewertungsvorschriften für Versicherungsverträge zu formulieren. Während eine vollständige Fair Value-Bewertung der Passivseite damit aufgeschoben wird, ist die Aktivseite der Versicherungskonzerne bereits nach dem Fair Value zu bewerten. Für einen Übergangszeitraum, die so genannte Phase I, ist daher mit rechnungslegungsbedingten Er-

trags- und Eigenkapitalvolatilitäten zu rechnen. Die neuen Solvabilitätsvorschriften könnten die Attraktivität volatiler Anlageformen wie Aktien und Derivate mindern, weil die erforderlichen Eigenmittel mit der Höhe der Anlagerisiken steigen. Aus diesen Gründen ist es möglich, dass das regulatorische Umfeld einen Nachfrageanstieg für schwankungsarme, festverzinsliche Wertpapiere auslöst. Eine solche Entwicklung würde die Risiken des Niedrigzinsumfelds noch verstärken.

Veränderungen im Produkt-Mix der Lebensversicherer sind auf Grund steuerrechtlicher Neuerungen zu erwarten: Das im Januar 2005 in Kraft getretene Alterseinkünftegesetz führt schrittweise eine nachgelagerte Besteuerung von Kapitallebens- und Rentenversicherungen ein und konzentriert den Großteil der steuerlichen Begünstigungen auf die Vorsorgeformen der Riester- und Rürup-Rente. Damit hat die bislang steuerlich besonders begünstigte Kapitallebensversicherung an Attraktivität verloren. Gleichzeitig wird das Langlebkeitsrisiko mit steigender Nachfrage nach verrentbaren Versicherungsverträgen und dem Ausscheiden der geburtenstarken Jahrgänge aus dem Erwerbsleben an Bedeutung gewinnen. Das Risiko resultiert aus der potenziellen Unterschätzung des Sterblichkeitsrisikos, die – wie die in diesem Jahr greifende Revision der Sterbetafeln zeigt – zu einer Höherbewertung der versicherungstechnischen Rückstellungen führt. Insbesondere in Niedrigzinsphasen können durch solche Unterschätzungen in Folge der Diskontierung langfristiger Passiva Bewertungssprünge auftreten.

*Steuerliche Einflüsse und Langlebkeitsrisiken bei Lebensversicherern*

Die Absicherungsmöglichkeiten des Langlebkeitsrisikos sind noch begrenzt: Eine um-

fassende Abdeckung durch die Rückversicherungsindustrie erfordert Lösungsansätze im Umgang mit extrem langen Laufzeiten sowie fehlenden internationalen Streuungsmöglichkeiten. Der Risikotransfer über innovative Kapitalmarktprodukte (longevity bonds) steckt noch in den Anfängen und leidet zudem daran, dass die größte Nachfrage nach extrem langlaufenden Papieren aus der Versicherungsindustrie selbst stammt. Unabhängig davon wird die fristenkongruente Deckung der über mehrere Jahrzehnte gebildeten versicherungstechnischen Rückstellungen mangels Kapitalanlagen mit entsprechender Duration und attraktiver Rendite erschwert.

*Verstärkte Schadensfrequenz und -stärke im Nichtlebensgeschäft*

Im weltweiten Rückversicherungsgeschäft war in den letzten beiden Jahrzehnten ein tendenzieller Anstieg der Anzahl folgenschwerer Naturkatastrophen und technischer, das heißt durch Menschenhand verursachter, Katastrophen sowie der versicherten Schäden festzustellen (siehe Schaubild 1.4.1 auf S. 84). Auch wenn Schadenstatistiken durch verbesserte Dokumentation nach oben verzerrt sein dürfen, sprechen die höhere Bevölkerungsdichte und Wertekonzentration für einen trendmäßigen Anstieg der Schadensfrequenz und -höhe. Hinzu kommen – insbesondere in den USA – umfangreiche Zahlungspflichten aus dem Haftpflichtbereich, die häufig mit rechtlichen Risiken verwoben sind und deren Komplexität mit zunehmendem technischem Fortschritt wächst. Entsprechend gewinnen die Qualität der Risikomodellierungen sowie die in den jährlichen Erneuerungsrunden zu verhandelnden Prämienhöhen und Leistungsbedingungen an Bedeutung.

## Risiko- und Ertragsituation einzelner Versicherungssparten

### Lebensversicherungsunternehmen

Die deutschen Lebensversicherungsunternehmen näherten sich im Jahr 2004 ihrer alten Finanzkraft weiter an; der Aufholtrend schwächte sich jedoch ab. So blieb die Solvabilitätsspanne der 50 größten Lebensversicherer<sup>1)</sup> weiterhin hinter den Werten der Jahrtausendwende zurück; ihre Eigenkapitalrentabilität sank von 10,1 % im Jahr 2003 auf 8,4 % im Jahr 2004. Das Beitragswachstum lag mit 2,8 % unter dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre (3,3 %). Allerdings wurde ein Großteil des – durch das Auslaufen steuerlicher Vorteile beim Flugschiff Kapitallebensversicherung bedingten – Neugeschäfts erst zum Jahresende abgeschlossen, so dass die hieraus resultierenden Beitragszuwächse erst in diesem Jahr voll erfolgswirksam werden. Da sowohl die Summe aus Versicherungsleistungen und -betriebsaufwendungen als auch das Kapitalanlageergebnis relativ zum Beitragswachstum stagnierten, nahm der Gesamtüberschuss der Branche nur geringfügig zu (siehe Schaubild 1.4.2 auf S. 86).

*Lage der deutschen Lebensversicherer geprägt durch mäßiges versicherungstechnisches Ergebnis...*

Auf der Aktivseite wurden im Jahr 2004 die unsaldierten stillen Lasten des Sektors (0,28 % der Kapitalanlagen<sup>2)</sup>) – auch angesichts der Erholung an den Aktienmärkten – nahezu vollständig aufgelöst. Zugleich ist ein Rückgang der Risikoneigung der Lebensversicherer

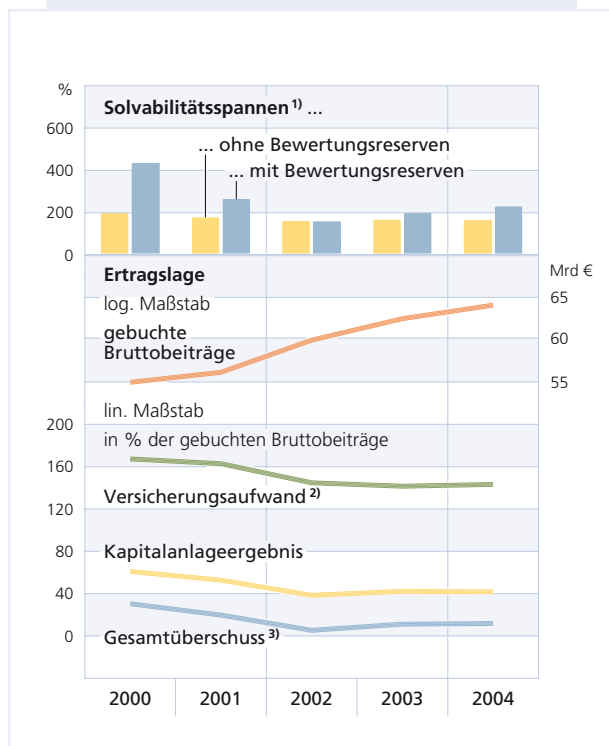
*... und vorsichtige Kapitalanlagepolitik*

<sup>1</sup> Quelle zu den Daten über die Ertrags- und Solvenzlage der 50 größten deutschen Lebensversicherer: Moody's. Ihre Marktabdeckung beläuft sich auf ca. 94 %.

<sup>2</sup> Quelle zu den Daten über die Kapitalanlage: BaFin.

Schaubild 1.4.2

### SOLVABILITÄT UND PROFITABILITÄT DER 50 GRÖSSTEN DEUTSCHEN LEBENSVERSICHERER



Quelle: Moody's. — **1** Die Solvabilitätsspanne setzt die Eigenmittel eines Versicherers in das Verhältnis zu bestimmten versicherungstechnischen Reserven, riskiertem Kapital und Prämien. Spannen berechnet anhand veröffentlichter Geschäftsberichte. — **2** Versicherungsleistungen und -betriebsaufwendungen. — **3** Jahresüberschuss plus Zuweisung zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung.

DEUTSCHE BUNDESBANK

festzustellen: Die Aktienquote<sup>3)</sup> reduzierte sich von 11,3 % im Jahr 2003 auf 10,3 % im Jahr 2004; eine umfassende Partizipation an den gestiegenen Kursen wurde hierdurch verhindert. In die gleiche Richtung zeigt der zum Jahresende 2004 auf etwa 80 % gestiegene Anteil zinstragender Papiere sowie das zunehmende Interesse an risikoärmeren Schuldverschreibungen, zum Beispiel von staatlichen und/oder im EWR ansässigen Emittenten.

Das aktuelle Marktumfeld erschwert das Ergreifen von Ertragschancen: Weniger liquide Anlagen wie Darlehen und Schuldscheine werden zwar verstärkt aufgenommen, weisen derzeit jedoch eher niedrige Spreads auf. Der ebenfalls leicht anziehende Immobilienbestand der Sparte ist mit circa 4 % der Kapitalanlagen zu niedrig, um – für sich betrachtet – einen wesentlichen Ertragszuwachs zu leisten; zudem unterliegt er in der aktuellen Marktsituation nicht zu vernachlässigenden Bewertungsrisiken. Alternative Anlagen wie Private Equity (0,3 % der Kapitalanlagen) und Hedgefonds werden unverändert schwach nachgefragt; allerdings gewinnen strukturierte Produkte (z.B. Collateralised Debt Obligations, Asset Backed Securities und Credit Linked Notes) mit einem Anteil von knapp 5 % der Kapitalanlagen an Gewicht. Gemessen an den regulatorischen Limiten der Anlageverordnung ist die Kapitalanlage deutscher Lebensversicherer als konservativ einzuschätzen. Das erhöhte Risikobewusstsein der Sparte erklärt sich im Wesentlichen aus den hohen Anlageverlusten der Jahre 2000 bis 2002; mit ihm könnte die Gefahr eines gewissen prozyklischen Anlageverhaltens einhergehen.

Die hohe Bedeutung zinstragender Kapitalanlagen bei gleichzeitig vorsichtiger sonstiger Anlagepolitik ist die wesentliche Erklärung für das schwache Kapitalanlageergebnis der Sparte. Standard & Poor's schätzen, dass sich der laufende Ertrag aus festverzinslichen Wertpapieren jährlich um zehn bis 15 Basispunkte verringert, weil ältere, höher verzinsliche Papiere auslaufen und zu gegenwärtigen Be-

*Niedriges Zinsniveau wirkt dauerhaft belastend...*

<sup>3</sup> Gemessen als Anteil der direkt und indirekt gehaltenen Aktien und Genussrechte an den gesamten Kapitalanlagen zu Buchwerten.

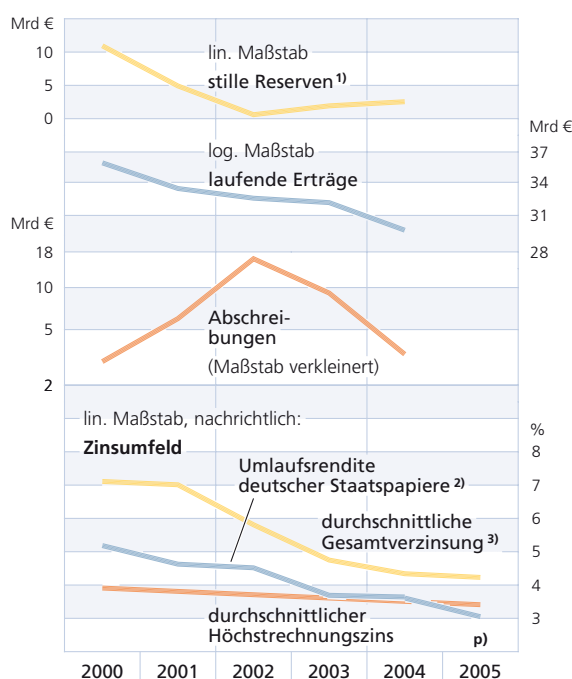
dingungen ersetzt werden müssen.<sup>4)</sup> Diese Entwicklung könnte sich künftig fortsetzen, wenn der oben beschriebene Wandel im regulatorischen Umfeld die Nachfrage nach Kapitalanlagen mit höherer Volatilität weiter reduziert. In die gleiche Richtung wirkt ein Anstieg der Langlebigerisiken, sofern Versicherer den Anteil ihrer lang laufenden Anleihen vergrößern, um die Duration ihrer Kapitalanlagen zu erhöhen.

... und erschwert die Verteilung von Überschüssen

Auch im Jahr 2004 hat sich die Schere zwischen der nach wie vor verhältnismäßig hohen – und überwiegend garantierten – Gesamtverzinsung der Versichertenguthaben (zwischen 4,2 und 4,5 %<sup>5)</sup> und der Nettoverzinsung der Kapitalanlagen (4,9 %<sup>6)</sup>) weiter geschlossen. Dies liegt auch daran, dass eine weitere, nennenswerte Reduzierung der jährlichen Überschussbeteiligungen aus Wettbewerbsgründen ins Stocken geraten ist. Bewegung könnte eine offizielle Senkung des branchenweit verwendeten Höchstrechnungszinses (derzeit 2,75 %, siehe Kasten 1.11 auf S. 90) auslösen. Die daraus resultierende Entlastung wäre zunächst jedoch gering: Die durchschnittliche garantierte Verzinsung (geschätzt auf 3,5 %<sup>7)</sup>) wird entscheidend durch Altverträge bestimmt, während die Senkung des Höchstrechnungszinses nur das Neugeschäft betrifft. Eine weitere Möglichkeit zur Verringerung der Zinsgarantien bestünde in der stärkeren Vermarktung von Produkten, die das Kapitalanlagerisiko auf den Kunden übertragen. Allerdings ist das Wachstum solcher fondsgebundenen Versicherungen nicht zuletzt wegen der negativen Anlageerfahrungen der Versicherungsnehmer gedämpft.

Schaubild 1.4.3

### KOMPONENTEN DES KAPITALANLAGEERGEBNISSES DEUTSCHER LEBENSVERSICHERER



Quellen: Moody's, Assekurata, BaFin, GDV und eigene Berechnungen. — **1** Quotient aus der Differenz zwischen Markt- und Buchwert aller Kapitalanlagen und dem Buchwert der Kapitalanlagen. — **2** Anleihen der öffentlichen Hand. — **3** Summe aus Höchstrechnungszins und Überschussbeteiligung.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Die Höhe der Gesamtverzinsung sowie der Wiederaufbau der alten Finanzkraft sind entscheidende Wettbewerbsfaktoren im Neugeschäft (siehe Schaubild 1.4.4 auf S. 88). Dieses hat in den letzten Jahren eine zunehmende

Erhöhter Wettbewerb im Neugeschäft

<sup>4</sup> Vgl.: Standard & Poor's, Insurance Industry Risk Analysis: Germany, Mai 2005.

<sup>5</sup> Vgl.: Assekurata, Die Überschussbeteiligung in der Lebensversicherung 2005, Januar 2005.

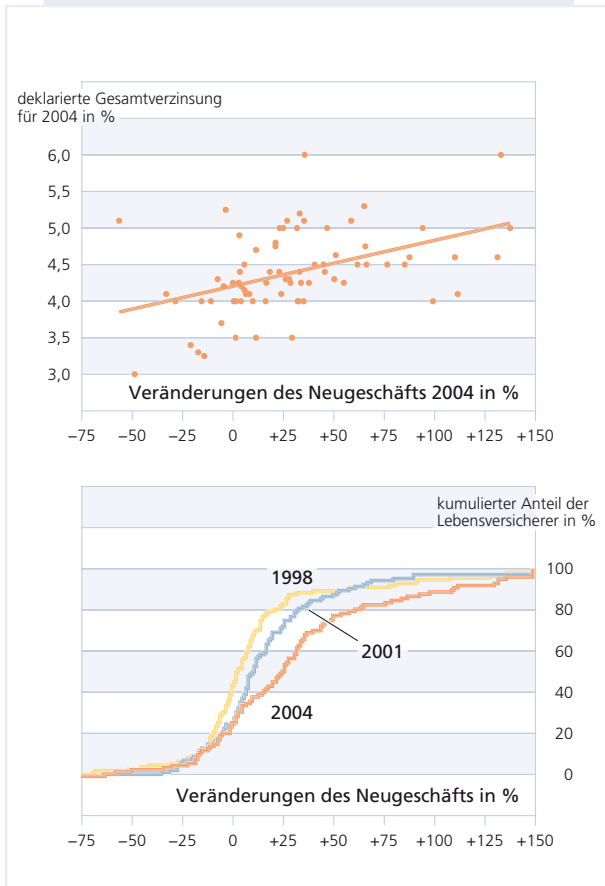
<sup>6</sup> Vgl.: GDV, Geschäftsentwicklung 2004, Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen, September 2005.

<sup>7</sup> Vgl.: Standard & Poor's, Insurance Industry Risk Analysis: Germany, Mai 2005.



Schaubild 1.4.4

### DIE 50 GRÖSSTEN DEUTSCHEN LEBENSVERSICHERER IM WETTBEWERB



Quelle: Zeitschrift für Versicherungswesen, Assekurata.  
DEUTSCHE BUNDESBANK

Spreizung erfahren, was als Indiz für einen Anstieg des Wettbewerbs im Lebensversicherungsgeschäft zu werten ist. Der Wettbewerb resultiert daraus, dass angesichts der demografischen Entwicklung künftig verstärkt Altverträge auslaufen werden und es – trotz steigender Nachfrage nach Altersvorsorgeprodukten – schwieriger sein wird, per Saldo einen Nettozufluss an Prämien zu erreichen. So verzeichneten 33 der von der Zeitschrift für

Versicherungswesen befragten 95 Versicherer im so genannten „Rekordjahr“ 2004 ein durchschnittliches negatives Prämienwachstum von 4,3 % (ungewichtet).

Der steigende Wettbewerb im Lebensversicherungsgeschäft fällt mit Verschiebungen im Produkt-Mix zusammen, die durch die geänderte Besteuerung der Altersvorsorge und das allgemein erstarkende Vorsorgebewusstsein der Bevölkerung hervorgerufen werden. Deutlich wird dies zum Beispiel am Absatz der Riester-Rente, der sich nach den eher enttäuschenden Verkaufszahlen der beiden Vorjahre festigte: Der Anteil der – betragsmäßig allerdings relativ geringen – Riester-Verträge an der Gesamtzahl neuer Lebensversicherungsverträge stieg von 2,3 % im Jahr 2004 auf 7,4 % im ersten Halbjahr 2005.<sup>8)</sup> Zugleich verstärkte sich – zu Lasten der Kapitallebensversicherung – der schon in den Vorjahren erkennbare Trend zur Rentenversicherung (siehe Schaubild 1.4.4).

*Auswirkungen des Langlebkeitsrisikos auf die Ertragslage der Versicherer*

Aus stabilitätspolitischer Sicht wird entscheidend sein, wie die Lebensversicherer auf die sich verschiebenden Verhältnisse zwischen den unterschiedlichen Lebensversicherungsprodukten reagieren, wie die noch jungen Riester- und Rürup-Märkte unter den Anbietern verteilt werden und wie effizient die Versicherungsindustrie mit dem Langlebkeitsrisiko umgehen wird. Aus heutiger Sicht ist eine Bewertung der von den einzelnen Unternehmen gewählten, durchaus unterschiedlichen Produkt-Strategien verfrüht. So zeigt ein Vergleich der 50 größten Lebensversicherer für das Jahr 2004, dass kein statistischer Zusammenhang zwischen der Höhe

<sup>8</sup> Quelle: GDV. Die Nachfrage nach Riester-Renten wird auch durch das vereinfachte Förderverfahren (Dauerzulagenantrag) belebt.



des Gesamtüberschusses und dem Produktmix nachweisbar ist (siehe Schaubild 1.4.5).

## Rückversicherungsunternehmen

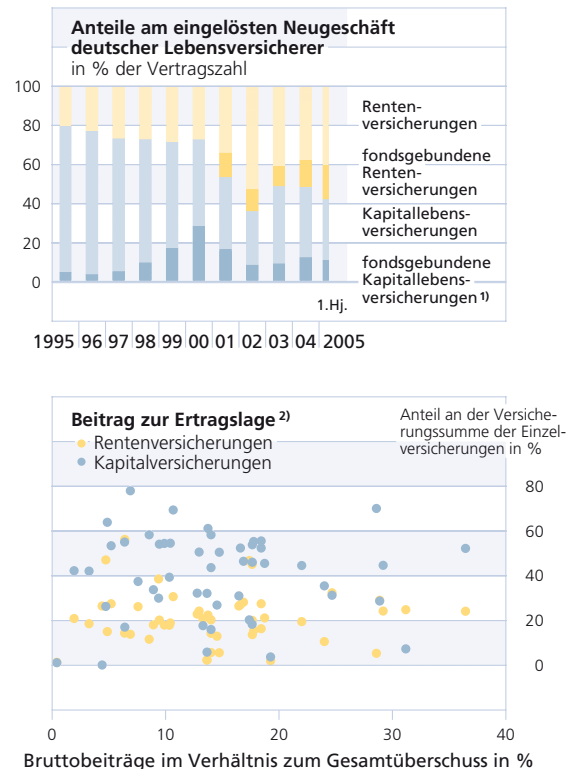
*Rückversicherer  
am Beginn einer  
Abschwung-  
phase?*

Aus der Preisentwicklung bei Neuverhandlungen kann geschlossen werden, dass sich der Rückversicherungsmarkt derzeit am Beginn einer zyklischen Abschwungphase befindet.<sup>9</sup> Nach wie vor dürfte der Sektor weitgehend marktübliche Konditionen durchsetzen und dafür auf den Gewinn neuer Marktanteile verzichten; ein solches Verhalten könnte die rückläufige Entwicklung der Bruttobeiträge in der deutschen Rückversicherungssparte<sup>10</sup> im Jahr 2004 und im ersten Halbjahr 2005 erklären.

Auffällig ist, dass das versicherungstechnische Ergebnis für große, weltweit tätige deutsche Rückversicherer und kleinere, eher auf das Deutschland- oder Europageschäft konzentrierte Unternehmen auseinanderläuft. Während letztere von dem im Jahr 2004 ungewöhnlich niedrigen Schadensausmaß in Europa profitierten und einigen von ihnen selbst bei sinkenden Beiträgen eine Verbesserung der Schaden-Kosten-Quote<sup>11</sup> gelang, hatten die größeren Unternehmen durch die im Jahr 2004 insbesondere die USA treffenden Wirbelstürme das bislang teuerste Schadensjahr der Geschichte zu verkraften. Die diesjährigen Wirbelstürme Katrina, Rita und Wilma scheinen sich mit einem geschätzten Schadensumfang von 35 Mrd US-\$ bis 70 Mrd US-\$ hieran anzuschließen. Deutsche Rückversicherer dürften allein auf Grund ihres hohen Marktanteils im weltweiten Rückversicherungsgeschäft einen erheblichen Teil die-

Schaubild 1.4.5

## KAPITALLEBENS- VERSUS RENTENVERSICHERUNG



DEUTSCHE BUNDESBANK

<sup>9</sup> Im Nicht-Lebengeschäft folgen die versicherungstechnischen Ergebnisse einem zyklischen Muster, das unter anderem durch (un-)günstige Schadenserfahrungen, die Rendite der Kapitalanlagen sowie das Streben der Versicherer nach höheren Marktanteilen hervorgerufen wird. Die Zyklen unterteilen sich in Phasen mit niedrigen Prämienätzen (weiche Märkte) und in solche mit hohen Prämienätzen (harte Märkte).

<sup>10</sup> Die folgenden Angaben basieren auf Veröffentlichungen von neun (Jahreszahlen) bzw. vier (Halbjahreszahlen) der 15 größten deutschen Rückversicherer.

<sup>11</sup> Die Schaden-Kosten-Quote drückt das Verhältnis zwischen Aufwendungen für Schäden sowie Verwaltung und Abschlusskosten einerseits und Prämieinnahmen andererseits bei einem Versicherungsunternehmen aus.

Kasten 1.11

### FESTLEGUNG DES HÖCHST- RECHNUNGSZINSES IN DER LEBENSVERSICHERUNG

Der Rechnungszins, mit dem die vertraglich vereinbarten Ablaufleistungen aus Lebensversicherungen diskontiert werden, muss so gewählt werden, dass er für die gesamte Laufzeit des Versicherungsvertrages unabhängig von der Höhe des Kapitalmarktzinsniveaus erzielbar ist. Zur Einengung des Entscheidungsspielraums der Versicherer legt das Bundesfinanzministerium gemäß § 65 Abs. 1 Nr. 1a Versicherungsaufsichtsgesetz in Verbindung mit der Deckungsrückstellungsverordnung einen Höchstbetrag für den Rechnungszins fest. Dieser darf nicht mehr als 60 % des Zinssatzes der Anleihen des Staates betragen, auf dessen Währung der Vertrag lautet; dabei wird ein arithmetisches Mittel der Umlaufrenditen über die letzten zehn Kalenderjahre verwendet. Szenarien zur künftigen Zinsentwicklung werden in die Entscheidung einbezogen.

Seit dem Jahr 2000 ist der Höchstrechnungszins, der üblicherweise zugleich die Garantieleistung für die Beiträge der Versicherungsnehmer angibt,<sup>1)</sup> schrittweise von 4 % auf 2,75 % (seit dem 1. Januar 2004) gesenkt worden. Eine mögliche weitere Herabsetzung des Höchstrechnungszinses, die alle ab dem Jahr 2007 abgeschlossenen Neuverträge betrafte, wird turnusgemäß Anfang 2006 vom Bundesfinanzministerium auf Empfehlung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht geprüft werden. Die Entscheidung wird auf dem kürzlich erschienenen Zinsbericht der Deutschen Aktuarvereinigung basieren, der eine Senkung des Zinssatzes auf 2,25 % empfiehlt.

<sup>1</sup> Da der Rechnungszins nur als Obergrenze für die Zinsgarantien dient, können Versicherer auch niedrigere oder – wie bei fondsgebundenen Lebensversicherungen – keine Garantien geben. Aus Wettbewerbsgründen wird von der zuerst genannten Möglichkeit bislang jedoch kein Gebrauch gemacht.

DEUTSCHE BUNDESBANK

ser Schäden rückversichert haben. Allerdings ist davon auszugehen, dass sie wesentliche Forderungsbeträge im Wege von Retrozessionen<sup>12)</sup> an andere Rückversicherer weitergeleitet haben. Unter der Voraussetzung, dass die Retrozessionäre ihrerseits über eine ausreichende Finanzstärke verfügen, würde sich die Nettobelastung der deutschen Rückversicherer deutlich verringern. Trotzdem können bei einzelnen Gesellschaften negative versicherungstechnische Ergebnisse wegen der Größe der Schäden nicht ausgeschlossen werden.

Vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds steht den hohen Schadenszahlungen bei einigen deutschen Rückversicherern im Jahr 2004 nur eine leichte Verbesserung des Kapitalanlageergebnisses gegenüber. Entscheidend für die Stabilität des Sektors wird daher das Ergebnis der kommenden jährlichen Erneuerungsrunden sein. Insbesondere bleibt abzuwarten, ob den – allgemein erwarteten – Prämienhöhungen im Katastrophbereich nennenswerte, nicht mehr risikoadäquate Prämienenkungen in anderen Zweigen gegenüberstehen.

### Schaden-/ Unfallversicherungsunternehmen

Der Großteil der deutschen Schaden-/Unfallversicherungssparte ist von den Schadensereignissen in den USA auf Grund von Geschäftsschwerpunkten und Rückversicherungsschutz relativ gering betroffen. Risiken resultieren bei den meisten Unternehmen eher

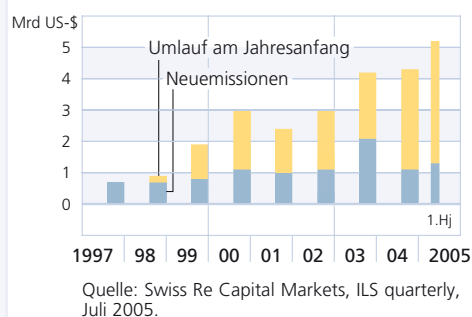
*Steigender Preiswettbewerb bei Schaden-/Unfallversicherern*

<sup>12</sup> Bei der Retrozession handelt es sich um die Weitergabe eines Teils des rückversicherten Risikos an andere Rückversicherer gegen Prämie. Diese wiederholte Rückversicherung erfolgt zum Zweck der wirtschaftlichen und geographischen Risikostreuung

Kasten 1.12

## VERBRIEFUNG VON KATASTROPHENRISIKEN

### VOLUMINA DER KATASTROPHENANLEIHEN (WELTWEIT)



Eine höhere Schadensfrequenz und -schwere bei Naturkatastrophen belasten die Ertragslage der Rückversicherer, die vor allem die Spitzenrisiken der Erstversicherer versichern. Aktuell hat der Wirbelsturm Katrina auf die Grenzen der Versicherbarkeit hingewiesen. Denn einzelne Jahrhundertsschäden können – sofern sie in Zeiten niedriger finanzieller Puffer oder nicht risiko-adäquater Prämienleistungen auftreten – die Rückversicherungssparte mangels Diversifikationsmöglichkeiten finanziell unter Druck setzen.

Eine Möglichkeit zum Risikotransfer bieten seit Anfang der neunziger Jahre so genannte Katastrophenanleihen. Sie übertragen Katastrophenrisiken mit geringer Eintrittswahrscheinlichkeit, aber hohem Schaden durch Emission einer Obligation auf die Kapitalmärkte: Tritt das betreffende Ergebnis ein, fallen Kapital und Zinsen der Obligationeninhaber in der Regel an den Emittenten. Der Markt wächst jedoch nur langsam (siehe Schaubild): Ende Juni 2005 liefen nach Angaben der Swiss Re 62 Titel um; diese wurden von elf Unternehmen begeben und machten insgesamt 0,4 % der im Jahr 2004 weltweit eingenommenen Prämien im Nichtlebensgeschäft aus. Die fehlende Dynamik ist auch daran erkennbar, dass in der seit dem Jahr 2002 andauernden Phase des „harten“ Marktes, also zu Zeiten einer starken Nachfrage nach Rückversicherungsschutz,

kein überragendes Wachstum der Neuemissionen zu verzeichnen ist.

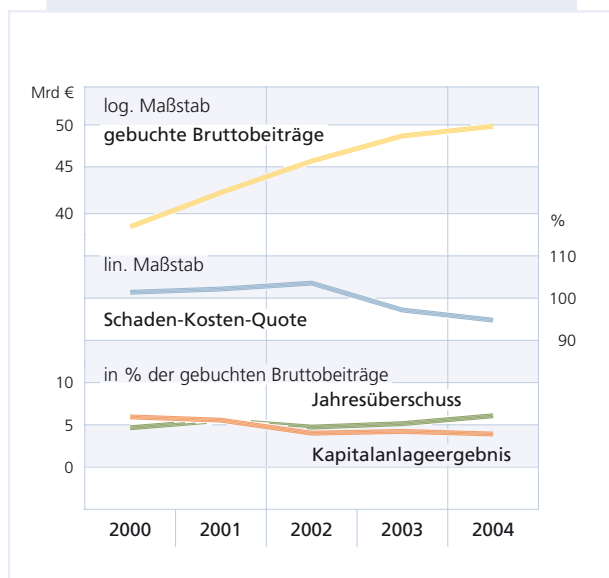
Dies dürfte letztlich auf die fehlende Marktreife der Katastrophenanleihen zurückzuführen sein. So resultiert die Nachfrage nach Katastrophenanleihen nicht nur aus der geringen Korrelation dieser Anlageart mit sonstigen Finanzprodukten, sondern gerade im derzeitigen Niedrigzinsumfeld auch aus den relativ hohen Risikoprämien. Deren Angemessenheit ist jedoch in Frage zu stellen, denn die Beschränkung von Ausgleichszahlungen auf absolute Jahrhundertsschäden hat dazu geführt, dass Emittenten kaum Entlastung aus den Anleihen erfahren. Einlösungsfälle sind bislang kaum aufgetreten, und selbst Ratingherabstufungen der Katastrophenbonds sind selten zu verzeichnen.<sup>1)</sup> Mögliche Erklärungsansätze für das Bestehen eines Keils zwischen dem „fairen“ Preis der Anleihe und der tatsächlich gezahlten Risikoprämie sind die noch geringen Erfahrungswerte der Investoren mit den Anleihen, der enge Sekundärmarkt sowie die wegen der niedrigen Emissionsvolumina fehlende Möglichkeit der Tranchierung.

Eine stärkere Konvergenz der Katastrophenanleihen mit Renditen anderer Anleihen dürfte folglich erst bei Überschreiten einer kritischen Schwelle zu erwarten sein. Aus Stabilitätssicht würde eine solche Entwicklung durchaus positive Effekte mit sich bringen. So könnten die Emittenten durch die Verbriefung der Versicherungsrisiken – vergleichbar mit dem Ausplatzen des Kreditrisikos im Bankensektor – von einer verbesserten Risikodiversifizierung und effizienteren Kapitalallokation profitieren. Dies käme über die Netzwerkstellung der Rückversicherer letztlich der gesamten Versicherungswirtschaft zugute. Allerdings dürfen die bei Verbriefungsvorgängen generell bestehenden Risikopotenziale nicht übersehen werden. Hierzu gehören insbesondere eine unzureichende Transparenz über die Transaktionen und Geschäftspartner, ein Anstieg der Rechtsrisiken bei unvollkommener Standardisierung sowie die Herauslösung operativer Geschäfte aus der staatlichen Regulierung, die die Übernahme von Versicherungsrisiken durch unregulierte Marktteilnehmer wie Hedgefonds ermöglicht.

<sup>1</sup> Dies gilt insbesondere für Katastrophenanleihen, deren Einlösung an technische Parameter wie die Stärke eines Erdbebens oder Wirbelsturms gebunden ist.

Schaubild 1.4.6

### ERTRAGSLAGE DER 50 GRÖSSTEN DEUTSCHEN SACHVERSICHERER



Quelle: Moody's.

DEUTSCHE BUNDESBANK

aus dem sich verschärfenden heimischen Preiswettbewerb und der nachlassenden Marktdisziplin. So sind insbesondere in der Kfz-Sparte, dem bedeutendsten Geschäftsfeld der Branche, aber auch in der Industriesachversicherung preisbedingte Rückgänge der Bruttobeiträge festzustellen. Insgesamt schwächte sich das Wachstum der Bruttobeiträge bereits im Jahr 2004 spürbar ab (siehe Schaubild 1.4.6); für das laufende Jahr rechnet der Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft mit einem Rückgang um 0,5%. Bei einer – auch konjunkturell bedingt – erwarteten Erhöhung der Schadenzahlungen um 0,5% ergäbe sich für das Jahr 2005 ein Anstieg der Schaden-Kosten-Quote, die jedoch weiterhin auf einem recht günstigen Niveau liegen dürfte. Auch hier gilt aber, dass eine andauernde Verschlechter-

ung des versicherungstechnischen Ergebnisses im derzeitigen Niedrigzinsumfeld trotz eines – im Vergleich zu den Lebensversicherern deutlich höheren – Aktienanteils von circa 22% kaum durch das Kapitalanlageergebnis aufgefangen werden kann.

### Allfinanz

Die wachsende Bedeutung des Sparmotivs „Altersvorsorge“ führt über einen intensiveren Wettbewerb von Versicherern, Banken und Kapitalanlagegesellschaften zu einer größeren Nachfrage nach Kooperationen und Kapitalverflechtungen innerhalb des Finanzsystems. Auf Grund der Ähnlichkeit der Anlageziele bieten viele deutsche Lebensversicherer auf die Kapitalanlage fokussierte Konkurrenzprodukte an. So liegen nach Informationen des Bundesverbandes Investment und Asset Management knapp 20% des verwalteten Publikumsfondsvermögens bei versicherungsnahen Kapitalanlagegesellschaften. Darüber hinaus sind fast alle deutschen Bausparkassen über Konzern- oder Verbundbeziehungen traditionell mit einem Versicherer verbunden.

*Wachsende Bedeutung von Allfinanz, ...*

Auffällig ist jedoch, dass das eigentliche Allfinanzgeschäft – die Nutzung der Bankfilialen als Vertriebskanal für die Versicherungsindustrie – in Deutschland schwächer ausgeprägt ist als im europäischen Durchschnitt. Anders als in vielen europäischen Ländern verfügen die deutschen Privatbanken auf Grund ihrer niedrigen Marktanteile im Retail-Geschäft nur über eine relativ geringe Basis potenzieller Versicherungskunden. Der überwiegende Teil der für das Allfinanzgeschäft interessanten Kunden steht in einer Kontobeziehung mit dem Sparkassen-

*... jedoch zurückhaltender Rückgriff auf Banken als Vertriebskanal*

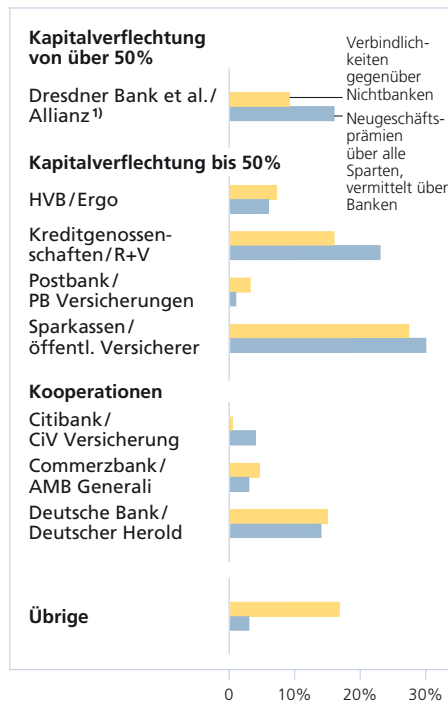
oder Genossenschaftssektor; beide Verbände verfügen jedoch über eigene Versicherungsgruppen, so dass Konkurrenzangebote nur bedingt vermittelt werden. Letztlich setzt sich die Drei-Säulen-Struktur damit auch in den Allfinanzkonzepten fort. Ein weiterer Grund für die unterdurchschnittliche Nutzung von Allfinanzlösungen in Deutschland könnte darin gesehen werden, dass deutsche Banken ihren Kundenstamm häufig nicht effizient ausschöpfen, das heißt zu wenig Cross-selling betreiben.

Die regelmäßig aufkommende Diskussion, ob für das Ausnutzen der Allfinanzvorteile eine Kapitalverflechtung der Partner vorteilhaft ist, kommt zu keinem eindeutigen Ergebnis. Die Gegenüberstellung von Marktanteil im Einlagengeschäft und Vermittlungserfolg im Versicherungsgeschäft verdeutlicht, dass die Höhe des Marktanteils im Allfinanzgeschäft nicht nur von dem Bestehen einer Kapitalverflechtung, sondern im wesentlichen Umfang auch von der Vertriebskraft der einbezogenen Bank und dem Reifegrad der Zusammenarbeit bestimmt wird (siehe Schaubild 1.4.7). So wird deutlich, dass zu den besonders erfolgreichen Allfinanzpartnern sowohl Banken mit mehr oder weniger engen Kapitalverflechtungen als auch solche mit reinen Kooperationsverträgen oder Mischformen zählen. Ungeachtet dieser Debatte scheinen sich Marktteilnehmer jedoch darin einig zu sein, dass der – wie auch immer gearteten – Vertriebsallianz aus Versicherung und Bank in den nächsten Jahren schon allein wegen der zunehmenden Abhängigkeit der Banken von Provisionseinnahmen eine steigende Bedeutung zukommen wird. Die damit einhergehende Diversifizierung der Vertriebswege beziehungsweise Ertragsquellen dürfte die Stabilität beider Sektoren stärken.

Schaubild 1.4.7

### MARKTANTEILE AUSGEWÄHLTER ALLFINANZ-KOOPERATIONEN

Stand Ende 2003



Quelle: Mercer Oliver Wyman und eigene Berechnungen. — <sup>1)</sup> Auch die bayerischen Kreditgenossenschaften vermitteln Allianz-Versicherungen; ihre Marktanteile im Bankgeschäft wurden mangels genauerer Kenntnis zur Hälfte den Kreditgenossenschaften, zur Hälfte der Allianz zugeordnet.

DEUTSCHE BUNDESBANK

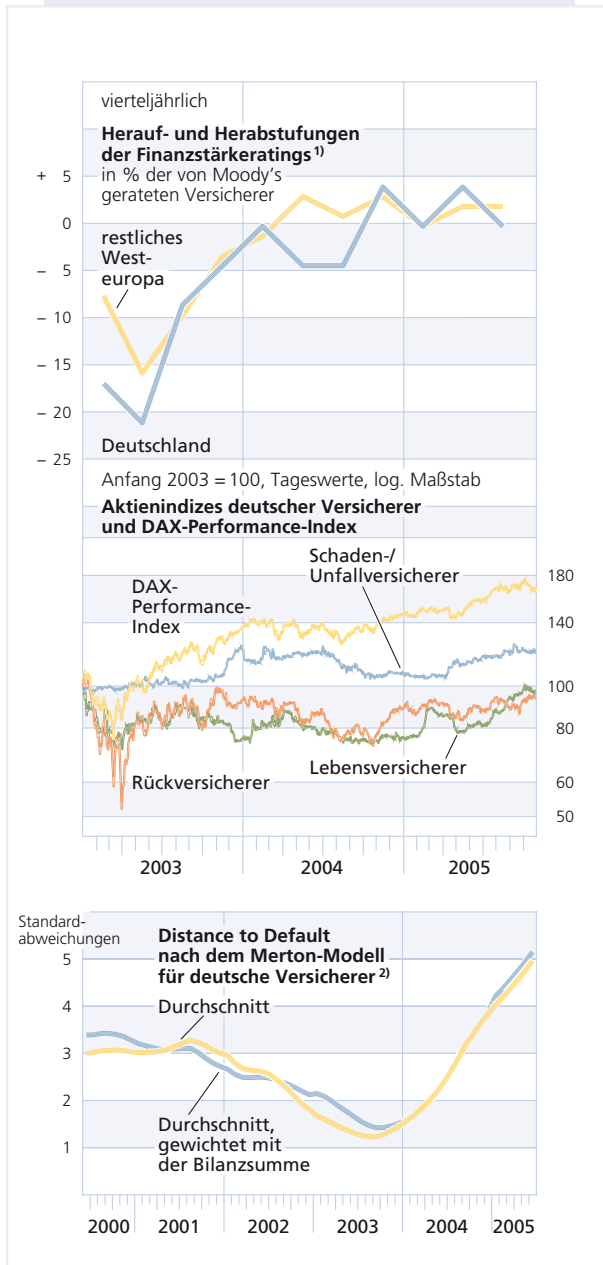
### Marktindikatoren

Die Einschätzungen der Marktteilnehmer kommen zu dem Ergebnis, dass sich die Stabilität der Versicherer weiter erhöht hat, auch wenn bei Lebens- und Rückversicherern noch Anpassungsbedarf vermutet wird. Bei den Finanzstärkeratings erfuhren die deutschen Versicherer seit Ende 2004 per Saldo wieder mehr Herauf- als Herabstufungen, so dass sie

*Aufholprozess der Versicherer wird durch Marktteilnehmer bestätigt, jedoch noch nicht als abgeschlossen beurteilt*

Schaubild 1.4.8

**MARKTINDIKATOREN  
DEUTSCHER VERSICHERER**



Quellen: Moody's, Geschäftsberichte der Versicherer, Datastream, Bloomberg und eigene Berechnungen. — **1** Ein positiver Prozentsatz steht für saldierte Heraufstufungen, ein negativer für saldierte Herabstufungen. — **2** Die Schätzungen beruhen auf Daten von zehn deutschen Versicherern. Der Indikator gibt an, um wie viele Standardabweichungen der Firmenwert die Verbindlichkeiten übersteigt.

DEUTSCHE BUNDESBANK

im europäischen Vergleich mittlerweile Anschluss gefunden haben. Während der deutsche Schaden-/Unfallversicherungsmarkt von den großen, weltweit tätigen Ratingagenturen als „stabil“ eingeschätzt wird, liegen die Ausblicke für die deutsche Lebensversicherungssparte – anders als bei einigen europäischen Konkurrenzmärkten – und für das weltweite Rückversicherungsgeschäft – angesichts der hohen Wirbelsturm-Schäden – zwischen „stabil“ und „negativ“.

Die Aktienindizes aller drei deutschen Versicherungssparten bleiben hinter der positiven Entwicklung des Dax 30 zurück; insbesondere Lebens- und Rückversicherer werden über den gesamten Zeitraum deutlich skeptischer bewertet. Angesichts der seit 2003 wieder erstarkten Finanzkraft deuten die zurückhaltenden Markturteile darauf hin, dass die auf beiden Märkten bestehenden Risiken von den Investoren stärker gewichtet werden. Angesichts der geringen Ausschläge am aktuellen Rand scheinen die Marktteilnehmer aber davon auszugehen, dass die Folgen der US-Wirbelstürme von den deutschen Nichtleben-Versicherern relativ gut verkraftet werden.

Ein recht positives Bild liefert ein mit Hilfe optionspreistheoretischer Verfahren hergeleiteter Ausfallindikator (siehe Schaubild 1.4.8). Er zeigt seit Ende 2003 eine steigende Widerstandsfähigkeit der börsennotierten deutschen Versicherer an, ohne dabei zwischen kleinen und großen Konzernen zu unterscheiden.

## Finanzielle Infra- struktur und Finanz- marktgesetzgebung

### Stabilität der Zahlungsverkehrs- und Wertpapierverrechnungssysteme

Eine sichere und effiziente Infrastruktur für die Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklung stellt eine entscheidende Rahmenbedingung für die Stabilität des deutschen Finanzsystems dar. Gegenwärtig geht von der in Deutschland genutzten Finanzinfrastruktur ein insgesamt nur geringes Risiko für die Finanzstabilität aus. Die im Berichtszeitraum aufgetretenen Störungen führten zwar ab und an zu Verzögerungen in der Abwicklung; eine Destabilisierung der Finanzmärkte war jedoch nicht zu verzeichnen. Gleichwohl ist festzustellen, dass vor allem im Zusammenhang mit dem Betrieb der Abwicklungssysteme weiterhin operationelle Risiken bestehen, die es gilt, in Zukunft weiter abzubauen.

*Präzisierung des Grundprinzips VII für Zahlungsverkehrssysteme*

Einen Beitrag dazu soll die Initiative des Eurosystems leisten, die eine Präzisierung des Grundprinzips VII „Operationelle Sicherheit“ der „Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind“ anstrebt.<sup>1)</sup> Die zahlreichen Ereignisse der letzten Jahre, wie zum Beispiel Terrorismusattacken oder Stromausfälle, haben gezeigt, wie wichtig eine Vorsorge zur Fortführung des Geschäftsbetriebs nach technischen Ausfällen (Ausfallvorsorge)<sup>2)</sup> für die Krisenresistenz der Zahlungsverkehrssysteme ist. Die erarbeiteten Empfehlungen sollen sich an systemisch wichtige Zahlungsverkehrssysteme und deren Teilnehmer richten.

Sie konkretisieren die Anforderungen an die operationelle Sicherheit in folgenden Punkten: a) umfassende Strategie zur Ausfallvorsorge, b) Ausfallvorsorge, die auf zahlreiche unterschiedliche Szenarien und Ziele für den Wiederanlauf der Systeme und die Wiederaufnahme des Geschäftsbetriebs abstellt und c) Durchführung regelmäßiger branchenweiter oder lokaler Tests, um die Effektivität der Ausfallvorsorge sicherzustellen. Die Empfehlungen wurden zunächst zwischen Vertretern einzelner Notenbanken und Marktteilnehmern erörtert. Bis Juli 2005 erfolgte eine öffentliche Konsultation. Derzeit analysiert das Eurosystem die aus der europäischen Kreditwirtschaft eingegangenen Stellungnahmen, um diese Empfehlungen zu finalisieren.

Im Rahmen ihrer Überwachungstätigkeit konnte die Bundesbank im vergangenen Jahr keine Gefährdung der Stabilität der finanziellen Infrastruktur feststellen. Der Schwerpunkt der Überwachung lag dabei auf den Systemen, die für den deutschen Finanzmarkt systemische Bedeutung haben. Dies ist dann der Fall, wenn erhebliche Verzögerungen oder gar Ausfälle dieser Systeme die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte gefährden und die Liquiditätssituation der Marktteilnehmer negativ beeinflussen könnten.

*Überwachung liefert insgesamt positives Bild*

<sup>1</sup> Die „Core Principles for Systemically Important Payment Systems“ wurden im Jahr 2001 von den G10-Zentralbankgouverneuren verabschiedet und vom Eurosystem als Standards übernommen.  
<sup>2</sup> Business Continuity Planning (BCP).



*RTGS<sup>plus</sup> als  
integraler  
Bestandteil von  
TARGET*

Auf Grund seiner Bedeutung für die Finanzstabilität wird das ESZB-Großbetragszahlungssystem TARGET durch die involvierten EU-Zentralbanken auf Basis einer Grundsatzentscheidung des EZB-Rats auf Einhaltung der „Grundprinzipien für systemrelevante Zahlungsverkehrssysteme“ überwacht. Dabei ist jede Zentralbank im Rahmen eines vereinbarten konsistenten Vorgehens für die Überwachung ihrer TARGET-Komponente verantwortlich, die Bundesbank somit für RTGS<sup>plus</sup>. Die Überwachung hat zum Ziel, RTGS<sup>plus</sup> auf die dauernde Einhaltung der oben genannten Grundprinzipien zu überprüfen. Neben dem genannten Grundprinzip der operationellen Sicherheit sind noch weitere Anforderungen enthalten, die den risikofreien, aber zugleich effizienten Betrieb von Zahlungssystemen gewährleisten sollen, zum Beispiel Anforderungen bezüglich des Managements von Liquiditäts- und Kreditrisiken. Etwa alle drei Jahre (zuletzt 2003) erfolgt eine Komplettbeurteilung von RTGS<sup>plus</sup> hinsichtlich der Einhaltung aller Grundprinzipien. Darüber hinaus wird RTGS<sup>plus</sup> auch kontinuierlich überwacht. Hierbei werden alle Sachverhalte und Informationen analysiert, die Einfluss auf die Sicherheit und Effizienz von RTGS<sup>plus</sup> haben können. Dies können Änderungen am Systemdesign, betriebsstatistische Daten und Störfälle sein. Ergeben sich auf Grund der Analysen Unzulänglichkeiten, werden diese mit dem Ziel des Abbaus intern aufgegriffen.

*Rechtssicherheit  
im TARGET-Ver-  
bund*

Bei der Überwachung gemachte Feststellungen können auch einen Klärungsbedarf auf europäischer Ebene erfordern. So erfolgte jüngst im ESZB hinsichtlich TARGET eine Präzisierung der Anforderungen zur Einhaltung von Grundprinzip I.<sup>3)</sup> Die Präzisierung richtet sich auf die

Bereitstellung von Rechtsgutachten, die die Rechtsverhältnisse zwischen den am System Beteiligten klären und auf sicheren Grund stellen sollen. Diese Gutachten beziehen sich zum einen auf den rechtlichen Status von Teilnehmern, zum anderen auf rechtliche Regelungen des jeweiligen Heimatlandes, die insbesondere im Insolvenzfall Auswirkungen auf die rechtliche Durchsetzbarkeit der Systembedingungen haben können. Im Rahmen der Arbeit im ESZB wurde beispielsweise definiert, unter welchen Umständen die Aktualisierung eines Rechtsgutachtens von einem betroffenen Teilnehmer eingefordert werden soll und wer die Kompetenz zur Erstellung solcher Rechtsgutachten besitzt. In Bezug auf die Überprüfung des Aktualisierungsbedarfes eines Rechtsgutachtens sind die Teilnehmer in Geschäftsbedingungen vertraglich verpflichtet, relevante Rechtsänderungen an die systembetreibende Zentralbank zu melden. Darüber hinaus könnte die Zentralbank zusätzlich aktiv überprüfen, ob relevante Rechtsänderungen vorliegen. Eine aktive Rolle der Zentralbanken würde jedoch einen erheblichen Prüfungsaufwand bedeuten, da sowohl Informationen über die Rechtsverhältnisse der einzelnen Teilnehmer als auch über die gesetzlichen Regelungen der relevanten Länder beschafft werden müssten. Aus diesem Grund ist die Bundesbank der Meinung, dass die vertraglich sichergestellte Nutzung der präzisen Kenntnisse der Teilnehmer über ihre eigenen sowie der landesweiten Rechtsverhältnisse ein geeigneter, effizienter Weg ist, um die Erfüllung von Grundprinzip I durch TARGET zu gewährleisten. Ferner spricht sich die Bundesbank im Falle der Teilnahme von

<sup>3</sup> Das System sollte in allen betroffenen Rechtsordnungen eine solide Rechtsgrundlage aufweisen.



Auslandsinstituten aus dem EWR dafür aus, Rechtsgutachten über das Heimatrecht nicht mehr zwingend zu verlangen, da die maßgeblichen Rechtsfragen durch die Umsetzung von EU-Richtlinien gelöst worden sind.

*Nutzung von CLS steigt weiter*

Seit Mitte der neunziger Jahre haben die G10-Notenbanken verstärkt auf eine Reduzierung der Abwicklungsrisiken im Devisenhandel hingearbeitet. Als Ergebnis mehrerer Untersuchungen wurden Maßnahmen definiert, die von den Zentralbanken, einzelnen Kreditinstituten und der gesamten Finanzindustrie ergriffen werden sollten, um eine Reduzierung der Abwicklungsrisiken zu erreichen. Die Entwicklung des „Continuous Linked Settlement“ (CLS) ist das Kernelement dieses Prozesses gewesen. Durch CLS werden mittels einer Zug-um-Zug-Abwicklung die Abwicklungsrisiken im Devisenhandel reduziert. Mittlerweile können hierüber die Handelsgeschäfte von 15 Währungen abgewickelt werden. Zurzeit wird CLS weltweit von 58 direkten Teilnehmern genutzt, darunter auch fünf deutsche Banken. Auf Basis einer von der BIZ durchgeführten Umfrage hatte CLS im Frühjahr 2004 einen Anteil von fast einem Viertel am weltweiten Zahlungsausgleich von Fremdwährungsgeschäften. Dieser Anteil dürfte mittlerweile deutlich gestiegen sein, da seit dieser Umfrage vier zusätzliche Währungen über CLS abgewickelt werden können und sich sowohl die über CLS abgewickelten Stückzahlen als auch die Volumina wesentlich erhöht haben. Bedingt ist dieser Anstieg auch dadurch, dass sich die Anzahl der Marktteilnehmer, die CLS indirekt, das heißt über einen direkten Teilnehmer nutzen, seit Mitte 2004 mehr als verdreifacht hat. Auf Grund der durch CLS

kos im Fremdwährungshandel und des bislang erreichten Marktanteils kommt CLS in Bezug auf die Finanzstabilität besondere Bedeutung zu. Probleme im CLS-System könnten sich unmittelbar negativ auf die Stabilität des Finanzsystems auswirken. Daher wird CLS im Rahmen einer kooperativen Zahlungsverkehrsüberwachung, an der auch die Bundesbank beteiligt ist, unter Federführung der Federal Reserve Bank of New York überwacht. Im Vergleich zum Vorjahr haben sich die Risiken für die Finanzstabilität, die sich aus der Abwicklung des Devisenhandels ergeben, dank der erhöhten Nutzung von CLS verringert.

Das Kommunikationsnetz „SWIFT“ wird von über 7 500 Finanzinstituten in über 200 Ländern in Anspruch genommen. Das deutsche Kreditgewerbe war dabei im Jahr 2004 der drittgrößte Nutzer weltweit. Darüber hinaus nutzen viele Marktinfrastrukturen (z. B. Zahlungsverkehrssysteme) SWIFT, so dass das reibungslose Funktionieren der Dienstleistungen von SWIFT für die Stabilität des gesamten Finanzsystems von hoher Bedeutung ist. Aus diesem Grund wurde beschlossen, die kooperative Überwachung von SWIFT durch die G10-Zentralbanken (unter Führung der Belgischen Zentralbank) ab 2004 neu zu strukturieren, um sie noch effektiver auszuüben. Der Schwerpunkt der Überwachung von SWIFT liegt auf Fragen der Sicherheit, operationellen Zuverlässigkeit beziehungsweise Widerstandsfähigkeit der technischen Systeme sowie der Ausfallvorsorge. Vertreter der G10-Zentralbanken, der EZB und der Vorsitzende des Zahlungsverkehrsausschusses der BIZ treffen sich regelmäßig in der SWIFT Co-operative Oversight Group (OG), um die gemeinsame Strategie für die Überwachung von

*Neugestaltung der kooperativen Überwachung von SWIFT hat sich bewährt*

SWIFT zu diskutieren. Innerhalb der OG gibt es die Executive Group (EG), deren Aufgabe es ist, in direkten Kontakt mit SWIFT zu treten und die in der OG besprochenen Strategien und Empfehlungen an die Führungsgremien heranzutragen und sich über neue Entwicklungen bei SWIFT zu informieren. Die Basisarbeit der Überwachung erfolgt in der Technical Oversight Group (TG), in der Experten mit Spezialkenntnissen in der Informationstechnologie technische Fragen diskutieren und die Ergebnisse an die OG berichten. Diese organisatorische Veränderung der kooperativen Überwachung von SWIFT wird dauerhaft einen positiven Beitrag zur Verringerung der Risiken für die Finanzstabilität leisten.

*Verbesserung  
der Liquiditäts-  
steuerung im  
neuen Geldver-  
rechnungsmo-  
dell...*

Im Rahmen der Wertpapierabwicklung können Kunden des deutschen Zentralverwahrers Clearstream Banking AG (Clearstream) seit November 2004 flexibler als bisher mehrere Zentralbankkonten zur Vorabbereitstellung von Liquidität für die geldliche Verrechnung von Wertpapiertransaktionen nutzen. Damit werden den Teilnehmern nicht nur zusätzliche Quellen von Zentralbankliquidität eröffnet, sondern auch eine verbesserte Verteilung der verfügbaren Zentralbankliquidität für Abwicklungszwecke ermöglicht.

*...und Ausdeh-  
nung der Nacht-  
verarbeitung*

Zudem hat Clearstream im März 2005 einen weiteren nächtlichen Abwicklungszyklus eingeführt, der mit vorab bereitgestellter Zentralbankliquidität arbeitet. Das Abwicklungssystem von Clearstream steht seitdem täglich circa 18 Stunden zur Verfügung. Die neue Echtzeit-Verarbeitung ermöglicht auch zusätzliche Interaktionen zwischen Clearstream und den internationalen Zentralverwahrern Clearstream Luxemburg und Euroclear wäh-

rend der Nacht. Damit können Wertpapierlieferungen zwischen mehreren Abwicklungssystemen im Interesse der Marktteilnehmer noch besser aufeinander abgestimmt werden. Vorher abgelehnte Transaktionen, neue Aufträge beziehungsweise zwischenzeitlich erfolgte Freigaben von Instruktionen können damit bereits in der Nacht bis zum frühen Morgen verarbeitet werden. Erfahrungswerte haben gezeigt, dass eine nachhaltige Steigerung der Abwicklungseffizienz in der Nachtverarbeitung – gemessen an einer deutlichen Reduzierung der Anzahl nicht abgewickelter Transaktionen – für alle beteiligten Systeme erzielt werden konnte. Ferner erhöhte sich insgesamt die Sicherheit der Abwicklung, da die Einführung dieses zweiten Nachtzyklus zu einer Verlagerung von Transaktionen, die bisher während des Tages abgewickelt wurden, in die risikofreie Nachtverarbeitung geführt hat. Hier erfolgt die Abwicklung der Wertpapiertransaktionen Zug um Zug gegen vorab durch die Teilnehmer bereitgestellte Zentralbankliquidität. Letztlich dient die friktionsfreie Belieferung von Wertpapieren und die verbesserte Interoperabilität auch dem Ziel der Integration der europäischen Wertpapiermärkte.

## Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland und der EU

Regulatorische Rahmenbedingungen haben als Spielregeln für die Marktteilnehmer erhebliche Auswirkungen auf die Effizienz und die Stabilität von Finanzmärkten. Die legislativen Maßnahmen der jüngsten Zeit gehen nahezu vollständig auf den von der EU-Kommission im Jahr 1999 verabschiedeten Finanzaktionsplan (FSAP) zurück, mit dem der europäische Fi-

*Stärkung des  
Binnenmarkts  
durch den Fi-  
nanzaktionsplan  
der EU...*

nanzbinnenmarkt hergestellt beziehungsweise vollendet werden soll. Im Rahmen dieses Aktionsplans wurden beziehungsweise werden auf europäischer wie nationaler Ebene nahezu alle kapitalmarktrechtlichen Vorschriften überarbeitet mit dem Ziel, einheitliche Wettbewerbsbedingungen auf den europäischen Finanzmärkten zu schaffen. Gleichzeitig sollen – zum Teil als Reaktion auf verschiedene Bilanzskandale und entsprechende legislative Maßnahmen in den USA – Anlegerschutz und die Regeln zur Unternehmensführung und -kontrolle (Corporate Governance) in Europa verbessert werden. Diesem Ziel trug auch der deutsche Gesetzgeber Rechnung, der im Juli 2005 ein eigenes, umfangreiches Gesetzespaket zur Stärkung der Corporate Governance in deutschen Unternehmen verabschiedete.<sup>4)</sup>

beitragen sollen. Mit diesen zum Teil komplexen Regelungen soll das Vertrauen in die Finanzmärkte gestärkt und damit ein Beitrag zu ihrer Effizienz und Stabilität geleistet werden. Ein wichtiger Teilbereich ist durch die EU-Prospektrichtlinie<sup>6)</sup> neu geregelt worden. Diese Richtlinie, die zum 1. Juli durch das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) in nationales Recht umgesetzt worden ist, soll die EU-weite Kapitalaufnahme von Unternehmen erleichtern, indem ein in einem Mitgliedstaat gebilligter Prospekt in allen Mitgliedstaaten anerkannt wird (Europäischer Pass). Die Prospektprüfung wird seit dem 1. Juli 2005 von der BaFin durchgeführt. Bisher waren hierfür die bei den jeweiligen Börsen angesiedelten Zulassungsstellen der Bundesländer zuständig. Um Wettbewerbsnachteile gegenüber anderen Ländern zu vermeiden, ist bei im In- und Ausland angebotenen Wertpapieren – entgegen dem ursprünglichen Wortlaut des Regierungsentwurfs – ein Prospekt in englischer Sprache ausreichend.

Die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>7)</sup> wurde bereits zum Oktober des letzten Jahres durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) in nationales Recht umgesetzt. Das AnSVG hat eine Verschärfung des im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) normierten Verbots des Insiderhandels sowie eine Ausweitung der Ad-hoc-Publizität mit sich gebracht. Neu ist auch die Regelung, dass der Emittent auf eigene Verantwortung die Veröffentlichung aufschieben

*EU-Marktmissbrauchsrichtlinie*

*... und das darauf folgende „Grünbuch zur Finanzdienstleistungspolitik 2005–2010“*

Nachdem die Maßnahmen des Finanzaktionsplans zumindest auf europäischer Ebene weitgehend abgearbeitet sind, hat die Kommission im Frühjahr 2005 ein „Grünbuch zur Finanzdienstleistungspolitik 2005–2010“<sup>5)</sup> zur Konsultation vorgelegt, in dem sie die aus ihrer Sicht notwendigen Nacharbeiten nach Abschluss des FSAP vorstellt. Im Einklang mit der von vielen Finanzmarktteilnehmern geforderten Regulierungspause soll in den nächsten Jahren die Implementierung der noch verbleibenden FSAP-Maßnahmen sowie deren nationale Durchsetzung Vorrang vor neuen regulatorischen Initiativen haben. Neue Richtlinien wurden demzufolge nur in wenigen Bereichen, wie zum Beispiel dem Zahlungsverkehr, angekündigt.

*EU-Prospektrichtlinie*

Ein Kernbereich des Kapitalmarktrechts sind Publizitätspflichten, die Informationsasymmetrien reduzieren und so zum Anlegerschutz

<sup>4</sup> Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechtes (UMAG); Gesetz zur Einführung von Kapitalanleger-Musterverfahren (KapMuG) sowie das Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (VorstOG).

<sup>5</sup> COM (2005) 177.

<sup>6</sup> 2003/71/EG.

<sup>7</sup> 2003/6/EG.

kann, wenn diese seinen berechtigten Interessen schaden könnte. Bisher war hierfür eine Erlaubnis der BaFin erforderlich. Diese Regelung, die auch der Rechtslage zum Bleispiel in den USA und der Schweiz entspricht, führt zwar zu einer Arbeitsentlastung bei den Aufsichtsbehörden, erhöht aber das Haftungsrisiko für die Unternehmen. Eine konkretisierende Durchführungsverordnung zum geänderten Meldewesen wurde im Dezember 2004 erlassen.<sup>8)</sup>

*Deutsches Pfandbriefrecht*

Die Herstellung EU-weit gleicher Wettbewerbsbedingungen führte dazu, dass zum 19. Juli 2005 Anstaltslast und Gewährträgerhaftung für öffentlich-rechtliche Institute wegfielen. Dies erforderte eine Neuordnung des Pfandbriefrechts. Mit dem neuen Pfandbriefgesetz, das zeitgleich zum 19. Juli 2005 in Kraft trat, entfällt das Spezialbankprinzip. Pfandbriefemittenten müssen eine entsprechende Lizenz bei der BaFin beantragen. Zu erwarten ist, dass das neue Gesetz Qualität und Wettbewerbsstellung des deutschen Pfandbriefs in Europa weiterhin sicherstellt. Mit dem neuen Gesetz wird zudem die bisherige Zersplitterung des Pfandbriefrechts in drei unterschiedliche gesetzliche Grundlagen beendet.

*Bedeutung der Finanzmarktgesetzgebung für die Finanzstabilität*

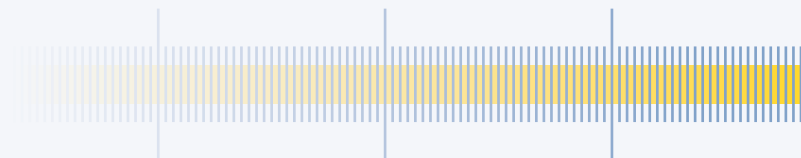
Es ist zu begrüßen, dass der von der EU-Kommission 1999 verabschiedete Finanzaktionsplan zur Schaffung des Europäischen Finanzbinnenmarkts in Deutschland auf allen Ebenen zügig umgesetzt wurde und wird. Bei

der nationalen Umsetzung der Richtlinien ist Deutschland einer der Vorreiter. Die Umsetzung in den anderen Mitgliedstaaten der EU verläuft dagegen teilweise sehr schleppend. Dies verzögert die Marktintegration insgesamt und mindert den angestrebten Nutzen mit Blick auf die Effizienz und Stabilität; es bringt Nachteile für deutsche Unternehmen, Finanzdienstleister und Anleger mit sich, da die Vorteile des Finanzbinnenmarkts noch nicht effektiv genutzt werden können.

Der Finanzaktionsplan harmonisiert einerseits die regulatorischen Rahmenbedingungen auf den europäischen Finanzmärkten und trägt so zu ihrer Stabilität bei. Andererseits ergeben sich dadurch für einige Marktteilnehmer teils gravierende Änderungen, die nun der Einübung und Bewährung in der Praxis – durch die Finanzmarktteilnehmer wie auch die Aufsichtsbehörden – bedürfen. Es ist daher zu hoffen, dass die EU-Kommission bei ihrer im Grünbuch vorgegebenen Zielsetzung bleiben wird, in den nächsten Jahren den Schwerpunkt auf die Implementierung der verabschiedeten Maßnahmen und die Durchführung von Kosten-Nutzen-Analysen im Bereich der Finanzmarktgesetzgebung zu legen.

<sup>8</sup> Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung vom 13. Dezember 2004, BGBl. 2004 Teil I Nr. 68, S. 3376 vom 17. Dezember 2004, Grundlage ist die Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG vom 27. April 2004.

## Sonderaufsätze





## Bankenwettbewerb und Stabilität des Finanzsystems

Innerhalb der drei Säulen des deutschen Bankensystems hat sich in den letzten Jahren ein deutlicher Konsolidierungsprozess vollzogen. Vor allem bei den Kreditgenossenschaften und Sparkassen führten zahlreiche Bankenzusammenschlüsse zu einer spürbar rückläufigen Zahl von Kreditinstituten. Wenngleich er an Dynamik verloren hat, so dürfte sich dieser Prozess allen Anzeichen zufolge auch in den kommenden Jahren fortsetzen. Ähnliche Entwicklungen lassen sich auch in zahlreichen anderen Ländern beobachten.

Vor diesem Hintergrund versucht der vorliegende Aufsatz allgemein die in der Literatur diskutierten Auswirkungen der Konzentration und des Wettbewerbs im Bankensektor auf die Stabilität des Finanzsystems zu beleuchten. Auch wenn sich aus theoretischer Perspektive kein eindeutiger Zusammenhang ableiten lässt, deuten empirische Studien auf einen stabilisierenden Einfluss einer höheren Konzentration und einer geringeren Wettbewerbsintensität hin. Da sich allerdings trotz des Konsolidierungsprozesses in Deutschland auch die Wettbewerbsintensität verschärft zu haben scheint, lässt sich dieser Zusammenhang nicht notwendigerweise auf das deutsche Finanzsystem übertragen. In der folgenden Betrachtung werden zudem Effekte des Bankenwettbewerbs ausgeblendet, die über die Auswirkung auf die Stabilität des Finanzsystems hinausgehen. Insofern lässt sich keine Aussage über die gesamtwirtschaftliche Vorteilhaftigkeit eines veränderten Wettbewerbsgrades treffen.

### Volkswirtschaftliche Bedeutung eines stabilen Finanzsystems

Die wesentliche Rolle eines Finanzsystems besteht darin, die gesamtwirtschaftlichen Ersparnisse effizient Investitionen zuzuführen: Das Finanzsystem soll sicherstellen, dass Diversifikationsmöglichkeiten ausgeschöpft und letztlich eine gesamtwirtschaftlich wünschenswerte Ertrag-Risiko-Relation bei der Kapitalallokation realisiert werden kann. Dabei kommt der erwarteten Kapitalrendite, die sich aus der vereinbarten Beteiligung an den zukünftigen Erträgen des temporär überlassenen Kapitals ergibt, eine wesentliche Steuerungsfunktion zu. Diese kann sie allerdings nur dann effektiv ausfüllen, wenn gewährleistet ist, dass vereinbarte Ertragsbeteiligungen auch tatsächlich durchgesetzt werden können. Nur unter diesen Umständen kann die Investitionstätigkeit der einzelnen Wirtschaftssubjekte von ihrem aktuellen Vermögen entkoppelt werden, können unabhängig von vergangenen individuellen Einkommen die gesamtwirtschaftlich effizienten Investitionsmöglichkeiten umgesetzt werden und somit eine optimale Kapitalallokation erreicht werden.<sup>1)</sup> Ein funktionsfähiges Finanzsystem stellt mithin einen effizienten Mechanismus zur Kapitalallokation bereit und trägt damit unter sonst gleichen Bedingungen zu einer höheren Produktivität

*Stabiles Finanzsystem ermöglicht ...*

<sup>1</sup> R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer und R. Vishny (1997), Legal determinants of external finance, in: Journal of Finance, 52, S. 1131 ff. beschreiben beispielsweise den Einfluss des Rechtssystems auf die Durchsetzbarkeit von Finanzverträgen und damit letztlich die Verfügbarkeit externer Unternehmensfinanzierung.

der Investitionen und zu einem beschleunigten volkswirtschaftlichen Wachstum bei.<sup>2)</sup>

... effizientere  
Kapitalallo-  
kation und  
beschleunigtes  
Wachstum ...

Ein stabiles Finanzsystem gewährleistet dabei, dass die üblichen konjunkturellen oder finanziellen Schocks, wenn sie die Risikotragfähigkeit einzelner Finanzmarktteilnehmer übersteigen, nicht sich selbstverstärkende Mechanismen in Gang setzen. Denn dies kann zu einer Finanzkrise mit gravierenden Preisverwerfungen oder gar einem temporären Austrocknen der Kapitalmärkte führen. Finanzkrisen beeinträchtigen somit das Funktionieren des Allokationsmechanismus oder setzen ihn zeitweise außer Kraft. Sie bringen folglich realwirtschaftliche Produktions- und Wachstumseinbußen mit sich. Darüber hinaus verursachen krisenbedingte exzessive Preisschwankungen an den Kapitalmärkten eine ineffizient hohe Risikoprämie, die die Allokationsfunktion zusätzlich behindert, die Investitionstätigkeit hemmt und somit langfristig zu einem geringeren Wachstum beiträgt.<sup>3)</sup>

... mindert  
negativen  
Einfluss von  
Informations-  
asymmetrien ...

Neben einer mangelnden Durchsetzbarkeit von Finanzverträgen kann vor allem eine ungleiche Informationsverteilung über Ertrag und Risiko von Investitionen eine effiziente Kapitalallokation behindern. Ein Kapitalgeber wird beispielsweise auf eine Anlage verzichten, wenn er befürchten muss, auf Grund seines im Vergleich zum Kapitalnehmer schlechteren Informationsstandes Kapital in eine zu riskante Unternehmung zu investieren.<sup>4)</sup> Im Zeitablauf kann es Unternehmen und Finanzintermediären jedoch gelingen, eine Reputation für eine sichere, aber dennoch ertragreiche Investitionsstrategie aufzubauen und so die aus der ungleichen Informationsverteilung resultierenden Probleme zu begrenzen. Durch

den Zusammenbruch von Unternehmen oder Finanzintermediären in einer Finanzkrise geht diese Reputation verloren und die Probleme einer asymmetrischen Informationsverteilung werden plötzlich wieder virulenter. Eine höhere Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen reduziert zudem den erwarteten zukünftigen Vorteil einer solchen Reputation. In einem instabilen Finanzsystem haben Unternehmen und Finanzintermediäre folglich einen geringeren Anreiz, sichere Investitionen zu wählen, um so eine positive Reputation aufzubauen. Darüber hinaus sinken allgemein die Anreize für die Kapitalmarktteilnehmer, in die Informationsbeschaffung und -verarbeitung zu investieren, wenn es auf Grund häufig auftretender Finanzkrisen unwahrscheinlich ist, in Zukunft von den so erlangten Informationen auch profitieren zu können.

... und erlaubt  
verbesserte  
Liquiditäts-  
versicherung

Eine weitere wichtige Funktion des Finanzsystems ist die Liquiditätstransformation. Das Finanzsystem sollte langfristige Realinvestitionen ermöglichen und dabei dennoch sicherstellen, dass Anleger auch kurzfristig über die investierten Mittel verfügen können, beispielsweise indem sie ihre Anteile an andere Investoren verkaufen. Finanzkrisen führen durch Verwerfungen an den Finanzmärkten

**2** R. Levine (1999), Law, Finance, and Economic Growth, in: Journal of Financial Intermediation, Vol. 8, S. 8 ff. zeigt den Wachstumsbeitrag einer besseren Durchsetzbarkeit von Finanzverträgen auf.

**3** Einen umfassenderen Überblick über Studien, die den Zusammenhang zwischen der Entwicklung des Finanzsystems und dem volkswirtschaftlichen Wachstum untersuchen, gibt: R. Levine (2005), Finance and Growth, in: P. Aghion und S. N. Durlauf (Hrsg.), Handbook of Economic Growth. F. Allen und H. Oura (2004), Sustained Economic Growth and the Financial System, diskutieren den Zusammenhang zwischen der Ausgestaltung des Finanzsystems und dem volkswirtschaftlichen Wachstum, in: Monetary and Economic Studies, Dezember 2004, S. 95 ff.

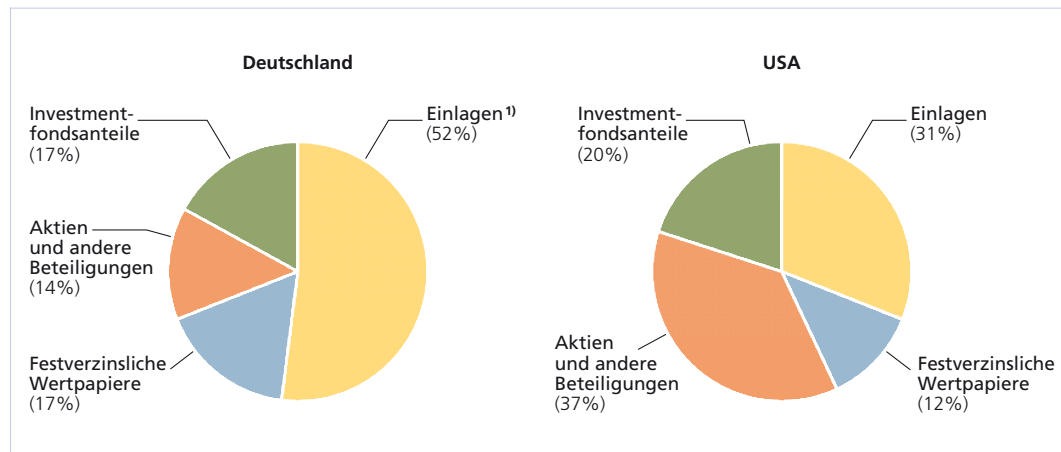
**4** Eine ausführliche Darstellung dieser Argumentation findet sich bei: D. Jaffee und J. Stiglitz (1990), Credit Rationing, in: B. M. Friedman und F. H. Hahn (Hrsg.), Handbook of Monetary Economics, Vol. II, S. 837 ff.



Schaubild 2.1.1

## PORTFOLIOSTRUKTUR DER PRIVATEN HAUSHALTE \*)

Stand am Jahresende 2004



\* Ohne Anlagen bei Versicherungen und Pensionseinrichtungen. — 1 Einschl. Bargeld.

DEUTSCHE BUNDESBANK

dazu, dass langfristige Unternehmenstitel unter Umständen nur noch zu einem hohen Abschlag verkauft werden können. Für Anleger, die Liquidität benötigen, kann es folglich in Krisenzeiten vorteilhaft sein, die unter normalen Umständen ineffiziente Liquidation der Realinvestition einem Verkauf vorzuziehen. Je häufiger Investoren mit einer Finanzkrise und folglich mit dem frühzeitigen Abbruch langfristiger Investitionen rechnen müssen, umso weniger rentabel ist im Vorhinein die Kapitalanlage in produktive langfristige Realinvestitionen.<sup>5)</sup> Ein stabiles Finanzsystem vermeidet also auch unter diesen Gesichtspunkten nicht nur krisenbedingte kurzfristige Produktionseinbußen, sondern steigert auch langfristig das gesamtwirtschaftliche Wachstum.

Nicht zuletzt ist ein stabiles Finanzsystem aber auch für die Geldpolitik von besonderer Bedeutung. Denn zur Sicherung der Preisstabilität durch die Zentralbank bedarf es eines wirksamen und insbesondere prognostizierbaren Einflusses geldpolitischer Impulse auf die Gesamtwirtschaft. Ein fragiles Finanzsystem stört diesen Zusammenhang.<sup>6)</sup> Darüber hinaus kann es unter Umständen eine Zentralbank hemmen, geldpolitisch notwendige Zinserhöhungen vorzunehmen, wenn gravierende Verwerfungen an den Finanzmärkten befürchtet werden müssen.

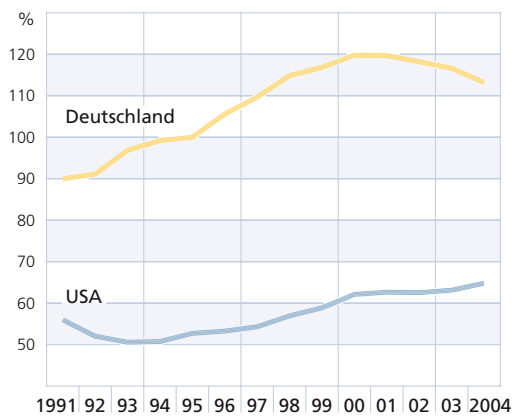
*Bedeutung  
eines stabilen  
Finanzsystems  
für Geldpolitik*

<sup>5</sup> F. Allen und D. Gale (1998), Optimal Financial Crisis, in: Journal of Finance, Vol. 53, S. 1245 ff. untersuchen diesen Zusammenhang ausführlich.

<sup>6</sup> Siehe: C. Goodhart und H. Huang (2005), The lender of last resort, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 29, S. 1059 ff. für eine ausführlichere Darstellung dieser Überlegung.

Schaubild 2.1.2

**KREDITE \*) AN DEN INLÄNDISCHEN  
PRIVATSEKTOR IN RELATION  
ZUM BIP**



Quelle: IWF International Financial Statistics und eigene Berechnungen. — \* Einschl. Wertpapierkrediten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

*Bedeutung von Banken in unterschiedlichen Finanzsystemen*

Bei der konkreten Ausgestaltung der tatsächlich zu beobachtenden nationalen Finanzsysteme kommt Banken eine ganz unterschiedliche Bedeutung zu.<sup>7)</sup> Insbesondere im Vergleich mit dem US-amerikanischen Finanzsystem spielen Banken im deutschen Finanzsystem eine wesentlich bedeutendere Rolle in der Kapitalallokation.<sup>8)</sup> So ist der Anteil von Bankanlagen, aber auch von anderen von Banken emittierten Finanzierungstiteln am Portfolio privater Haushalte in Deutschland deutlich größer als dies in den USA der Fall ist (siehe Schaubild 2.1.1 auf S. 105). Ebenso sind Kredite von Banken an den Privatsektor im deutschen Finanzsystem weitaus bedeutsamer als im US-amerikanischen (siehe Schaubild 2.1.2).

**Spezielle Rolle der Banken<sup>9)</sup>**

Ein wesentlicher Vorteil von Banken in der Finanzierung besteht in ihrem besseren Zugang zu Informationen und in ihrer effizienteren Möglichkeit, diese Informationen zu verarbeiten: In der Regel können Investoren ihren Informationsnachteil gegenüber Kapitalnachfragern durch die Beschaffung zusätzlicher Informationen zumindest teilweise wettmachen. Allerdings sind mit dieser Informationsbeschaffung typischerweise Kosten verbunden. Da diese Informationskosten meist nicht von der Höhe des zur Verfügung gestellten Kapitals abhängen und im Prinzip von jedem potentiellen Kapitalgeber aufgewendet werden müssten, können durch die Konzentration der Finanzierung auf eine Bank Skaleneffekte bei der Informationsbeschaffung ausgenutzt werden.<sup>10)</sup> Durch die Fokussierung auf eine Hausbank kann diese darüber hinaus in vollem Umfang vom Vorteil des verbesserten Informationsstandes profitieren. Eine zu geringe Investition in die Informationsbeschaffung, die bei einer Finanzierung durch eine Mehrzahl von Investoren aus der Nichtausschließbarkeit der Informationsnutzung unter Umständen resultiert, kann hierdurch vermieden werden. Anders als private Investoren können Banken

*Vorteile von Banken bei Informationsbeschaffung*

7 F. Allen und D. Gale (2000), Comparing Financial Systems, Cambridge MA, beschreiben die unterschiedlichen Ausprägungen von Finanzsystemen und stellen ausführlich die unterschiedliche Rolle von Banken in den verschiedenen Systemen dar.

8 Ein umfassende Beschreibung des deutschen Finanzsystems und der Rolle der Banken findet sich in:

J. Krahn und R. Schmidt (2004) (Hrsg.), The German Financial System, Oxford. Für einen europäischen Vergleich siehe: EZB (2004), Report on Financial Structures.

9 Für einen umfassenden Überblick über die Effizienzgewinne durch Banken siehe: G. Gorton und A. Winton (2005), Financial Intermediation, in: G. Constantinides, M. Harris und R. Stulz (Hrsg.) Handbook of the Economics of Finance, S. 431 ff.

10 Siehe: D. Diamond (1984), Financial Intermediation and Delegated Monitoring, in: Review of Economic Studies, Vol. 51, S. 393 ff., für eine ausführlichere Darstellung dieses Arguments.

zudem eher als einziger Hauptfinanzier einer Unternehmung auftreten und langfristige Finanzierungsbeziehungen pflegen. Banken fließen hierdurch im Zeitablauf Informationen zu, die ihre Möglichkeit bei der Bewertung und Überwachung einer Unternehmung verbessern.

*Informationsprobleme bei Refinanzierung von Banken*

Die Rolle der Banken in der Informationsbeschaffung und -verarbeitung führt dazu, dass Informationskapital einen wesentlichen Teil der Vermögenswerte von Banken darstellt. Naturgemäß können Außenstehende und damit auch die Kapitalgeber einer Bank dieses Informationskapital nur schwer bewerten. Der Vorteil von Banken bei Problemen asymmetrischer Informationsverteilung in der Unternehmensfinanzierung führt somit dazu, dass die Finanzierung von Banken selbst mit Informationsasymmetrien behaftet ist. Auf Grund des im Vergleich zu den meisten Unternehmen allerdings typischerweise besser diversifizierten Portfolios und des damit stetigeren Ertragsverlaufs der Kreditinstitute sind Informationsprobleme in der Finanzierung von Banken weniger gravierend.<sup>11)</sup> Darüber hinaus wirkt die charakteristische Refinanzierung der Banken durch kurzfristig abrufbare Einlagen als ein Disziplinierungsmechanismus, der sicherstellt, dass Bankmanager die Erträge aus dem gewonnenen Informationsvorteil an ihre eigenen Investoren weitergeben.<sup>12)</sup>

*Vorteile von Banken in der Liquiditätsversicherung*

Durch die Refinanzierung langfristiger Kredite mittels kurzfristiger festverzinslicher Einlagen tragen Banken ferner zu einer verbesserten Liquiditätstransformation des Finanzsystems bei. Die Liquiditätsversicherung, die die Banken Anlegern durch die Einlagenverträge ermöglichen, kann dabei über die von Finanzmärk-

ten bereitgestellte Risikoteilung hinausgehen. Denn anders als übliche Finanz- oder Versicherungsverträge können Bankeinlagen auch dann eine effiziente Risikoteilung sicherstellen, wenn der tatsächliche Liquiditätsbedarf einzelner Anleger nicht zu beobachten ist.<sup>13)</sup>

## Bankenwettbewerb

Vor dem Hintergrund der genannten speziellen Rolle von Banken im Finanzsystem weichen auch die Wohlfahrtsimplikationen zunehmenden Wettbewerbs teilweise von der grundsätzlichen Sichtweise ab. Allgemein favorisieren Ökonomen eine möglichst hohe Wettbewerbsintensität auf Märkten, um so eine für die Gesellschaft möglichst kosteneffiziente Produktion und ein umfassendes Leistungsangebot beziehungsweise im Falle von Banken eine möglichst effiziente Kapitalallokation sicherzustellen. Doch gibt es in Abhängigkeit von den jeweils betrachteten Märkten – bedingt etwa durch Kostenstrukturen – Situationen, in denen vollkommener Wettbewerb nicht zwangsläufig die gesamtwirtschaftlich besten Resultate erzielt. Banken scheinen zumindest in Teilen ihres Geschäfts auf solchen weniger idealtypischen Märkten zu agieren. Vor dem Hintergrund der bereits

*Effiziente Kapitalallokation...*

*...Informationsasymmetrien im Kreditgeschäft ...*

<sup>11</sup> Eine umfassendere Diskussion dieses Arguments findest sich in: D. Diamond, a.a.O.

<sup>12</sup> C. Calomiris und C. Kahn (1991), The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements, in: American Economic Review, Vol. 81, S. 47 ff. sowie D. Diamond und R. Rajan (2000), A Theory of Bank Capital, in: Journal of Finance, Vol. 55, S. 2431 ff. entwickeln dieses Argument.

<sup>13</sup> Dieses Argument geht im Wesentlichen auf D. Diamond und P. Dybvig (1983), Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, in: Journal of Political Economy, Vol. 91, S. 401 ff. zurück. Eine Diskussion der Allgemeingültigkeit dieser Funktion von Banken findet sich bei: E.-L. von Thadden (1999), Liquidity Creation through Banks and Markets: Multiple Insurance and Limited Market Access, in: European Economic Review, Vol. 43, S. 991 ff.

Kasten 2.1

**MARKTSTRUKTURMASSE IM EUROPÄISCHEN VERGLEICH**

Die im Zusammenhang mit Wettbewerbsfragen typischerweise verwandten Marktstrukturmaße sind zum einen schlicht die Anzahl der auf einem nationalen Markt aktiven Banken, zum anderen so genannte „concentration ratios“ (CR), die den prozentualen Marktanteil der größten Banken abbilden, sowie der Herfindahl-Hirshman-Index (HHI), der sich aus der Summe der quadrierten Marktanteile aller Banken eines Marktes errechnet. Er berücksichtigt sowohl die Gesamtanzahl der Banken als auch die Verteilung ihrer Marktanteile innerhalb eines Marktes und gewichtet durch die Quadrierung größere Marktanteile besonders hoch. Referenzgrößen für den jeweiligen Markt sind bei Marktstrukturmaßen typischerweise die Bilanzsumme sowie das Kredit- oder Einlagenvolumen auf nationaler Ebene.

Die anhand dieser nationalen Strukturmaße gemessene Bankenkonzentration variiert innerhalb Europas teilweise ganz erheblich. Hiernach ist der deutsche Bankenmarkt im europäischen Vergleich am wenigsten konzentriert, was auf den ersten Blick auf einen sehr hohen Wettbewerb hindeutet.

**Marktstrukturmaße und das Problem der Marktabgrenzung**

Die oben beschriebenen nationalen Marktstrukturmaße können jedoch im Hinblick auf das Wettbe-

**ANZAHL DER BANKEN SOWIE CR5 UND HHI GEMESSEN AN DER BILANZSUMME IM EUROPÄISCHEN VERGLEICH\*)**

Land	Anzahl Banken		CR5 in %		HHI in %	
	1998	2003	1998	2003	1998	2003
Belgien	123	108	63	83	0,091	0,207
Dänemark	212	203	71	67	0,144	0,111
Deutschland	3 238	2 225	19	22	0,013	0,017
Finnland	348	366	86	81	0,212	0,242
Frankreich	1 226	939	41	47	0,049	0,060
Griechenland	59	59	63	67	0,117	0,113
Großbritannien	521	426	25	33	0,022	0,035
Irland	78	80	40	44	0,047	0,056
Italien	934	801	25	27	0,021	0,024
Luxemburg	212	172	25	32	0,022	0,032
Niederlande	634	481	82	84	0,180	0,174
Österreich	898	814	42	44	0,052	0,056
Portugal	227	200	45	63	0,058	0,104
Schweden	223	222	56	54	0,079	0,076

werbverhalten nur als erste Indikatoren dienen. Ihre weite Verbreitung liegt zum einen an ihrer einfachen Berechnung und zum anderen an der häufig eingeschränkten Datenverfügbarkeit, die empirische Untersuchungen teilweise erheblich erschwert. Bei ihrer Berechnung ist jedoch die Frage der Marktabgrenzung ein unter Umständen entscheidendes Problem: Nationale Strukturmaße unterstellen indirekt einen nationalen wettbewerblichen Handlungsraum; gerade für das Kreditgeschäft sind jedoch in vielen Sparten immer noch in

\* Quelle: ECB, Report on EU Banking Structure, November 2004. — **1** Siehe z.B.: H. Degryse und S. Ongena (2005), Distance, Lending Relationships, and Competition, Journal of Finance, Vol. 60, No. 1, S. 231 ff. — **2** Vgl.: K.-H. Fischer und C. Pfeil (2004), Regulation and Competition in German Banking: An Assessment, in: J. P. Krahen und R. H. Schmidt, The German Financial System, S. 310. Die dort dargestellten regionalen Konzentrationsmaße sind auf der Basis von Bankzweigstellen

pro Kreis berechnet; Daten über Einlagen- oder Kreditvolumina stehen für diese engen regionalen Abgrenzungen in Deutschland – im Gegensatz z.B. zu den USA – nicht zur Verfügung. — **3** Auf die Existenz von nach wie vor spürbarer Marktmacht von Banken gerade in regionalen Märkten und die Bedeutung regionaler Bankenkonzentration in Deutschland deuten auch die Ergebnisse von K.-H. Fischer und H. S. Hempell (2005), Regional Markets, Oligopoly and Market Power in Banking, Deutsche Bundesbank, Forschungszentrum, Diskussionspapier, demnächst erscheinend. — **4** Siehe hierzu: T. Bresnahan (1989), Empirical Studies of Industries with Market

erster Linie lokale Märkte entscheidend.<sup>1)</sup> Nationale Konzentrationsmaße sagen daher teilweise sehr wenig über die tatsächlich relevanten – lokalen – Marktstrukturen aus. Am Beispiel Deutschlands wird dies bei einer Gegenüberstellung der oben aufgeführten nationalen HHIs mit im Prinzip vergleichbaren regionalen Maßen deutlich.<sup>2)</sup> Die regional beziehungsweise lokal gemessenen HHIs weichen hier erheblich von nationalen Maßen ab und würden durchaus für eine gewisse Marktmacht in regionalen Bankenmärkten sprechen.<sup>3)</sup>

### Empirische Methoden der Wettbewerbsmessung

Die so genannte Neue Empirische Industrieökonomie (New Empirical Industrial Organization – NEIO)<sup>4)</sup> bietet empirische Methoden der Wettbewerbsbestimmung, um die oben genannten Probleme zumindest zum Teil zu umgehen. Für Bankenmärkte sind die am häufigsten verwandten Verfahren die Schätzung einer Rosse-Panzar-Statistik (H-Statistik) oder eines Lerner-Index. Die von Panzar und Rosse<sup>5)</sup> entwickelte H-Statistik basiert auf der Schätzung der reduzierten Form einer Ertragsfunktion; sie bildet die daraus erhaltene Summe der Faktorpreiselastizitäten ab. Ein Wert von eins spiegelt vollständigen Wettbewerb, ein Wert von kleiner oder gleich null vollständige Kollusion

### HERFINDAHL-HIRSHMAN-INDEX (HHI) – UNTERSCHIEDE DER MARKTABGRENZUNG IN BANKENMÄRKTEN – NATIONAL VS. REGIONAL – BEISPIEL DEUTSCHLAND

Jahr	Nationale Abgrenzung <sup>6)</sup>	Regionale Abgrenzung <sup>7)</sup> (Durchschnitt über alle Kreise und kreisfreien Städte)	
		West	Ost
1996	0,011 <sup>8)</sup>	0,198	0,280
1998	0,013	0,200	0,302
2000	0,015	0,206	0,325

wider.<sup>9)</sup> Für die Berechnung eines Lerner Index werden die Grenzkosten der Banken entweder für sich alleine genommen oder simultan in einem Gleichungssystem, das zusätzlich eine Preis- und gegebenenfalls noch Nachfragegleichungen enthalten kann, mit Hilfe ökonomischer Verfahren geschätzt. Anhand dieser Schätzergebnisse wird auf der Basis von Preisvariablen eine relative Preiskostenmarge errechnet. Eine höhere Marge weist auf mehr Marktmacht hin.<sup>10)</sup> (Vgl. in Kasten 2, Gegenüberstellung geschätzter Lerner-Indizes und Stabilitätsindikatoren für Europa). Für Deutschland wie für die meisten europäischen Länder deuten beide Indikatoren auf eine Zunahme des Wettbewerbs im Laufe der neunziger Jahre. Dabei geben die deutschen Ergebnisse für lokale Bankenmärkte jedoch zum Teil Hinweise auf eine gewisse Marktmacht in lokal enger abgegrenzten Bankenmärkten.

Power, in: R. Schmalensee und R. Willig (Hrsg.), Handbook of Industrial Organization, Volume II, Elsevier Science Publishers B.V., Niederlande. — **5** J. C. Panzar und J. N. Rosse (1987), Testing for Monopoly Equilibrium, Journal of Industrial Economics, Vol. 35, S. 443-456. — **6** Quelle: ECB, Report on EU Banking Structure, November 2004. — **7** Fischer/Pfeil (2004), a. a. O.; regionale HHIs berechnet auf der Basis von Zweigstellenanteilen. — **8** Deutsche Bundesbank, Bankbilanzen, Bankwettbewerb und geldpolitische Transmission, Monatsbericht, September 2001, S. 61. — **9** Für Europa siehe z.B.: J. A. Bikker und K. Haaf (2002), Competition,

concentration and their relationship: an empirical analysis of the banking industry, Journal of Banking and Finance, Vol. 26, S. 2191 ff.; für Deutschland siehe hierzu: H. S. Hempell (2002), Testing for Competition among German Banks, Deutsche Bundesbank, Forschungszentrum, Diskussionspapier Nr. 04/2002. — **10** Für Europa siehe: J. Fernandez de Guevara, J. Maudos und F. Perez (2005), Market power in European Banking Sectors, Journal of Financial Services Research, Vol. 27, S. 109 ff.; für Deutschland siehe hierzu: K.-H. Fischer und H. S. Hempell (2005), a. a. O.

beschriebenen Bedeutung von Informationsasymmetrien für Teile des Bankgeschäfts wird deutlich, dass die grundsätzliche Rolle des Wettbewerbs im Bankgeschäft beziehungsweise im Bankkreditgeschäft entsprechend differenziert einzuschätzen ist.<sup>14)</sup> So ist neben dem Ziel einer möglichst an den Kosten orientierten Bepreisung und effizienten Produktion eine nachhaltige Kreditüberwachung sowie eine stetige Kreditverfügbarkeit in diese Beurteilung mit einzubeziehen.

... und Wechselwirkungen mit Wettbewerbsintensität

Kennzeichnend für die Vergabe von Bankkrediten sind die zuvor beschriebene Informationsintensität und -asymmetrie, die diesem Geschäft zu Grunde liegen. Die anfängliche und über die Dauer der Kreditbeziehung verlaufende Informationsbeschaffung kann somit als notwendige Investition von Seiten der Bank in den Kreditnehmer gesehen werden. Abhängig von der Transparenz des Unternehmens ist diese Informationsbeschaffung mehr oder weniger kostenträchtig beziehungsweise intensiv. Diese Intensität ist charakteristisch für die Art der Beziehung zwischen Bank und Kreditnehmer – Hausbankbeziehung vs. Standardkredit – und damit eines der entscheidenden Merkmale des Produkts, um das die Banken im jeweiligen Kreditmarkt in Wettbewerb treten. Mögliche Wechselwirkungen zwischen Wettbewerbsintensität einerseits und der Attraktivität solcher Beziehungen andererseits können daher die Kreditverfügbarkeit in Abhängigkeit von der Art des Kreditnehmers und des Zeitpunktes im Konjunkturzyklus entscheidend beeinflussen.

Begrenzte Aussagefähigkeit nationaler Marktstrukturmaße

Trotz der Bedeutung der Wettbewerbsintensität für die Allokationseffizienz im Bankgeschäft ist ihre Quantifizierung vergleichswei-

se problematisch und nicht durch eindeutige Standardmaße erfasst. Marktstruktur- beziehungsweise Konzentrationsmaße stellen die am häufigsten verwandten indirekten Messgrößen zur Beschreibung der Wettbewerbsintensität auf Bankenmärkten dar. Ein internationaler Vergleich dieser Strukturmaße für nationale Bankenmärkte findet sich im Kasten 2.2 auf Seite 116 f. Auf der Basis solcher nationaler Konzentrationsmaße müsste zum Beispiel Deutschland von einem extrem starken Wettbewerb geprägt sein. Gleichzeitig machen jedoch die vergleichsweise höheren Konzentrationsmaße für regionale deutsche Bankenmärkte deutlich, wie wenig aussagefähig solche nationalen Bankstrukturmaße für die Beurteilung der Wettbewerbsintensität eines Bankenmarkts sein können (vgl. Kasten 2.1 auf S. 108 f.). Dies gilt umso mehr als regionale Marktabgrenzungen schon allein auf Grund des für weite Teile des deutschen Bankensystems geltenden Regionalprinzips trotz Internationalisierung und Konsolidierung nach wie vor relevanter sein dürften als nationale Abgrenzungen.

Abgesehen von den skizzierten Problemen der Marktabgrenzung ist jedoch auch der grundsätzliche Zusammenhang zwischen Marktkonzentration und dem resultierenden Wettbewerbsverhalten aus theoretischer Perspektive nicht zwingend. Zwar dürfte grundsätzlich gemäß dem klassischen Struktur-Verhaltens-Paradigma<sup>15)</sup> davon auszugehen sein, dass die Marktstruktur das Wettbewerbsverhalten der Marktteilnehmer entscheidend beeinflussen

Zusammenhang von Marktstruktur und Wettbewerbsverhalten

<sup>14</sup> Für einen Überblick über die allgemeine akademische Diskussion siehe: N. Cetorelli (2001), Competition among banks: Good or bad?, Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, 2. Quartal, S. 38 ff.

<sup>15</sup> Vgl.: J. Bain (1951), Relation on Profit Rate to Industry Concentration: American Manufacturing 1936-1940, Quaterly Journal of Economics, Vol. 65, S. 293 ff.

kann. Das heißt, dass ein konzentrierter Markt strategisches Verhalten der Anbieter begünstigt, wodurch die Angebotsmenge geringer und die Preise höher ausfallen können als im vollkommenen Wettbewerb. Doch kann ein zu beobachtender Anstieg der Marktkonzentration auch Folge des Verhaltens der effizienteren Firmen sein, die ihren Effizienzvorsprung zum Ausbau ihrer Marktanteile nutzen („efficient structure hypothesis“<sup>16</sup>). Dann wäre zunehmende Konzentration im Rahmen einer Bankenkonsolidierung weniger Ausdruck schwindenden Wettbewerbs, sondern vielmehr einer Umverteilung des Marktes hin zu den effizienteren Anbietern. Daneben könnte theoretisch auch ein höher konzentrierter Markt allein durch den drohenden Markteintritt Dritter – etwa ausländischer Konkurrenten – hohem Wettbewerb unterliegen. Voraussetzung für solche so genannten kontestablen Märkte<sup>17</sup> sind sowohl rechtlich einfache als auch kostengünstige Markteintrittsmöglichkeiten. In Europa sind diese auf rechtlicher Ebene durch den einheitlichen Markt für Finanzdienstleistungen und die voranschreitende rechtliche Harmonisierung gegeben. Auf der Kostenseite dürften gerade auch in Deutschland die technischen Entwicklungen der letzten Jahre über neue Vertriebswege (z.B. Direktbanken) den Markteintritt erheblich vereinfacht und somit den Wettbewerbsdruck sowohl direkt als auch indirekt erhöht haben.

*Empirische  
Schätzungen des  
Wettbewerbs-  
verhaltens*

Um daher in der Beurteilung des Wettbewerbs nicht auf die aus den oben genannten Gründen hierfür durchaus problematischen Marktstrukturmaße angewiesen zu sein, bietet die so genannte Neue Empirische Industrieökonomie (New Empirical Industrial Organization: NEIO) empirische Methoden, um Rückschlüsse auf

das Wettbewerbsverhalten in einzelnen Märkten zu ziehen. Für Bankenmärkte sind die hier am häufigsten verwandten Methoden die so genannte Rosse-Panzar- oder auch H-Statistik sowie die Schätzung eines Lerner-Index, der die relative Marge zwischen Preis und Grenzkosten angibt (vgl. Kasten 2.1 auf S. 108 f.). Mit Hilfe dieser auf der Basis ökonometrischer Verfahren geschätzten Wettbewerbsindikatoren kann der tatsächliche Wettbewerb in einem Bankensystem – gerade wenn die Schätzungen auf der Basis von Einzelbankdaten erfolgen – deutlich zuverlässiger bestimmt werden, als einfache nationale Marktstrukturmaße dies zulassen. Denn hier kommen die Probleme der Marktabgrenzung in Abhängigkeit von der gewählten Methode gar nicht oder in geringerem Maße zum Tragen.

Für die meisten europäischen Länder ist anhand dieser Indikatoren eine Zunahme des Wettbewerbs im Laufe der neunziger Jahre zu erkennen.<sup>18</sup> Studien für Deutschland geben ebenfalls Hinweise auf eine Intensivierung des Wettbewerbs über diesen Zeitraum. Dabei deuten jedoch Ergebnisse für lokale Bankenmärkte teilweise weiterhin auf eine gewisse Marktmacht hin.<sup>19</sup> (Vgl. die Gegenüber-

*Zunahme des  
Wettbewerbs in  
den neunziger  
Jahren*

<sup>16</sup> Vgl.: H. Demsetz (1974), Two Systems of Belief About Monopoly, in: H. J. Goldschmidt, H. M. Mann, und J. F. Weston (Hrsg.), Industrial Concentration: The New Learning, Mass.: Little, Brown.

<sup>17</sup> Vgl.: W. J. Baumol (1982), Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure, American Economic Review, Vol. 72, S. 1 ff.

<sup>18</sup> Vgl. z.B.: J. A. Bikker und K. Haaf (2002), Competition, concentration and their relationship: an empirical analysis of the banking industry, Journal of Banking and Finance, Vol. 26, S. 2191 ff.; J. Fernandez de Guevara, J. Maudos und F. Perez (2005), Market power in European Banking Sectors, Journal of Financial Services Research, Vol. 27, S. 109 ff.

<sup>19</sup> Vgl.: H. S. Hempell (2002), Testing for Competition among German Banks, Deutsche Bundesbank, Forschungszentrum, Diskussionspapier Nr. 2002/04, und zusätzlich mit einem Fokus auf lokale Bankenmärkte: K.-H. Fischer und H. S. Hempell (2005), Regional Markets, Oligopoly and Market Power in Banking, Deutsche Bundesbank, Forschungszentrum, Diskussionspapier, demnächst erscheinend.



stellung von empirischen Wettbewerbs- und Stabilitätsmaßen für europäische Länder im Kasten 2.2 auf S. 116 f.)

Relationship  
lending und  
Wettbewerb

Vor dem Hintergrund insgesamt eher zunehmenden Wettbewerbs ist seine Auswirkung auf die Bank-Kreditkunde-Beziehung angesichts der zuvor genannten Informationsasymmetrien von besonderem Interesse. Gerade für weniger informationstransparente kleine und mittlere Unternehmen (KMU) ist das Verhältnis zu ihren Banken durch besonders enge Bank-Kunde-Beziehungen (Relationship Lending) geprägt. Zunehmender Wettbewerbsdruck kann diese engen Beziehungen erschweren, da er dem Kunden den Wechsel zu einer anderen Bank erleichtert und somit für eine potenzielle Hausbank die Investition in aufwendige Informationsbeschaffung und implizite Liquiditätsgarantien weniger interessant wird. Denn dadurch schränken sich für die Bank die Möglichkeiten ein, im Anschluss an kritische Finanzierungsphasen ihres Kreditnehmers beziehungsweise kostenintensive Informationsbeschaffung kompensierende Erträge zu erzielen.<sup>20)</sup> Die empirische Evidenz für diese Effekte ist bisher begrenzt. Eine Mehr-Länder-Studie findet Hinweise darauf, dass höhere Bankenkonzentration dem Wachstum von Sektoren zugute kommt, die besonders abhängig von externer Finanzierung sind.<sup>21)</sup> Dagegen konnte eine Studie für die USA diesen Effekt nicht bestätigen und kommt sogar zu gegenteiligen Resultaten.<sup>22)</sup> Für Deutschland ließ sich jedoch ein Zusammenhang zwischen der Konzentration lokaler Bankenmärkte einerseits und den Investitionen von Banken in informationsintensive Kundenbeziehungen andererseits feststellen.<sup>23)</sup>

Gleichzeitig hat aber die Art der Kreditbeziehung nicht nur allgemeine Auswirkungen auf die Kreditverfügbarkeit für unterschiedlich transparente Kreditnehmer. Vielmehr schwankt die Kreditverfügbarkeit je nach Art der Kreditbeziehung in unterschiedlichem Maße über den Konjunkturzyklus. So können Hausbankbeziehungen unter Umständen die zyklischen Wirkungen des Konjunkturverlaufs auf die Kreditvergabe abmildern.<sup>24)</sup> Während dies auf der Unternehmensebene einer Liquiditätsversicherung entspricht, würde es auf gesamtwirtschaftlicher Ebene die Ausschläge des Konjunkturzyklus tendenziell dämpfen. Ein Rückgang dieser engen Beziehungen könnte daher aus volkswirtschaftlicher Perspektive prozyklische Wirkungen verstärken, die die Makrostabilität gegebenenfalls negativ beeinflussen und damit zusätzliche Risiken für die Finanzstabilität in sich bergen.

Wettbewerb und  
Konjunkturzyklus

**20** Vgl.: Caminal/Matutes (2002), Market power and banking failures, *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 20, S. 1341 ff.; B. N. Anand und A. Galeotovic (2000), Information, Nonexcludability, and Financial Market Structure, *Journal of Business*, Vol. 73, S. 357 ff. Allerdings könnte die Investition in eine Hausbankbeziehung auch als strategische Reaktion der Produktdifferenzierung interpretiert werden, mit der sich am Markt etablierte Banken gegen den erhöhten Preiswettbewerb bei der Transaktionskreditvergabe zumindest teilweise abzugrenzen versuchen (siehe: A. W. Boot und A. V. Thakor (2000), Can Relationship Banking Survive Competition?, *Journal of Finance*, Vol. 55, Nr. 3, S. 679 ff.).

**21** Vgl.: N. Cetorelli und M. Gambera (2001), Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence from Industry Data, *Journal of Finance*, Vol. 56, S. 617 ff.

**22** Vgl.: S. E. Black und P. E. Strahan (2002), Entrepreneurship and Bank Credit Availability, *Journal of Finance*, Vol. 57, S. 2807 ff.

**23** Vgl.: K.-H. Fischer (2005), Acquisition of Information in Loan Markets and Bank Market Power – An Empirical Investigation, präsentiert auf der „Conference of Banking Structure and Competition“ der Federal Reserve Bank of Chicago im Mai 2005.

**24** Vgl.: F. Allen und D. Gale (1997), Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing, in *Journal of Political Economy*, Vol. 105, S. 523 ff.

## Die Notwendigkeit von Bankenregulierung unter Stabilitätsaspekten

*Das Risiko erwartungsbedingter Liquiditätskrisen*

In der Vergangenheit hatten Finanzinstabilitäten häufig ihren Ausgangspunkt in Liquiditätskrisen. Auf Grund der von Banken durchgeführten Liquiditätstransformation – der Refinanzierung langfristiger Anlagen insbesondere Kredite durch kurzfristige beziehungsweise kurzfristig abrufbare Einlagen – müssen sie ihren Liquiditätsbedarf möglichst genau prognostizieren. Denn eine umfangreiche Liquiditätsbeschaffung im Bedarfsfall, beispielsweise durch die Veräußerung oder Beleihung langfristiger Engagements, ist meist auf Grund des schlechteren Informationsstandes anderer Investoren nur zu einem Abschlag möglich. Sie ist folglich mit höheren Opportunitätskosten verbunden als eine vorausschauende Liquiditätshaltung. Die Notwendigkeit, den Liquiditätsbedarf im Vorhinein möglichst präzise zu bestimmen, bringt aber prinzipiell das Risiko einer rein erwartungsbedingten Destabilisierung von Banken mit sich. Erwarten Einleger, dass auf Grund zu geringer Neuanlagen der Mittelzustrom bei einer Bank deutlich geringer als geplant ausfällt oder dass andere Einleger unerwartet kurzfristig Mittel bei dieser Bank in großem Ausmaß abziehen, so müssen sie auch mit einer kostspieligeren kurzfristigen Liquiditätsbeschaffung seitens dieser Bank rechnen. Aus der Perspektive der Einleger verschlechtert sich damit die erwartete Ertragslage und letztlich das erwartete Ausfallrisiko dieses Kreditinstituts und lässt es vorteilhaft erscheinen, Einlagen bei dieser Bank abzuziehen und keine Neueinlagen zu tätigen. Im Extremfall könnte ein solcher erwartungsgetriebener Prozess selbsterfüllend sein und sich auf das gesamte Bankensystem ausweiten.<sup>25)</sup>

Ein wirksames regulatorisches Instrument, um so hervorgerufene Banken Krisen zu vermeiden, ist eine verpflichtende Einlagenversicherung, die Einlegern die Rückzahlung ihrer Mittel auch im Insolvenzfall der Bank garantiert. Sie kann verhindern, dass derartige erwartungsgetriebene Effekte Liquiditätskrisen verursachen. Dabei ist allerdings eine Prämiengestaltung, die sich adäquat an der Risikostruktur der jeweiligen Bank orientiert, von besonderer Bedeutung. Denn durch eine Einlagenversicherung haben Einleger keinen Anreiz mehr, bei ihren Anlageentscheidungen das Risikoprofil der Banken mit in ihr Kalkül einzubeziehen. Ein wichtiger Disziplinierungseffekt für das Bankmanagement ginge hierdurch verloren. Insofern wird in vielen Finanzsystemen die Einlagenversicherung meist auf Kleinanleger beziehungsweise klein volumigere Einlagen beschränkt, da hier eine umfassende Informationsbeschaffung vor der Anlageentscheidung ohnehin ökonomisch wenig sinnvoll erschiene.<sup>26)</sup>

*Vorteile eine Einlagenversicherung und ...*

Ein Schwachpunkt von Einlagenversicherungen besteht darin, dass eine vollständige Risikoadjustierung der Einlagenversicherungsprämie kaum realisierbar ist, da Informationsasymmetrien eine Beurteilung der Kreditausfallrisiken durch die Einlagenversicherung erschweren. Auf Grund einer fehlenden Risikosensitivität weiter Teile der Einleger und der nicht risikoadäquaten Versicherungsprämie kann eine Einlagenversicherung für sich genommen Fehlreize für die Aktionäre der Banken und damit letztlich das Bankmanagement setzen. Da

*... Nachteile*

<sup>25</sup> Dieses Argument geht im Wesentlichen auf D. Diamond und P. Dybvig, a.a.O., zurück.

<sup>26</sup> Siehe hierzu: M. Dewatripont und J. Tirole (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge MA, S. 59 ff. und S.109 ff.

Verluste zum Großteil von der Einlagensicherung und nicht ausschließlich von den Anteilseignern getragen werden, die Aktionäre aber von Gewinnen in vollem Umfang profitieren, haben sie einen Anreiz, das Bankmanagement zu einer Kreditvergabestrategie anzuhalten, die den Risiken nicht ausreichend Rechnung trägt.<sup>27)</sup>

Die Rolle der  
Kapitalregulierung

Durch eine Kapitalregulierung – insbesondere wenn bei der Bemessung Kreditausfallrisiken berücksichtigt werden – können diese Fehlanreize allerdings weitgehend korrigiert werden. Indem durch die Regulierung ein hohes haftendes Eigenkapital gefordert wird, wird auch der Anteil, den die Aktionäre an etwaigen Verlusten tragen müssen, größer. Die von der Einlagenversicherung zu tragenden Verluste werden dagegen reduziert. Dies vermindert den Anreiz der Aktionäre, das Bankmanagement zu einer zu riskanten Investitionsstrategie zu veranlassen und reduziert mithin das Ausfallrisiko der Kreditinstitute. Gleichwohl kann auch durch eine Kapitalregulierung ein möglicher Anreiz zur exzessiven Aufnahme von Risiken letztlich nicht vollkommen ausgeschlossen werden. Dies wäre nur durch eine vollständige Eigenkapitalfinanzierung zu erreichen, die allerdings auf Grund der oben genannten Vorteile einer partiellen Einlagenfinanzierung nicht effizient erscheint.

## Wechselwirkungen zwischen Bankenwettbewerb und Stabilität

Positive Anreizwirkung zukünftiger Gewinne

Grundsätzlich muss für die Bestimmung einer gesamtwirtschaftlich optimalen Wettbewerbsintensität des Bankensektors sowohl die Allokationseffizienz als auch die Stabilität des

Finanzsystems berücksichtigt werden. Während die Allokationseffizienz in der Tendenz zwar durch einen höheren Wettbewerbsgrad gestärkt wird, kann intensiver Wettbewerb jedoch die Fragilität des Bankensystems erhöhen. Ein wesentlicher Einfluss des Bankenwettbewerbs auf die Stabilität einer einzelnen Bank wird in der Literatur darin gesehen, dass im Falle einer geringen Wettbewerbsintensität die Aussicht auf zukünftige Gewinne eine disziplinierende Wirkung entfalten kann. Je höher die für die Zukunft erwartete Rentabilität einer Bank ist, desto lohnenswerter ist es für sie, einen Konkurs zu vermeiden. Sie wird dementsprechend Anreize zu einer ineffizient riskanten Kreditvergabestrategie, die wie erwähnt beispielsweise von einer Einlagenversicherung ausgehen können, nicht folgen.<sup>28)</sup>

Ein intensiverer Wettbewerb zwischen Banken kann daneben auch zu einer durchschnittlichen Verkürzung der Dauer von Finanzierungsbeziehungen zwischen Unternehmen und Bank führen. Die kreditgebende Bank kann somit nur über einen vergleichsweise kurzen Zeitraum spezielle Informationen aus dem Finanzungsverhältnis sammeln, die für eine besonders effiziente Kreditvergabeentscheidung wichtig sein können. Wie zuvor beschrieben muss eine Bank mit zunehmendem

Wettbewerb und Informationsbeschaffung

<sup>27</sup> Dieses Argument findet sich bereits bei: R. Merton (1977), An Analytic Derivation of the Costs of Deposit Insurance and Loan Guarantees: An application of Modern Option Pricing Theory, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 1, S. 3 ff.

<sup>28</sup> Erste empirische Evidenz hierfür lieferte: M. Keeley (1990), Deposit Insurance, Risk and Market Power in Banking, in: American Economic Review, Vol. 80, S. 1183 ff. Siehe hierzu auch: T. Cordella und E. L. Yeyati (2002), Financial opening, deposit insurance and risk in a model of banking competition, in: European Economic Review, Vol. 46, S. 471 ff. sowie C. Matutes und X. Vives (2000), Imperfect Competition, Risk Taking, and Regulation in Banking, in: European Economic Review, Vol. 44, S. 1 ff.

Wettbewerb darüber hinaus damit rechnen, dass eine einmal eingegangene Finanzierungsbeziehung mit einem Unternehmen nicht von Dauer ist. Aus diesem Grund kann es für sie vorteilhaft erscheinen, die Investitionen in eine kostenintensivere und genauere Unternehmensbewertung und Kreditwürdigkeitsprüfung zu reduzieren, was in der Tendenz ebenfalls zu einem Anstieg der Kreditausfallrisiken beitragen dürfte.

*Liquiditätsbereitstellung für Unternehmen*

Wettbewerbsbedingt kürzere Finanzierungsbeziehungen zwischen Banken und Unternehmen mindern darüber hinaus – wie erwähnt – auch den Anreiz von Banken, Unternehmen in temporären Zahlungsschwierigkeiten zu unterstützen. Denn ein intensiverer Wettbewerb reduziert die Möglichkeit einer Bank, einen Forderungsverzicht zur Rettung eines illiquiden Unternehmens durch zukünftig höhere Kreditzinsen von diesem Kreditnehmer zu kompensieren. Ein zunehmender Bankenwettbewerb sollte also auch unter diesem Gesichtspunkt zu einer höheren Kreditausfallwahrscheinlichkeit führen.

*Einfluss auf die Unternehmensstrategie*

Andererseits verhindert aber ein geringerer Informationsvorsprung einer aktuellen Gläubigerbank gegenüber anderen Finanziers bezüglich des genauen Kreditausfallrisikos eines Unternehmens, dass das Unternehmen in eine Abhängigkeit von dieser Bank gerät und daher schlechtere Kreditkonditionen in Kauf nehmen muss. Überhöhte Kreditzinsen können Unternehmen ihrerseits dazu veranlassen, ein moralisches Wagnis einzugehen und eine zu riskante Investitionsstrategie zu verfolgen. Denn im Falle einer hohen Zinsbelastung kann ein Unternehmen unter Umständen nur durch die Wahl einer sehr riskanten Investitionsstrategie

darauf hoffen, im Erfolgsfall die Zinsaufwendungen zu erwirtschaften und darüber hinaus einen Gewinn zu erzielen. Diese Anreize, eine zu riskante Investitionsstrategie zu verfolgen, verschärfen sich mit zunehmender Zinsbelastung. Insofern kann ein intensiverer Wettbewerb zwischen Banken auch die Stabilität der Kreditinstitute stärken. Denn indem er zu geringeren Zinsbelastungen der Unternehmen führt, veranlasst er die Kreditnehmer, eine sicherere Investitionsstrategie zu wählen, und könnte damit letztlich ein geringeres Kreditausfallrisiko mit sich bringen.<sup>29)</sup>

Eine geringere Abhängigkeit von ihrer Hausbank erleichtert es Unternehmen aber auch, im Falle einer Schieflage ihrer Hausbank, Kredite von anderen Banken zu erhalten, ohne dabei deutlich schlechtere Konditionen in Kauf nehmen zu müssen. Die realwirtschaftlichen Auswirkungen von Krisen einzelner Kreditinstitute werden somit verringert.

*Auswirkung auf realwirtschaftliche Folgen einzelner Bankenzusammenbrüche*

Neben der Eigenkapitaldecke wird allgemein die Risikotragfähigkeit der Kreditinstitute auch von deren Ertragslage bestimmt. Führt ein höherer Wettbewerb zu strukturell geringeren Gewinnen, so erhöht er auch die Anfälligkeit der Banken gegenüber exogenen Schocks und sich selbsterfüllenden Liquiditätskrisen. Auf Grund von Skalen- und Verbundeffekten, beispielsweise bei der Abwicklung des Zahlungsverkehrs, können andererseits Einlageninstitute in einem konzentrierten Bankensektor ihre Liquiditätshaltung verringern. Dies kann jedoch die Anfälligkeit des gesamten Bankensektors für exogene Liquiditätsschocks und

*Gewinne als Polster gegen exogene Schocks*

<sup>29)</sup> Eine ausführliche Darstellung dieses Arguments geben: J. Boyd und G. De Nicoló (2005), The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited, in: Journal of Finance, Vol. 60, S. 1329 ff.

erwartungsgetriebene Liquiditätskrisen erhöhen.<sup>30)</sup>

Effekt intensiveren Wettbewerbs mit anderen Anlage...

Ein intensiverer Wettbewerb zwischen Bankeinlagen und anderen Anlageformen auf Grund eines liquideren Marktes für Direktanlagen erodiert die Gewinne der Banken von der Refinanzierungsseite her. Er kann aber auch insofern stabilisierend wirken, als Ansteckungseffekte reduziert werden. Denn bei einem liquideren Kapitalmarkt führen etwaige Notverkäufe von in Schieflage geratenen Finanzintermediären zu geringeren Preisverwerfungen. Krisen einzelner Institute haben damit einen geringeren Einfluss auf die Ertragslage anderer Institute, und das systemische Risiko nimmt ab.<sup>31)</sup>

... und Finanzierungsformen

Ein liquiderer Markt für Unternehmensanleihen hat insgesamt ähnliche Implikationen für die Stabilität der Kreditinstitute, wie ein zunehmender Wettbewerb zwischen Banken. Ein intensiverer Wettbewerb zwischen Bankkrediten und dieser Finanzierungsmöglichkeit erodiert die Risikotragfähigkeit und kann die Anreize zur Informationsbeschaffung der Banken mindern. Gleichzeitig reduziert ein verbesserter Zugang der Unternehmen zum Kapitalmarkt die etwaige Abhängigkeit von einer Hausbank. Dies erlaubt nicht zuletzt Unternehmen, in Krisensituationen im Bankensektor auf andere Finanzierungsmittel zurückzugreifen.

Empirisch Wechselwirkung nicht eindeutig

Insgesamt weisen zahlreiche Effekte sowohl auf eine stabilisierende als auch auf eine destabilisierende Wirkung eines zunehmenden

**30** Diese Überlegung findet sich auch bei: J. Boyd, G. De Nicolò und B. Smith (2004), Crises in Competitive versus Monopolistic Banking Systems, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 36, S. 487 ff.

**31** F. Fecht (2004), On the Stability of Different Financial System, in: Journal of the European Economic Association, Vol. 2, S. 969 ff., untersucht diese Wechselwirkung.

Kasten 2.2

## ZUSAMMENHANG VON BANKENWETTBEWERBS- UND FINANZSTABILITÄTSINDIKATOREN

So wenig eindeutig der theoretische Zusammenhang zwischen der Intensität des Wettbewerbs im Bankensystem und der Finanzstabilität insgesamt ist, so schwierig ist seine Untersuchung auf empirischer Ebene. Neben den im Kasten 2.1 auf Seite 108 dargestellten Problemen im Hinblick auf geeignete Marktstruktur beziehungsweise Wettbewerbsmaße ist auch die Analyse des komplexen Zusammenwirkens verschiedenster Faktoren bei der Beurteilung von Finanzstabilität eine schwer zu lösende Aufgabe.

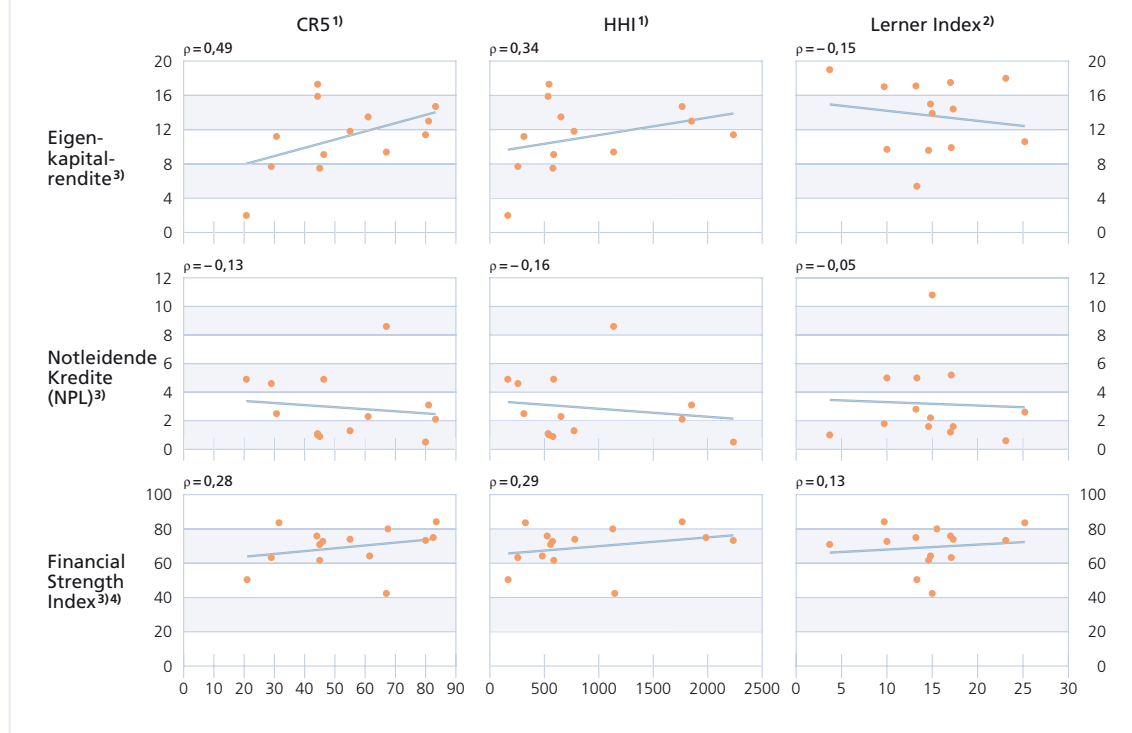
Der einfache Vergleich verschiedener Bankenwettbewerbs- und Finanzstabilitätsindikatoren über die europäischen Staaten macht deutlich, dass teilweise ein Zusammenhang zwischen diesen Indikatoren zu bestehen scheint (vgl. Schaubild auf S. 117), wenngleich diese Form der Betrachtung nicht mehr als einen illustrativen Charakter haben kann. Für die Gegenüberstellung wurden unterschiedliche Wettbewerbsindikatoren – Konzentrationsmaße und Schätzwerte – sowie als Indikatoren für die Risikotragfähigkeit und Stabilität des Bankensystems die Eigenkapitalrendite, der Prozentsatz der Non-Performing Loans der Banken sowie der Bank-Financial-Strength-Index einer Ratingagentur verwandt. Insgesamt deuten die in diesen Streudiagrammen dargestellten Korrelationen auf einen gewissen positiven Zusammenhang zwischen höherer Marktmacht von Banken und der Finanzstabilität hin: ein meist positiver Zusammenhang der Wettbewerbsindikatoren mit der Eigenkapitalrendite und dem Bank-Financial-Strength-Index sowie eine negative Korrelation mit dem Anteil der Non-Performing Loans.

Empirische Untersuchungen, die sich nicht allein auf einfache Korrelationen stützen, sondern den verschie-

\* Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal, Spanien, Schweden. — **1** Durchschnitt für 2001 bis 2003. Quelle: ECB, Report on EU Banking Structure, November 2004. — **2** Durchschnittliche Lerner-Indizes auf der Basis geschätzter Grenzkosten für den Zeitraum von 1995 bis 2001 aus: S. Carbó, D. Humphrey, J. Maudos und P. Molyneux (2005), Cross-Country Comparisons of Competition and Pricing Power in European Banking, mimeo. — **3** Durchschnitt für 2001 bis 2003 (für Gegenüberstellung mit geschätzten

DEUTSCHE BUNDESBANK

## KORRELATIONEN ZWISCHEN BANKENWETTBEWERBS- UND FINANZSTABILITÄTSINDIKATOREN FÜR EUROPÄISCHE LÄNDER<sup>\*)</sup>



denen Einflussfaktoren auf die Finanzstabilität mittels ökonomischer Schätzungen Rechnung tragen, finden insgesamt ebenfalls Hinweise auf einen positiven Zusammenhang zwischen Stabilität und Konzentration beziehungsweise Marktmacht im Bankensektor.<sup>5)</sup> In einer aktuellen Mehr-Länder-Studie<sup>6)</sup> wird jedoch versucht, den Effekt von Konzentration und Wettbewerb mit Hilfe zu-

sätzlicher Variablen, die das regulatorische und institutionelle Wettbewerbsumfeld berücksichtigen, zu trennen. Hierin finden sich Hinweise darauf, dass Konzentration in der Tendenz stabilisierend, wettbewerbsbeschränkende institutionelle Rahmenbedingungen – wie etwa die Behinderung des Marktzugangs für ausländische Banken – dagegen destabilisierend wirken.<sup>7)</sup>

Lerner-Indizes: 2000 bis 2001). Quelle: IMF, Global Financial Stability Report, September 2004. (Daten für Dänemark nur für Financial-Strength-Index.) — **4** Für jedes Land konstruiert auf der Basis von gewichtetem Durchschnitt der Bank-Ratings von Moody's; Skalierung von „0“ bis „100“ für niedrigstes bzw. höchstes mögliche Rating. — **5** Vgl. eine der ersten Studien hierzu von: M. C. Keeley (1990), Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking, *The American Economic Review*, Vol. 80, S. 1183 – 1200 oder aktuellere Untersuchungen etwa von: J. Gan (2004), Banking market structure and financial stability: Evidence from the Texas real estate crisis in the 1980s, *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, S. 567 ff.; V. Salas und J. Saurina (2003), Deregulation,

market power and risk behaviour in Spanish banks, *European Economic Review*, Vol. 47, S. 1061 ff. — **6** T. Beck, A. Demirgüç-Kunt und R. Levine (2005), *Bank Concentration and Fragility: Impact and Mechanics*, NBER Working Paper Nr. 11500. (Auch für diese Studie gelten allerdings die genannten Einschränkungen im Hinblick auf die Angemessenheit der verwandten Marktstrukturindikatoren.) — **7** Allerdings geben empirische Untersuchungen zur Deregulierung von Bankzweigstellen für die USA widersprüchliche Hinweise im Hinblick auf das Risikoverhalten der Banken.



Wettbewerbs innerhalb des Finanzsektors hin. Eine einfache empirische Gegenüberstellung von Konzentrations- beziehungsweise Wettbewerbsmaßen und Indikatoren der Finanzstabilität deuteten hingegen auf einen relativ eindeutigen Zusammenhang hin (siehe Kasten 2.2 auf S. 116 f.). Bestätigt werden hier tendenziell die Argumente, die einen positiven Einfluss von mehr Konzentration und weniger Wettbewerb auf die Stabilität des Finanzsystems vermuten lassen. Differenziertere Studien, die auch dem unterschiedlichen Einfluss von Konzentration und Wettbewerbsintensität Rechnung tragen, kommen hier allerdings zu teilweise anderen Ergebnissen. Hier zeigt sich, dass ein hohes Maß an Konzentration durchaus stabilitätsförderlich ist, dass allerdings gleichzeitig ein Bankensystem mit weniger wettbewerbsbeschränkenden Rahmenbedingungen seltener von Banken Krisen betroffen ist.<sup>32)</sup>

## Schlussfolgerungen

Die Stabilität der Finanzsysteme ist für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung allgemein aber auch für die geldpolitische Handlungsfähigkeit von Notenbanken von besonderer Bedeutung. Da Banken gerade in Deutschland einen zentralen Teil des Finanzsystems darstellen, steht die wirtschaftliche Verfassung und die Struktur des Bankensystems in engem Zusammenhang mit der Stabilität des Finanzsystems und der makroökonomischen Entwicklung insgesamt.

Eine wettbewerbsliche Struktur des Bankenmarkts wirkt über eine effizientere Kapitalallokation in der Volkswirtschaft daher grundsätzlich zunächst einmal wohlfahrtssteigernd.

Jedoch können die unterschiedlichen im Bankgeschäft existierenden Probleme von Informationsasymmetrien sowohl durch starken wie durch geringen Wettbewerb verschärft werden und destabilisierend auf das Gesamtsystem wirken. Die theoretische Beurteilung dieser Einflüsse von Wettbewerb auf die Stabilität des Banken- und Finanzsystems ist daher nicht eindeutig.

Auch empirisch lässt sich dieser Zusammenhang nicht ohne weiteres klären, da zum einen der Stabilitätsgrad sich nicht eindeutig durch einzelne Indikatoren abbilden lässt. Zum anderen wirkt auch die Bestimmung des Grades der Wettbewerbsintensität bedeutende Probleme auf. Häufig liegt dies an der Verwendung zu grober Marktstrukturmaße, deren Aussagefähigkeit durch Probleme der relevanten Marktabgrenzung vermindert wird. Zudem zeigt die internationale Betrachtung, dass Konzentrationsprozesse häufig Folge von Finanzkrisen waren. Dennoch deuten sowohl einfache Gegenüberstellungen von Wettbewerbs- und Stabilitätsindikatoren als auch umfänglichere ökonometrische Studien auf einen positiven Zusammenhang zwischen Stabilität und Konzentration beziehungsweise Marktmacht im Bankensektor hin. Gleichzeitig gibt es jedoch Hinweise darauf, dass Konzentration zwar stabilisierend wirkt, wettbewerbsbeschränkende institutionelle Rahmenbedingungen dagegen aber destabilisierende Effekte zu haben scheinen.

Vor diesem Hintergrund sind in Deutschland die Konsolidierungsbestrebungen gerade von

<sup>32</sup> Zu diesem Ergebnis kommen z.B.: T. Beck, A. Demirgüç-Kunt und R. Levine (2005), Bank Concentration and Fragility: Impact and Mechanics, NBER Working Paper No 11 500.



kleineren Banken im Hinblick auf die dadurch erzielbaren Effizienzgewinne und die zusätzliche Widerstandskraft des Bankensektors für die Stabilität des deutschen Finanzsystems zu begrüßen. Da empirische Untersuchungen

gleichzeitig eher auf eine Zunahme des Wettbewerbs hindeuten, sind hierdurch auch keine Einbußen in der Effizienz der Kapitalallokation zu befürchten.



## Zum Stand der Stabilisierungsfortschritte in hochverschuldeten Schwellenländern

Nachdem die Folgen der internationalen Schuldenkrisen von Anfang der achtziger Jahre in einem langwierigen Prozess gerade einmal überwunden waren, gerieten seit Mitte der neunziger Jahre zahlreiche hochverschuldete Schwellenländer (verstanden als Entwicklungs- und Transformationsländer, die am weitesten fortgeschritten und auf den internationalen Finanzmärkten im Prinzip kreditwürdig sind) auf Grund hoher misstrauensbedingter Netto-Kapitalabzüge abermals in gravierende Probleme hinsichtlich ihrer externen Zahlungsfähigkeit. Dies führte erneut zu erheblichen Einbußen an Einkommen und Arbeitsplätzen, belastete die Weltwirtschaft und fügte den Gläubigern in einigen Fällen hohe Verluste zu. Zugleich sprang der IWF mit immer größeren Finanzpaketen als eine Art „Krisenfeuerwehr“ ein, was – mit Blick auf das Risikobewusstsein der Marktteilnehmer – Zweifel gegenüber einer solchen Rolle des Fonds weckte. Diese Erfahrungen führten zu einem Umdenken der meisten Beteiligten. So sind viele Schwellenländer mit tief greifenden wirtschaftspolitischen Reformen vorangeschritten. Dies liegt auch im Interesse Deutschlands, weil wirtschaftliche Stabilität in den Schwellenländern der deutschen Exportindustrie zugute kommt und zugleich den deutschen Finanzsektor vor flächenbrandartigen Verlusten aus seinen dortigen Engagements schützt. Die derzeit sehr niedrigen Risikozuschläge für Emissionen dieser Ländergruppe reflektieren allerdings nicht allein diese ei-

genen Gesundungsanstrengungen, sondern angesichts der Tiefststände im Weltzinsniveau auch die „Suche nach Rendite“. Bei einer Wende in der internationalen Zinsentwicklung könnten manche Länder, die noch erheblichen Anpassungsbedarf aufweisen, für ausländische Anleger plötzlich weniger attraktiv erscheinen und dadurch in neue Zahlungsbilanzschwierigkeiten geraten. Sie können solchen Problemen am besten mit beharrlichen Nachbesserungen der Wirtschaftspolitik begegnen. Darüber hinaus ist allen an den internationalen Märkten verschuldeten Schwellenländern zu empfehlen, sich die von wichtigen Emerging Markets und Vertretern der Finanzintermediäre entwickelten „Grundsätze für stabilen Kapitalverkehr und faire Umschuldung in Schwellenländern“ zu eigen zu machen. Die Beachtung dieser Leitlinien kann die Krisenverhütung fördern und die Lösung dennoch auftretender Verschuldungsprobleme erleichtern. |

## Erfahrungen aus den Krisen der neunziger Jahre

*Schwache Bankensysteme wirkten als Krisenverstärker*

Die seit Mitte der neunziger Jahre ausgebrochenen Verschuldungskrisen waren zum Teil darauf zurückzuführen, dass sich Regierungen von Schwellenländern in hohem Umfang an den internationalen Finanzmärkten in fremden Währungen verschuldet hatten, ohne dass hiermit eine ausreichende Stärkung der Schuldendienstkapazität des Landes einherging. Dabei standen im Unterschied zu früheren Krisen, als ausländische Banken als hauptsächliche Kreditgeber dienten, nunmehr die internationalen Kapitalmärkte als neue bedeutende Kreditquelle im Mittelpunkt. Eine weit verbreitete Politik der Schwellenländer, die Wechselkurse ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar zu fixieren, ließ die Kreditaufnahme im Ausland zugleich kostengünstig erscheinen. Der Zugang zu relativ billigem Kapital erwies sich jedoch als ein Irrweg mit schmerzlichen volkswirtschaftlichen Folgen, wenn das Vertrauen in den Schuldner erschüttert wurde, neue Fremdwährungskredite ausblieben und die Währung letztlich abgewertet werden musste. Dadurch wurde den Schuldnerländern eine Refinanzierung fälliger Devisenverbindlichkeiten erschwert oder sogar unmöglich gemacht, während der Schuldenstand in Inlandswährung gerechnet abwertungsbedingt anstieg, was bei staatlichen Schuldnern die häufig schon bestehenden Haushaltsprobleme noch verschlimmerte. Eine besondere Schwachstelle waren in vielen Ländern außerdem die Bankensysteme. Auf Grund mangelhafter Regulierung und Überwachung sowie im Vertrauen auf staatlichen Beistand im Krisenfall betrieben Banken vielfach eine ungesunde Kreditpolitik auf der

Basis von Fremdwährungsmitteln. Bei Währungsabwertungen brachte dies massive Kapitalverluste mit sich. Die so verursachten Instabilitäten im Bankensystem führten in den von einer Verschuldungskrise betroffenen Ländern zu umso gravierenderen realwirtschaftlichen Konsequenzen.

Überdies lässt sich zu den Krisenursachen feststellen, dass ausländische Geldgeber die vielfältigen Risiken für die Zahlungsfähigkeit eines Landes lange Zeit stark unterschätzten oder mangels umfassender Informationen auch gar nicht treffend beurteilen konnten. Zum Teil haben internationale Anleger ihre Risikoabwägung sogar in der Hoffnung vernachlässigt, internationale Stellen würden im Krisenfall beizeiten zu Hilfe eilen. Besonders ausgeprägt scheinen derartige Erwartungen unmittelbar nach der Mexiko-Krise von 1994/95 gewesen zu sein, auf die mit massiven internationalen Zahlungsbilanzkrediten reagiert worden war. Die Risikoaufschläge (Spreads) für Auslandsanleihen lateinamerikanischer Länder gingen nach einem steilen Anstieg rasch auf ein Niveau zurück, das im Jahr 1997 vor Ausbruch der Asien-Krise sogar noch etwas niedriger war als im Jahr vor Beginn der mexikanischen Krise.<sup>1)</sup>

*Vernachlässigtes Risikobewusstsein der Anleger*

Hervorzuheben ist ferner, dass das seit den neunziger Jahren beobachtete Übergreifen einer Verschuldungskrise auf andere Länder im weltweiten Rahmen nicht dem bis dahin bekannten Muster entsprach. Früher wirkten sich Zahlungsbilanzkrisen vor allem auf Nachbarländer aus, also auf Partner, mit denen aus Gründen geringer Transportkosten der Handel besonders intensiv ist und die von

*Stabilisierungsfortschritte können Ansteckungsrisiken entscheidend mindern*

<sup>1</sup> Vgl.: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 67. Jahresbericht (1996/1997), S. 110.

Kasten 2.3

**HAUPTMERKMALE INTERNATIONALER VERSCHULDUNGSKRISEN**

Internationale Verschuldungsprobleme können entstehen, wenn eine Volkswirtschaft gegenüber dem Rest der Welt hohe Verbindlichkeiten in ausländischer Währung eingegangen ist – typischerweise als Gegenposten zu anhaltenden Leistungsbilanzdefiziten. Idealerweise sollte Kapitalimport attraktive Investitionsbedingungen reflektieren, so dass mit Hilfe zusätzlich herangezogener ausländischer Ersparnisse das Wirtschaftswachstum gesteigert und aus dem Ertrag der Investitionen der Schuldendienst (also Verzinsung und Tilgung) bestritten werden kann. Kreditnehmer kann dabei sowohl der Staat als auch das Bankensystem oder der Unternehmenssektor sein. Im Falle einer Verschuldung in fremder Währung muss das Kapital außerdem so verwendet werden, dass die Deviseneinnahmen aus Exporten von Gütern und Dienstleistungen in einem Umfang steigen, der zur Bedienung der Auslandsschulden ausreicht. Entstehen bei den ausländischen Gläubigern jedoch Zweifel, ob diese Bedingungen weiterhin erfüllt sind (etwa weil Auslandsmittel zur Finanzierung laufender Staatsausgaben dienen, anstatt sie zum Beispiel für Verbesserungen der wirtschaftlichen Infrastruktur zu verwenden), so kommt der Zufluss neuen Kapitals ins Stocken oder kann sogar abrupt abbrechen. Schuldnerländer geraten dadurch in Schwierigkeiten, etwaige Leistungsbilanzdefizite auszugleichen und fällig werdende ausländische Kredite zu refinanzieren. Die Folge wäre ein Abwärtsdruck auf den Wechselkurs.

Bestehen die Auslandsverbindlichkeiten in fremder Währung, so würden aber selbst eine drastische Währungsabwertung und die damit erreichte Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit nicht helfen, die für Zins- und Tilgungszahlungen benötigten Devisen kurzfristig zu beschaffen. Mangelt es auch noch an ausreichenden Währungsreserven, bleibt als Ausweg aus der Krise nur die Möglichkeit,

entweder um internationale Finanzhilfen nachzusuchen oder die Zahlungsunfähigkeit zu erklären. Eine tatsächliche oder auch nur drohende Zahlungseinstellung kann unter Umständen auch die Risikoaversion gegenüber vergleichbaren Ländern erhöhen und damit zur Ausbreitung einer Verschuldungskrise führen (Ansteckungseffekte).

Internationale Stellen haben in den letzten Jahren daran gearbeitet, die Bedingungen zu klären, unter denen auch größere Finanzhilfen ausnahmsweise gewährt werden können. Ferner wurden Fortschritte gemacht, um unvermeidliche Umschuldungen im Interesse aller Beteiligten zu erleichtern. Vor allem aber hat die internationale Gemeinschaft die Krisenverhütung durch Vorantreiben wirtschaftspolitischer Reformen in den Mittelpunkt ihrer Aktivitäten gestellt. Dies schließt auch Anstrengungen ein, die auf größere Markttransparenz zielen, damit die Anleger bestehende Risiken besser abschätzen können.

Zu den längerfristig orientierten Reformstrategien gehört es, die Schwellenländer dabei zu unterstützen, stabile und leistungsfähige nationale Finanzmärkte aufzubauen. Dies kann helfen, internationalen Investoren attraktive Alternativen zu bieten und so zu erreichen, dass die Schwellenländer neue Auslandsverbindlichkeiten vermehrt in eigener Währung eingehen können. Je besser die Schwellenländer hier vorankommen, desto weniger müsste mit dem Ausbruch weiterer internationaler Verschuldungskrisen gerechnet werden. Nie ganz auszuschließende Vertrauenskrisen würden bei überwiegender Verschuldung in eigener Währung nur den Wechselkurs unter Abwertungsdruck bringen, aber nicht die Zahlungsfähigkeit des Schuldnerlandes berühren. Derartige Zahlungsbilanzkrisen hätten bei Weitem nicht mehr die Dramatik heutiger internationaler Verschuldungskrisen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

einem Nachfragerückgang folglich besonders betroffen werden. Statt dessen kam es zu einer weltweiten Kettenreaktion. Die Asienkrise nahm in Thailand ihren Ursprung, zog dann vor allem Indonesien, Malaysia, die Philippinen und Südkorea in Mitleidenschaft und übertrug sich schließlich über Russland auf Brasilien. Diese neue Erfahrung, die sich aus einer damals tendenziell ähnlichen Einstufung von Schwellenländern unter Risikogesichtspunkten und aus einem Herdentrieb der Anleger ergab, unterstreicht die zentrale Bedeutung belastbarer Finanzierungsstrukturen, effizienter Kapitalverwendung und stabilitätspolitischer Verlässlichkeit für eine erfolgreiche wirtschaftliche Entwicklung. Mittlerweile haben die internationalen Finanzverflechtungen möglicherweise noch zugenommen, wie es der weitgehende Gleichschritt der Renditen in Industrie- und Schwellenländern bei ihrem gemeinsamen Abstieg in den letzten Jahren nahe legt. Zugleich zeigte sich aber zuletzt eine beginnende vorteilhafte Abkoppelung der Risikoaufschläge für Schwellenländerpapiere von der Entwicklung bei den Hochzinsanleihen im Unternehmensbereich der Industrieländer. Während also einerseits durch die zunehmende Globalisierung der Zinsverbund enger wurde, so differenzieren andererseits die Märkte doch etwas besser nach Risiken. Ob diese stärkere Differenzierung schon ausreicht, um im Fall einer neuen Finanzkrise eines wichtigen Landes das Gros der Schwellenländer vor massiver Kapitalflucht zu schützen, ist weiterhin offen. Einige jüngere Erfahrungen sprechen jedoch dafür, dass wesentliche Stabilisierungsfortschritte sich für das jeweilige Land schützend auswirken dürften. Als beispielsweise im Frühjahr 2004 ein dauerhafter Anstieg des Weltzinsniveaus erwartet wurde, fiel die damit einhergehende

Erhöhung der Risikozuschläge für Schwellenländeranleihen recht differenziert aus – mit den stärksten Steigerungen bei denjenigen Ländern, die nach allgemeiner Ansicht noch den größten Anpassungsbedarf aufwiesen.

### **Unverändertes Bekenntnis der Schwellenländer zur Globalisierung**

Trotz der ernüchternden Krisenerfahrungen der Schwellenländer schreitet die Globalisierung rasch voran. Zu den Triebkräften gehören Transportkostensenkungen sowie die in den letzten Jahren wesentlich verbesserten und verbilligten Möglichkeiten der Kommunikation. Hinzu kommt das gemeinsame Interesse der Industrie- und Schwellenländer an den Vorteilen aus der Zunahme der Arbeitsteilung. Die Ausweitung der Märkte und die Verschärfung des Wettbewerbs führen zu beschleunigtem Produktivitätsfortschritt, wovon langfristig alle beteiligten Länder profitieren. Besondere Chancen bieten sich den Entwicklungsländern, wenn ihnen Kapital zufließt, da sich hiermit der Ertrag des dort reichlich vorhandenen Produktionsfaktors Arbeit erhöht und Arbeitsplätze geschaffen werden können. Dies trägt zusammen mit einem beschleunigten Anstieg der dortigen Löhne zu einer weltweiten Erhöhung des Wohlstands bei. Die Investoren aus den entwickelten Ländern haben Vorteile, weil sich ihre Anlagemöglichkeiten erweitern und sie so tendenziell einen höheren Kapitalertrag erzielen. Auf längere Sicht können die Industrieländer durch Kapitalanlagen in Schwellenländern auch für Zeiten vorsorgen, in denen in den entwickelten Ländern das Wirtschaftswachstum demographiebedingt nachlässt. So kann der

*Interessenidentität der Industrie- und Schwellenländer hinsichtlich der Globalisierung*

künftige Lebensstandard durch eine Auflösung externer Ersparnisse gesteigert werden. Diese grundsätzliche Übereinstimmung der Interessenlagen bedeutet, dass sich kein Land dem Globalisierungsprozess entziehen kann, ohne auf Dauer selbst Schaden zu nehmen.

*Gute und verlässliche rechtliche Rahmenbedingungen vordringlich*

Die Globalisierung stellt aber nicht nur die Industrieländer, sondern auch die sich entwickelnden Länder vor erhebliche Herausforderungen. Als Grundlage für ein dauerhaft günstiges Investitionsklima sollte gewährleistet werden, dass sich die Bereitschaft zu unternehmerischem Engagement entfalten kann. Insbesondere müssen Rechtsansprüche verlässlich und zügig durchsetzbar sein. Diese Erfordernisse bestehen auch, wenn eine geschlossene Volkswirtschaft erfolgreich sein soll. Aber in einem global zusammenwachsenden Wirtschaftsraum werden hier vorhandene Mängel von den Investoren und Anlegern besonders hart bestraft, indem diese sich anderen Plätzen zuwenden. Erfreulicherweise wird der Rechtssicherheit heute in Reformprogrammen weithin ein hoher Stellenwert beigemessen.

*Makroökonomische Stabilität bleibt entscheidender Vertrauensanker*

Darüber hinaus bleibt es angesichts der Globalisierung eine wichtige Aufgabe der in den internationalen Kapitalverkehr eingebundenen Schwellenländer, dauerhaft für ein hohes Maß an makroökonomischer Stabilität zu sorgen und zu diesem Zweck auch wirksame institutionelle Sicherungen zu schaffen. Nur so können sie große Rückschläge in Form plötzlicher Kapitalabzüge, einer Kapitalflucht der eigenen Bürger und externer Zahlungsunfähigkeit unwahrscheinlich machen. Den Schaden durch Vertrauensverluste haben nicht nur die in eine Krise geratenden Länder, sondern auch die Kapitalgeber. So sind nicht zuletzt aus der

Tabelle 2.1

### AUSLEIHUNGEN DEUTSCHER BANKEN AN KREDITNEHMER IN ENTWICKLUNGS- UND TRANSFORMATIONS-LÄNDERN\*)

in Mrd €

Kontinent / Land	Kredite insgesamt <sup>1)</sup>		Risikobehaftetes Forderungsvolumen <sup>2)</sup>	
	Juni 2005	Juni 2004	Juni 2005	Juni 2004
<b>Amerika</b>	146,6	116,0	104,8	82,3
darunter: <sup>3)</sup>				
Brasilien	9,1	7,5	5,9	4,1
Mexiko	6,6	6,5	5,1	5,0
<b>Europa i. w. S.</b>	101,2	77,2	77,0	55,6
darunter: <sup>3)</sup>				
Kroatien	6,0	5,5	5,3	4,8
Russland	23,8	19,4	12,9	8,0
Türkei	15,5	9,3	10,8	5,0
<b>Asien</b>	94,5	69,2	77,2	54,9
darunter: <sup>3)</sup>				
China	7,7	6,4	4,9	4,4
Indien	6,5	4,2	6,0	3,8
Iran	6,5	5,6	3,6	2,9
Korea	11,3	7,2	10,7	6,7
<b>Afrika</b>	16,0	15,8	11,3	11,2
darunter: <sup>3)</sup>				
Liberia	5,4	6,0	4,0	4,2
Südafrika	5,6	5,3	4,1	4,0
<b>Australien/Ozeanien</b>	4,1	1,7	3,3	1,3
<b>Internationale Organisationen</b>	9,4	9,0	5,5	6,2
Nicht zu meldende Länder	0,5	0,1	9,9	5,2
<b>Insgesamt</b>	<b>372,3</b>	<b>289,1</b>	<b>289,1</b>	<b>216,8</b>

\* Gemäß Länderrisikoverordnung. — **1** Einschl. Off-Shore-Zentren, aber ohne ausländische Lokalfinanzierung. — **2** Kredite insgesamt, abzüglich gemeldeter Sicherheiten und der Rückstellungen für Adressenrisiken. Länderweise Zuordnung nach Sitz des Endkreditnehmers. — **3** Aufgeführt sind Länder (ohne Off-Shore-Zentren), gegenüber denen per 30. Juni 2005 Forderungen (Kredite insgesamt) von mindestens 5 Mrd € bestanden.

DEUTSCHE BUNDESBANK



Sicht der deutschen Banken anhaltende Stabilisierungsfortschritte der Schwellenländer ein wichtiges Anliegen. Bei aller Bedeutung, die den internationalen Emissionsmärkten heute zukommt, ist das deutsche Bankensystem weiterhin in beträchtlichem Umfang in den Schwellenländern mit ausgereichten Krediten engagiert, wenngleich diese Ausleihungen im Verhältnis zum gesamten Kreditvolumen der deutschen Banken nicht stark ins Gewicht fallen.

### Stabilisierungsfortschritte in vielen Ländern

*Schockerlebnis der Krise förderte Reformbereitschaft*

Der Reformprozess ist in den meisten Schwellenländern deutlich vorangekommen. Hierzu haben die schockartigen Krisenerfahrungen nachdrücklich beigetragen. Gestiegene Arbeitslosigkeit, massive Wachstumseinbußen und politischer Aufruhr erhöhten generell die Bereitschaft zu nötigen Reformen, um so verlorenes Terrain wiederzugewinnen und neuen Krisen vorzubeugen. Zugleich haben auch weniger betroffene Länder geeignete Lehren gezogen.

*Internationaler Erfahrungsaustausch hilfreich*

Länder, die mit dem Ziel, der EU beizutreten, deren gemeinschaftlichen Acquis übernommen haben oder übernehmen werden, besitzen eine Reform-Agenda und einen Zeitplan. Dies erleichterte es, sich für die globalen Herausforderungen fit zu machen. In den anderen Schwellenländern war das Reformtempo wegen unterschiedlicher politischer und gesellschaftlicher Gegebenheiten stärker differenziert. Überall aber half nach dem Niedergang der zentralverwalteten Ökonomien der Wunsch, sich die Leistungsfähigkeit marktwirt-

schaftlicher Wirtschaftsordnungen zu Nutze zu machen. Die Rolle des IWF als Berater in Reformprozessen ist auf Grund seiner breiten Erfahrungen in allen Ländern unverzichtbar, zumal der Fonds auch auf konzeptionelle Lehren aus mitunter eigenen Fehleinschätzungen hinweisen kann (wie beispielsweise auf dem Feld der Wechselkurspolitik, wo Probleme rigider Kursfixierungen lange Zeit verkannt wurden). Eine weitere Hilfe bieten informelle internationale Gremien, in denen wirtschaftspolitische Schritte erörtert und konkrete Erfahrungen ausgetauscht werden. So hat die G20 im November 2004 in Berlin eine „Übereinkunft für dauerhaftes Wachstum“ beschlossen. Damit verpflichteten sich die wichtigsten Industrie- und Schwellenländer der Welt auf eine Reihe wirtschaftspolitischer Prinzipien und auf eine dazu passende Reformprogrammatik für die einzelnen Länder.<sup>2)</sup>

Die früheren Krisenländer haben inzwischen durchweg den Einbruch bei der Inlandsnachfrage überwunden und zu kräftigem Wirtschaftswachstum zurückgefunden. Vor allem in Asien erwies sich insbesondere die Ausfuhr als eine wesentliche Triebkraft, die zugleich die Leistungsbilanzen in den meisten Ländern ins Plus brachte. Ausdruck der weithin geschafften Wende sind auch die wieder beträchtlichen Devisenzuflüsse aus Direktinvestitionen.<sup>3)</sup> Bei der Verteilung der Direktinvestitionen liegen allerdings China und Indien weit vorne – zwei Länder, die auf

*Kräftiges Wirtschaftswachstum und hohe Zuflüsse an Direktinvestitionen*

<sup>2</sup> Vgl. Anhänge zum Kommuniqué der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G20 über ihr Treffen vom 20./21. November 2004 in Berlin. Verfügbar im Internet unter: <http://www.g20.org>.

<sup>3</sup> Im Jahr 2004 nahmen die Direktinvestitionen in Lateinamerika kräftig zu, nachdem sie zuvor besonders stark gelitten hatten. Ein höheres Wachstum der Direktinvestitionen zeigte sich auch in China, Indien, Indonesien, Malaysia, Russland und Vietnam.

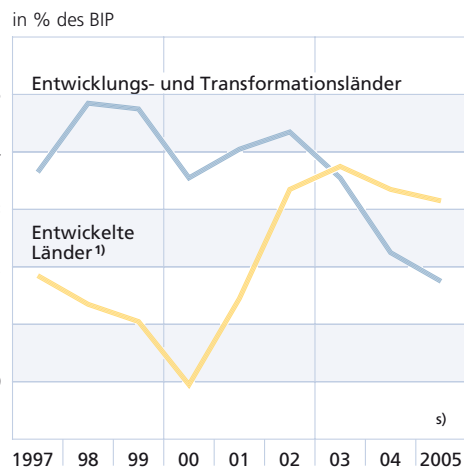
Grund ihrer Kapitalverkehrsbeschränkungen und des weitgehenden Verzichts auf staatliche Auslandsverschuldung von Finanzkrisen verschont blieben. Beide Länder scheinen insofern Beispiele für die adäquate Abfolge von ersten Schritten im Prozess der Öffnung einer Volkswirtschaft zu sein. Hierzu gehört, dass einer wesentlichen Liberalisierung des Kapitalverkehrs die Stärkung des eigenen Finanzsektors vorausgehen sollte.

*Relativer Rückgang von Haushaltsdefiziten und Staatsverschuldung*

Die Erholung der Schwellenländer aus den vorangegangenen Krisen wurde stabilitätspolitisch untermauert, indem die Haushaltsdefizite und Staatsschulden dieser Länder im Verhältnis zum BIP in allen Wirtschaftsregionen der Welt seit 2002 zum Teil deutlich zurückgegangen sind – im Gegensatz zur Entwicklung in den Industrieländern. Dies ist auch deshalb bemerkenswert, weil in vielen Ländern in erheblichem Umfang Finanzhilfen zur Rekapitalisierung angeschlagener Banken geleistet werden mussten. Allerdings haben sich die Staatsverschuldungsquoten nicht nur wegen fiskalischer Disziplin, sondern auch auf Grund der Wirtschaftserholung verbessert. Eine solche lediglich konjunkturbedingte Aufhellung der Budgetlage stellt noch keine dauerhafte Stabilisierung der öffentlichen Finanzen dar. Jüngste Berechnungen des IWF für eine große Gruppe von Schwellenländern kommen zu dem Ergebnis, dass gut die Hälfte dieser Länder ihre Staatsschuldenquote noch nicht stabilisiert hätte, wenn das Wachstum des BIP künftig dem historischen Durchschnitt entspräche und die im Zins für Auslandskredite enthaltenen Risikozuschläge auf das Niveau zurückkehren würden, das sie durchschnittlich im Zeitraum von 2000 bis Mitte 2005 hatten.<sup>4)</sup>

Schaubild 2.2.1

### GESAMTSTAATLICHE HAUSHALTSDEFIZITE



Quelle: IWF. — 1 Einschl. Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Den Schwellenländern gelang es auch, die Fristigkeit ihrer staatlichen Schulden auszuweiten. Dies hat, im Zusammenwirken mit den gesunkenen Zinsen, für einen Rückgang des jährlichen Kapitaldienstes gesorgt. Zwar sind die Fristen, für die sich solche staatlichen Emittenten verschulden können, immer noch deutlich kürzer als in den Industrieländern. Es gab aber auch den Fall Polens, wo in diesem Jahr die öffentliche Hand eine 50-jährige Anleihe günstig platzieren konnte.

*Laufzeit der Staatsschulden ausgedehnt*

Einigen staatlichen Emittenten gelang es in den vergangenen Jahren zudem, den Anteil der in lokaler Währung aufgenommenen Schulden an der gesamten Staatsverschuldung

*Steigende Anteile der Staatsverschuldung in lokaler Währung*

<sup>4</sup> Vgl.: IMF, World Economic Outlook – Building Institutions, September 2005, S. 16 f.

beträchtlich zu erhöhen, so in Brasilien, wo er schon früher recht hoch lag, sowie in Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru und Venezuela. Diese Tendenz, Schulden vermehrt in eigener statt fremder Währung einzugehen, ist zu begrüßen. Bei verminderter Verschuldung in Auslandswährung steigt die Staatsverschuldung im Fall einer Abwertung weniger stark. Zugleich können die Regierungen damit einen Beitrag zur Entwicklung ihres nationalen Finanzsektors leisten und so auch volkswirtschaftliche Ersparnisse leichter im Land halten. Überdies zeigt sich eine Tendenz, deutlich mehr internationale Anleger für Anleihen zu gewinnen, die in eigener Währung denominiert sind. Zu den in dieser Hinsicht erfolgreichen Ländern gehören seit längerem Südafrika und zuletzt insbesondere Polen und die Türkei. Auch in Brasilien und China konnten staatliche Emittenten in letzter Zeit auf Landeswährung lautende Schuldtitel bei ausländischen Anlegern unterbringen. Einige südamerikanische Länder begaben jeweils sogar eine gezielt für internationale Anleger in Inlandswährung aufgelegte Anleihe. Die Übernahme des bestehenden Wechselkursrisikos zeigt in besonderem Maße das wachsende Vertrauen der Investoren auf dauerhafte stabilitätspolitische Fortschritte in diesen Ländern.

*Gestärkte Bankensysteme*

Auch in den Bankensystemen vieler Schwellenländer wurden Schwächen abgebaut. Das Rating von Moody's für die Bankensysteme hat sich deshalb in den letzten Jahren fast überall verbessert. Entscheidend hierfür war die deutliche Erhöhung der Ertragsraten für die Bankaktiva sowie – namentlich in Lateinamerika – der ausgeprägte Anstieg des ausgewiesenen Eigenkapitals und der Abbau notleidender Kredite. Überdies wurden die Bankensysteme

durch die Verminderung von Währungsinkongruenzen gestärkt, doch fehlt ein vollständiger Überblick, inwieweit auch die privaten Kreditnehmer solche Verwundbarkeiten abgebaut haben. In den Transformationsländern Mittel- und Osteuropas hat die private Verschuldung in Fremdwährung jedenfalls deutlich zugenommen, begünstigt durch die hohe Präsenz ausländischer Banken sowie durch erwartete Wertsteigerungen für die eigene Währung. Käme es stattdessen zu großen Währungsabwertungen, hätten die mit Fremdwährungskrediten engagierten Banken ein Problem, das jedoch von der Größenordnung her von den internationalen Bankenkonzernen noch leicht zu verkraften wäre.

Die meisten Schwellenländer haben außerdem das Devisenangebot, das ihnen auf Grund erfolgreicher Exporttätigkeit und gleichzeitiger Kapitalimporte zufloss, für eine kräftige Aufstockung ihrer Währungsreserven genutzt. Eine solche Zunahme an offiziellen Auslandsforderungen stellt aus volkswirtschaftlicher Sicht einen Kapitalexport dar, was per saldo zu einer ungewöhnlichen Netto-Kapitalausfuhr der Schwellenländer führte. Wie schon erwähnt, gehen die Erwartungen eher dahin, dass sich die Schwellenländer im Zeichen der Globalisierung ausländische Ersparnisse leichter nutzbar machen und so ihre Investitionsquote steigern können. Ein Motiv für die Ansammlung hoher Währungsreserven war es demgegenüber, sich ein Sicherheitspolster zu schaffen, wobei vor allem asiatische Länder gezielt danach trachten, sich auf diese Weise vom IWF unabhängig zu machen. Mittlerweile haben die von manchen Ländern gehaltenen Währungsreserven allerdings eine beispiellose Höhe erreicht. Der Bestand übertrifft in nicht wenigen Fällen bei

*Stark gestiegene Währungsreserven*

Tabelle 2.2

**LEISTUNGSBILANZSALDEN UND WÄHRUNGSRESERVEN DER ENTWICKLUNGS- UND TRANSFORMATIONSLÄNDER<sup>\*)</sup>**

in Mrd US-\$

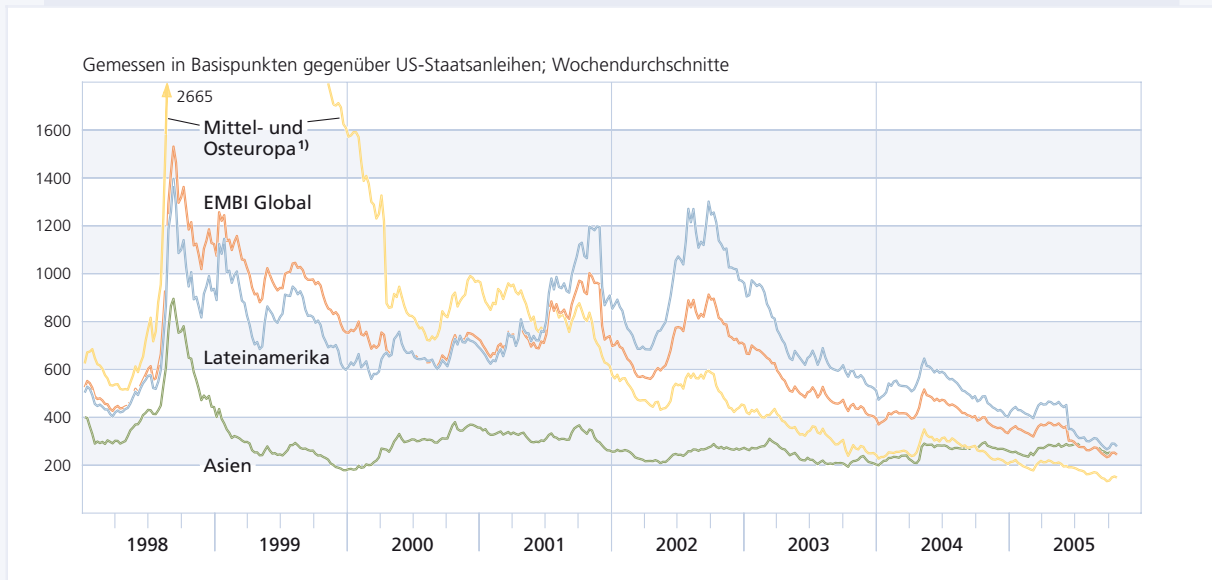
Ländergruppe / Land	Jahresdurchschnitt 1997 bis 1999	Jahresdurchschnitt 2000 bis 2002	2003	2004	2005 <sup>2)</sup>
<b>Leistungsbilanzsalden</b>					
Alle Länder	-72,3	72,2	143,9	227,7	410,1
Asien	35,2	53,0	84,8	93,0	109,7
darunter:					
China	27,2	24,4	45,9	68,7	115,6
Indien	- 4,4	1,3	6,9	- 0,8	- 13,5
Lateinamerika	-71,3	-39,5	6,3	18,3	21,5
darunter:					
Brasilien	-29,7	-18,3	4,2	11,7	13,1
Mexiko	-12,5	-16,6	- 8,6	- 7,4	- 8,3
Mittel- und Osteuropa <sup>1)</sup>	-22,3	-24,6	-37,3	-50,1	-56,4
GUS <sup>2)</sup>	0,7	36,9	35,9	63,1	105,3
darunter:					
Russland	5,8	36,3	35,4	59,9	101,8
Afrika	-13,7	- 0,1	- 3,1	0,6	12,5
Mittlerer Osten	- 0,9	46,4	57,3	102,8	217,6
<b>Bestand an Brutto-Währungsreserven am Jahresende</b>					
Alle Länder	709,7	941,8	1 418,9	1 871,5	2 335,8
Asien	277,3	399,8	670,3	934,4	1 181,4
darunter:					
China	150,5	225,7	409,2	615,5	825,5
Indien	28,8	51,0	99,5	127,2	143,2
Lateinamerika	155,8	158,9	196,2	221,4	249,5
darunter:					
Brasilien	36,4	35,0	49,1	52,8	57,7
Mexiko	30,8	43,6	59,0	64,1	70,3
Mittel- und Osteuropa <sup>1)</sup>	86,9	108,1	160,0	183,2	200,2
GUS <sup>2)</sup>	18,0	45,2	92,6	148,4	229,1
darunter:					
Russland	10,4	34,2	73,8	121,5	195,6
Afrika	42,6	64,1	91,3	127,1	165,7
Mittlerer Osten	129,1	165,8	208,7	256,9	309,8

Quelle: IWF. — \* Ohne Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan. — 1 Einschl. Türkei. — 2 Gemeinschaft Unabhängiger Staaten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Schaubild 2.2.2

### RISIKOAUFSCHLÄGE FÜR SCHWELLENLÄNDER BEI STAATLICHER KREDITAUFNAHME \*)



Weitem eine Größenordnung, die üblicherweise für nötig gehalten wird, gleichviel ob man auf den Devisenbedarf für Importe oder auf die kurzfristige Auslandsverschuldung abhebt. Ausdruck eines Übermaßes an Reservehaltung ist auch, dass China einen Teil seiner Währungsreserven für die Sanierung von Banken einsetzte und dass viele Währungsbehörden ihre Anlageentscheidungen nicht mehr allein nach Liquiditätsgesichtspunkten, sondern vermehrt nach der erwarteten Rendite ausrichten.

Rückgang der Risikozuschläge

Als Maß für zurückgekehrtes Vertrauen in die Schwellenländer zeigt der vom Wertpapierhaus JP Morgan erstellte Index für die von staatlichen Schuldnern zu zahlenden Risikozuschläge einen mehrjährigen deut-

lichen Rückgang. Insbesondere kam es zu einer starken Kompression der Aufschläge für höhere Risiken. Dies reflektiert nach dem Urteil internationaler Stellen zum Teil allerdings das ungewohnt niedrige Zinsniveau in den Industrieländern und die dadurch geförderte „Suche nach Rendite“. Dabei spielte ein vermehrtes Engagement von Pensionsfonds, Lebensversicherungsunternehmen und Hedgefonds eine wesentliche Rolle. Namentlich solche Institute, die eine ihren Kapitalgebern versprochene Mindestrendite erwirtschaften müssen, nutzen die verbliebenen Zinsvorsprünge. Marktteilnehmer berichten allerdings auch, dass es einen zunehmenden Trend zu dauerhaften Engagements in den Schwellenländern gebe.

*Ratingverbesserungen*

Ein anderer Indikator für die zunehmende Vertrauenswürdigkeit der Schwellenländer ist das verbesserte Rating für staatliche Schuldner („sovereign risk“). Etlichen Schwellenländern gelang es, eine Beurteilung als Investment Grade zu erreichen. Dies hat zu der erwähnten Verbreiterung der Anlegerbasis seitens institutioneller Investoren geführt. Spreadkompression, Ratingverbesserung und Ausweitung der Investorenbasis wirkten in einem sich wechselseitig verstärkenden Zirkel miteinander.

*Mehr Resistenz gegen politische Krisen*

Wenn politische Krisen nicht zu Panikreaktionen an den Märkten führen, kann dies gleichfalls als Ausweis für wesentlich verbesserte wirtschaftliche Grundbedingungen gelten. So werden in Brasilien und den Philippinen derzeit schwere Korruptionsvorwürfe gegen die Regierung erhoben, und in Thailand gibt es Unruhen in der Südprovinz, die zum Ausruf des Notstands führten. Während dies für sich genommen Vorkommnisse sind, die das Investitionsklima und die Konjunktur dieser Länder beeinträchtigen, reagieren die Märkte vorläufig gelassen.

*Katalytische Rolle der US-Leistungsbilanzdefizite*

Im Zusammenhang mit der Verbesserung der Finanzlage der Schwellenländer durch eine überschüssige oder weniger defizitäre Leistungsbilanz stellt das laufende Zahlungsbilanzdefizit der USA den Hauptgegenposten dar. Dieses Defizit erleichterte demnach die finanzielle Gesundung der Schwellenländer im Sinn eines Abbaus ihrer Netto-Außenverschuldung. Denn damit es gelingt, Mittel für den Schuldenabbau oder den Reserven Aufbau zu erlangen, müssen andere Länder mehr ausgeben, als sie einnehmen. Dabei ist aber darauf hinzuweisen, dass die Leistungsbilanzdefizite der USA und der da-

mit einhergehende gesamtwirtschaftliche Verschuldungsgrad Ausmaße erreicht haben, die bei den ausländischen Anlegern plötzliches Misstrauen hinsichtlich der Angemessenheit der eingeschlagenen Geld- und Finanzpolitik auslösen könnten. Um den hier liegenden Risiken eines Dollarkursverfalls und kräftiger Zinssteigerungen vorzubeugen, ist ein allmählicher Abbau der US-Leistungsbilanzdefizite erwünscht. Insofern sind den Zahlungsbilanzüberschüssen der Schwellenländer und den damit zusammenhängenden Wachstums- und Stabilisierungserfolgen Grenzen gesetzt.

Hilfe kam für die Schwellenländer zudem vom weltweiten Realzinsverfall. Dieser wurzelt aber nicht zuletzt auch im Verhalten der Schwellenländer selbst. Denn angesichts der Kapitalabsorption durch die USA wäre das derzeit ungewöhnlich niedrige Zinsniveau ohne eine so genannte Ersparnisschwemme in den Schwellenländern als Gruppe nicht vollständig erklärlich. Selbst wenn diese Entwicklung nicht als übermäßiges Sparen, sondern als eine immer noch unzureichende Investitionstätigkeit anzusehen ist, so muss man den Ersparnisüberschuss der aufstrebenden Länder auch als Reflex auf vorausgegangene Investitionsexzesse (wie etwa im Immobiliensektor) verstehen.<sup>5)</sup> Mit den niedrigen Realzinsen fallen den Schwellenländern außerdem Vorteile zu, die sich aus ihrer vermehrten Integration in die Weltwirtschaft ergeben: Die permanente Dämpfung des Preisanstiegs in den Vereinigten Staaten durch Importe aus diesen Ländern stand nämlich am Anfang der Niedrigzinspolitik der USA, wo vorübergehend sogar eine Deflation für möglich gehalten wurde.

*Vorteile des Realzinsverfalls auch Ergebnis weltwirtschaftlicher Integration*

<sup>5)</sup> China ist ein Sonderfall mit einer sehr hohen Investitionsquote. Allerdings ist die Sparquote sogar noch höher.

Tabelle 2.3

## BEURTEILUNG DER ZAHLUNGSFÄHIGKEIT DES STAATES IN AUSGEWÄHLTEN SCHWELLENLÄNDERN IM HINBLICK AUF LANGFRISTIGE FREMDWÄHRUNGSVERBINDLICHKEITEN

Jeweils niedrigstes Rating (a) und aktuelle Einstufung (b)<sup>1)</sup>

Land		Moody's Bewertung	Datum	S&P Bewertung	Datum	Fitch IBCA Bewertung	Datum
<b>Ost- und Südostasien</b>							
Indonesien	a	B3	20/03/98	SD	23/04/02	B-	16/03/98
	b	B2 ↑	30/09/03	B+ ↑	22/12/04	BB-	26/01/05
Korea	a	Ba1	22/12/97	B+	22/12/97	B-	23/12/97
	b	<b>A3</b> ↑	28/03/02	<b>A</b> ↑	27/07/05	<b>A+</b> ↑	24/10/05
Malaysia	a	<b>Baa3</b>	14/09/98	<b>BBB-</b>	15/09/98	BB	09/09/98
	b	<b>A3</b> ↑	16/12/04	<b>A-</b> ↑	08/10/03	<b>A-</b> ↑	08/11/04
Philippinen	a	B1	16/02/05	BB-	17/01/05	BB	12/06/03
	b	B1 ↓	16/02/05	BB- ↓	17/01/05	BB ↓	12/06/03
Thailand	a	Ba1	21/12/97	<b>BBB-</b>	08/01/98	BB+	14/05/98
	b	<b>Baa1</b> ↑	26/11/03	<b>BBB+</b> ↑	26/08/04	<b>BBB+</b> ↑	10/05/05
<b>Lateinamerika</b>							
Argentinien	a	Ca	20/12/01	SD	06/11/01	D	14/01/05
	b	B3 ↑	29/06/05	B- ↑	01/06/05	DDD ↑	03/06/05
Brasilien	a	B2	12/08/02	B	01/12/94	B	21/10/02
	b	<b>Ba3</b> ↑	12/10/05	BB- ↑	17/09/04	BB-	28/09/04
Mexiko	a	Ba2	16/05/95	BB	10/02/95	BB	30/08/95
	b	<b>Baa1</b> ↑	06/01/05	<b>BBB</b> ↑	31/01/05	<b>BBB-</b> ↑	15/01/02
Venezuela	a	Caa1	21/01/03	SD	18/01/05	CCC+	10/01/03
	b	B2 ↑	07/09/04	B+ ↑	12/08/05	B+ ↑	20/09/04
<b>Europa im weiteren Sinne</b>							
Polen	a	<b>Baa3</b>	01/06/95	BB	01/06/95	BB+	26/10/95
	b	<b>A2</b> ↑	12/11/02	<b>BBB+</b> ↑	15/05/00	<b>BBB+</b> ↑	19/11/98
Russland	a	B3	21/08/98	SD	27/01/99	CCC	27/08/98
	b	<b>Baa2</b> ↑	25/10/05	<b>BBB-</b> ↑	31/01/05	<b>BBB</b> ↑	03/08/05
Tschechische Republik	a	<b>Baa2</b>	25/05/94	<b>BBB</b>	28/07/93	<b>BBB+</b>	24/11/97
	b	<b>A1</b> ↑	12/11/02	<b>A-</b> ↓	05/11/98	<b>A</b> ↑	26/08/05
Türkei	a	B1	13/03/97	B-	16/04/01	B-	25/03/03
	b	B1 ↓	13/03/97	BB- ↑	17/08/04	BB-	13/01/05
Ungarn	a	<b>Baa3</b>	27/12/93	BB+	20/04/92	<b>BBB-</b>	25/04/96
	b	<b>A1</b> ↑	12/11/02	<b>A-</b> ↑	19/12/00	<b>A-</b> ↑	30/11/00
<b>Afrika</b>							
Südafrika	a	<b>Baa3</b>	03/10/94	BB	03/10/94	BB	22/09/94
	b	<b>Baa1</b> ↑	11/01/05	<b>BBB+</b> ↑	01/08/05	<b>BBB+</b> ↑	25/08/05

Quelle: Bloomberg. — **1** Sofern das niedrigste Rating für ein Land im Zeitablauf mehrfach durch eine Rating-Agentur vergeben wurde, ist nur das jeweils jüngste Datum aufgeführt. Der Pfeil neben dem aktuellen Bonitätsrating gibt die Richtung der Veränderung seit dem vorangegangenen Rating an: ↑ = Heraufstufung, ↓ = Herabstufung. Fettdruck: Investment Grade.

DEUTSCHE BUNDESBANK



## Fortbestehende Verwundbarkeiten

*Eintrübung des weltwirtschaftlichen Umfelds könnte Vertrauensgewinne schmälern*

Die in den meisten Schwellenländern auf den Weg gebrachten Reformen und die kräftige Weltkonjunktur haben die Risiken für den Ausbruch neuer Verschuldungskrisen geringer werden lassen. Namentlich die Haushaltslage und die Verfassung des Bankensystems können in vielen Fällen jedoch weiterhin erheblich verbessert werden. Insbesondere zeigt die gesamte Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP zwar überwiegend einen deutlich fallenden Trend, aber sie ist meistens noch immer recht hoch, wenn man die im Vergleich mit den entwickelten Volkswirtschaften größere Zins- und Wechselkursempfindlichkeit der Schuldenstruktur in Rechnung stellt. Ein plötzlicher und kräftiger Anstieg des Weltzinsniveaus, der zum Beispiel angesichts des hohen und weiter steigenden US-Leistungsbilanzdefizits nicht auszuschließen ist, würde in vielen in Fremdwährung verschuldeten Schwellenländern höchstwahrscheinlich zu steigenden Risikozuschlägen und somit zu einer relativ starken Zunahme der gesamten Zinsbelastung führen. Ein besonders kritisches Szenario wäre auch ein gleichzeitig stark nachlassendes Wachstum in den USA und in China, den gegenwärtigen Haupttriebkraften der Weltwirtschaft. Unter diesen Bedingungen könnte es mehr noch als bei einem Anstieg des Weltzinsniveaus zu einer „Flucht in die Qualität“ kommen, zumal bei einer solchen Entwicklung mit vermehrtem Protektionismus zu rechnen wäre. Zudem werden in manchen rohstoffzeugenden Ländern anhaltende fundamentale Probleme vom Anstieg der Rohstoff- und Energiepreise etwas verdeckt. Bei den derzeit hohen Preisen werden andererseits diejenigen Länder, die solche Güter nachfragen, vor neue stabilitätspoliti-

sche Herausforderungen gestellt. Die finanzielle Robustheit der einzelnen Länder ist demnach durchaus noch sehr unterschiedlich.

Einige der im Ausland hoch verschuldeten Länder verlangen wegen ihrer weltwirtschaftlichen Bedeutung besondere Aufmerksamkeit, darunter aus deutscher Sicht wegen der geographischen Nähe und der hohen wirtschaftlichen Verflechtung vor allem die Türkei. Dieses Land hat noch einen weiten Weg zu belastbaren Finanzierungsstrukturen vor sich. So ist die Staatsverschuldung weiterhin beträchtlich. Zudem ist auch die Auslandsverschuldung des Staates und des privaten Sektors zusammengenommen ziemlich hoch, wobei ein erheblicher Anteil auf kurzfristigen Krediten beruht. Überdies beläuft sich das Leistungsbilanzdefizit auf über 5% des BIP mit zunehmender Tendenz, zum Teil als Folge stark angewachsener privater Verbrauchsausgaben. Die bestehenden Zweifel, ob ein vollständiger EU-Beitritt möglich werden wird, rücken diese Grundprobleme wieder mehr in den Fokus. Die Türkei ist daher in hohem Maße vom Vertrauen der internationalen Anleger abhängig. Bei einem kräftigen Anstieg der Zinsen an den internationalen Märkten könnte sich vor allem die Höhe der öffentlichen Verschuldung der Türkei als kaum tragbar erweisen. Aber die aktuelle Finanzpolitik ist auf dem richtigen Weg. Der Primärüberschuss (verstanden als Haushaltssaldo vor Zinszahlungen) für das erste Halbjahr 2005 lag sogar deutlich über dem mit dem IWF vereinbarten Ziel, wenngleich der Gesamthaushalt weiterhin im Defizit blieb.

*Hohe Verschuldungslasten der Türkei*

Ebenso richtet sich besonderes Interesse auf Brasilien, da eine erneute Krise in diesem Land wegen seiner Größe viele mittel- und südame-

*Stabilitätspolitische Gratwanderung in Brasilien*

rikanische Nachbarn in Mitleidenschaft ziehen dürfte. Die Staats- und Außenverschuldung Brasiliens ist noch relativ hoch. Die Regierung hat dem eine disziplinierte Haushaltspolitik entgegengesetzt. Der Primärüberschuss belief sich im ersten Halbjahr 2005 auf 6,6% des BIP bei einem nach wie vor defizitären Gesamtbudget. Hingegen ist der Rückgang der Inflationsrate auf Grund steigender Löhne und der Anhebung administrierter Preise ins Stocken geraten. So drosselt die brasilianische Notenbank die binnenwirtschaftliche Nachfrage mit äußerst hohen Geldmarktzinsen, auch um die Importnachfrage zu zügeln. Zudem wirkt Brasilien außenwirtschaftlich verletzlich, weil die Währungsreserven im Verhältnis zu den kurzfristigen Auslandsschulden noch immer relativ gering sind. Einen konjunkturellen Ausgleich hat bislang die Hausse bei den Exportpreisen für Rohstoffe geboten. Gleichwohl ist beim Export von Industriegütern die Lage angespannt, weil die restriktive Notenbankpolitik einen steigenden Wechselkurs zur Folge hat. Die Beendigung des jüngsten Stand-by-Abkommens mit dem IWF im März 2005 kann als ein Zeichen der Stärke und des Selbstvertrauens gewertet werden. Doch die brasilianischen Behörden bleiben mit der außerordentlich schwierigen Situation konfrontiert, Stabilitätserwartungen als Basis guter Wachstumsmöglichkeiten in einem Umfeld begrenzter Belastbarkeit der öffentlichen Haushalte und der Wirtschaft erzeugen zu müssen.

*Argentinien bliebe ohne weitgehende Einigung mit den Gläubigern in schwieriger Lage*

Argentinien hat durch den Schuldenschnitt vom Juni 2005 seine Verwundbarkeit zunächst einmal deutlich reduziert. Die Liste ungelöster wirtschaftspolitischer Probleme bleibt indes lang. Als Ergebnis einer prozyklischen Politik liegt die Inflationsrate schon wieder nahe bei

10%, was die erforderliche Liberalisierung der Energiepreise, die unter dem für Investitionen im Energiesektor erforderlichen Niveau gehalten werden, erschwert. Die Umschuldungsaktion, die den internationalen Anlegern auferlegt wurde, hat sich gleichwohl in rückläufigen Risikoprämien niedergeschlagen.<sup>6)</sup> In diesem Zusammenhang ist nicht unbedingt die konkrete Höhe der Schuldenreduktion zu beanstanden, wohl aber können Einwände erhoben werden zur Art ihres Zustandekommens im Wege eines einseitigen, verhandlungslosen Angebots, bei dessen Ablehnung ein Totalverlust in Aussicht gestellt wurde. Wenn dieses Vorgehen letztlich von der internationalen Gemeinschaft hingenommen würde, entstünde die Gefahr, dass andere Länder im Fall der Zahlungsunfähigkeit künftig mit ihren Gläubigern ähnlich verfahren. Die Folge müsste eine Verteuerung der Kredite an all solche Länder sein, bei denen im Krisenfall mit einer vergleichbaren Behandlung ihrer ausländischen Gläubiger gerechnet würde. Unter Umständen könnten die Risikoprämien sogar generell höher ausfallen, wenn eine konfrontative Umschuldungsstrategie von internationalen Stellen so gut wie legitimiert würde. Es ist zu wünschen, dass die argentinische Regierung diese Problematik zu heilen

<sup>6</sup> Gemessen an einem repräsentativen Index der Zinszuschläge wie dem EMBI Global Argentina, der die Renditeaufschläge gegenüber US-Staatsanleihen abbildet, fiel der Spreadrückgang für argentinische Anleihen anlässlich der Umschuldung drastisch aus. Über das Wochenende vom 10. bis zum 13. Juni 2005 kam es zu einem Rückgang des Indexwertes von 6 080 Basispunkten auf 950 Basispunkte, also um 5 130 Punkte. Dieser Rückgang reflektiert ganz überwiegend den Austausch der mit hohen Abschlägen gehandelten Altanleihen gegen die zu pari ausgegebenen neuen Papiere. Die Größenordnung des Bonitätsgewinns lässt sich besser an der Entwicklung der Risikoaufschläge von Anleihen studieren, die von der Umschuldung nicht betroffen waren. Die Anleihe „Boden 12“ etwa zeigte über das Wochenende des Umtauschs einen Rückgang des Zinsaufschlags um bloß 33 Basispunkte. Seither war die Spreadkompression ausgeprägter, aber sie erreichte nicht annähernd die Größenordnung des Rückgangs beim genannten Index.

Tabelle 2.4

## MAKROÖKONOMISCHE KENNZAHLEN AUSGEWÄHLTER SCHWELLENLÄNDER

in % des BIP (sofern nicht anders angegeben)

Position	2003	2004	2005 <sup>3)</sup>	2003	2004	2005 <sup>3)</sup>
	Türkei			Indonesien		
Reales BIP (Veränderung gegenüber Vorjahr in %)	5,8	8,9	5,0	4,9	5,1	5,8
Verbraucherpreise <sup>1)</sup> (Veränderung gegenüber Vorjahr in %)	25,2	10,3	8,4	6,8	6,1	8,2
Haushaltssaldo <sup>2)</sup>						
insgesamt	-11,3	-7,1	-6,1	-1,7	-1,4	-1,7
ohne Zinszahlungen	5,2	6,1	5,7	1,8	1,4	0,9
Staatsverschuldung	82,8	76,6	70,8	56,3	53,3	53,5
Leistungsbilanzsaldo	-3,3	-5,1	-5,6	3,4	1,2	-0,4
Direktinvestitionen <sup>3)</sup>	0,5	0,6	2,8	-0,2	-0,3	0,9
Auslandsverschuldung des Staates und des privaten Sektors	59,7	53,7	47,1	55,6	53,5	52,2
Bruttowährungsreserven (in Mrd US-\$)	33,7	36,0	43,5	36,3	36,2	31,0
	Brasilien			Ungarn		
Reales BIP (Veränderung gegenüber Vorjahr in %)	0,5	4,9	3,3	2,9	4,2	3,4
Verbraucherpreise <sup>1)</sup> (Veränderung gegenüber Vorjahr in %)	14,8	6,6	6,8	4,7	6,8	4,0
Haushaltssaldo <sup>4)</sup>						
insgesamt	-3,7	-2,5	-3,1	-6,5	-5,4	-6,1
ohne Zinszahlungen	4,3	4,6	4,8	-2,4	-1,1	-2,2
Staatsverschuldung	57,2	51,6	51,9	59,7	60,5	62,1
Leistungsbilanzsaldo	0,8	1,9	1,7	-8,8	-8,8	-8,5
Direktinvestitionen <sup>3)</sup>	2,0	3,0	2,0	0,6	3,6	2,8
Auslandsverschuldung des Staates und des privaten Sektors	44,6	37,6	29,2	71,3	74,3	69,6
Bruttowährungsreserven (in Mrd US-\$)	49,3	52,9	59,9	12,0	16,0	16,6
	Argentinien			Polen		
Reales BIP (Veränderung gegenüber Vorjahr in %)	8,8	9,0	7,5	3,8	5,4	3,0
Verbraucherpreise <sup>1)</sup> (Veränderung gegenüber Vorjahr in %)	13,4	4,4	9,5	0,8	3,5	2,2
Haushaltssaldo <sup>4)</sup>						
insgesamt	0,5	2,6	1,8	-4,8	-3,9	-3,7
ohne Zinszahlungen	2,3	3,9	3,6	-1,9	-1,2	-1,0
Staatsverschuldung	140,3	120,1	<sup>5)</sup> 75,9	50,3	51,8	54,0
Leistungsbilanzsaldo	5,8	2,0	1,3	-2,2	-1,5	-1,0
Direktinvestitionen <sup>3)</sup>	0,7	2,5	0,7	2,1	4,8	1,9
Auslandsverschuldung des Staates und des privaten Sektors	129,4	113,3	<sup>5)</sup> 66,9	42,9	38,2	31,0
Bruttowährungsreserven (in Mrd US-\$)	14,1	19,6	27,2	31,7	34,5	32,3
	Philippinen			Tschechische Republik		
Reales BIP (Veränderung gegenüber Vorjahr in %)	4,5	6,0	4,7	3,2	4,4	4,1
Verbraucherpreise <sup>1)</sup> (Veränderung gegenüber Vorjahr in %)	3,5	6,0	8,2	0,1	2,8	2,0
Haushaltssaldo <sup>2),4)</sup>						
insgesamt	-4,7	-3,9	-3,5	<sup>6)</sup> -12,5	-3,0	-4,8
ohne Zinszahlungen	0,6	1,5	3,2	<sup>6)</sup> -11,3	-1,8	-3,5
Staatsverschuldung	96,5	98,0	96,7	38,3	37,4	39,4
Leistungsbilanzsaldo	1,8	2,7	2,1	- 6,1	-5,2	-3,5
Direktinvestitionen <sup>3)</sup>	0,3	0,0	0,9	2,1	3,6	3,7
Auslandsverschuldung des Staates und des privaten Sektors	75,7	65,0	67,5	38,5	42,2	38,1
Bruttowährungsreserven (in Mrd US-\$)	16,9	16,0	16,5	27,0	28,4	29,2

Quellen: IWF, DB Global Markets Research, nationale Behörden sowie eigene Berechnungen. — **1** Jahresdurchschnitt. — **2** Türkei, Philippinen, Indonesien: Zentralregierung. — **3** Gemäß Zahlungsbilanz. — **4** Ungarn, Polen, Tschechische Republik: Finanzierungssaldo nach dem System der Europäischen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (ESVG '95). — **5** Starker Rückgang des Schuldenstands reflektiert Forderungsverzicht von Gläubigern. — **6** Einschl. Kapitaltransfer zur Rettung der Investment Post Bank.

DEUTSCHE BUNDESBANK

sucht, indem sie sich wenigstens mit dem Großteil der opponierenden Gläubiger, die fast ein Viertel der in Not geratenen privaten Forderungen repräsentieren, auf eine mit der schon durchgeführten Umschuldungsaktion vergleichbare Lösung verständigt. Dies liegt auch im weiteren Interesse Argentiniens, da auf längere Sicht abermals Kapitalimportbedarf, spätestens auf Grund einer sich ins Defizit drehenden Leistungsbilanz, entstehen dürfte. Solange sich der argentinische Staat mit umfangreichen Pfändungstiteln konfrontiert sieht, dürfte der öffentliche Sektor wegen drohenden Zugriffs auf dessen Auslandszahlungen keinen breiten Wiederzugang zu den internationalen Finanzmärkten finden.<sup>7)</sup> Am Ende könnte dies auf erneute Zahlungsbilanzprobleme hinauslaufen, zumal Argentinien noch eine hohe Schuldenlast gegenüber dem IWF abzutragen hat. Inwieweit nach einer befriedigenden Schuldenregelung das Ausland gegenüber Argentinien wieder Vertrauen gewinnt, wird freilich davon abhängen, ob die seit dem Tiefpunkt der Krise eingetretene wirtschaftliche Erholung, die weitgehend der Abwertung, dem Anstieg der Exportpreise für Rohstoffe und dem weltwirtschaftlichen Aufschwung zu verdanken ist, durch Stabilitätspolitik und eine dringend erforderliche Liberalisierung der Arbeits- und Gütermärkte gefestigt werden kann.

*Philippinen belastet durch hohe Staatsverschuldung*

Im asiatischen Raum ist die Situation der Philippinen als labil anzusehen. Die Philippinen sind eines der Länder, die vom Ölpreisanstieg stark betroffen sind. Dabei ist die Handelsbilanz bereits defizitär, und die Exporte wachsen seit geraumer Zeit nur relativ wenig. Die Leistungsbilanz befindet sich dank hoher Rimessen der im Ausland tätigen Gastarbei-

ter noch im Plus. Gleichzeitig drohen Inflationsgefahren – angetrieben auch von Haushaltsdefiziten, die den außerordentlich hohen staatlichen Schuldenstand weiter vergrößern. Die mittlerweile in Gang gekommene Verbesserung der Einnahmensituation des philippinischen Staates durch Erhöhung der Mehrwert- und Körperschaftsteuern ist auch nötig, um die Abhängigkeit der Regierung von Fremdwährungskrediten zu verringern. Abzuwarten bleibt, wie die ausstehenden Zusatzeinnahmen tatsächlich verwendet werden – ob zur Haushaltssanierung oder doch wieder zur Steigerung der Ausgaben. Vorübergehende Turbulenzen an den Märkten im Verlauf dieses Jahres im Zusammenhang mit ungelösten Haushaltsproblemen und anderen steckengebliebenen Reformvorhaben sind ein Signal für die Verwundbarkeit des Landes aus der Sicht internationaler Investoren.

*Rückschläge in Indonesien*

Die jüngsten Ölpreissteigerungen haben auch die Lage Indonesiens wieder eingetrübt. Dabei schlägt zu Buche, dass Indonesien – obwohl nach wie vor zur OPEC gehörend – inzwischen zum Netto-Importeur von Rohöl wurde. Außerdem werden die inländischen Treibstoffpreise stark subventioniert, so dass sich die Rohölpreiserhöhungen in zunehmenden Budgetdefiziten niederschlagen. Das Vertrauen in die finanzielle Stabilität des Landes wird deshalb sowohl durch abnehmende Leistungsbilanzüberschüsse als auch durch Zweifel untergraben, ob die Regierung die Kraft hat, die erforderliche finanzpolitische Konsolidierung

<sup>7</sup> Dem steht nicht entgegen, dass der argentinische Staat im Sommer 2005 erstmals seit der Zahlungseinstellung von Ende 2001 zwei auf US-Dollar lautende Anleihen emittieren konnte – allerdings lediglich am heimischen Markt und nach argentinischem Recht. Insofern konnte das Problem eines Zugriffs auf argentinische Schuldendienstleistungen umgangen werden, da alle Zahlungen im Inland abgewickelt werden.

fortzusetzen. Die Verunsicherung der inländischen und ausländischen Investoren zeigte sich in kräftigem Abwärtsdruck auf den Wechselkurs der indonesischen Währung, dem die Zentralbank seit Jahresmitte 2005 mit einer drastischen Erhöhung des Zinssatzes für Einmonatsgeld entgegengetreten ist.

*Problematische Leistungsbilanzdefizite in einigen neuen EU-Ländern*

In Mittel- und Osteuropa geben die hohen Leistungsbilanzdefizite einiger neuer EU-Länder Anlass zur Sorge, zumal sie oft mit hohen Budgetdefiziten einhergehen. So beläuft sich in Ungarn das Leistungsbilanzdefizit in diesem Jahr auf mehr als 8 % des BIP, wobei die Exporte zuletzt geschrumpft sind. Zudem erreichen die Fremdwährungsverbindlichkeiten des ungarischen Staates und der Wirtschaft zusammengenommen mit fast 50 % des BIP einen im internationalen Vergleich hohen Wert. Auch steht den Währungsreserven eine fast ebenso hohe kurzfristige Auslandsverschuldung des Landes gegenüber. Hinsichtlich der Haushaltsdefizite in den neuen EU-Ländern darf man aber einige Hoffnung darauf setzen, dass die EU-internen Disziplinierungsprozesse nicht ohne Wirkung bleiben.

### Was bleibt zu tun?

*Bei der Anpassung an „beste Praktiken“ nicht nachlassen*

Die größte Gefahr für die Schwellenländer wäre es, angesichts der erreichten Stabilisierungsfortschritte in Selbstzufriedenheit zu verfallen.<sup>8)</sup> Um sich vor allem für eine Verschlechterung des weltwirtschaftlichen Umfelds zu wappnen, sollten Schwellenländer mit hohen Fremdwährungsverbindlichkeiten ihre Bilanzstrukturen weiter stärken, namentlich die Möglichkeit zu längerfristiger Kreditaufnahme angesichts des niedrigen Zinsniveaus ent-

schlossen nutzen und den Anteil der Verschuldung in eigener Währung erhöhen. Dies gilt für staatliche wie für private Schuldner. Eine solche Politik setzt makroökonomische Stabilität voraus und muss gezielt mit einer Stärkung des heimischen Finanzsektors einhergehen. Hierzu gehören Maßnahmen, die die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems festigen, die Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes fördern und die Anfälligkeit des Unternehmenssektors reduzieren. Die Corporate Governance in Banken und Wirtschaftsunternehmen kann insbesondere durch Schaffung von mehr Transparenz verbessert werden. Um die Kapitalmärkte auszubauen, sollte auch der Entwicklung von Kapitalsammelstellen wie Investmentfonds, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds der Weg bereitet werden. Eine Verbesserung der Möglichkeiten, mit Hilfe von Asset Backed Securities und Derivaten Risiken zu übertragen, wäre auch im Interesse der Banken und könnte zur Stabilität der Bankensysteme beitragen. Hilfreich kann es ferner sein, sich dem Trend zu einer Öffnung für ausländische Banken anzuschließen. Ausländische Institute bringen Know-how mit und verhalten sich wegen ihres besseren Risikomanagements, einer stärkeren Kapitalbasis, der Möglichkeit des Rückgriffs auf das Mutterinstitut und der besseren Diversifizierung im Konzern tendenziell weniger zyklisch bei ihrer Kreditvergabe. Durch mehr Wettbewerb kann auch der heimische Bankensektor effizienter werden und damit helfen, die Kapitalallokation zu verbessern. Je mehr der eigene Finanzmarkt für den internationalen Kapitalverkehr geöffnet wird, desto wichtiger ist es, ergänzend für ausreichende Wechselkursbeweg-

<sup>8</sup> So hat sich auch der IWF geäußert. Vgl.: IMF, Financial Stability Report, April 2005, S. 1.

lichkeit zu sorgen, sofern die geldpolitische Autonomie nicht aufgegeben werden soll. Ein flexibler Wechselkurs, der das Wechselkursänderungsrisiko für jedermann erkennbar macht, wirkt auch als Bremse gegen eine Verschuldung in fremder Währung.

„Grundsätze für stabilen Kapitalverkehr und faire Umschuldung in Schwellenländern“ zügig anwenden

Trotz aller Anpassungs- und Reformanstrengungen werden sich internationale Verschuldungskrisen so lange nicht gänzlich vermeiden lassen, wie Länder auf einen in fremder Währung denominierten Kapitalimport angewiesen sind. Solche Rückschläge können vor allem die Folge eines übersteigerten Optimismus der Kreditnehmer wie der Kreditgeber sein. Um derartige Fehlentwicklungen nicht noch zu begünstigen, müssen internationale Stellen im Krisenfall mit ihren Finanzhilfen vorsichtig umgehen. Weder die Schwellenländer als Kreditnehmer noch die institutionellen und privaten Investoren dürfen aus der Verantwortung für ihre Entscheidungen entlassen werden. Nur unter diesen Bedingungen werden Kreditnehmer und Kreditgeber die Chancen und Risiken sorgfältig gegeneinander abwägen. Finanzhilfen des IWF können in einer durch Vertrauensverluste ausgelösten Kapitalbilanzkrise gleichwohl eine wichtige Rolle spielen. Um die längerfristigen Disziplinierungswirkungen des Marktgeschehens nicht zu schwächen, dürfen außergewöhnlich hohe Stützungskredite aber nur in solchen Sonderfällen gewährt werden, in denen die rasche Wiedergewinnung der Zahlungsfähigkeit des Landes mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit gesichert erscheint. Der IWF hat seine finanzielle Beistandspolitik in diesem Sinn in den Jahren 2002 und 2003 neu definiert, doch steht ein Praxistest noch aus, bei dem die Schuldentragfähigkeitsanalyse in transparenter Weise als maßgebliches Kriteri-

um für die Beurteilung umfangreicher Kreditwünsche zur Geltung kommen muss. Die Erwartung, dass der IWF auch „nein“ sagen und damit Umschuldungen als einzig angemessene Lösung unvermeidbar machen kann, hat durch den neuerdings zunehmenden Umlauf staatlicher Fremdwährungsanleihen, die mit Umschuldungsklauseln ausgestattet sind, an Glaubwürdigkeit gewonnen. Diese Klauseln, deren generelle Anwendung in international begebenen Staatsanleihen von der Zehnergruppe bereits 1996 empfohlen wurde, sollen Umschuldungen für das Kapitalmarktsegment der von staatlichen Stellen aufgenommenen Fremdwährungsschulden erleichtern. Den Gläubigern wird dabei die Möglichkeit gegeben, über notwendig erscheinende Umschuldungen mit qualifizierter Mehrheit, das heißt mit Verbindlichkeit für alle Gläubiger, zu entscheiden. Überdies haben sich wichtige Emittentenländer und Vertreter der Marktintermediäre im Herbst 2004 auf „Grundsätze für stabilen Kapitalverkehr und faire Umschuldung in Schwellenländern“ geeinigt. Diese Prinzipien, die in einer vorläufigen Fassung im November 2004 vom Institute of International Finance (IIF) veröffentlicht wurden,<sup>9</sup> sollen auf freiwilliger Basis zunächst einmal der Krisenverhütung dienen, indem sie Verfahren zur Förderung der Markttransparenz empfehlen. Vor allem aber setzen sie sich für einen fairen Interessenausgleich zwischen Schuldner und Gläubigern im Krisenfall ein. Dies bedeutet insbesondere, dass die Gläubiger Anspruch auf einen nach Treu und Glauben geführten Verhandlungsprozess haben. Die G20 hat die

<sup>9</sup> Die geltende Fassung wurde im März 2005 mit Erläuterungen veröffentlicht. Siehe: Institute of International Finance, Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets, Washington DC, 2005. Verfügbar im Internet unter: <http://www.iif.com>.

Entwicklung solcher Grundsätze mit initiiert und die Ergebnisse im November 2004 als einen Beitrag begrüßt, mit dem die Volatilität im internationalen Kapitalverkehr gedämpft werden kann. Inzwischen haben sich nach Auskunft des IIF über 30 Schwellenländer zu diesen Prinzipien bekannt. Nunmehr kommt es darauf an, die vereinbarten Grundsätze in der Praxis tatsächlich anzuwenden, was als erstes die Transparenzgebote betrifft. Die Marktteilnehmer müssen hierbei angesichts

des freiwilligen Charakters der Leitlinien weiterhin die Hauptrolle spielen. Der IWF sollte den Implementierungsprozess aber zumindest überwachen, um so dessen Bedeutung für die Funktionsweise des internationalen Währungs- und Finanzsystems hervorzuheben. Wünschenswert wäre es außerdem, dass der Fonds bei seiner eigenen Kreditpolitik Anreize setzt, die der Beachtung der Grundsätze zugute kommen.





# Corporate Bond Spreads

## Modelltheoretische Erklärungsansätze, empirische Evidenz und Implikationen für die Finanzstabilität

Die Spreads auf europäische Unternehmensanleihen bewegen sich seit einiger Zeit auf sehr niedrigem Niveau. Insbesondere bei den hochverzinslichen Anleihen (High-Yields) sind historisch enge Renditeaufschläge zu beobachten. Es liegt die Vermutung nahe, dass ein niedriges Zinsumfeld diese Entwicklung begünstigt hat. Die Suche nach höheren Erträgen könnte Investoren zu riskanteren Anlagestrategien bewegt haben. Die vorliegende Analyse zeigt theoretische Erklärungsansätze der Spreadentwicklung auf und modelliert empirisch die Auswirkungen unerwarteter Änderungen der Geldmarktzinsen auf die Unternehmensspreads. In dem Modell ist unter bestimmten Annahmen ein unerwarteter Zinsanstieg mit einer Ausweitung der Renditeaufschläge verbunden, wobei sich eine deutliche Differenzierung der Reaktion nach der Ratingkategorie zeigt. Trotz eines noch relativ begrenzten Untersuchungszeitraums erscheinen die Ergebnisse vor dem Hintergrund einer zunehmenden Kapitalmarktorientierung in Europa interessant – auch für Fragen der Finanzmarktstabilität.

## Die aktuelle Marktsituation

Unternehmensanleihen sind, vor allen Dingen wegen des Risikos eines möglichen Zahlungsausfalls, in der Regel mit höheren Renditen ausgestattet als Staatstitel. Seit einiger Zeit ist im Euro-Raum ein beträchtlicher Verfall dieser Renditeaufschläge (Spreads) auf Unternehmensanleihen zu beobachten. Insbesondere bei Titeln, die nicht dem Investment-Grade-Bereich zugeordnet werden, zeigt sich diese Dynamik. Ende August 2005 erreichten die High-Yield-Spreads in der Europäischen Währungsunion mit 341 Basispunkten nur circa ein Fünftel ihres Spitzenwerts von September 2001 (1 653 Basispunkte; siehe Schaubild 2.3.1 auf S. 142).

*Auffälliger Rückgang der Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen in der EWU seit Herbst 2002*

Im Investment-Grade-Segment ist eine Trendumkehr im Oktober 2002 zu erkennen. Ende August 2005 wiesen Papiere mit Investment-Grade-Status einen Spread von durchschnittlich 44 Basispunkten auf. Das ist circa ein Drittel ihres Renditeaufschlags von Oktober 2002 (132 Basispunkte; siehe Schaubild 2.3.1 auf S. 142).

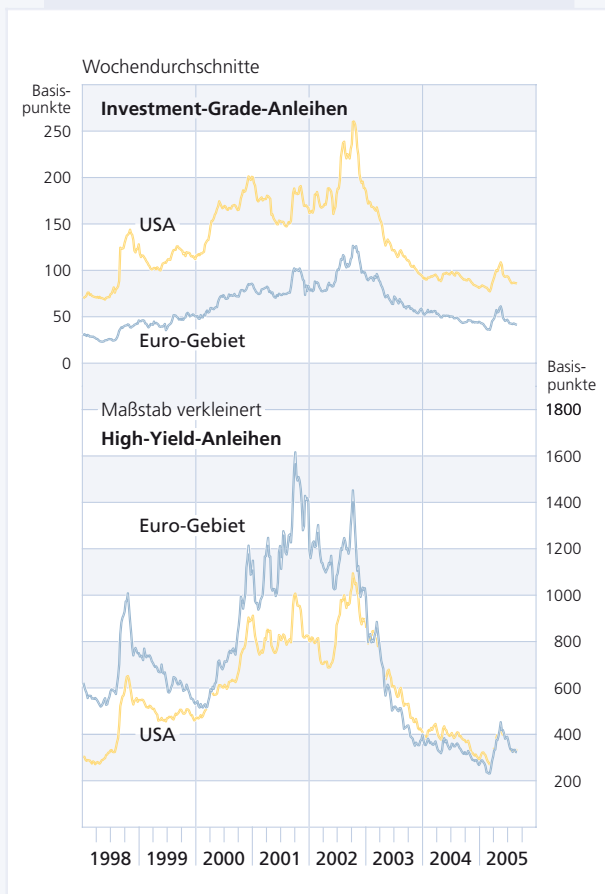
Nur kurzzeitig hatten die Ratingänderungen der Automobilhersteller General Motors und Ford und die damit einhergehenden Befürchtungen der Märkte vor Auswirkungen auf spekulative Hedgefonds-Positionen im Frühjahr 2005 zu einer Renditeausweitung geführt.

Auf der Suche nach Bestimmungsgründen der Spreadentwicklung im Euro-Raum geben bloße Analogieschlüsse, die in erster Linie auf der

*Unterschiede zu der Spreadentwicklung in den USA*

Schaubild 2.3.1

### RENDITEAUFSCHLÄGE\*) VON UNTERNEHMENSANLEIHEN



Quelle: Merrill Lynch. — \* Optionsadjustierte Spreads (OAS) von Merrill Lynch.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Marktsituation in den USA aufbauen, lediglich erste Indizien.

Auch in den USA liefen die Spreads auf Unternehmensanleihen in den vergangenen Jahren deutlich zusammen. Die Trendumkehr bei den High-Yield-Spreads vollzog sich dort jedoch später, auf weit niedrigerem Niveau und in geringerem Ausmaß als im Euro-Raum. Im Investment-Grade-Segment der USA war der

Spreadverfall dagegen etwas ausgeprägter als in der Europäischen Währungsunion (siehe Schaubild 2.3.1).

Zwar handelt es sich bei den Anleihemärkten beider Regionen sowohl aus Anleger- als auch aus Emittentensicht um Märkte, die ähnlichen Einflüssen unterliegen. Deutliche Unterschiede zeigen sich aber in den Emittentenstrukturen<sup>1)</sup> und in den Konjunkturzyklen (sowohl hinsichtlich der Lage als auch der Ausprägung) beider Wirtschaftsräume. Es besteht zudem ein struktureller Unterschied zwischen beiden Währungsräumen hinsichtlich der quantitativen Bedeutung von Anleiheemissionen unter den Finanzierungsalternativen des Unternehmenssektors. Nach wie vor ist, was die externe Mittelaufnahme betrifft, in der EWU die Bankbasierte Unternehmensfinanzierung bei Weitem vorherrschend. In nächster Zukunft wird dies für die meisten EWU-Staaten wohl auch weiterhin zutreffen.<sup>2)</sup> In Deutschland belief sich 2004 der Umlauf von Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen auf nicht einmal 3,5 % des Inlandsprodukts.<sup>3)</sup> Im Vergleich lag das Verhältnis umlaufender Unternehmensanleihen zum Inlandsprodukt in den USA bei 26 %.

*Bislang spielt im Euro-Raum die Anleiheemission eine untergeordnete Rolle in der externen Unternehmensfinanzierung, ...*

In den meisten Ländern Europas entwickelte sich ein nennenswerter Markt für Unternehmensanleihen erst mit dem Eintritt in die

<sup>1</sup> Im Euro-Raum ist der Anteil der Mittelaufnehmer aus dem Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologien (IKT) wesentlich höher als in den USA.

<sup>2</sup> Einige Länder, wie Frankreich, blicken dagegen auf eine lange Tradition der Unternehmensfinanzierung über den Bondmarkt zurück. Im September 2003 belief sich dort das Volumen zirkulierender Anleihen nichtfinanzieller Unternehmungen auf 23 % des Bruttoinlandsprodukts. Es erreichte so nahezu das US-Niveau von 26 % des Bruttoinlandsprodukts. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Neuere Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen, Monatsbericht, April 2004.

<sup>3</sup> Hierin nicht einbezogen sind die von ausländischen Finanzierungstöchtern deutscher Unternehmen begebenen Anleihen. Rechnet man diese hinzu, so ergibt sich im Juni 2005 ein Verhältnis zum BIP von ca. 10 %.

... die hohe Wachstumsdynamik des Segments macht eine eingehende Analyse aber interessant

ritte Stufe der Währungsunion. So hat sich der Umlauf deutscher Industrieobligationen zwischen Anfang 1999 und Mitte 2005 annähernd verzwanzigfacht, während die USA bis zum ersten Quartal 2005 lediglich ein Wachstum auf das anderthalbfache des damaligen Wertes zu verzeichnen hatten.<sup>4)</sup>

Die Wachstumsrate in Deutschland ist einerseits beeindruckend, sie spiegelt andererseits aber auch das niedrige Ausgangsniveau wider. Die rasante Entwicklung des europäischen Marktes für Unternehmensanleihen ist unter anderem auf die Einführung der Gemeinschaftswährung und die damit verbundene weitgehende Integration der Finanzmärkte<sup>5)</sup> zurück zu führen. Der gesteigerte Finanzierungsbedarf, den Technologieboom und Restrukturierungsmaßnahmen in den Unternehmen erzeugten, sowie das verstärkte Auftreten institutioneller Anleger trugen das ihre bei.

Vor allem auf der Suche nach Wirkungszusammenhängen, die auch Einschätzungen über mögliche zukünftige Pfade der Spreadentwicklung im Euro-Raum erlauben, ist der alleinige Blick auf die Entwicklung in den USA daher nicht ausreichend.

## Modelltheoretische Erklärungsansätze

Optionspreistheorie betont die Bonität des Anleiheemittenten als Faktor für die Entwicklung von Unternehmensspreads

Einer der renommiertesten Ansätze zu den Bestimmungsgründen von Unternehmensspreads beziehungsweise Preisabschlägen auf Unternehmensanleihen geht auf Robert Merton<sup>6)</sup> zurück. Zentral für die Entwicklung von Zinsaufschlägen auf Unternehmensanleihen ist hier die Wahrscheinlichkeit eines zumindest

teilweisen Zahlungsausfalls. Aus Sicht des Anleihekäufers entspricht die Auszahlung der Firmenanleihe dem Zahlungsstrom einer sicheren Anleihe bei gleichzeitigem Verkauf einer Verkaufsoption auf das Firmenvermögen. Für das Zugeständnis, dass der Anleihekäufer den Vorbehalt der Unternehmenseigner hinnehmen muss, also der Stillhalter des Optionsgeschäfts ist, lässt er sich mit einem Preisabschlag auf den Anleihepreis entschädigen. Der Wert dieses bedingten Anspruches steigt mit der Wahrscheinlichkeit, dass der Firmenwert zum Zahlungszeitpunkt unterhalb des Anleihewerts zu liegen kommt, die Firmeneigner ihre Option ausüben und das Unternehmen verkaufen. Unter anderem sollten somit der Optionspreis und entsprechend der Preisabschlag der Unternehmensanleihe mit dem Grad der Verschuldung des emittierenden Unternehmens ansteigen. Allgemeiner gesprochen heißt das: Je weniger tragbar die Schulden eines Unternehmens sind, desto höher der Renditeaufschlag auf Anleihen dieses Unternehmens.

Da die Wahrscheinlichkeit, dass der Firmenwert zum Auszahlungszeitpunkt der Anleihe unterhalb des Fremdkapitalnennwerts rangiert, sich mit zunehmender Volatilität der Wertent-

<sup>4</sup> Datenquelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

<sup>5</sup> Als Maß für den Integrationsgrad europäischer Finanzmärkte kann beispielsweise die Elastizität europäischer Staatsanleihen in Bezug auf Kursänderungen der deutschen Benchmark-Anleihe herangezogen werden. Diese lag im August 2005 durchschnittlich bei 0,995. Zu Berechnung und Entwicklung des Integrationsgrades europäischer Anleihemärkte vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte, Monatsbericht, Juli 2004.

<sup>6</sup> Vgl.: R. C. Merton (1974), On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates, in: Journal of Finance, Vol. 29, S. 449 – 470. Für Modifikationen des Merton-Modells siehe u.a.: F. A. Longstaff und E. Schwartz (1995), A simple approach to valuing risky fixed and floating rate debt, in: Journal of Finance, Vol. 50, S. 789 – 821.

wicklung erhöht, steigen Optionspreis und Renditespread auch dann, wenn die Streuung möglicher Entwicklungen des Unternehmenswertes besonders breit ist. Renditespread und Volatilität der Unternehmenswertentwicklung sollten also positiv korrelieren.

*Mehrere gegenläufige Effekte der Zinsentwicklung auf die Unternehmensspreads*

In völligem Gegensatz zu dem Eindruck, den die derzeitige Marktsituation vermittelt, sind geringe Zinsniveaus bei Merton mit hohen Preisabschlägen auf Unternehmensanleihen verbunden. Diesem Zusammenhang kann die Vorstellung zugrunde gelegt werden, dass das Zinsniveau die nachhaltig erwartete Wachstumsrate eines repräsentativen Unternehmens approximiert.<sup>7)</sup> Stehen niedrige Zinsen für Phasen schwachen Wachstums, so sind sie mit erhöhten Ausfallwahrscheinlichkeiten und einem entsprechenden Spreadanstieg von Unternehmensanleihen verbunden.

Wird dagegen – wie in einem anderen Zweig der Literatur – der Zins nicht als Indikator zukünftig erwarteter Unternehmensentwicklung herangezogen, sondern bestimmt er darüber, mit welchem Faktor erwartete Einnahmeüberschüsse eines Unternehmens auf ihren Gegenwartswert umgerechnet werden, so sind sinkende Zinssätze mit einer Verbesserung der Bonität verbunden. Aus Unternehmenssicht bedeutet ein Rückgang des Zinsniveaus naturgemäß eine günstigere Finanzierung und wird deshalb häufig mit einer Verbesserung der Wachstumsaussichten in Verbindung gebracht.<sup>8)</sup>

*Portfoliotheorie betont die Bedeutung der Rendite-Risiko-Struktur des gesamten Anlegerportfolios*

Portfoliotheoretisch ist die Nachfrage nach Unternehmensanleihen im Hinblick auf die Strukturierung des Gesamtvermögens zu verstehen. Investoren legen ihr Vermögen so

an, dass ihr Portfolio eine im Rahmen des Möglichen für sie optimale Rendite-Risiko-Struktur aufweist.<sup>9)</sup> Jede Änderung der Rahmengrößen stört das Portfoliogleichgewicht, bedingt deshalb Umschichtungen und – bei Perspektivenwechsel von der einzelwirtschaftlichen Ebene auf das Aggregat des gesamten Finanzsystems – Änderungen der jeweiligen Vermögenspreise und der Renditen.<sup>10)</sup>

Steigende Renditeerwartungen für ein Vermögensgut bewirken eine zunehmende Attraktivität dieses Titels und sinkendes Interesse an alternativ zur Verfügung stehenden Anlageformen. Steigt speziell der Zins von risikolosen Anlagen, so wirken gleich mehrere Effekte auf die Renditeentwicklung der Unternehmensanleihen: Vor allem Titel, die in der Wahrnehmung annähernd risikofrei sind, müssen – im Sinne eines abgemilderten Gesetzes von der Einheitlichkeit der Preise – eine Renditesteigerung durchlaufen. Zweitens steigt mit dem Zinsniveau die erwartete Portfoliorendite. In Teilen wird der mittlere Anleger versuchen, diese Zusatzrendite zu nutzen, um Risiko aus seinem Portfolio zu nehmen. Die Nachfrage nach riskanten Anlageformen sinkt, deren geforderte Rendite steigt an. Ebenso weiten sich auf Grund dieses zweiten Mechanismus die Renditeaufschläge gegenüber risikofreien Anlageformen aus. Die hier gezeichnete Wirkungsrichtung der Zinsentwicklung auf den Anleihespread steht jener der Merton-Hypothese diametral entgegen: Wird der Zins nicht wie oben als Stellvertreter für die allge-

<sup>7</sup> Vgl.: Longstaff und Schwartz (1995).

<sup>8</sup> Siehe z.B.: IMF (2004), Global Financial Stability Report, Washington, April.

<sup>9</sup> Vgl.: H. Markowitz (1952), Portfolio Selection, in: Journal of Finance, Vol. 7, No. 1, S. 77 – 91.

<sup>10</sup> Vgl.: J. Tobin und W. C. Brainard (1968), Pitfalls in Financial Model Building, in: American Economic Review, Vol. 58, No. 2, May, S. 99 – 122.

nen Wachstumserwartungen herangezogen, sondern steht für die Rendite einer Anlage in alternative Vermögensgüter, bedeuten steigende Zinsen steigende Spreads.

Hat das Anlegerportfolio eine ausgewogene, als optimal empfundene Struktur, so werden zusätzliche Papiere nur dann ins Portfolio genommen (und damit der Portfolioanteil des entsprechenden Vermögensgutes höher gewichtet), wenn ihr Preis entsprechend gering beziehungsweise ihre Rendite hoch ist. Je ähnlicher bereits im Markt befindliche Anlagetitel dieser Neuemission sind, desto eher werden sie Renditeanstiege beziehungsweise Preisrückgänge zu verzeichnen haben. Auf weniger enge Substitute wird dies dagegen in geringerem Maße zutreffen. Eine relative Zunahme des Angebots an Unternehmensanleihen sollte deshalb ein Ansteigen ihrer Renditespreads gegenüber risikolosen Anlagen bedingen.

Nun erhöht aber das steigende Angebot eines Vermögensgutes gleichzeitig dessen Liquidität. Auf wenig liquiden Märkten haben Anleger zunehmend Friktionen und Wiederverkaufsrisiken hinzunehmen. Mit einer Zunahme der Liquidität im Markt für Unternehmensanleihen steigt für Anleger die Attraktivität dieses Segments. Eine steigende Nachfrage lässt dann die Anleihepreise anziehen. Die Renditen der Unternehmensanleihen gehen zurück, während jene alternativer Anlageformen ansteigen.<sup>11)</sup> Unter Umständen kann dieser Liquiditätseffekt den obigen positiven Zusammenhang zwischen der Emissionstätigkeit von Unternehmen und den Renditeaufschlägen auf ihre Papiere kompensieren und eine gegenteilige Wirkungsrichtung hervorrufen. In-

wieweit dieser Effekt tatsächlich durchschlägt, dürfte unter anderem von der Reife des betrachteten Marktes abhängen.

Eine sich ausweitende Schwankungsbreite der Unternehmenswertentwicklungen wird sich in einem Anstieg des Portfoliorisikos auswirken. Das Bestreben der Anleger, dieses in Teilen zu umgehen, wird Umschichtungen in vergleichsweise renditearme, aber weniger riskante Titel hervorrufen. Vor allem in den höher verzinslichen Segmenten des Marktes für Unternehmensanleihen sind unter anderem deshalb steigende Spreads zu erwarten.

Zuletzt können Investorenpräferenzen für Rendite und Risiko der Vermögensanlage mit der realwirtschaftlichen Lage variieren.<sup>12)</sup> In Phasen schwacher Konjunktur, in denen Arbeitseinkommen mit besonderer Unsicherheit behaftet sind, könnten Anleger beispielsweise gesteigerten Wert auf die Sicherheit der Zahlungseingänge aus Anlagevermögen legen. Phasen stockender Konjunktur lassen hiernach für relativ risikoreiche Anleihen anziehende Renditespreads erwarten.

## Empirische Modellierung

Die folgende empirische Analyse konzentriert sich auf die Auswirkungen von unerwarteten Änderungen des geldpolitisch besonders relevanten kurzfristigen Zinssatzes auf die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen. Da

<sup>11</sup> Bestätigung für Liquiditätseffekte auf die Spread-Entwicklung finden beispielsweise P. Collin-Dufresne, R.S. Goldstein und J. S. Martin (2001), The Determinants of Credit Spread Changes, in: The Journal of Finance, Vol. 56, No. 6, December, S. 2177 – 2207.

<sup>12</sup> Vgl.: R. C. Merton (1973), An Intertemporal Capital Asset Pricing Model, in: Econometrica, Vol. 41, No. 5, September, S. 867 – 887.

aber nicht nur die modelltheoretische Ableitung diesbezüglich zu entgegen gesetzten Aussagen führt, sondern auch die Ergebnisse in der empirischen Literatur<sup>13)</sup> widersprüchlich sind, wird jede Ergebnisinterpretation einen gewissen vorläufigen Charakter haben.

Der Blick auf Optionspreistheorie und makroökonomische Portfoliotheorie legt nahe, in die empirische Modellierung neben der Spreadentwicklung und dem kurzfristigen Zinssatz auch solche Größen aufzunehmen, die zum Beispiel die Tragbarkeit der Unternehmensverschuldung, Wachstumsaussichten und die Volatilität der Unternehmenswertentwicklung sowie die relativen Volumina umlaufender Unternehmensanleihen abbilden. Einzelne Größen können hierbei die Spreadentwicklung jeweils über mehrere Wirkungszusammenhänge beeinflussen.

*Der Grad der Wechselwirkung zwischen Unternehmensspreads ...*

Die empirische Analyse konzentriert sich auf die Renditespreads europäischer Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating beziehungsweise AAA-Rating<sup>14)</sup> und einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren gegenüber Staatsanleihen mit entsprechender Restlaufzeit. Die BBB-Spreads, angegeben in Basispunkten, werden berechnet als Differenz zwischen dem OAS (Option-Adjusted Spread)<sup>15)</sup> des Euro-Area-BBB-Corporate-Bond-Index und dem OAS des Euro-Area-Direct-Government-Bond-Index für Papiere mit Fälligkeit in sieben bis zehn Jahren.<sup>16)</sup> Die Berechnung der AAA-Spreads erfolgt analog.<sup>17)</sup>

Mit Blick auf die oben abgeleiteten potenziellen Erklärungsgrößen der Spreadentwicklung werden in der gewählten Modellierung folgende Variablen berücksichtigt:<sup>18)</sup>

- Der 3-Monats-Euribor als Maß für die Konditionen auf dem Interbankenmarkt und somit dem Finanzmarkt am kurzen Ende. Der Euribor wird erheblich von der operativen Geldpolitik beeinflusst und ist mithin aus Sicht von Geldpolitik und Finanzmarktstabilität von besonderem Interesse.
- Die Jahreswachstumsrate des Dow Jones Stoxx 50 für europäische Unternehmenswerte. Die Aktienmarktentwicklung steht gleichzeitig für die im Markt herrschenden Erwartungen bezüglich der realwirtschaftlichen Entwicklung und für die Wertentwicklung von Vermögenstiteln, die Anlagealternativen zu Unternehmensanleihen darstellen können.
- Die implizite Volatilität der Unternehmenswertentwicklung. Sie wird approximiert durch die logarithmierte implizite Volatilität des Dow Jones Stoxx 50. Optionspreistheoretisch ist die Volatilität Einflussfaktor für die

*... und insbesondere den Kurzfristzinsen ...*

**13** Während z.B. Longstaff und Schwartz (1995), Duffee (1998) sowie Collin-Dufresne et al. (2001) für die USA zu einem negativen Zusammenhang von Spread- und Zinsentwicklung gelangen, findet De Bond (2002) für den Euroraum einen positiven Zusammenhang. Die US-Studien bedienen sich multivariater Eingleichungsregressionen. De Bond (2002) betrachtet Impulsantwortfolgen auf Basis eines bivariaten VAR unter Verwendung von BBB-Spreads. Vgl.: G. de Bondt (2002), Euro Area Corporate Debt Securities Market: First Empirical Evidence, ECB Working Paper Series, WP 164, August; G. R. Duffee (1998), The Relation between Treasury Yields and Corporate Bond Yield Spreads, in: The Journal of Finance, Vol. 53, S. 2225 – 2241.

**14** Somit werden sowohl der obere als auch der untere Rand des Investment-Grade-Bereichs der Unternehmensanleihen abgedeckt.

**15** Der Option-adjusted Spread einer Anleihe ist ihr Renditeabstand zu einer Referenzkurve (z.B. für Staatsanleihen), bereinigt um den Wert von mit der Anleihe verbundenen Optionen, z.B. dem Recht des Emittenten zur vorzeitigen Tilgung.

**16** Dabei wurden jeweils Monatsendwerte der Merrill-Lynch-Indizes zu Grunde gelegt.

**17** Gegenüber dem High-Yield-Bereich ist von Vorteil, dass sich Unternehmensanleihen des Investment-Grade-Bereiches durch eine höhere Liquidität auszeichnen und folglich in geringerem Maße mit Preisverzerrungen wegen fehlender Markttiefe zu rechnen ist.

**18** Die verwendeten Basisdaten für diese Variablen wurden den Datenbanken von EZB, Merrill Lynch und Bloomberg entnommen.



Ausfallwahrscheinlichkeit der Anleiheemittenten; portfoliotheoretisch bedingt ihr Anstieg einen Anstieg des Portfoliorisikos, was bei Anlegern zu dem Bestreben führt, in vergleichsweise risikoarme Titel umzuschichten.

- Die Differenz zwischen den Renditen von zehnjährigen und zweijährigen Benchmarkanleihen (Staatsanleihen) im europäischen Währungsgebiet (Slope). Diese kann (in Kombination mit dem Euribor) stellvertretend für die Kapitalmarktkonditionen über das Laufzeitenspektrum hinweg herangezogen werden. Gleichzeitig kann sie als Indikator der Wachstumsaussichten in der Realwirtschaft interpretiert werden.
- Das Verhältnis von Bruttoemissionen europäischer Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zu jenen von Staatstiteln (relative Emissionstätigkeit). Die relative Emissionstätigkeit wirkt auf die grundsätzliche Liquidität der Bonds beider Segmente, wobei eine Zunahme der relativen Liquidität von Unternehmensanleihen aus Anlegersicht attraktiv ist und daher zu einer Absenkung der Spreads führen könnte.
- Die „Tragbarkeitsrelation“ als Maß für die Finanzierbarkeit der Verschuldung des Unternehmenssektors durch die intern generierten Cashflows. Sie wird berechnet als Verhältnis der Summe von Krediten (interpoliert zu Monatswerten) und im Umlauf befindlichen Anleihevolumina nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zu der durchschnittlichen Gewinnentwicklung.<sup>19)</sup> Mit einer höheren Tragbarkeitsrelation sinkt aus Anlegersicht die Tragfähigkeit der Verschuldung; das Risiko des Engagements im Markt

für Unternehmensanleihen steigt dann in der Einschätzung der Investoren an. Nach Merton steht daher zu vermuten, dass ein Anstieg der Tragbarkeitsrelation des Unternehmenssektors zu einem Anstieg der Corporate Spreads führt.

Während die oben skizzierten ökonomischen Modellansätze lediglich einseitige Wirkungsrichtungen mit dem Renditespread als zu erklärender Größe beschreiben, ist bei einer ökonometrischen Modellierung eventuell zusätzlich bestehenden Wechselwirkungen unter den Variablen Rechnung zu tragen. Ferner ist zu berücksichtigen, dass Reaktionen von Variablen mit einer zeitlichen Verzögerung eintreten können. Beiden Aspekten wird durch die Schätzung eines (einfachen) vektorautoregressiven Modells (VAR), welches a priori alle Variablen des Modells als endogen behandelt, Rechnung getragen. Entsprechend enthält das System für jede Variable eine Gleichung, welche die Entwicklung der Zeitreihe in Abhängigkeit von ihrer eigenen Vergangenheit sowie den vergangenen Werten der übrigen Zeitreihen im Modell beschreibt. Neben den Lags aller Variablen (jeweils mit einer Laglänge von zwei) beinhaltet jede Gleichung der so genannten reduzierten Form des VAR eine Konstante und zusätzlich – um möglichen Sonderentwicklungen in diesem Zeitraum Rechnung zu tragen – eine Dummy-Variable für den Zeitraum 2001 bis 2002.<sup>20)</sup> In das reduzierte VAR gehen dabei die Gleichungen für die

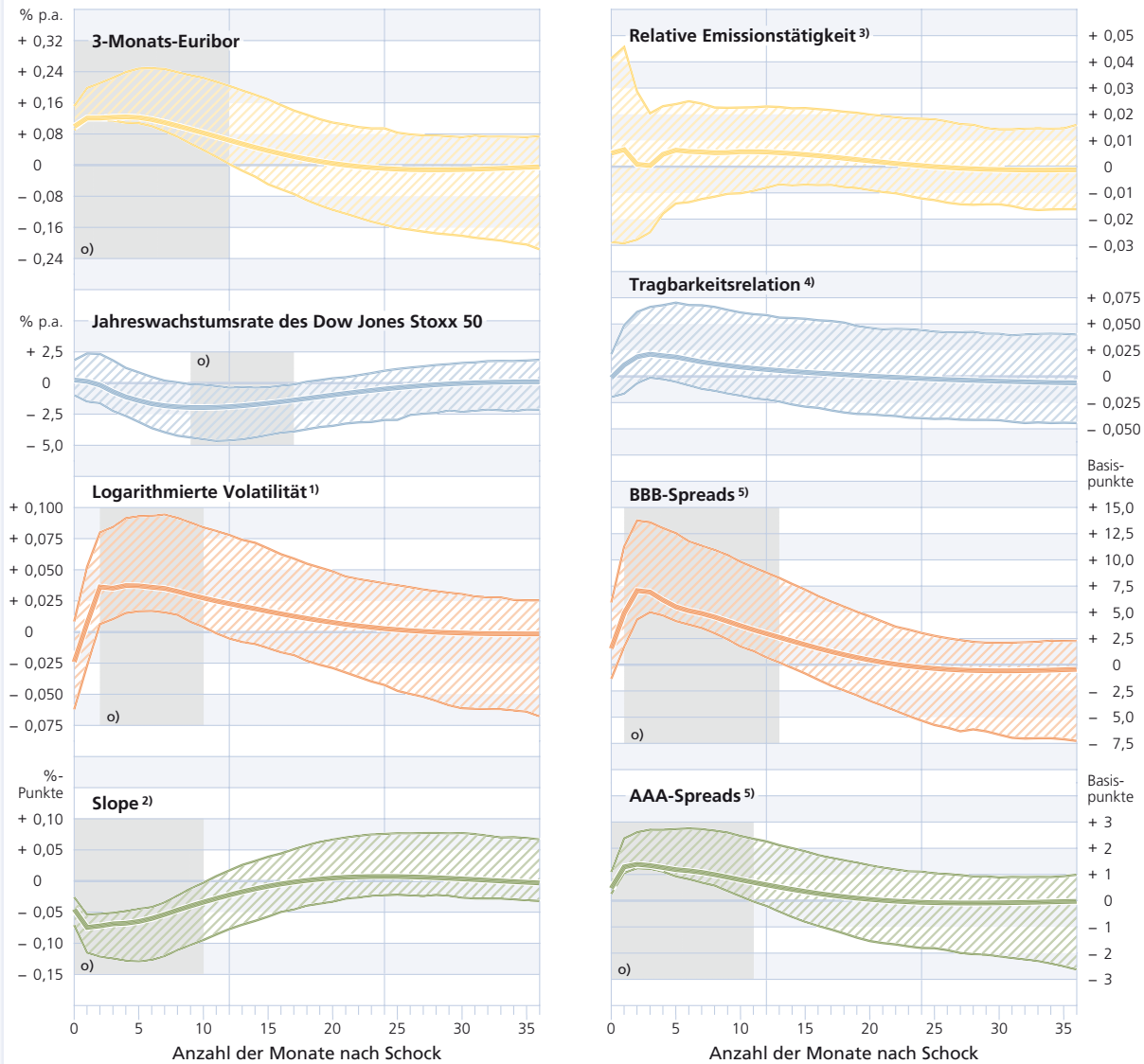
*...lässt sich im Rahmen von Zeitreihenanalysen untersuchen*

<sup>19)</sup> Die Gewinnentwicklung im Unternehmenssektor wurde approximiert durch den Wert des Dow-Jones-Stoxx-50-Aktienindex geteilt durch das entsprechende Kurs-Gewinn-Verhältnis.

<sup>20)</sup> Der Shift-Dummy mit einem Wert von eins nur für Januar 2001 bis Dezember 2002 (und null sonst) soll berücksichtigen, dass möglicherweise das höhere Basisniveau der BBB-Spreads in diesem Zeitraum auch Ausdruck einer Sonderentwicklung sein könnte.

Schaubild 2.3.2

**VEKTORAUTOREGRESSIVES MODELL:  
IMPULSWANTWORTFOLGEN NACH EURIBOR-SCHOCK**



**1** Logarithmierte implizite Volatilität des Dow-Jones-Stoxx-50-Aktienindex. — **2** Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger und zweijähriger Benchmarkanleihen (Staatsanleihen) im europäischen Währungsgebiet. — **3** Verhältnis der Bruttoemissionen europäischer Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zu jenen von Staatstiteln. — **4** Verhältnis der Summe von Krediten (interpoliert zu Monatswerten) und in Umlauf befindlichen Anleihevolumina der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu der durchschnittlichen Gewinnentwicklung der Kapitalgesellschaften (approximiert durch den Wert des Dow-Jones-Stoxx-50-Aktienindex geteilt durch das Kurs-Gewinn-Verhältnis). — **5** Renditespreads europäischer Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating/AAA-Rating und einer Laufzeit von sieben bis zehn Jahren gegenüber Staatsanleihen, berechnet als Differenz zwischen dem optionsadjustierten Spread (OAS) des Euro-Area-BBB-/AAA-Corporate-Bond-Index und dem OAS des Euro-Area-Direct-Government-Bond-Index von Merrill Lynch für Papiere mit Restlaufzeiten von sieben bis zehn Jahren. — **o** Grau hervorgehoben sind die Phasen, in denen die Impulsantwortfolgen (nach Maßgabe ihrer 97,5 %-Konfidenzintervalle) signifikant von der jeweiligen Referenzlinie (Null-Linie) abweichen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

oben genannten Variablen in der Reihenfolge ihrer Nennung vor den BBB- und AAA-Spread-Gleichungen ein.<sup>21)</sup>

*Impulsantwortfolgen liefern wichtige Anhaltspunkte für dynamische Reaktionen des Systems auf „Schocks“.*

Nach der Kleinst-Quadrate-Schätzung des reduzierten VAR für den Zeitraum April 1999<sup>22)</sup> bis Mai 2005 lassen sich die dynamischen Reaktionen des Systems auf Impulse, denen das System ausgesetzt wird, mittels der so genannten Impulsantwortfolgen (IAF) der Variablen analysieren.<sup>23)</sup> Das Schaubild 2.3.2 auf Seite 148 stellt die IAF auf einen einperiodigen unabhängigen „Schock“ in der Euribor-Gleichung zusammen mit 97,5 %-Konfidenzintervallen dar.<sup>24)</sup>

*Die Ergebnisse sind konsistent mit der ökonomischen Intuition.*

Die Ergebnisse bezüglich der Reaktionen der Systemvariablen auf eine unerwartete Erhöhung der Kurzfristzinsen (definiert als einperiodiger positiver Schock in der Euribor-Gleichung<sup>25)</sup>) lassen sich wie folgt zusammenfassen: Die Auswirkungen auf die kurzfristigen Zinsen bauen sich nur schrittweise ab; erst nach 13 Monaten weichen die kurzfristigen Zinsen nicht mehr signifikant von der Referenzlinie (der Grundlinie für die Euribor-Gleichung im System ohne Schock) ab. Die signifikante Erhöhung der kurzfristigen Zinsen geht in den ersten zehn Monaten einher mit einer signifikanten Reduktion des „Slopes“, das heißt die Zinsstrukturkurve verflacht sich über diesen Zeitraum. Für die Unternehmensspreads der BBB-Ratingkategorie lässt sich für den Zeitraum von einem bis 13 Monaten nach dem Schock ein signifikanter Anstieg beobachten. Bei den AAA-Spreads hingegen zeigt sich eine signifikante positive Reaktion bereits in dem Schockmonat. Erst nach zwölf Monaten wird die Impulsantwortfolge der AAA-Spreads insignifikant. Beide Spread-Reaktions-

funktionen weisen zwei Monate nach dem Schock ein Maximum auf, welches allerdings für die Spreads der niedrigeren Ratingkategorie deutlich höher ausfällt.<sup>26)</sup> Die Auswirkungen auf die Aktienmarktentwicklung sind über den Zeitraum von neun bis 17 Monaten nach dem Zinsimpuls signifikant negativ, was für eine negative Entwicklung in der Realwirtschaft spricht. Die Reaktion der impliziten Volatilität des Aktienindex läuft dem voraus; so ist die Impulsantwortfolge der Volatilität signifikant positiv in dem Zeitraum von zwei bis zehn Monaten nach dem Schock. Diese Reaktionen sind konsistent mit der ökonomischen Intuition. Nach etwa elf Monaten haben dann alle signifikanten Prozesse ihren Wendepunkt durchlaufen und nach 18 Monaten sind alle

**21** Um die langfristigen Reaktionen der Variablen nicht a priori zu restringieren, werden die Variablen nicht differenziert. Insbesondere angesichts des kurzfristigen Zeitraums mag man es ferner als fraglich ansehen, ob sog. erweiterte Dickey-Fuller-Tests „zuverlässig“ Schlussfolgerungen hinsichtlich der Nichtstationarität der Variablen erlauben. Zu Eigenschaften von unrestringierten KQ-Schätzungen des VAR bei stationären bzw. nichtstationären aber kointegrierten Variablen vgl.: H. Lütkepohl (1993), Introduction to multiple time series analysis, 2nd Edition, Springer.

**22** Der Beginn der Schätzperiode (April 1999) ergibt sich unter Berücksichtigung der Datenverfügbarkeit und der für den dynamischen Ansatz notwendigen Vergangenheitswerte.

**23** Zu sog. Impulsantwortfolgen bzw. VAR-Modellierungen vgl. insbesondere: H. Lütkepohl (2001), Vector Autoregressions, in: B. H. Baltagi (ed.), A Companion to Theoretical Econometrics, Chapter 32, Blackwell, S. 678 – 699. Im vorliegenden Fall erfolgte eine einfache Orthogonalisierung mittels der sog. Cholesky-Zerlegung der Varianz-Kovarianz-Matrix.

**24** Diese sog. Hall'schen Percentile-Konfidenzintervalle wurden per Bootstrapping (mit 2000 Wiederholungen) ermittelt. Zu den Vorteilen dieser Konfidenzintervalle vgl. H. Lütkepohl (2000), Bootstrapping Impulse Responses in VAR Analyses, SFB 373 Humboldt-Universität zu Berlin, Nr. 22/00 und A. Benkwitz, H. Lütkepohl, J. Wolters (2001), Comparison of Bootstrap Confidence Intervals for Impulse Responses of German Monetary Systems, in: Macroeconomic Dynamics, Vol. 5, No. 1, S. 81 – 100.

**25** Dieser Schock ist definiert als ein einperiodiger Einheitschock in der orthogonalen Innovationskomponente der Euribor-Gleichung in dem Schockmonat null. Die Orthogonalisierung erfolgte über die sog. Cholesky-Zerlegung der Varianz-Kovarianz-Matrix (zu einer unteren Dreiecksmatrix).

**26** Bei dem 3-Monats-Euribor entspricht der in dem Schaubild 2.3.2 auf S. 148 betrachtete Schock einer unmittelbaren Erhöhung um 0,1063 (also ca. 10,6 Basispunkte) in dem Schockmonat. Das Maximum der Spread-Impulsantwortfolgen zwei Monate später liegt für die BBB-Ratingkategorie bei ca. 7,3 Basispunkten, für die AAA-Kategorie hingegen nur bei ca. 1,5 Basispunkten.

Impulsantwortfolgen insignifikant, das heißt, die Volkswirtschaft hat sich „erholt“.

### Implikationen für die Finanzstabilität

*Unternehmensspreads sind sowohl Indikatoren der Finanzmarktbedingungen als auch Einflussfaktor auf die Finanzmarktstabilität.*

Unter dem Gesichtspunkt der Finanzstabilität sind die gewonnenen Ergebnisse in mehrfacher Hinsicht von Interesse: Vor dem Hintergrund eines liquider werdenden Marktes für Unternehmensanleihen ist die Spreadentwicklung eine Variable, die zunehmend die Kapital- und Risikoallokation des Marktes abbildet. Empirische Studien belegen außerdem, dass Spreadentwicklungen und die Zinsstruktur von Unternehmensanleihen die Zinsstruktur für Staatstitel in ihrem Informationsgehalt ergänzen.<sup>27)</sup> Wegen der Tendenz zu einer ausgeprägteren Ausrichtung der externen Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt sowie – nicht zuletzt – dem sprunghaften Anwachsen des Marktes für Derivate auf Unternehmensanleihen dürfte die Beobachtung dieses Marktsegments in Europa auch aus Finanzstabilitätsgesichtspunkten in Zukunft noch deutlich wichtiger werden.

Als zunehmend gangbare Finanzierungsalternative könnte der Markt für Unternehmensanleihen die Effizienz der Kapitalallokation steigern. Nicht zuletzt könnte er dazu verhelfen, die Folgen einer eventuell zurückhaltenderen Kreditvergabe im Bankensektor abzumildern.<sup>28)</sup> Ein stabiles Finanzmarktumfeld mit niedrigen Transaktionskosten und – im Hinblick auf die Sensitivität der Spreads – mit geringer Zinsvolatilität wird für die Entwicklung des europäischen Anleihemarkts als zusätzlichem Finanzierungskanal von entscheidender Bedeutung sein.

Die vorliegende Untersuchung legt nahe, dass unerwartete Erhöhungen des kurzfristigen Zinses zu einem signifikanten temporären Anstieg der Renditeaufschläge für europäische Unternehmensanleihen führen. Dabei zeigt sich innerhalb des hier betrachteten Investment-Grade-Bereiches eine deutliche Differenzierung nach der Ratingkategorie: Spreads der untersten Ratingklasse des Investment-Grade-Bereiches, BBB, weisen einen wesentlich stärkeren Anstieg auf als die der AAA-Kategorie. Diese Differenzierung der Reaktionen der Unternehmensspreads nach der Ratingkategorie entspricht der theoretischen Überlegung, dass der Markt für Anleihen mit größeren Risiken eine vergleichsweise höhere Rendite fordert. Sollten ausgehend von dem derzeit sehr niedrigen Niveau die Zinsen – von den Marktteilnehmern nicht antizipiert – wieder deutlich steigen, könnte dies nach den Ergebnissen des vorliegenden Schätzmodells zu einem merklichen Anziehen der Spreads führen.

<sup>27</sup> Vgl.: B. Bernanke (1990), On the Predictive Power of Interest Rates and Interest Rate Spreads, NBER Working Paper Series, WP No. 3486; B. M. Friedman und K. N. Kuttner (1989), Lessons on Monetary Policy from the 1980s, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 3, S. 51 – 72 sowie J. Stock und M. Watson (1989), New Index of Coincident and Leading Economic Indicators, in: O. J. Blanchard und S. Fischer (Hg.), NBER Macroeconomics Annual, MIT Press, S. 351 – 394.

<sup>28</sup> Vgl.: P. E. Davis (2001), Multiple avenues of intermediation, corporate finance and financial stability, IMF Working Paper, 01/115. Einerseits ergänzen sich die Finanzierung über Bankensektor und über Kapitalmärkte, andererseits lässt sich aber feststellen, dass in rezessiven Phasen der Zugang zu externen Mitteln über den Kapitalmarkt tendenziell eher erschwert wird als bei der Finanzierung über den Bankensektor. In Kapitalmarkt dominierten Systemen werden Finanzzyklen deshalb eher akzentuiert als in Bank orientierten Systemen mit ausgeprägten Hausbankbeziehungen. Vgl. hierzu: P. Artus (2001), Rating, cycle économique, cycle financier, in: CDC IXIS Flash 2001-221; Banque de France (2001), Le cycle financier facteurs amplificateurs et réponses envisageables par les autorités monétaires et financières, Bulletin de la Banque de France, novembre, no. 96, S. 41 – 65 sowie H. Hesse und H.-H. Kotz (2003), Financial Cycles, Real Cycles and Monetary Policy, in: R. Pethig und M. Rauscher (Hg.) (2003), Challenges to the World Economy, Festschrift für Horst Siebert, Berlin.

## Übersicht | Glossar

**ABS (Asset Backed Securities)** Wertpapiere, die durch einen Pool homogener unverbriefteter Forderungen („assets“) gedeckt („backed“) sind. Der Forderungspool wird auf eine Zweckgesellschaft übertragen, welche ihrerseits die Ansprüche der Investoren aus den Zahlungsströmen des Pools bedient.

**Adressenausfallrisiko** Bezeichnet das Risiko des Verlustes, wenn ein Kreditnehmer, beispielsweise durch Insolvenz, seine Pflichten gegenüber dem Gläubiger nicht mehr erfüllen kann.

**Aktivproduktivität** Verhältnis der operativen Erträge zu den risikogewichteten Aktiva. Gibt Anhaltspunkte zum Risiko-Ertrags-Profil einer Bank.

**Anleihspreed** Renditeaufschlag (auch als Risiko- oder Zinsaufschlag bezeichnet) von Anleihen mit Ausfallrisiko gegenüber risikolosen Anleihen gleicher Laufzeit. Beispiel: Spread von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen bester Bonität. Dieser Aufschlag entschädigt den Anleger für das erhöhte Risiko, jedoch auch für eine häufig geringere Liquidität derartiger Anleihen.

**Arbitrage** Ausnutzung von Preisunterschieden für identische Güter oder Finanzprodukte auf verschiedenen Märkten zur Gewinnerzielung. Reine Arbitrage-Geschäfte sind risikolos, da Kauf (auf dem billigeren Markt) und Verkauf (auf dem teureren Markt) gleichzeitig getätigt werden. Anders verhält es sich bei Arbitrage-Geschäften im weiteren Sinn, bei denen Abweichungen von der in der Vergangenheit beobachteten Preisentwicklung ähnlicher oder eng korrelierter Finanzinstrumente ausgenutzt werden.

**Aufwand-Ertrags-Quote (Cost-Income-Ratio)** Verhältnis des Verwaltungsaufwands einer Bank zu den operativen Erträgen.

**Bank Lending Survey/vierteljährliche Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet** Umfrage zur Kreditvergabepolitik, die vom Eurosystem seit Januar 2003 unter ausgewählten Banken vierteljährlich durchgeführt wird. Sie enthält qualitative Fragen zur Entwicklung der Kreditrichtlinien, der Kreditkonditionen und der Kreditnachfrage bei Unternehmen und privaten Haushalten.

**Basel II** Neue Rahmenvereinbarung des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht über risikoadäquate Eigenkapitalanforderungen, die Überprüfung durch die Aufsicht und erweiterte Offenlegung und Marktdisziplin.

**Beleihungsauslauf (Loan to value: LTV)** Quotient aus dem Darlehensbetrag zur Finanzierung einer Immobilie und dem Beleihungswert des Objekts.

**BIZ (Bank für internationalen Zahlungsausgleich)** Bank der Zentralbanken mit Sitz in Basel, die die Zusammenarbeit der Zentralbanken fördert. Der bei ihr angesiedelte Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht trägt zur Vereinheitlichung bankenaufsichtlicher Standards bei.

**BSC (Banking Supervision Committee) / Ausschuss für Bankenaufsicht des ESZB**

Gremium, das aus Vertretern der Zentralbanken und Bankenaufsichtsbehörden aller 25 EU-Staaten besteht. Das BSC befasst sich insbesondere mit makroprudenziellen Aspekten sowohl im Hinblick auf strukturelle Entwicklungen in den europäischen Bankensystemen als auch mit Blick auf die Stabilität des Finanzsystems in der EU.

**CDO (Collateralised Debt Obligation)** Strukturiertes Finanzinstrument, dessen zur Unterlegung dienender Pool – im Unterschied zu traditionellen ABS – aus einer vergleichsweise kleinen Zahl heterogener Aktiva wie Wertpapieren (Collateralised Bond Obligation: CBO), Darlehen (Collateralised Loan Obligation: CLO), Kreditderivaten (Collateralised Synthetic Obligation: CSO) oder Mischformen besteht.

**CLS (Continuous Linked Settlement)** Von einer Gruppe privater internationaler Banken entwickeltes und von der CLS-Bank mit Sitz in New York betriebenes System zur Zug-um-Zug-Abwicklung (Payment versus Payment: Pvp) von Devisenhandelsgeschäften. CLS ist seit September 2002 in Betrieb.

**Derivate** Finanzprodukte, deren Preis unmittelbar oder mittelbar von der Entwicklung des Börsen- oder Marktpreises anderer Güter oder Finanzinstrumente abhängt.

**Eigenkapitalrentabilität (Return on Equity: RoE)** Verhältnis des während einer Periode erwirtschafteten Vorsteuergewinns zum bilanziellen Eigenkapital.

**Ertragseffizienz** Produkt aus Aktivproduktivität, Risikoprofil und dem Hebeleffekt des Fremdkapitals.

**Finanzintermediär** Institution, die Geldkapital von Anlegern entgegennimmt und an Kapitalnehmer weitergibt oder die den Handel zwischen Kapitalgebern und -nehmern erleichtert. Betrifft typischerweise Banken und Versicherungsgesellschaften.

**First-Loss-Tranche** Siehe Tranchen.

**First-to-default-Basket** Kreditderivat, bei dem sich der Investor verpflichtet, den Ausfall der ersten Forderung eines kleinen Portfolios von üblicherweise fünf Referenzaktiva zu übernehmen. Im Gegenzug erhält er vom Sicherungsnehmer eine periodisch zu zahlende Prämie.

**Fixed Income Arbitrage** Anlagestrategie, die oftmals von Hedgefonds verfolgt wird und darauf abzielt, durch gegenläufige Positionen Preisineffizienzen bei Zinstiteln und Derivaten auszunutzen und dabei kein allgemeines Marktrisiko einzugehen.

**Gebuchte Bruttobeiträge** Im Geschäftsjahr fällig gewordene, gebuchte Beiträge (Prämien) der Versicherungsnehmer vor Abzug des Anteils der Rückversicherer.

**Gesamtverzinsung** Summe aus Überschussbeteiligung (d.h. den an die Versicherungsnehmer weitergegebenen Überschüssen der Lebensversicherungsunternehmen, die auf Grund von Sterblichkeits-, Zins- und Kostengewinnen entstehen) und dem garantierten Höchstrechnungszins.

**Großkredite** Nach §§ 13, 13a, 13b KWG: Kredite an eine Kreditnehmereinheit, die 10 % des haftenden Eigenkapitals einer Bank erreichen oder übersteigen.

**Hazardratenmodell** Ökonometrisches Modell im Rahmen der Verweildaueranalyse, mit Hilfe dessen z.B. Ausfallwahrscheinlichkeiten im Zeitablauf ermittelt werden. Die Hazardrate stellt als abhängige Variable die bedingte Wahrscheinlichkeit dar, dass eine Episode (z.B. die Zuordnung zu einer bestimmten Bonitätsklasse) zu einem bestimmten Zeitpunkt beendet wird.

**Hebeleffekt (Leverage)** Beschreibt die Möglichkeit, die Eigenkapitalrendite durch die Aufnahme von Fremdkapital zu erhöhen (hebeln). Der Effekt lässt sich nutzen, wenn die Gesamtkapitalrendite höher ist als der Zinssatz, der auf das Fremdkapital zu entrichten ist. Der gleiche Effekt lässt sich auch durch den Einsatz von Derivaten erzielen, da hier nur ein geringer Kapitaleinsatz nötig ist, um an der Wertentwicklung des zu Grunde liegenden Marktpreises zu partizipieren.

**Hedgefonds** Wenig regulierter Anlagefonds in der Regel mit dem Ziel, Renditen unabhängig von der Marktentwicklung zu erwirtschaften. Die Manager unterliegen keinen Beschränkungen in der Wahl der Kapitalinstrumente, dürfen Leerverkäufe tätigen sowie kreditfinanzierte und derivative Positionen eingehen. Dach-Hedgefonds investieren nicht direkt in Kapitalanlagen, sondern ganz oder teilweise in andere Hedgefonds. Typischerweise verlangen Hedgefonds erfolgsabhängige Gebühren, wenn sie eine bestimmte Mindestrendite übertreffen.

**IAS/IFRS (International Accounting Standards bzw. International Financial Reporting Standards)** Vom International Accounting Standards Board (IASB) verfasste, internationale Rechnungslegungsnormen, deren Hauptzweck die Qualität, Transparenz und internationale Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse ist.

**Implizite Volatilität** Messgröße für die erwartete Volatilität beispielsweise von Anleihe- oder Aktienkursen (oder der entsprechenden Terminkontrakte), die sich aus Optionspreisen ableiten lässt.



**Investmentbanking** Banksparte, die sich hauptsächlich mit dem Wertpapiergeschäft und der Unternehmensfinanzierung befasst.

**Konsortialkredit** Auch: syndizierter Kredit. Wird durch verschiedene Banken gemeinsam gewährt, wobei eine oder mehrere Banken die Federführung übernehmen.

**Kontrahentenrisiko** Risiko des Ausfalls des Geschäftspartners (Kontrahenten).

**Korrelation** Statistische Kennzahl für den linearen Zusammenhang zwischen zwei Zahlenreihen. Eine positive (negative) Korrelation heißt, dass bei steigendem Wert der ersten Variablen jener der zweiten zunimmt (abnimmt).

**Kreditausfallswap (Credit Default Swap: CDS)** Mit Abschluss eines Kreditausfallswaps verpflichtet sich der Sicherungsgeber, bei Eintritt eines vorab spezifizierten Kreditereignisses (z. B. Zahlungsausfall oder -verzug) eine Ausgleichszahlung an den Sicherungsnehmer zu leisten, von dem er im Gegenzug eine periodisch zu zahlende Prämie erhält. Deren Höhe hängt vor allem von der Bonität des Referenzschuldners, der Definition des Kreditereignisses und der Laufzeit des Vertrags ab.

**Kreditderivate** Finanzinstrumente, die das Kreditrisiko von einem zu Grunde liegenden Finanzierungsgeschäft separieren und anschließend dessen isolierte Übertragung an Investoren ermöglichen. Zu den wichtigsten Kreditderivaten zählen Kreditausfallswaps.

**Marge** Im Bericht verwendet als Differenz zwischen den Zinssätzen im Kredit- oder Einlagengeschäft einer Bank und einem Referenzzinssatz.

**Median** Auch Zentralwert; statistisches Maß, das eine nach ihrer Größe geordnete Reihe von Beobachtungswerten in zwei gleiche Hälften teilt; 50 % der Werte liegen über und 50 % unter dem Median.

**Mezzanine-Tranche** Siehe Tranchen.

**Millionenkredite** Nach §14 KWG Kredite an eine Kreditnehmereinheit, die sich zusammen auf 1,5 Mio € oder mehr belaufen.

**Netting-Vereinbarungen** Verträge, die unter bestimmten Voraussetzungen die gegenseitige Verrechnung von Forderungen zwischen zwei Parteien zulassen, z. B. im Insolvenzfall. Eine rechtsverbindliche Netting-Vereinbarung führt zu einer Reduzierung des Ausfallrisikos von einem Brutto- auf einen Nettobetrag.

**Non-Investment-Bereich** Ratingeinschätzung im Bereich unterhalb von BBB- (nach Notation der Ratingagenturen Standard & Poor's und Fitch) bzw. Baa3 (nach Moody's); Schuldner oder Wertpapiere mit einem Rating im Non-Investment-Bereich werden als spekulativ eingestuft, die Wertpapiere auch als Hochzinspapiere (High Yield Bonds) bezeichnet.

**Notleidende Kredite (Nonperforming Loans: NPL)** Kredite, deren vollständige Rückzahlung ungewiss ist. In Deutschland werden hierunter Kredite mit Einzelwertberichtigungsbedarf verstanden.

**Operative Effizienz** Verhältnis des operativen Ergebnisses zu den operativen Erträgen. Entspricht der Differenz von eins minus der Aufwand-Ertrags-Quote und gibt Anhaltspunkte zur Kosteneffizienz.

**Operative Eigenkapitalrendite** Produkt aus Ertragseffizienz und operativer Effizienz. Zeigt die operative Stärke einer Bank unter Ausblendung der Risikovorsorge.

**Operative Erträge** Summe des Zins-, Provisions- und Handelsergebnisses einer Bank.

**Operatives Ergebnis** Operative Erträge abzüglich Verwaltungsaufwand einer Bank.

**Option** Recht, den zu Grunde liegenden Optionsgegenstand (z.B. Wertpapiere oder Devisen) zu einem vorher bestimmten Zeitpunkt (europäische Option) bzw. in einem vorher bestimmten Zeitraum (amerikanische Option) zu einem ex ante fest vereinbarten Preis von einem Vertragspartner zu kaufen (Call-Option) oder an diesen zu verkaufen (Put-Option). Optionen können vor Fälligkeit gehandelt werden.

**OAS (Optionsadjustierte Spreads)** Renditeaufschläge risikobehafteter gegenüber risikofreien Anleihen nach Bereinigung um den Wert der in den Anleihen enthaltenen Optionen, z.B. dem Recht des Emittenten auf vorzeitige Tilgung.

**OTC** Englische Abkürzung für Over-the-counter. Bezeichnung für den außerbörslichen Handel mit Finanzinstrumenten.

**Prime Broker** Finanzinstitute, die ein Bündel von Dienstleistungen gegenüber Hedgefonds erbringen. Diese Dienstleistungen umfassen üblicherweise die Handelsabwicklung, die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren, die Wertpapierleihe, die Gewährung von (besicherten) Krediten sowie das Berichtswesen über Handelspositionen und deren Wertentwicklung.

**Private Equity (Privates Beteiligungskapital)** Kapital, das private Gesellschaften in in der Regel nicht börsennotierte Unternehmen investieren. Ziel ist oftmals die Restrukturierung und der anschließende Verkauf, häufig durch einen Börsengang.

**Quantil** Statistisches Maß, das eine nach ihrer Größe geordnete Reihe von Beobachtungswerten derart aufteilt, dass  $p\%$  der Beobachtungen kleiner oder gleich dem  $p\%$ -Quantil sowie  $(1 - p\%)$  der Beobachtungen größer oder gleich dem  $p\%$ -Quantil sind.

**Rating** Bonitätsmäßig skalierte Einschätzung der Kreditwürdigkeit von Schuldern (z.B. Unternehmen, Banken oder Staaten) bzw. der von ihnen herausgegebenen Wertpapiere.

**Retailgeschäft** Auch: Mengen- oder Massengeschäft. Banksparte, die die breite Basis der Privatkunden auf der Grundlage vereinfachter Prozesse mit standardisierten Produkten versorgt.

**Risikogewichtete Aktiva/Risikoaktiva** Bilanzielle und außerbilanzielle Positionen einer Bank, die entsprechend den Bonitätsklassen des Grundsatzes I (Eigenkapitalgrundsatz) für die Messung des Adressenausfallrisikos gewichtet werden.

**Risikoprofil** Verhältnis der risikogewichteten Aktiva zur Summe der Aktiva.

**Risikovorsorge** Nettoaufwand aus Abschreibungen, Wertberichtigungen und Rückstellungen, die im Rahmen der Bewertung von Krediten, Forderungen und Wertpapieren einer Bank gebildet werden.

**RTGS-System (Real Time Gross Settlement System)** Echtzeit-Bruttozahlungssystem. Zahlungssystem, in dem jede einzelne Zahlung in Echtzeit disponiert und bei vorhandener Deckung sofort unwiderruflich ausgeführt wird.

**RTGS<sup>plus</sup>** Von der Bundesbank betriebenes Echtzeit-Bruttozahlungssystem mit liquiditätssparenden Elementen für die Abwicklung zeitkritischer Individualzahlungen, das neben nationalen Zahlungen auch grenzüberschreitende Euro-Zahlungen im Rahmen des ESZB-Individualzahlungssystems TARGET abwickelt und derzeit 171 direkte Teilnehmer zählt.

**Schaden-Kosten-Quote** Verhältnis zwischen Prämieinnahmen einerseits und Aufwendungen für Schäden, Verwaltung und Abschlusskosten andererseits bei einem Versicherungsunternehmen.

**Senior-Tranche** Siehe Tranchen.

**Short-Position** Durch Verkauf eines (noch) nicht in seinem Eigentum befindlichen Wertpapiers (sog. Leerverkauf) geht der Verkäufer eine Short-Position ein. Er setzt auf fallende Kurse, da er da-

rauf abzielt, dieses Papier in Zukunft günstiger zurückzukaufen und den Differenzbetrag zwischen Verkaufs- und Rückkaufspreis zu verdienen.

**Single-Tranche CDO** Strukturiertes Finanzinstrument, bei dem nur eine einzelne Tranche – meistens im Mezzanine-Bereich – an Investoren verkauft wird.

**Solvabilität** Ausstattung mit Eigenmitteln.

**Solvency II** Projekt der Europäischen Kommission, das – in Anlehnung an Basel II – neue Solvabilitätsvorschriften für den Versicherungssektor formuliert und neben dem quantitativen Element der Kapitalausstattung auch die Qualität des unternehmensindividuellen Risikomanagements einbezieht.

**Speculative Grade** siehe Non-Investment-Bereich.

**Stresstest** Simulation der Auswirkungen extremer Ausnahmen von normalen (Markt-)Entwicklungen. Die Bundesbank führt regelmäßig Makrostresstests durch, indem sie mit Hilfe eines ökonometrischen Modells unter Zugrundelegung der verschiedenen Szenarien die Entwicklung des Kreditrisikos prognostiziert. Bei Mikrostrusstests wird eine Auswahl von Banken gebeten, auf Basis vorgegebener Szenarien die Marktwertveränderungen ihrer eingegangenen Positionen in Prozent des haftenden Eigenkapitals zu ermitteln.

**Strukturierte Finanzinstrumente** Kombination von Finanzinstrumenten (wie Derivate, Wertpapiere oder Forderungen) in der Art, dass ein neues Anlageprodukt entsteht. Beispiel: CDOs, deren Hauptmerkmale die Bildung eines Pools von Aktiva, die Aufteilung der Ansprüche auf die Zahlungsströme aus dem Forderungspool in verschiedene Tranchen mit unterschiedlichen Risiko-/Ertragsprofilen sowie das Separieren des Kreditrisikos des Sicherungspools vom Risiko des Arrangeurs – üblicherweise durch eine Zweckgesellschaft – sind.

**SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication)** Von Banken gegründete genossenschaftliche Institution mit Sitz in Belgien, die ein Kommunikationsnetzwerk betreibt, das vor allem von Finanzinstituten dazu genutzt wird, weltweit Informationen auszutauschen. Der Schwerpunkt liegt auf Zahlungsnachrichten und Wertpapierhandelsinformationen.

**TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer)**

Zahlungssystem, das sich aus RTGS-Systemen von 16 EU-Mitgliedsstaaten (darunter alle, die den Euro als Währung eingeführt haben) und der EZB zusammensetzt. Die beteiligten RTGS-Systeme sind durch den „Interlinking“-Mechanismus miteinander verbunden, so dass eine unmittelbare Abwicklung grenzüberschreitender Überweisungen ermöglicht wird.

**Tranchen** Kennzeichen bestimmter strukturierter Finanzinstrumente (z. B. CDOs). In der Regel unterscheidet man zwischen der niederrangigen First-Loss-Tranche (auch Equity-Tranche), die als erste Tranche Ausfälle von Forderungen aus dem Sicherungspool trägt, der mittlerrangigen Mezzanine-Tranche sowie der höchstrangigen Senior-Tranche, die zuletzt in Anspruch genommen wird.

**Value at Risk (VaR)** Risikomessgröße, die den prognostizierten maximalen Verlust eines Portfolios angibt, der mit einer festgelegten Wahrscheinlichkeit (Konfidenzniveau) in einem vorgegebenen Zeitraum (Haltedauer) eintreten kann.

**Vektorautoregression (VAR)** Zeitreihenanalytischer Ansatz, bei dem grundsätzlich jede Variable des Modells als endogen angesehen und dementsprechend mittels einer Gleichung in Abhängigkeit der eigenen Vergangenheitswerte sowie der Vergangenheit der übrigen Variablen des Modells beschrieben wird.

**Versicherungstechnisches Ergebnis** Umfasst bei Schaden-/Unfall- sowie Rückversicherern im Wesentlichen die Beiträge (Prämien), die Versicherungsleistungen sowie die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb, nicht aber das Kapitalanlageergebnis.

**Volatilität** Maß für die Schwankungen zum Beispiel einer Wertpapierrendite innerhalb einer bestimmten Periode (entspricht der Standardabweichung).

**Wertberichtigungen** Anpassung des Wertes von Aktivposten einer Bilanz an die tatsächlichen Wertverhältnisse.

**Zinsstruktur** Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und den Laufzeiten einer Anlage für Emittenten gleicher Bonität. Man spricht von einer normalen (inversen) Zinsstruktur, wenn der Zinssatz mit der Laufzeit der Anlage steigt (fällt).

**Zinsswap** Vereinbarung zwischen zwei Parteien über den Austausch unterschiedlicher Zinszahlungsströme während einer bestimmten Laufzeit zu festgelegten Terminen in der Zukunft. Üblicherweise werden feste gegen variable Zinszahlungen getauscht.

# Übersicht | Veröffentlichungen der Bundesbank zum Thema Finanzstabilität

Diese Übersicht informiert über ausgewählte Veröffentlichungen der Bundesbank zum Thema Finanzstabilität aus neuerer Zeit. Soweit nicht anders vermerkt, stehen die Veröffentlichungen in deutscher und in englischer Sprache sowie im Internet zur Verfügung. Die Veröffentlichungen werden an Interessenten kostenlos abgegeben und sind über die Abteilung Kommunikation zu beziehen. Außerdem kann gegen Kostenerstattung eine monatlich aktualisierte Datei mit circa 40 000 veröffentlichten Zeitreihen der Bundesbank auf Magnetband-Kassette oder CD-ROM über die Abteilung Statistische Informationssysteme, mathematische Methoden bezogen werden. Bestellungen werden schriftlich unter den im Impressum angegebenen Anschriften erbeten. Eine Auswahl von Zeitreihen steht auch im Internet zum Herunterladen bereit.

## AUFSÄTZE AUS MONATSBERICHTEN

Über die von 1990 bis 2004 veröffentlichten Aufsätze informiert das dem Monatsbericht Januar 2005 beigegefügte Verzeichnis.

- |                |  |
|----------------|--|
| Oktober 2005   | Neue Transparenzregeln für Kreditinstitute   Risikoneigung in einem dynamischen Finanzmarktumfeld  |
| September 2005 | Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2004   Neuere Entwicklungen im Individualzahlungsverkehr   Zur Rolle von Volatilitätsmustern an den Finanzmärkten   Potenzielle finanzielle Risiken beim Internationalen Währungsfonds |
| Juli 2005      | Wechselkurs und Zinsdifferenz: jüngere Entwicklungen seit Einführung des Euro  |
| April 2005     | Die Aufsicht über Finanzkonglomerate in Deutschland  |
| März 2005      | Kreditentwicklung, Bankkapital und Wirtschaftsaktivität  |
| Januar 2005    | Direktinvestitionen und grenzüberschreitende Dienstleistungen deutscher Banken   |
| Dezember 2004  | Der Versicherungssektor als Finanzintermediär   Credit Default Swaps – Funktionen, Bedeutung und Informationsgehalt  |
| Oktober 2004   | Bericht zur Stabilität des deutschen Finanzsystems   Stresstests bei deutschen Banken – Methoden und Ergebnisse  |
| September 2004 | Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2003   Neue Eigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute (Basel II)   |
| Juli 2004      | Zur Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte  |
| April 2004     | Neuere Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen   Instrumente zum Kreditrisikotransfer: Einsatz bei deutschen Banken und Aspekte der Finanzstabilität   |
| Januar 2004    | Zahlungsverkehrsüberwachung – ein Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems und zur Effizienz des Zahlungsverkehrs / Die neue EWU-Zinsstatistik – Methodik zur Erhebung des deutschen Beitrags  |

**DISKUSSIONSPAPIERE SERIE 2: STUDIEN ZU BANKEN UND FINANZWIRTSCHAFT**

- 11/2005 Financial integration and systemic risk
- 10/2005 The eurosystem money market auctions: a banking perspective
- 9/2005 Accounting for distress in bank mergers
- 8/2005 German bank lending to industrial and non-industrial countries: driven by fundamentals or different treatment?
- 7/2005 Banks' regulatory capital buffer and the business cycle: evidence for German savings and cooperative banks
- 6/2005 Cyclical implications of minimum capital requirements
- 5/2005 The forecast ability of risk-neutral densities of foreign exchange
- 4/2005 Banks, markets, and efficiency
- 3/2005 Do banks diversify loan portfolios? A tentative answer based on individual bank loan portfolios
- 2/2005 The supervisor's portfolio: The market price risk of German banks from 2001 to 2003 – Analysis and models for risk aggregation
- 1/2005 Measurement matters – Input price proxies and bank efficiency in Germany
- 6/2004 Estimating probabilities of default for German savings banks and credit cooperatives
- 5/2004 How will Basel II affect bank lending to emerging markets? – An analysis based on German bank level data
- 4/2004 German bank lending during emerging market crises: A bank level analysis
- 3/2004 Does capital regulation matter for bank behaviour? Evidence for German savings banks
- 2/2004 Systematic Risk in Recovery Rates – An Empirical Analysis of US Corporate Credit Exposures
- 1/2004 Forecasting Credit Portfolio Risk