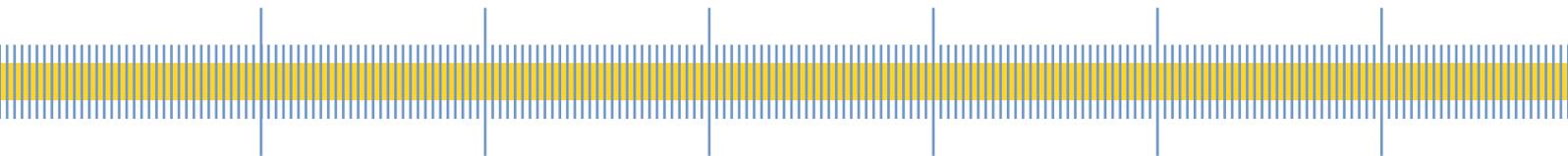


# FINANZSTABILITÄTSBERICHT



November 2006

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.

ISSN 1861-8960 (Druckversion)

ISSN 1861-8979 (Internetversion)

Abgeschlossen am 21. November 2006.

# Finanzstabilitätsbericht | November 2006

|                                                                                                                        |            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>BERICHTSTEIL</b>                                                                                                    | <b>7</b>   |
| Gesamteinschätzung                                                                                                     | 8          |
| Risikofaktoren für das deutsche Finanzsystem                                                                           | 13         |
| Makroökonomische Risiken                                                                                               | 13         |
| Finanzmarktrisiken                                                                                                     | 21         |
| Stabilitätslage im deutschen Bankensystem                                                                              | 38         |
| Kreditrisiken                                                                                                          | 38         |
| Marktrisiken                                                                                                           | 53         |
| Risiken aus rechtlichen Auseinandersetzungen                                                                           | 58         |
| Risikotragfähigkeit                                                                                                    | 59         |
| Offene Immobilienfonds                                                                                                 | 72         |
| Stabilitätslage im deutschen Versicherungsgewerbe                                                                      | 76         |
| Risikofaktoren                                                                                                         | 76         |
| Risikotragfähigkeit                                                                                                    | 78         |
| Stabilitätsbeitrag der regulatorischen und finanziellen Infrastruktur                                                  | 85         |
| Zahlungsverkehr                                                                                                        | 85         |
| Finanzmarktregulierung                                                                                                 | 88         |
| <b>SONDERAUFsätze</b>                                                                                                  | <b>91</b>  |
| Bankenkonsolidierung in Deutschland – Bestimmungsgründe und Auswirkungen                                               | 93         |
| Financial Soundness Indicators: ein Beitrag zur Verbesserung der weltweiten Datenlage für die Finanzstabilitätsanalyse | 107        |
| Anhang: Überblick über die Umsetzung der verschiedenen Indikatoren in Deutschland                                      | 117        |
| <b>GLOSSAR</b>                                                                                                         | <b>127</b> |
| <b>VERÖFFENTLICHUNGEN DER BUNDESBANK ZUM THEMA FINANZSTABILITÄT</b>                                                    | <b>137</b> |



## VERZEICHNIS DER KÄSTEN IM FINANZSTABILITÄTSBERICHT

### Berichtsteil

|     |                                                                                 |    |
|-----|---------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.1 | Korrelation der Aktienmarktvolatilität mit wichtigen Finanzmarktpreisen         | 27 |
| 1.2 | Risiken aus der Finanzierung von Leveraged-Buyout-Transaktionen                 | 46 |
| 1.3 | Modifikationen beim Marktrisikostresstest                                       | 56 |
| 1.4 | Eigenkapital-Stresstest auf Basis von Daten der Basel II-Auswirkungsstudien     | 67 |
| 1.5 | IFRS-Abschlüsse der deutschen Kreditwirtschaft unter Transparenzgesichtspunkten | 68 |
| 1.6 | Analyse der Marktschwäche bei offenen Immobilienfonds zum Jahreswechsel 2005/06 | 73 |

### Sonderaufsätze

|     |                                                                                                                                             |     |
|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2.1 | Ökonometrische Untersuchung zu den Gründen der Konsolidierung in Deutschland                                                                | 101 |
| 2.2 | Erläuterung deutscher Indikatoren am Beispiel der notleidenden Kredite, der bankenaufsichtlichen Eigenkapitalquoten und der liquiden Aktiva | 112 |

### 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.



## Berichtsteil



## Gesamtschätzung

*Erfreuliche  
Stabilitätslage ...*

Die Stabilität des deutschen Finanzsystems hat sich in diesem Jahr weiter verbessert. Damit setzte sich der im Jahr 2003 begonnene Festigungsprozess fort. Die Risikolage deutscher Banken hat sich insgesamt weiter entspannt, zugleich erhöhte sich ihre Risikotragfähigkeit merklich. Auch die Versicherungsunternehmen konnten ihre Finanzkraft stärken.

*... in günstigem  
Umfeld*

Finanzintermediäre und -märkte profitierten vor allem von dem günstigen makroökonomischen Umfeld. Die globale Konjunkturentwicklung blieb lebhaft und sorgte zusammen mit einer dynamischen Investitionstätigkeit für ein – gemessen an der Potenzialrate – kräftiges reales Wirtschaftswachstum bei moderatem Preisanstieg in Deutschland. Dies ging mit gestiegenen Ertragschancen für Banken, insbesondere im Handels- und provisionsabhängigen Geschäft, einher. Die günstigen Finanzierungsbedingungen trugen zudem zu einer verbesserten Kreditqualität der deutschen Unternehmen und privaten Haushalte bei. Die positive konjunkturelle Grunddynamik dürfte erhalten bleiben, zumal die meisten Prognosen derzeit nur eine leichte Abkühlung der Weltwirtschaft vorhersehen.

*Stabilitätsbericht umfasst  
auch weniger  
wahrscheinliche  
Stressszenarien*

Dieser Bericht beurteilt die Risikolage und die Widerstandsfähigkeit des deutschen Finanzsystems im Licht des aktuellen Umfelds. Dabei ist auch möglichen ungünstigen Entwicklungen in der Realwirtschaft und an den Finanzmärkten Rechnung zu tragen. Dies ist jedoch nicht als Prognose der wahrscheinlichen Entwicklung zu verstehen. Vielmehr

werden auch weniger wahrscheinliche Stressszenarien erörtert, bei deren Eintreten sich die Stabilität des deutschen Finanzsystems verschlechtern könnte.

Zu den makroökonomischen Risikofaktoren gehört ein erneuter Anstieg des noch immer hohen Ölpreises. Denkbar ist auch eine stärkere als derzeit von den Märkten erwartete Verlangsamung des US-Wachstums. Der Abschwung am Wohnimmobilienmarkt könnte die Wirtschaftsleistung in den USA deutlicher dämpfen als derzeit angenommen.

*Risikofaktoren  
Ölpreis und  
US-Konjunktur*

Die hohen und weiter gestiegenen globalen Ungleichgewichte bergen das Risiko einer nachlassenden Bereitschaft zu ausländischen Finanzinvestitionen in den USA. Ein Rückzug internationaler Investoren könnte eine deutliche Abwertung des US-Dollar und einen Anstieg der US-Kapitalmarktzinsen – sowie kontraktive Folgen für die Realwirtschaft – bewirken. Zudem könnte eine damit einhergehende Zunahme der Risikoaversion der Investoren zu weltweit höheren Kapitalmarktzinsen und Risikoprämien beitragen.

*Risikofaktor  
globale  
Ungleich-  
gewichte*

Die gute realwirtschaftliche Situation prägt die internationalen Finanzmärkte seit geraumer Zeit maßgeblich. Der von einer Reihe von Zentralbanken eingeleitete Liquiditätsentzug verlief bislang ohne größere Friktionen. Das Basisszenario einer leichten zyklischen Abschwächung der Weltwirtschaft (bei regional nunmehr ausgewogenerem Wachstum und begrenztem Inflationsdruck) bestimmt gegenwärtig in hohem Maße die Erwartungen der

*Gute makro-  
ökonomische  
Lage prägend  
für Finanz-  
märkte, ...*

Marktteilnehmer und die Bewertungen der Finanzaktiva.

*... aber Neubewertung im Falle einer deutlichen Revision der makroökonomischen Erwartungen ...*

Falls jedoch die optimistischen makroökonomischen Erwartungen – etwa über die globalen und regionalen Wachstumsperspektiven – revidiert werden müssten, könnte eine allgemeine Neubewertung an den internationalen Finanzmärkten mit größeren Verwerfungen einhergehen. So dürften rückläufige Unternehmensgewinne und ein damit verbundener Rückgang der im historischen Vergleich hohen Eigenkapitalrenditen die Aktienkurse belasten. Niedrigere Unternehmensgewinne würden zugleich die Kreditqualität der Unternehmen schwächen. Dadurch könnten die relativ hohen Bewertungsniveaus bei Unternehmensanleihen und an den eng damit verbundenen Kreditrisikotransfermärkten unter Druck geraten.

*... mit Verstärkungseffekten auf die Marktdynamik möglich*

Die zeitweisen Finanzmarkturbulenzen im zweiten Quartal dieses Jahres haben gezeigt, dass eine plötzlich zunehmende Risikoaversion mit einem Anstieg der Volatilität und einer Veränderung von Korrelationen zwischen einzelnen Anlageklassen einhergehen kann. Abrupte Marktumschwünge und die daraus resultierende Interaktion von Marktpreisrisiken mit Marktliquiditäts- und Geschäftspartnerisiken bergen auch das Risiko einer ungünstigen Marktdynamik.

*Höhere Transparenz von Hedgefonds geboten*

Eine entscheidende Rolle für die Marktdynamik kommt dem Verhalten und der Widerstandsfähigkeit wichtiger Marktteilnehmer zu. Störeinflüsse könnten von Hedgefonds ausgehen, deren hohes Gewicht in einigen Marktsegmenten die Preisdynamik erheblich beeinflussen dürfte. Die anhaltend hohe Kor-

relation der Hedgefonds-Renditen gibt Anlass zur Sorge, dass durch gleichgerichtete Portfolioumschichtungen Marktumschwünge verstärkt werden könnten. Einige bekannt gewordene Fehlspekulationen von Hedgefonds in jüngster Zeit deckten Schwächen im Risikomanagement auf, auch wenn die Implikationen für das Finanzsystem im derzeit robusten Marktumfeld begrenzt blieben. Maßnahmen zur Stärkung der Marktdisziplin sind vor diesem Hintergrund in hohem Maße zu begrüßen. Wünschenswert wäre, dass sich die Hedgefondsbranche einen Code of Conduct gibt, der neben Aspekten der Corporate Governance und des Risikomanagements auch ambitionierte Transparenzregeln umfasst. Ratings anerkannter Ratingagenturen könnten zu höherer Transparenz beitragen. Gleichzeitig sollte der Dialog öffentlicher Stellen mit Hedgefonds mit dem Ziel intensiviert werden, potenzielle systemische Gefahren besser zu identifizieren.

Selbst wenn einer oder mehrere der oben beschriebenen Risikofaktoren zum Tragen kämen, so träfen sie auf ein deutsches Bankensystem, das sich derzeit über alle Sektoren hinweg in robuster Verfassung präsentiert. Die verbesserte Widerstandskraft beruht sowohl auf einer relativ günstigen Risikolage als auch auf einer gestiegenen Risikotragfähigkeit.

*Deutsches Bankensystem in robuster Verfassung*

Die Risikolage im Kreditgeschäft deutscher Banken hat sich – insbesondere gegenüber den Belastungen in den Jahren 2002/03 – deutlich entspannt. Maßgeblich hierfür ist die spürbare Verbesserung der Kreditqualität im Firmenkreditportfolio, und zwar sowohl im Geschäft mit großen Adressen als auch

*Risikolage im Kreditgeschäft deutlich entspannt*

beim Mittelstandskredit. Sie spiegelt sich vornehmlich im Rückgang der Bestände an notleidenden Krediten (in Relation zum Bruttokundenkreditvolumen) auf ein Niveau, wie es zuletzt Ende der neunziger Jahre bestanden hatte. Im Kreditgeschäft mit privaten Haushalten scheint die Entwicklung der Kreditqualität zwar weniger eindeutig. Doch bestehen in diesem Segment – anders als in Ländern, die einen Boom der Hauspreise erlebt haben – keine ausgesprochenen Stabilitätsgefahren, weil die Verschuldungsquote der privaten Haushalte aufgrund der zunehmenden Erwerbstätigkeit mittelfristig weiter rückläufig sein dürfte.

*Höhere Risikopositionen im Bereich der Marktrisiken*

Im Bereich der Marktrisiken sind die deutschen Banken etwas höhere Positionen eingegangen. Die Kreditbanken haben – vor allem im ersten Quartal 2006 – ihr Aktienkursrisiko gesteigert. Die kleineren und mittleren Banken zeigen ein erhöhtes Zinsänderungsrisiko, weil sie vor dem Hintergrund der flacher gewordenen Zinsstrukturkurve die durchschnittliche Laufzeit ihrer Aktiva verlängert haben. Ein übermäßiger Aufbau von Marktrisiken ist gleichwohl nicht zu erkennen; zudem erscheinen sie innerhalb des deutschen Bankensystems wieder besser diversifiziert.

*Zunahme der Risiken aus rechtlichen Auseinandersetzungen*

Rechtliche Auseinandersetzungen haben in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Wesentliche Bestimmungsfaktoren sind die Internationalisierung des Bankgeschäfts, das Auftreten in neuen Marktsegmenten, deren technische und rechtliche Infrastruktur noch nicht ausgereift ist, sowie die zunehmende Elektronisierung von Geschäften und Abwicklungsvorgängen.

Gleichzeitig hat sich die Risikotragfähigkeit des deutschen Bankensystems unter anderem durch die merklich verbesserte Ertragslage weiter erhöht. So konnten die großen, international tätigen Banken ihre Ertragskraft im Jahr 2005 und im ersten Halbjahr 2006 besonders stark steigern. Sie profitierten dabei auch von günstigen Kapitalmarktbedingungen. In der mittelfristigen Sicht zeichnet sich – insbesondere aufgrund der erhöhten operativen Effizienz und der steigenden Aktivproduktivität – ein anhaltend positiver Trend im operativen Geschäft ab. Die Sparkassen und Kreditgenossenschaften mussten im Jahr 2005 einen Rückgang ihrer operativen Ergebnisse hinnehmen, konnten aber ihren Jahresüberschuss vor Steuern steigern. Die Landesbanken verzeichneten beachtliche Fortschritte auf dem Weg zu neuen Geschäftsmodellen, die auch von den Märkten und den Ratingagenturen positiv aufgenommen werden. Der Ablösungsprozess von den staatlich garantierten Verbindlichkeiten verläuft bislang störungsfrei.

*Merkliche Verbesserung der Ertragslage im deutschen Bankensystem*

Im Mittel konnten die deutschen Banken ihre Eigen- und Kernkapitalquoten im abgelaufenen Jahr deutlich verbessern. Dazu trug auch der rückläufige Risikovorsorgeaufwand bei. Die Risikovorsorgebestände erscheinen angesichts relativ guter Kreditqualität und gestärkten Risikomanagements derzeit angemessen.

*Eigen- und Kernkapitalquoten deutlich gestiegen*

Die Situation der offenen Immobilienfonds, auf denen wegen ihrer engen Verflechtung mit den deutschen Banken unter Stabilitäts Gesichtspunkten ein besonderes Augenmerk liegt, hat sich – nach der schwierigen Phase mit teilweise erheblichen Mittelabflüssen zur Jahreswende 2005/06 – stabilisiert und konsolidiert. Dazu haben auch Immobilienver-

*Situation der offenen Immobilienfonds stabilisiert*

käufe sowie die wieder gestiegene Rendite beigetragen.

*Hauptrisiken:  
Abschwächung  
der Kredit-  
qualität, ...*

Vor dem Hintergrund der gestärkten Widerstandskraft des deutschen Bankensystems verbleiben drei Hauptrisiken für seine Stabilität: Erstens könnte die positive Entwicklung in der Kreditqualität beim Firmenkredit an ihrem Zenit angekommen sein. Im internationalen Kreditgeschäft zeichnet sich bereits seit einiger Zeit eine Trendwende ab, auch wenn sich die Ertragskraft der internationalen Großunternehmen weiterhin auf hohem Niveau bewegt. Das Geschäft mit dem deutschen Mittelstand könnte unter einer stärker als erwarteten Abkühlung der Binnenkonjunktur, vor allem infolge wieder ansteigender Energiepreise, leiden. Dies dürfte insbesondere die Ertragskraft und die Robustheit der kleinen und mittelständischen Unternehmen belasten. Eine Wende im nationalen und/oder internationalen Kreditzyklus würde wohl den Trend rückläufiger Wertberichtigungen, der in den Jahren 2004 und 2005 eine wichtige Stütze der gestiegenen Profitabilität gewesen ist, zunächst einmal beenden.

*... volatile  
Ertragsquellen  
und ...*

Zweitens ist zu konstatieren, dass vor allem bei den großen, international tätigen Banken ein wesentlicher Teil des verbesserten operativen Ergebnisses aus recht volatilen Ertragsquellen stammt. Dies gilt für eine Reihe provisionsgetriebener Geschäftsfelder, wie etwa das Investmentbanking, sowie für das Handelsgeschäft. Von ungünstigen Entwicklungen an den Finanzmärkten könnten somit ertragsdämpfende Effekte ausgehen.

*... Druck auf den  
Zinsüberschuss*

Drittens dürfte der Zinsüberschuss aus verschiedenen Gründen kurz- und mittelfristig

unter Druck bleiben. Neben der derzeit flachen Zinsstruktur, welche die Fristentransformation risikoreich und wenig attraktiv macht, sind die Zinsspannen bereits seit längerem einem Erosionsprozess ausgesetzt, und zwar sowohl auf der Einlagen- als auch – und noch gewichtiger – auf der Kreditseite. Insbesondere den Instituten, für die der Zinsüberschuss eine zentrale Rolle spielt, dürfte es damit schwerer fallen, die avisierten längerfristigen Ertrags- und Renditeziele zu erreichen.

Alle diese Risiken sind beherrschbar, was auch durch die durchgeführten Makro-, Kredit- und Marktrisikostresstests bestätigt wird. Eine Kumulation verschiedener Risiken und Belastungsfaktoren – wie sie allerdings nur bei extrem ungünstigen makroökonomischen und Finanzmarktschocks auftreten dürfte – würde das deutsche Bankensystem jedoch vor große Herausforderungen stellen.

*Deutsches  
Bankensystem  
robust gegenü-  
ber makroöko-  
nomischen und  
Finanzmarkt-  
schocks*

Die deutsche Versicherungswirtschaft bietet weiterhin ein solides Gesamtbild mit einer gestärkten Finanzkraft. Die Ertragsentwicklungen wiesen im Jahr 2005 allerdings gegenläufige Tendenzen auf. Während die Lebensversicherer ihren Jahresüberschuss spürbar steigern konnten, kam es im Bereich Schaden- und Unfallversicherung sowie bei den Rückversicherern zu steigenden Schaden-Kosten-Quoten. Diese konnten jedoch mit verbesserten Kapitalanlageergebnissen aufgefangen werden. Neben Schadensrisiken, etwa durch Naturereignisse oder Pandemien, Risiken aus der Branchenstruktur und Wettbewerbsdynamik sowie spezifischen Risiken politischer Initiativen stellt ein anhaltend niedriges langfristiges Zinsniveau wegen der zum Teil garantierten

*Deutsche Ver-  
sicherungswirt-  
schaft weiter  
solide*

Verzinsung der Versichertenguthaben eine Herausforderung für diesen Sektor dar.

Zahlungsverkehrssysteme stabil

Das deutsche Finanzsystem kann sich auf eine robuste Zahlungsverkehrsinfrastruktur stützen. Systemisch wichtige Individualzahlungssysteme wie RTGS<sup>plus</sup> beziehungsweise TARGET, aber auch andere zentrale Anwendungen wie das Kommunikationsnetz SWIFT zeichneten sich im vergangenen Jahr durch eine hohe Verfügbarkeit aus. Der weiter gestiegene

Marktanteil des Zug-um-Zug-Abwicklungssystems für Devisengeschäfte CLS verspricht eine Verringerung der Abwicklungsrisiken im Devisenhandel. Hingegen bleibt abzuwarten, wie sich die Regelungen der derzeit in Beratung befindlichen EU-Richtlinie für Zahlungsdienste im europäischen Binnenmarkt und insbesondere die Schaffung eines neuen Typs von Zahlungsverkehrsdienstleistern (Zahlungsinstitut) per saldo auf die Risikolage im Zahlungsverkehr auswirken werden.

# Risikofaktoren für das deutsche Finanzsystem

## Makroökonomische Risiken

Dieser Abschnitt identifiziert die aus heutiger Sicht relevanten makroökonomischen Risiken und ihre wesentlichen Transmissionskanäle. Die Übertragung derartiger Risiken erfolgt nicht nur über die traditionellen realwirtschaftlichen Wege wie beispielsweise den Außenhandel, sondern ebenfalls über die Finanzmärkte. Eine Identifikation dieser Risiken ist daher notwendig für eine Analyse der Finanzmarktstabilität.

*Aufschwung der deutschen Wirtschaft gefestigt*

Das Basisszenario der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, so wie es in der regelmäßigen Berichterstattung im Rahmen des Monatsberichts zum Ausdruck kommt, geht von keiner nachhaltigen Beeinträchtigung der konjunkturellen Auftriebskräfte in Deutschland aus. Vielmehr gewann der Aufschwung in Deutschland in diesem Jahr an Tempo und Breite. Gestützt von einer anhaltend lebhaften weltwirtschaftlichen Entwicklung beschleunigte sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum im ersten Halbjahr merklich. Für die zweite Jahreshälfte und darüber hinaus ist zwar von moderateren Zuwachsraten auszugehen, die positive Grunddynamik dürfte jedoch erhalten bleiben. Das gilt auch mit Blick auf die dämpfende Wirkung der Umsatzsteuererhöhung im kommenden Jahr. Sie wird zwar temporär die gesamtwirtschaftliche Entwicklung verlangsamen; die deutsche Konjunktur scheint allerdings hinreichend gefestigt, um diese Maßnahme zu verkraften.

Eine Reihe von Faktoren könnte das Bild jedoch eintrüben. Hierzu zählt neben einem erneuten Anstieg der Ölpreise und einer stärkeren Abkühlung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten eine abrupte Anpassung der bestehenden globalen Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen. *Risikofaktoren*

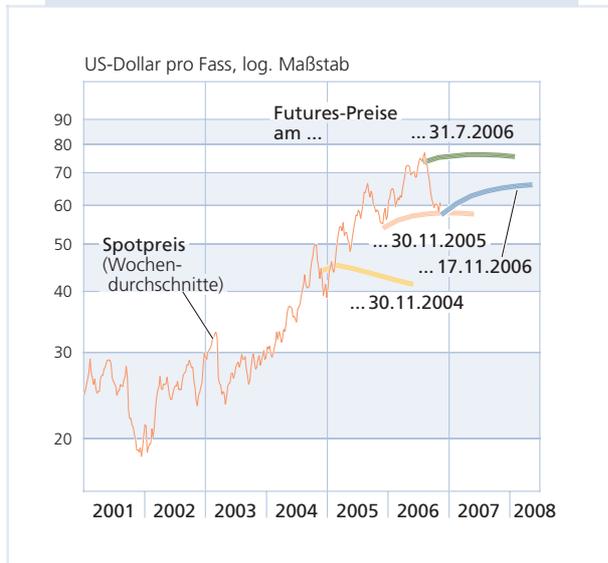
## Erneuter Ölpreisanstieg

Wie die Erfahrungen aus den siebziger und achtziger Jahren zeigen, können von den Ölmärkten erhebliche Risiken für die Weltwirtschaft ausgehen. Die Ölpreissteigerungen der letzten Jahre sind im Vergleich dazu – vor allem wegen der bisher geringen Zweitrundeeffekte in den Ölimportländern, des allgemein guten Investitionsklimas und der verbesserten Verwendung der Einnahmen der Ölförderländer – recht gut verkraftet worden. Diese günstige Konstellation könnte jedoch in Gefahr geraten, sollten die Ölpreise wieder stark steigen. *Ölpreise als Risikofaktor*

Die Notierungen an den internationalen Ölmärkten, die Anfang August 2006 mit einem Preis von 78 US-\$ für ein Fass der Sorte Brent einen neuen Höchststand erreicht hatten, sind seitdem in der Tendenz zwar merklich nach unten gegangen. Mitte November lagen sie um rund 20 US-\$ unter dem Niveau von Anfang August und nur noch um rund 3 US-\$ höher als vor Jahresfrist. Es wäre jedoch voreilig, dies als Beginn einer länger anhaltenden Talfahrt mit dem Ergebnis dauerhaft niedriger *Aktuelle Lage an den Ölmärkten*

Schaubild 1.1.1

**PREISE FÜR ROHÖL\***



Quellen: Thomson Financial Datastream und Global Insight. — \* Spotpreis und Futures-Kontraktpreise für Rohöl der Sorte Brent.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Ölpreise anzusehen. Vielmehr ist das Risiko wieder steigender Ölpreise nicht als gering einzustufen. So sind die Terminnotierungen in den letzten Monaten zwar ebenfalls kräftig zurückgegangen, allerdings nicht so stark wie die Kassapreise, was auf eine entsprechende Einschätzung der Märkte schließen lässt (siehe Schaubild 1.1.1).

*Geringe Kapazitätsreserven der Förderländer*

Insgesamt ist davon auszugehen, dass die Störanfälligkeit der Ölmärkte in der absehbaren Zukunft hoch bleibt. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Öl exportierenden Länder nach wie vor nur über sehr geringe Förderreserven verfügen und die globalen Raffineriekapazitäten weitgehend ausgelastet sind. Nach Schätzungen der Internationalen Energieagentur (IEA) belaufen sich die

freien Kapazitäten im OPEC-Bereich auf etwas über 2 Millionen Fass pro Tag bei einer weltweiten Ölnachfrage von 85 Millionen Fass pro Tag.<sup>1)</sup> Hinzu kommt, dass es sich dabei im Wesentlichen um schweres und schwefelhaltiges Öl handelt, für dessen Weiterverarbeitung weltweit zu geringe Raffineriekapazitäten vorhanden sind.

Zu einer nennenswerten Vergrößerung der Förderreserven wird es überdies in den nächsten Jahren nach derzeitiger Erkenntnis wohl nicht kommen. Die globale Nachfrage nach Rohöl steigt dagegen weiter an, wenn auch bei dem sich abzeichnenden moderateren weltwirtschaftlichen Wachstum voraussichtlich etwas langsamer als bisher. Die IEA erwartet derzeit für 2006 und 2007 eine Zunahme um 1 % beziehungsweise 1¾ %, nachdem sie zur Jahresmitte noch eine geringfügig stärkere Steigerung prognostiziert hatte. Einem angebotsseitig bedingten Preisrückgang versuchten zudem die OPEC-Länder mit einer Verringerung der Förderquoten um 1,2 Millionen Fass zum 1. November 2006 zu begegnen. Sollte dies nicht ausreichen, um die Ölpreise zu stabilisieren, sind weitere Produktionseinschränkungen zu erwarten. Vor diesem Hintergrund ist auf längere Sicht nicht mit einem nachhaltigen und deutlichen Rückgang der Ölpreise zu rechnen. Vielmehr sind auch künftig Preiserhöhungen nicht auszuschließen.

*Keine nachhaltige Entspannung auf längere Sicht*

Ein erneuter Ölpreisanstieg würde auf die Weltkonjunktur dämpfend wirken. Ausschlaggebend dafür ist, dass die durch ölpreisbedingte Kaufkraftverluste in den Verbraucherländern ausgelösten kontraktiven

*Mögliche Wirkungen weiterer Ölpreisschübe auf das globale und deutsche Wirtschaftswachstum*

<sup>1</sup> Vgl.: International Energy Agency, Oil Market Report, November 2006.

Nachfrageeffekte erfahrungsgemäß rascher wirken als die expansiven Impulse höherer Öleinnahmen der Förderländer. Zunehmende Güterlieferungen in die Ölexportländer und eine verstärkte Mittelanlage über die Finanzmärkte führen jedoch mit gewissen Zeitverzögerungen zumindest teilweise zu einem Ausgleich im Hinblick auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Die zusätzlichen Kapitalimporte der Verbraucherländer spiegeln sich aber in einer steigenden Verschuldung der inländischen Sektoren wider. Zudem könnte sich als Folge einer starken Ölpreiserhöhung das Preisklima nachhaltig eintrüben, wenn es vermehrt zu Zweitrundeneffekten käme.

Deutschland als ein in hohem Maße von Energieimporten abhängiges Land hätte in der ersten Phase nach einem Ölpreisschub spürbare Wachstumsverluste hinzunehmen. Nach Simulationen mit dem makroökonomischen Modell der Bundesbank wäre bei einer dauerhaften Erhöhung der Ölpreise um 20 % ausgehend vom gegenwärtigen Niveau binnen zwei Jahren mit einem Rückgang des realen BIP – gemessen am Basis- oder Ausgangsszenario – von ½ % zu rechnen. Bei einer Erhöhung des Ölpreises um 80 % belief sich der zu erwartende negative BIP-Effekt im zweiten Jahr auf fast 2 %. Dabei ist der Großteil dieses Rückgangs auf die geringere private Konsumnachfrage zurückzuführen. Darüber hinaus mindern der Anstieg der Produktionskosten und der Rückgang der ausländischen Nachfrage die gesamtwirtschaftliche Erzeugung. Zudem würde sich die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe deutlich erhöhen; der Preisindex läge im zweiten Jahr um 3 % über dem Basisszenario.

## Einbruch des US-Wachstums

Der kräftige Aufschwung, in dem sich die Weltwirtschaft derzeit befindet, wurde vor allem in seiner Anfangsphase, aber auch danach maßgeblich von den USA getragen. Davon hat die deutsche Wirtschaft in besonderem Maße profitiert. Wegen der herausragenden Bedeutung der amerikanischen Wirtschaft als Schrittmacher der globalen Konjunkturentwicklung stellt sich daher die Frage, ob ein Einbruch der US-Konjunktur gravierende Folgen für den Rest der Welt im Allgemeinen und für Deutschland im Speziellen hätte.

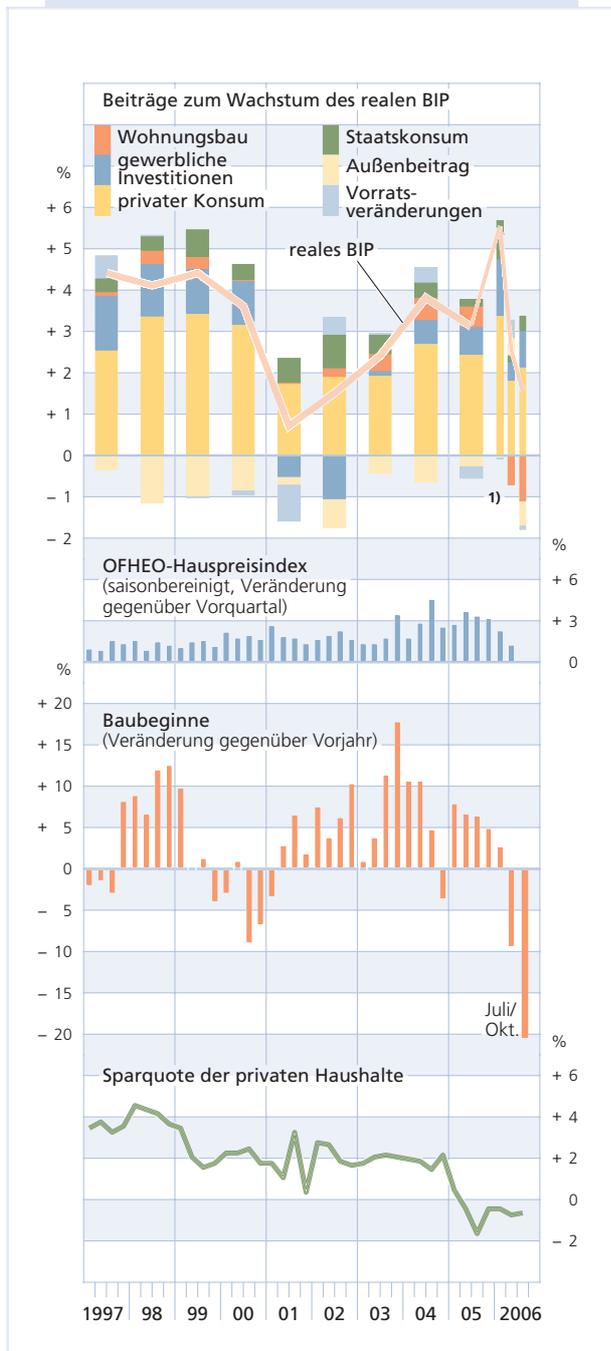
*US-Wirtschaft  
als Schrittmacher  
der Weltkonjunktur*

Im Sommerhalbjahr 2006 hat die amerikanische Volkswirtschaft eine deutlich ruhigere konjunkturelle Gangart eingeschlagen (siehe Schaubild 1.1.2). In der verhalteneren Ausweitung des privaten Verbrauchs und in dem Rückgang der privaten Wohnungsbauinvestitionen im zweiten und dritten Quartal gegenüber dem Winterhalbjahr 2005/06 zeigen sich vor allem die Auswirkungen der gestiegenen kurz- und langfristigen Zinsen. Nach den Projektionen der Federal Reserve wird das amerikanische BIP auch in den kommenden Quartalen etwas langsamer zunehmen als das Produktionspotenzial. In die gleiche Richtung weisen die Markterwartungen gemäß den Consensus Forecasts. Dies dürfte die globale Aufwärtsentwicklung zwar leicht dämpfen, aber kaum in einen Abschwung münden, da die konjunkturelle Eigendynamik vor allem im Euro-Raum inzwischen deutlich stärker geworden ist und die Volkswirtschaften in den Schwellenländern zumeist weiterhin kräftig expandieren.

*Wachstumsverlangsamung  
in den USA im  
Sommerhalbjahr  
2006*

Schaubild 1.1.2

US-KONJUNKTUR



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) und Census Bureau. — 1 Ab 2006 auf Basis der saisonbereinigten annualisierten vierteljährlichen Veränderungen gegenüber Vorquartal.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Markt für Wohnimmobilien als potenzielle Schwachstelle

Eine potenzielle Schwachstelle der amerikanischen Wirtschaft stellt – neben dem außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht – der Markt für Wohnimmobilien dar. Die kräftigen Steigerungen der Preise für Wohneigentum hatten in den vergangenen Jahren den privaten Konsum und die Bautätigkeit über positive Vermögenseffekte sowie zusätzliche Kreditpielräume aufgrund höherer Beleihungswerte für Hypotheken stimuliert. Ein deutlicher Preisrückgang im Immobilienbestand würde umgekehrt die Nachfrage nach neuen Wohnimmobilien dämpfen. Ähnliche Auswirkungen hätte ein starker Anstieg der Ausfälle von Hypothekenkrediten. In beiden Fällen wären unmittelbar geringere Bauaktivitäten die Folge.

Mittelbar wäre auch der private Verbrauch betroffen, da viele Haushalte ihre Kredite für Konsumzwecke an die gesunkenen Beleihungswerte anpassen müssten. Hinzu kämen insofern negative Vermögenseffekte, als der Rückgang der Immobilienwerte die Kaufbereitschaft der Verbraucher tendenziell reduzieren würde. Einen potenziell dämpfenden Effekt können in diesem Zusammenhang bereits rückläufige Immobilienpreisteigerungen ausüben. Dabei ist zu berücksichtigen, dass auf den privaten Verbrauch in den USA 71 % des BIP (2005) entfallen; einschließlich der Wohnungsbauinvestitionen sind es sogar 76½ % des BIP. Zudem könnte über eine allgemeine Stimmungsverschlechterung auch die gewerbliche Investitionstätigkeit in Mitleidenschaft gezogen werden. Hier ist mit ins Bild zu nehmen, dass die seit einiger Zeit negative Sparquote die Sensitivität der privaten Haushalte gegenüber adversen Schocks vergrößert hat.

*Divergierende  
Einschätzungen  
über mögliche  
Übertreibungen*

Das Risiko eines starken Preisrückgangs am Immobilienmarkt hängt vor allem davon ab, ob sich die Hauspreise von dem Niveau, das durch grundlegende Bestimmungsfaktoren gerechtfertigt erscheint, weit entfernt haben. Zwar ist unstrittig, dass die Hauspreise in den letzten Jahren – bei deutlichen regionalen Unterschieden – kräftig angezogen haben. Sofern sie aber ihren Fundamentalwert zuvor deutlich unterschritten hatten oder nur veränderten Grundbedingungen gefolgt sind – eine Ansicht, der ein Teil der empirischen Literatur folgt –, stellt dieser Preisanstieg kaum eine Folge spekulativer Übertreibungen dar.<sup>2)</sup> Insgesamt ist damit bei der Frage einer möglichen Überbewertung am US-Immobilienmarkt eine nicht unerhebliche Unsicherheit in den Einschätzungen zu konstatieren.

*Rasche Mengen-  
reaktion be-  
grenzt Preisan-  
passungen*

Aber auch wenn eine Preisblase entstanden wäre, müsste es nicht zu einer abrupten Korrektur der Fehlbewertung kommen. Bauwirtschaftliche Indikatoren, wie etwa die privaten Wohnungsbauausgaben, Baugenehmigungen, Baubeginne oder Verkäufe neuer Häuser, weisen inzwischen deutlich nach unten und zeigen damit eine rasche Mengenanpassung auf der Angebotsseite an. Diese direkten Reaktionen dürften das Ausmaß eines möglichen Preisrückgangs in Grenzen halten. Die gesamtwirtschaftlichen Bremsspuren in diesem Szenario wären damit schwächer ausgeprägt als in einem Fall stark sinkender Preise und damit einhergehender zusätzlicher negativer Vermögenseffekte. Gegen Letzteres spricht zudem, dass die nach wie vor steigende Bevölkerungszahl in den USA einem deutlicheren Absinken der Hauspreise entgegenwirkt. Schließlich ist zu berücksichtigen, dass im Falle eines sich abzeichnenden Wachstumseinbruchs die

amerikanische Notenbank erfahrungsgemäß sehr rasch einen vorhandenen geldpolitischen Spielraum nutzen würde, um gegenzusteuern. Dies hätte bei stabilen Inflationserwartungen zur Folge, dass auch die langfristigen Zinsen nach unten tendierten.

Alles in allem ist damit die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Szenarios einer starken, vom Immobilienmarkt ausgehenden Drosselung der wirtschaftlichen Dynamik in den USA, die auch für die deutsche Konjunktur negative Folgen hätte, zwar begrenzt, jedoch nicht vernachlässigbar.

*Eintrittswahr-  
scheinlichkeit  
eines Wachs-  
tumseinbruchs  
in den USA  
begrenzt*

Insofern stellt sich die Frage, inwieweit ein etwaiger Wachstumseinbruch in den USA die deutsche Volkswirtschaft in Mitleidenschaft ziehen würde. Bei einer Abschwächung des amerikanischen BIP-Wachstums um beispiels-

*Mögliche  
Rückwirkungen  
auf deutsche  
Wirtschaft*

**2** Grundsätzlich lässt sich der fundamental gerechtfertigte Wert des nationalen Bestands an Wohnimmobilien nur schwer ermitteln. In der Praxis wird regelmäßig das Verhältnis zwischen Hauspreisindizes und grundlegenden Bestimmungsfaktoren wie dem verfügbaren Haushaltseinkommen oder Mieten herangezogen. Die aktuelle Abweichung einer solchen Kennzahl von ihrem langfristigen Durchschnitt dient dann als Maß für eine Überbewertung. Allerdings wird dabei die Übereinstimmung des historischen Durchschnitts mit dem fundamental gerechtfertigten Verhältnis lediglich unterstellt. Auch Regressionsmodelle beruhen auf der Annahme, dass die Hauspreise in der Vergangenheit von ihren fundamentalen Faktoren bestimmt worden sind und nur zufällig von ihrem Gleichgewichtswert abwichen. Falls aber Immobilien in der Vergangenheit systematisch unterbewertet waren und die aktuellen Marktpreise die Modellprognosen übersteigen, wird fälschlicherweise eine Überbewertung ausgewiesen. Hwang Smith und Smith (2006) haben fundamental gerechtfertigte Hauspreise als Nettobarwerte einer Investition in ein Haus aus Mietdaten mehrerer städtischer Regionen der USA geschätzt. Unter plausiblen Annahmen über den zukünftigen Cashflow aus Wohneigentum waren demzufolge Immobilien in den USA 2005 generell nicht überbewertet. Die OECD hat unlängst das tatsächliche Verhältnis zwischen Hauspreisen und Mieten der fundamental gerechtfertigten Preis-Miet-Relation gegenübergestellt, wie sie sich bei einem Gleichgewicht auf dem Wohnungsmarkt aus den Nutzungskosten von Wohnungseigentum ableiten lässt. Demnach waren US-Wohnimmobilien noch 2004 annähernd korrekt bewertet. Vgl.: M. Hwang Smith und G. Smith (2006), Bubble, Bubble, Where's the Housing Bubble?, Brookings Papers on Economic Activity 1/2006, S. 1–50, sowie OECD-Wirtschaftsausblick Nr. 78, Dezember 2005, S. 167 ff.

weise zwei Prozentpunkte fielen die deutschen Exporte in die USA schätzungsweise um knapp 4 % niedriger aus. Daraus ergibt sich bei einem Anteil der Exporte in die USA von knapp einem Zehntel ein direkter negativer Effekt auf das Wachstum der deutschen Exporte von etwa einem Drittel Prozentpunkt. Die daraus resultierende Verlangsamung des BIP-Anstiegs in Deutschland belief sich auf einen zehntel Prozentpunkt. Dazu kämen aber noch negative Drittmarkteffekte und eine voraussichtlich spürbare Stimmungseintrübung, die hierzulande rasch auf die Binnenkonjunktur durchschlagen könnte. Schätzungen des Gesamteffekts hängen auch davon ab, ob die Verlangsamung des US-Wachstums auf einen Angebots- oder einen Nachfrageschock zurückgeht.<sup>3)</sup> Insgesamt dürfte sich die deutsche Wirtschaft einer deutlichen, über einen längeren Zeitraum anhaltenden Wachstumsverlangsamung in den USA kaum entziehen können. Dies wäre insbesondere dann der Fall, wenn – wie zu erwarten wäre – auch andere Wirtschaftsregionen in Mitleidenschaft gezogen würden und die schwächere Nachfrageexpansion in den Vereinigten Staaten zudem mit einer spürbaren Abwertung des US-Dollar einherginge.

### **Abrupte Anpassung globaler Ungleichgewichte**

*Globale Ungleichgewichte weiterhin latenter Risikofaktor*

Die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte sind weiterhin ein latenter Risikofaktor für die Entwicklung an den Finanzmärkten. Die Situation hat sich insofern verschärft, als das Leistungsbilanzdefizit der USA in der ersten Jahreshälfte 2006 weiter angestiegen ist und sich mit über 430 Mrd US-\$ auf

gut 6½ % des Bruttoinlandsprodukts belief. Den Fehlbeträgen in der US-amerikanischen Leistungsbilanz stehen die in den letzten Jahren stark gewachsenen Überschüsse der Erdöl exportierenden Länder und asiatischer Volkswirtschaften gegenüber. Die Position der Europäischen Währungsunion insgesamt ist – bei durchaus bestehenden Unterschieden auf der Ebene der einzelnen Mitgliedsländer – weitgehend ausgeglichen (siehe Schaubild 1.1.3).

Bislang hält die Nachfrage der internationalen, privaten wie staatlichen, Investoren nach US-Vermögenswerten ungebremst an. Den Schwerpunkt der Käufe bilden Schuldtitel, die zwar in der Regel niedrigere Renditen versprechen als andere Finanzinstrumente wie zum Beispiel Aktien, dafür aber als vergleichsweise sicher gelten. Offensichtlich fungieren die USA mit ihrem hoch entwickelten Kapitalmarkt als Finanzintermediär für die restliche Welt. Hinzu kommt, dass die USA von privaten und staatlichen Anlegern nach wie vor als „sicherer Hafen“ angesehen werden, der Schutz vor globalen politischen oder makroökonomischen Risiken bietet.

*Hoher Nachfrage nach amerikanischen Vermögenswerten ...*

Eine Schlüsselrolle spielt in diesem Zusammenhang die Bedeutung des US-Dollar als internationale Reservewährung. Rund zwei Drittel der internationalen Devisenreserven werden in amerikanischer Währung gehalten. Der Anteil schwankte zwar im Verlauf der vergangenen Jahre – nicht zuletzt bewertungsbedingt – be-

<sup>3</sup> Nachfrageseitige Schwankungen übertragen sich rascher und kräftiger auf die deutsche Volkswirtschaft als Angebotsschocks. Vgl.: S. Eickmeier (2006), Business cycle transmission from the US to Germany – A structural factor approach, European Economic Review (erscheint in Kürze, auch verfügbar als Bundesbank Diskussionspapier 12/04).

trächtlich, ein trendmäßiger Rückgang kann aber nicht beobachtet werden.<sup>4)</sup>

... stehen niedrige Ersparnisbildung der USA ...

Das binnenwirtschaftliche Pendant zu den amerikanischen Kapitalimporten findet sich in der niedrigen Ersparnisbildung der USA. Neben dem Staatsdefizit von 3,8 % des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2005, das im laufenden Jahr aber niedriger ausfallen dürfte, ist hierfür vor allem auch die hohe Konsumneigung der privaten Haushalte verantwortlich. Begünstigt durch das nach wie vor niedrige Zinsniveau und den damit verbundenen Anstieg der Vermögenswerte – insbesondere der Immobilienpreise – war die private Sparquote im vergangenen Jahr und den ersten drei Quartalen des laufenden Jahres sogar negativ.

... und moderate Investitionstätigkeit in anderen Ländern gegenüber

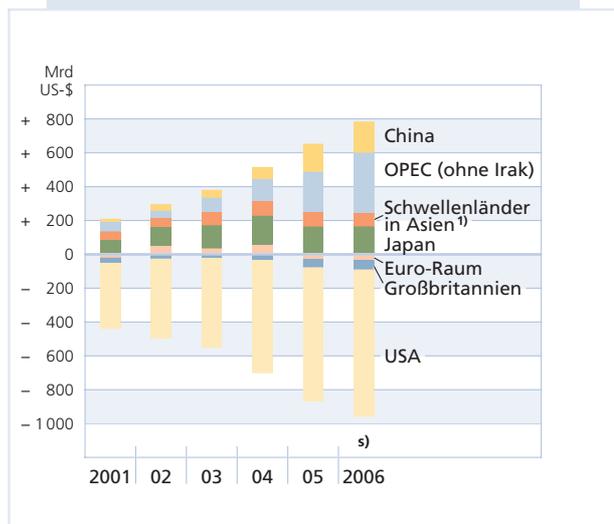
Der US-amerikanischen Ersparnislücke steht eine vergleichsweise moderate Investitionstätigkeit in weiten Teilen der Welt gegenüber. In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre sind die Investitionen in einigen Schwellenländern als Folge der von Thailand aus um sich greifenden Finanzkrisen merklich zurückgegangen; hinzu kommt, dass die Sparquote in vielen asiatischen Volkswirtschaften sehr hoch ist. Es stehen also Mittel zur Verfügung, um die amerikanische Ersparnislücke auszugleichen.

Derzeit keine Anzeichen für abrupte Änderungen der Kapitalströme

Derzeit gibt es keine Anzeichen für abrupte Änderungen der internationalen Kapitalströme mit möglichen negativen Auswirkungen auf die Stabilität des deutschen Finanzsystems. Das gegenwärtig robuste Wirtschaftswachstum in Europa und Asien in Verbindung mit einer leichten Abkühlung der US-Konjunktur bietet grundsätzlich günstige Voraussetzungen für eine Korrektur der hohen Leistungsbilanzpositionen ohne größere Spannungen. Es

Schaubild 1.1.3

### LEISTUNGSBILANZPOSITIONEN AUSGEWÄHLTER LÄNDER UND REGIONEN



Quellen: IWF, EZB und BIZ. — 1 Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan.

DEUTSCHE BUNDESBANK

reicht für sich genommen allerdings nicht aus, um die entstandenen Ungleichgewichte abzubauen. Die effektive Abwertung des US-Dollar<sup>5)</sup> um 3 % zwischen Jahresbeginn und Mitte November dürfte ebenfalls eine geordnete Anpassung erleichtern.

Ob es hierzu kommt, hängt allerdings wesentlich davon ab, ob ausländische Investoren weiterhin bereit sind, amerikanische Vermögenswerte zu erwerben. Ein schwächeres Auslandsengagement an den amerikanischen Kapitalmärkten wäre voraussichtlich mit einem

Auswirkungen sinkender Nachfrage nach amerikanischen Vermögenswerten ...

<sup>4</sup> Vgl.: BIZ-Quartalsbericht, September 2006. Einschränkend ist allerdings darauf hinzuweisen, dass nicht alle Länder die Zusammensetzung ihrer Devisenreserven veröffentlichen. Das gilt insbesondere auch für die Volksrepublik China, die rund ein Fünftel der weltweiten Währungsreserven hält.

<sup>5</sup> Gegenüber 26 Ländern.

Anstieg des amerikanischen Zinsniveaus und einer Abwertung des US-Dollar verbunden. Darüber hinaus dürfte auch die generelle Risikoaversion der Investoren steigen, sodass in anderen Teilen der Welt ebenfalls mit einem Anstieg des Zinsniveaus und entsprechenden kontraktiven Effekten auf die Realwirtschaft zu rechnen wäre. Diese könnten außerhalb des Dollar-Raums durch einen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit aufgrund einer Dollar-Abwertung und durch die sinkende Importnachfrage der USA noch verstärkt werden.

*... auf USA, ...* In seinem jüngsten World Economic Outlook kalibriert der IWF auf Basis seines Global Economy Model das Szenario, dass die Vereinigten Staaten schlagartig ihre besondere Attraktivität für ausländische Investoren verlieren und ihr Zinsvorteil als Schuldernation erodiert.<sup>6)</sup> In den USA hätte dies dem Modell zufolge neben einem scharfen Zinsanstieg binnen Jahresfrist eine reale effektive Abwertung des US-Dollar um über 14 % und einen vorübergehenden, drastischen Einbruch des Wirtschaftswachstums um real drei Prozentpunkte zur Folge.

*... asiatische Schwellenländer, ...* Unter den Partnerländern wären die Schwellenländer Asiens voraussichtlich am stärksten betroffen. Ihre Wechselkurse dürften nach der Modellrechnung im Durchschnitt um real über 17 % aufwerten, und das Wirtschaftswachstum von derzeit real 8 % würde sich während der ersten zwei Jahre nach dem Schock halbieren.

*... Europa und Japan* Die Auswirkungen in Europa und Japan wären der Richtung nach ähnlich, doch weniger stark ausgeprägt. Die reale effektive Aufwertung des Euro und des Yen hielte sich den Berechnungen des IWF zufolge mit 7 % in Grenzen,

die Einbußen im Wirtschaftswachstum wären mit fast eineinhalb Prozentpunkten gleichwohl beträchtlich.

Mit Blick auf Deutschland wurden im Rahmen eigener Berechnungen die möglichen Auswirkungen einer abrupten effektiven Abwertung des US-Dollar um 30 % simuliert<sup>7)</sup>, wobei Effekte über den Zinskanal ausgeblendet wurden. Das Bruttoinlandsprodukt hierzulande würde nach diesen Berechnungen im Vergleich zum Basisszenario im ersten Jahr nach dem Schock um 1½ % zurückgehen, im zweiten Jahr um annähernd 2½ %.

*Deutsche Wirtschaft ebenfalls stark betroffen*

Der Gefahr einer abrupten Anpassung der globalen Leistungsbilanzungleichgewichte sollte daher durch geeignete Politikmaßnahmen rechtzeitig begegnet werden. In den USA bleiben trotz positiver Tendenzen bei den öffentlichen Haushalten eine Rückführung des Staatsdefizits sowie eine Stärkung der privaten Ersparnisbildung erforderlich. In einigen asiatischen Schwellenländern orientieren sich die Wechselkurse nach wie vor stark am US-Dollar. Eine Flexibilisierung würde eine mögliche marktbedingte effektive Abwertung des US-Dollar auf eine breitere Basis stellen und so das Ausmaß der bilateralen Wechselkursanpassungen gegenüber anderen Währungen begrenzen. Schließlich besteht auch für die Politik in Europa und insbesondere in Deutschland Handlungsbedarf. Dringend angezeigt sind weitere Reformmaßnahmen mit dem Ziel einer Stärkung des Wachstumspotenzials,

*Geeignete Politikmaßnahmen, ...*

<sup>6</sup> IMF World Economic Outlook, September 2006.

<sup>7</sup> Die effektive Euro-Aufwertung kommt in dem Modell durch eine effektive Abwertung des US-Dollar um 30 % zustande, die wiederum aus einer Abwertung des US-Dollar gegenüber allen asiatischen und europäischen Währungen, also auch dem Euro, um gut 44 % resultiert.

nicht zuletzt um die Wirtschaft widerstandsfähiger gegen externe Störeinflüsse zu machen.

... ergänzt durch multilaterale Konsultationen

Auf supranationaler Ebene sind multilaterale Konsultationen vorgesehen, an denen neben dem IWF auch Vertreter der USA, der Europäischen Währungsunion, Japans, Chinas und Saudi Arabiens teilnehmen. Sie sollten vor allem deutlich machen, dass die zur Reduzierung der globalen Ungleichgewichte empfohlenen Politikmaßnahmen auch den eigenen Interessen der betroffenen Länder dienen.

## Finanzmarktrisiken

Positives Basisszenario auch an Finanzmärkten eingepreist

Positive Erwartungen zur weltwirtschaftlichen Entwicklung, die eine sanfte Landung der US-Wirtschaft einschließen und auch dem Basisszenario dieses Berichts zugrunde liegen, spiegeln sich in der Kursentwicklung an den internationalen Finanzmärkten wider.<sup>8)</sup> Im Unterschied zu den Boomjahren um die Jahrtausendwende gibt es derzeit nur vereinzelt Anzeichen für mögliche Übertreibungen auf wichtigen Teilmärkten. In einer längerfristigen Betrachtung erscheinen die Bewertungen in wichtigen Marktsegmenten allerdings anfällig gegenüber einer zyklischen Verschlechterung des derzeitigen Umfelds.

Risiko von Anspannungen im Zuge einer globalen Konjunkturabkühlung

Vor diesem Hintergrund stellt die Möglichkeit einer allgemeinen Neubewertung der Risiko- und Ertragsaussichten im Falle einer unerwarteten Eintrübung der realwirtschaftlichen Perspektiven derzeit ein wesentliches Finanzmarktrisiko dar. Anpassungen könnten vor allem durch eine Revision günstiger Erwartungen über globales und regionales Wachstum und zur Kreditqualität der Unterneh-

men ausgelöst werden. Das internationale Finanzsystem, mit dem die deutschen Finanzintermediäre und -märkte eng verflochten sind, hat in den letzten Jahren eine hohe Widerstandsfähigkeit gegenüber Schocks und Korrekturen in einzelnen Marktsegmenten gezeigt. Doch lehrt die Erfahrung, dass größere Marktpreisanpassungen in einem schwächeren globalen Konjunkturklima mit erheblichen Anspannungen einhergehen können. Ein mögliches Störpotenzial stellen dabei Hedgefonds dar, die mit ihrem weiter wachsenden Gewicht und trendfolgenden Handelsstrategien Marktumschwünge verschärfen können. Eine sich selbst verstärkende Dynamik kann darüber hinaus insbesondere durch das Zusammenspiel marktbezogener Risiken (wie Marktliquiditäts- und Geschäftspartnerrisiken) sowie Wechselwirkungen zwischen Marktsegmenten entstehen.

## Risiken größerer Anpassungen von Finanzmarktpreisen ...

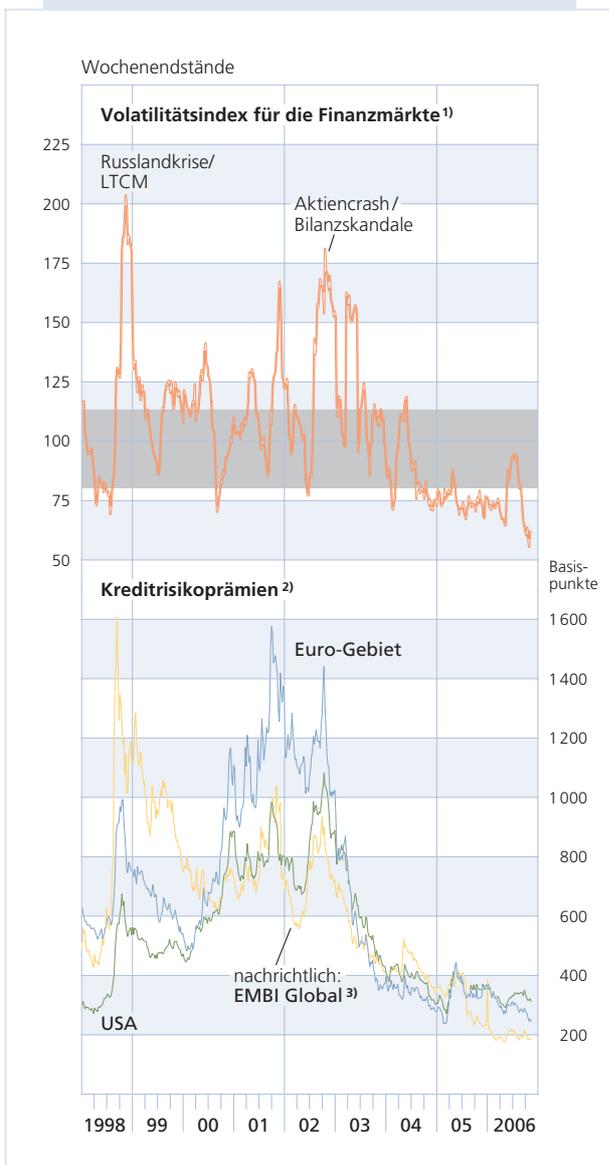
Die in- und ausländischen Finanzmärkte werden seit Ende 2005 maßgeblich durch die sehr gute globale Konjunkturentwicklung geprägt. Kräftiges Wachstum der Unternehmensgewinne bei günstigen Finanzierungsbedingungen und niedrigen Kreditausfallraten tragen zu insgesamt geringen Preisschwankungen von Finanztiteln bei (siehe Schaubild 1.1.4). Insbesondere die niedrigen Prämien für das Unternehmenskreditrisiko beruhen zum

Finanzmärkte geprägt durch günstiges realwirtschaftliches Umfeld ...

<sup>8</sup> Eine bemerkenswerte Ausnahme bildet dabei der US-Rentenmarkt, dessen langfristige Zinsen bereits seit zwei Jahren für das vorherrschende Konjunkturbild ungewöhnlich niedrig sind. Nach wie vor dürfte dieses Phänomen auf Sonderfaktoren zurückzuführen sein, zu denen u. a. Währungsanlagen ausländischer Zentralbanken gehören, die nicht vorrangig durch Renditeziele motiviert sind.

Schaubild 1.1.4

**VOLATILITÄTSINDEX UND KREDITRISIKOPRÄMIEN**



Quellen: Bloomberg, JPMorgan, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch und eigene Berechnungen. — **1** Zwölf Wochen historische Volatilität, normiert und aufaddiert für Dow Jones Euro Stoxx, S&P 500, Bundesanleihen, US-Treasuries, Euro/US-Dollar und Yen/US-Dollar. Seit 1992 lagen 50% der Indexwerte innerhalb des grauen Bandes und jeweils 25% darüber bzw. darunter. — **2** Differenz zwischen Unternehmensanleihen (Rating BB (Standard & Poor's) bzw. Ba (Moody's) oder niedriger mit einer Restlaufzeit von mindestens einem Jahr und Staatsanleihen mit vergleichbarer Laufzeit. — **3** Emerging Markets Bond Index Global.

DEUTSCHE BUNDESBANK

wesentlichen Teil auf der Erwartung eines anhaltend positiven Marktumfelds, welche typischerweise auch mit einer erhöhten Risikoneigung der Marktteilnehmer einhergeht.

Auf der monetären Seite setzten die Zentralbanken in den USA (bis zur Jahresmitte) und im Euro-Gebiet den Kurs einer allmählichen Straffung der Geldpolitik zur Abwehr steigender Inflationsrisiken fort, in Japan wurde er vorsichtig eingeleitet. Der Prozess der Liquiditätsverteuerung verlief über die vergangenen zwei Jahre insgesamt ohne größere Friktionen an den Finanzmärkten, nicht zuletzt weil er in maßvollen Schritten implementiert wurde. Angesichts der weiterhin akkommodierenden Geldpolitik im Euro-Gebiet und in Japan sowie der fortgesetzten Währungsinterventionen anderer asiatischer Länder ist allerdings nach wie vor reichlich Liquidität im globalen Finanzsystem vorhanden.

... und allmählichen Liquiditätsentzug

Aufgrund der oben beschriebenen makroökonomischen Risiken sind Szenarien besonders zu beachten, die eine stärkere Eintrübung des realwirtschaftlichen Umfelds unterstellen. Soweit die Finanzmarktpreise auf zu günstigen makroökonomischen Annahmen beruhen,<sup>9</sup> könnte eine Neubewertung der Risiko- und Ertragsaussichten mit Verwerfungen an den Finanzmärkten einhergehen. Die zeitweise höhere Finanzmarktvolatilität im zweiten Quartal dieses Jahres hat gezeigt, dass auch in einem fundamental robusten Umfeld eine überwiegend von einem Umschwung der Risikoneigung getriebene Korrektur erhebliche Ausmaße annehmen kann. In einem weniger

Beachtenswerte Marktrisiken im Falle einer fundamentalen Neubewertung an den Finanzmärkten ...

<sup>9</sup> Neben konjunkturellen Faktoren könnten auch strukturelle Gründe eine Erwartungsrevision auslösen, z. B. falls sich die inflationsdämpfenden Effekte des Globalisierungsprozesses nicht als dauerhaft erweisen sollten.

robusten wirtschaftlichen Umfeld wächst die Gefahr, dass sich eine nachlassende Risikobereitschaft und die konjunkturellen Dämpfungseffekte gegenseitig verstärken (etwa wenn Investitionen und Konsum aufgrund von Vermögenswertverlusten zurückgehen).

... wie in der Korrekturphase im zweiten Quartal deutlich wurde

Bemerkenswert sind in diesem Zusammenhang die in Stressphasen mitunter überraschenden Korrelationsänderungen einzelner Anlageklassen zueinander. Dies zeigte sich zum Beispiel im Mai/Juni dieses Jahres im scharfen Anstieg der positiven Korrelation zwischen Aktienkursen und einigen Rohstoffpreisen (siehe Schaubild 1.1.5). Zudem ließ sich für diesen Zeitraum ein Anstieg der (impliziten) Volatilität an den Aktienmärkten sowie der Risikoprämie am Rentenmarkt feststellen. Der temporär nachlassende Risikoappetit war wesentlicher Auslöser für den zeitgleichen Ausstieg aus vielen risikoreicheren Anlageklassen. Besonders betroffen waren solche Finanztitel, die zuvor in kurzer Zeit hohe Kursgewinne verzeichnet hatten. Mit zunehmender Risikoaversion einhergehende Portfolioumschichtungen, nicht zuletzt eine Hinwendung zu risikoärmeren und liquideren Anlageformen, können daher kurzfristig heftige Kursschwankungen selbst in weit gestreuten Vermögensklassen zur Folge haben.

### ...an den Rentenmärkten

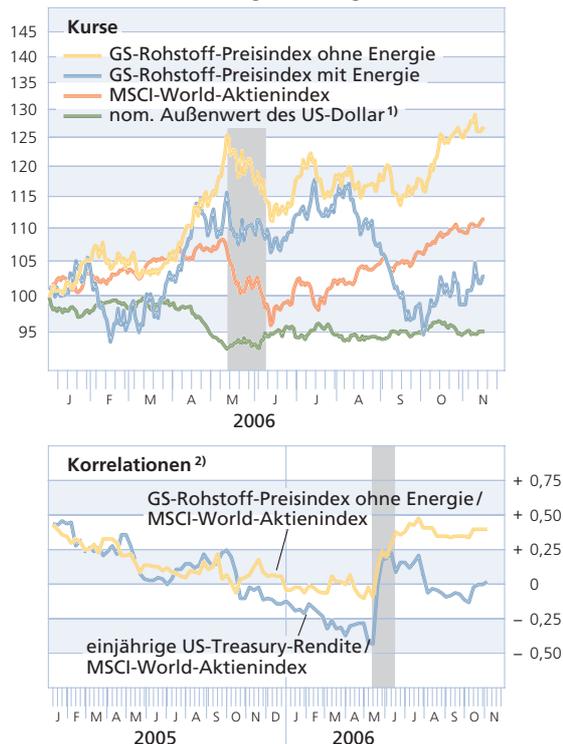
Niedrige Renditen bei moderaten Inflations- und Wachstumserwartungen

Die Erwartung eines moderaten Wirtschaftswachstums bei niedriger Inflation prägt weiterhin die Renditeentwicklung zehnjähriger Bundes- beziehungsweise EWU-Staatsanleihen (siehe Schaubild 1.1.6). Wesentlicher Einflussfaktor für das gegenwärtig im historischen

Schaubild 1.1.5

### MARKTKORREKTUREN IM MAI / JUNI 2006

1. Januar 2006 = 100, Tageswerte, log. Maßstab



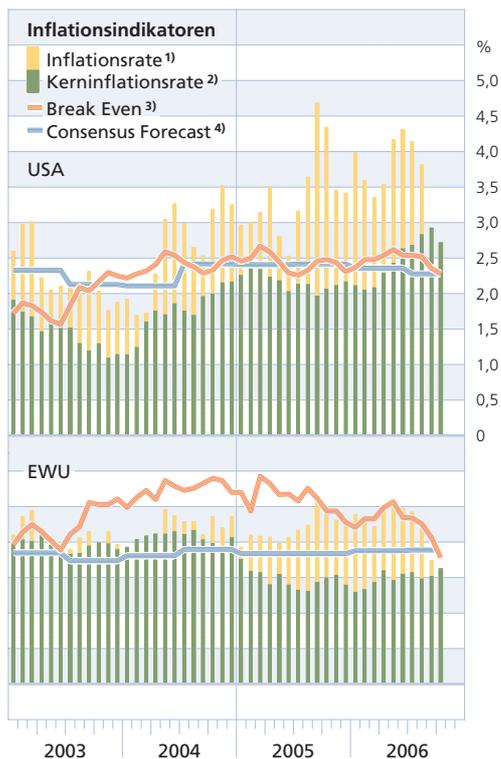
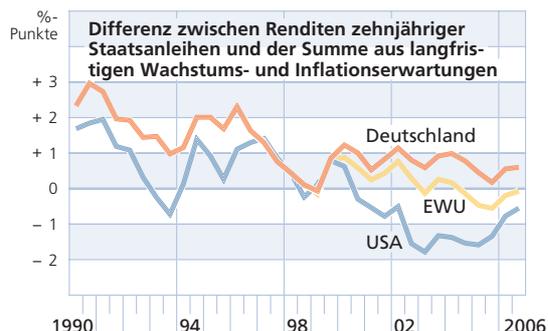
Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. —  
<sup>1</sup> Handelsgewichtet gegenüber wichtigen Währungen. Quelle: Federal Reserve, Veröffentlichung H.10. —  
<sup>2</sup> Gleitender Durchschnitt der letzten 26 Wochenendstände, basierend auf Veränderungsdaten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Vergleich niedrige Renditeniveau dürfte ein Abbau der Laufzeitprämien sein, welche die Investoren für höhere Kursänderungsrisiken länger laufender Rentenpapiere kompensieren. Dauerhaft verminderte Laufzeitprämien verbessern die Finanzierungsbedingungen für Investoren und wirken positiv auf die Preise anderer Vermögenswerte, beispielsweise Aktien und Immobilien. Insoweit übt das niedrige Niveau der langfristigen Renditen in einem ge-

Schaubild 1.1.6

### BEWERTUNGSFAKTOREN FÜR DIE RENTENMÄRKTE



Quellen: Consensus Economics, Bloomberg und eigene Berechnungen. — **1** Veränderung des Verbraucherpreisindex (USA) bzw. des HVPI (EWU) gegenüber Vorjahr. — **2** Veränderung des Verbraucherpreisindex ohne Nahrungsmittel und Energie (USA) bzw. ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie (EWU) gegenüber Vorjahr. — **3** Renditedifferenz zwischen nominalen und inflationsindexierten Staatsanleihen. — **4** Halbjährliche Umfragen zu Erwartungen über die Entwicklung der Verbraucherpreise über die nächsten zehn Jahre.

DEUTSCHE BUNDESBANK

wissen Umfang einen stabilisierenden Einfluss auf das Geschäftsumfeld von Finanzinstituten aus, deren Erträge aus der Fristentransformation aufgrund der flacheren Zinskurve unter Druck stehen. Angesichts des konjunkturellen Umfelds in Deutschland und im Euro-Raum erscheint ein Basisszenario, in dem die Zinsstrukturkurve noch über längere Zeit relativ flach bleibt, derzeit nicht unplausibel. Dies steht auch im Einklang mit den Zinsprognosen von Experten (siehe Schaubild 1.1.7).

Dabei spielt eine Rolle, dass sowohl die langfristigen Realzinsen als auch die Inflations- und Laufzeitprämien im Euro-Raum kein ausgeprägtes Korrekturpotenzial aufweisen. Wichtige Rahmenbedingungen für die Rentenmärkte sind zudem die Verlässlichkeit der Geld- und Wirtschaftspolitik sowie die Erwartung, dass intensiver globaler Wettbewerb auch künftig einem möglichen Preisdruck entgegenwirkt. So hat zum Beispiel die erhebliche Verteuerung des Rohöls über die vergangenen Jahre bisher nicht zu merklich höheren Kapitalmarktzinsen infolge ansteigender Inflationserwartungen geführt.

*Kein ausgeprägtes Korrekturpotenzial bei langlaufenden EWU-Staatsanleihen*

Auch Sonderfaktoren, wie etwa Kapitalzuflüsse aus Öl exportierenden Ländern und eine regulatorisch bedingte steigende Nachfrage von Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds nach Wertpapieren mit längeren Laufzeiten, dürften weiterhin einen renditesenkenden Einfluss auf das Kapitalmarktzinsniveau ausüben.<sup>10</sup> In den USA scheinen sie sogar zu ungewöhnlich niedrigen Kapitalmarktzinsen beigetragen zu haben. Damit verbunden ist eine Abkoppelung der langfristigen realen US-Renditen sowohl

*Risiken einer Aufwärtskorrektur der US-Renditen ...*

<sup>10</sup> Zu weiteren Sonderfaktoren vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht, November 2005.

von der konjunkturellen Situation als auch von den langfristigen Wachstumserwartungen. Vor diesem Hintergrund ist die inverse US-Zinsstrukturkurve, anders als in früheren Phasen, derzeit als Indikator für eine baldige Rezession in den USA weniger verlässlich.

... könnten auch deutsches Finanzsystem treffen

Die Abkoppelung beinhaltet aber nach wie vor das Risiko einer abrupten Aufwärtskorrektur der langfristigen US-Renditen. Von einem solchen Szenario gingen Risiken auch für das deutsche Finanzsystem aus, da es weltweit zu einer Neubewertung von Vermögenswerten führen könnte. Neben Kursverlusten für deutsche Investoren wäre auch mit ungünstigeren Finanzierungsbedingungen für international tätige Unternehmen und einer Eintrübung des internationalen Kredit- und Kapitalmarktgeschäfts deutscher Kreditinstitute zu rechnen. Eine allgemeine Neubewertung schließt die Möglichkeit einer direkten Übertragung von Renditeschocks vom US-amerikanischen auf den europäischen Rentenmarkt ein. Der in den vergangenen Jahren übliche Gleichlauf von Euro- und US-Staatsanleihen deutet darauf hin, dass sich größere Schwankungen im US-Markt auf europäische Renditen übertragen könnten. Ein Risikoszenario muss daher einen solchen Zusammenhang in Rechnung stellen, auch wenn er vor allem mittel- und langfristig nicht zwangsläufig ist.<sup>11)</sup>

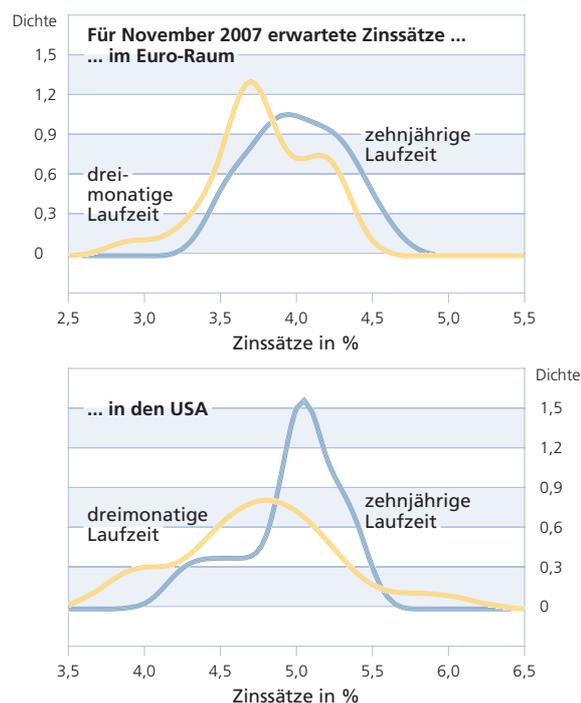
### ... an den Aktienmärkten

Ausgezeichnete Ertragslage trägt zu Kursaufschwung bei

An den europäischen und US-Aktienmärkten trugen die insgesamt sehr gute Ertragslage der Unternehmen und das günstige realwirtschaftliche Umfeld seit dem vierten Quartal des letzten Jahres zu einem deutlichen

Schaubild 1.1.7

### EXPERTENPROGNOSEN FÜR KURZ- UND LANGFRISTIGE ZINSSÄTZE\*)



Quelle: Consensus Economics und eigene Berechnungen. — \* Expertenprognosen (Consensus Forecasts, November 2006) für den Stand der Zinssätze Ende November 2007. Die Häufigkeitsverteilung wurde mit einer nichtparametrischen Kernel-Methode (Gauss, Silverman) geglättet.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Kursaufschwung bei. Nach der temporären Korrektur im zweiten Quartal 2006 setzten die Aktienkurse ihre Aufwärtsentwicklung fort und erreichten zwischenzeitlich langjährige Höchststände.

**11** Wenn die Renditekorrektur in den USA z. B. mit einem Abfluss ausländischen Kapitals und einer Abwertung des US-Dollar einherginge, könnte die Wiederanlage der Mittel in Europa eine Aufwertung des Euro und eine Dämpfung eines möglichen Renditeauftriebs im Euroraum zur Folge haben.

Schaubild 1.1.8

## BEWERTUNGSFAKTOREN FÜR DIE AKTIENMÄRKTE



Quellen: Thomson Financial Datastream, Consensus Economics und eigene Berechnungen. — **1** Für den von Thomson Financial Datastream auf Basis der DAX-Unternehmen ermittelten Index. Indexgewichte werden hierbei nach Marktwert berechnet, nicht nach Free Float wie beim DAX der Deutschen Börse. — **2** Für den DAX. — **3** Für den S&P 500. — **4** Berechnet als Verhältnis von Preis geteilt durch Buchwert zu Kurs-Gewinn-Verhältnis für die von Thomson Financial Datastream ermittelten breiten Aktienmarktindizes für Deutschland und die USA. — **5** Berechnung der Aktienrisikoprämie anhand des dreistufigen Dividendenbarwertmodells gemäß R.J. Fuller und C.-C. Hsia (1984), A Simplified Common Stock Valuation Model, Financial Analysts Journal, September-October, S.49-56.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Zwar erscheint die Bewertung des deutschen und des US-Marktes auf Basis der derzeitigen (kurzfristigen) Gewinnschätzungen moderat. So wird der DAX 30 zurzeit mit dem 12,6-fachen der für die nächsten zwölf Monate erwarteten Gewinne gehandelt, wobei der Durchschnittswert von 1988 bis heute bei 16,4 liegt (siehe Schaubild 1.1.8). Das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den S&P 500 liegt mit 14,7 ebenfalls unter dem langfristigen Durchschnitt von 16.<sup>12)</sup> Allerdings könnte im Falle einer deutlichen Konjunkturertrübung die kurzfristige Gewinndynamik der Unternehmen stärker nachlassen als dies derzeit erwartet wird. Dabei ist zu beachten, dass die Eigenkapitalrentabilität der an deutschen beziehungsweise US-Börsen notierten Unternehmen nach der dynamischen Gewinnentwicklung der letzten Jahre mittlerweile in der Nähe von beziehungsweise auf historischen Höchstständen liegt.<sup>13)</sup> Sollte sich das Gewinnwachstum abschwächen, wäre insoweit ein Druck auf die Aktienkurse nicht auszuschließen.<sup>14)</sup>

*Moderate Bewertung auf Basis kurzfristiger Gewinnprognosen, Gewinne aber zyklisch hoch*

Auch eine höhere Aktienrisikoprämie und/oder steigende Realzinsen könnten zu Kursrückgängen an den Aktienmärkten führen. Nach dem Dividendendiskontierungsmodell gehören ne-

*Zunahme der Risikoaversion und Zinsanstieg an Rentenmärkten könnten auf Aktienmärkte ausstrahlen*

**12** Allerdings deutet eine weitere gängige Bewertungskennzahl, das Preis-Cashflow-Verhältnis, auf eine im langfristigen Vergleich eher hohe Bewertung hin: Mit 6,2 bzw. 11,4 für den deutschen bzw. US-amerikanischen Aktienmarkt liegt diese Kennzahl deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt von 4,3 bzw. 9,6. Einige Analysten bevorzugen diese Bewertungskennziffer, da der Cashflow im Allgemeinen geringeren buchhalterischen Gestaltungseinflüssen als der Gewinn unterliegt.

**13** Die durchschnittliche Eigenkapitalrentabilität der Unternehmen in einem vom Datenanbieter Thomson Financial Datastream ermittelten marktbreiten Aktienindex liegt für Deutschland bzw. die USA derzeit bei 14,7 % bzw. 17,6 % gegenüber 11,4 % bzw. 14,1 % im Durchschnitt von 1980 bis heute.

**14** Auf Basis eines gleitenden 10-Jahres-Durchschnitts der Gewinne liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den S&P 500 derzeit bei 31,0 und damit über dem langfristigen Durchschnitt von 24,5 seit 1978. Der vergleichbare Wert für den von Datastream berechneten DAX-Index liegt bei aktuell 18,7 gegenüber 21,7 von 1983 bis heute.

## Kasten 1.1

**KORRELATION DER AKTIENMARKTVOLATILITÄT MIT WICHTIGEN FINANZMARKTPREISEN**

Die Volatilitäten der Renditen wichtiger Vermögenswerte wie Staats- und Unternehmensanleihen, Aktien und Währungen sind – verglichen mit den vorangegangenen acht Jahren – seit Mitte 2004 im Allgemeinen niedrig. Zwar schnellte die Volatilität an den Aktien- und Devisenmärkten während der Marktkorrektur im Mai/Juni dieses Jahres empor, allerdings kehrte sie nach der Verkaufswelle im Wesentlichen auf ihr Ausgangsniveau zurück.

Neben strukturellen dürften zyklische Faktoren den Rückgang der Volatilität an den Finanzmärkten in jüngerer Zeit maßgeblich beeinflusst haben.<sup>1)</sup> Empirische Studien haben gezeigt, dass insbesondere die Aktienmarktvolatilität in einer negativen Beziehung zur gesamtwirtschaftlichen Aktivität steht.<sup>2)</sup> Dies wirft die Frage auf, welche Implikationen ein unerwartet schwächeres globales Wachstum auf die Volatilität am Aktienmarkt hätte.<sup>3)</sup> Insbesondere für Deutschland gibt es Hinweise darauf, dass eine hohe Aktienmarktvolatilität häufiger mit Rezessionen in den USA einhergeht als mit Rezessionen im eigenen Land.<sup>4)</sup> Selbst wenn das derzeit günstige makroökonomische Umfeld in Deutschland anhält, muss die Volatilität an den deutschen Finanzmärkten nicht notwendigerweise niedrig bleiben.

Regelmäßig lässt sich beobachten, dass ein Anstieg der Volatilität am Aktienmarkt mit Kursrückgängen einhergeht. Umgekehrt sinkt die Volatilität typischerweise, wenn Aktienkurse steigen. Eine mögliche Erklärung für diesen asymmetrischen Zusammenhang bietet die sogenannte „Leverage-Hypothese“.<sup>5)</sup> Ein Anstieg der Aktienmarktvolatilität hat darüberhinaus auch Auswirkungen auf die Spreads von Unternehmensanleihen. Nach dem

Bewertungsmodell von Merton (1974) führen ein geringerer Marktwert und eine Zunahme der Volatilität – bei sonst gleichen Bedingungen – zu einem höheren geforderten Kreditaufschlag.<sup>6)</sup> Empirisch lässt sich feststellen, dass der Rückgang der Aktienmarktvolatilität und steigende Aktienkurse in der jüngsten Vergangenheit zu einem deutlichen Rückgang der Zinsaufschläge von Unternehmensanleihen geführt haben.<sup>7)</sup> Umgekehrt ist davon auszugehen, dass ein Anstieg der Volatilität zu steigenden Risikospreads führt.

Die Höhe der impliziten Aktienmarktvolatilität steht schließlich in einem engen Zusammenhang zur Korrelation der Renditen am Aktien- und Staatsanleihemarkt. In einer einfachen Regression auf Basis von Monatsdaten für den Zeitraum 1994 bis Mitte 2006 zeigt sich, dass eine niedrige implizite Volatilität am deutschen Aktienmarkt mit einer hohen Korrelation der Aktien- und Rentenmarktrenditen einhergeht. Sollte die Volatilität folglich auf ein deutlich höheres Niveau ansteigen, ist damit zu rechnen, dass die Korrelation negativ ausfällt. Aus Finanzstabilitätssicht ist dieser Aspekt positiv zu bewerten, da in Zeiten von Turbulenzen an den Aktienmärkten – wie zuletzt zur Jahresmitte – tendenziell steigende Anleihepreise die Erträge eines gemischten Portfolios stabilisieren sollten.

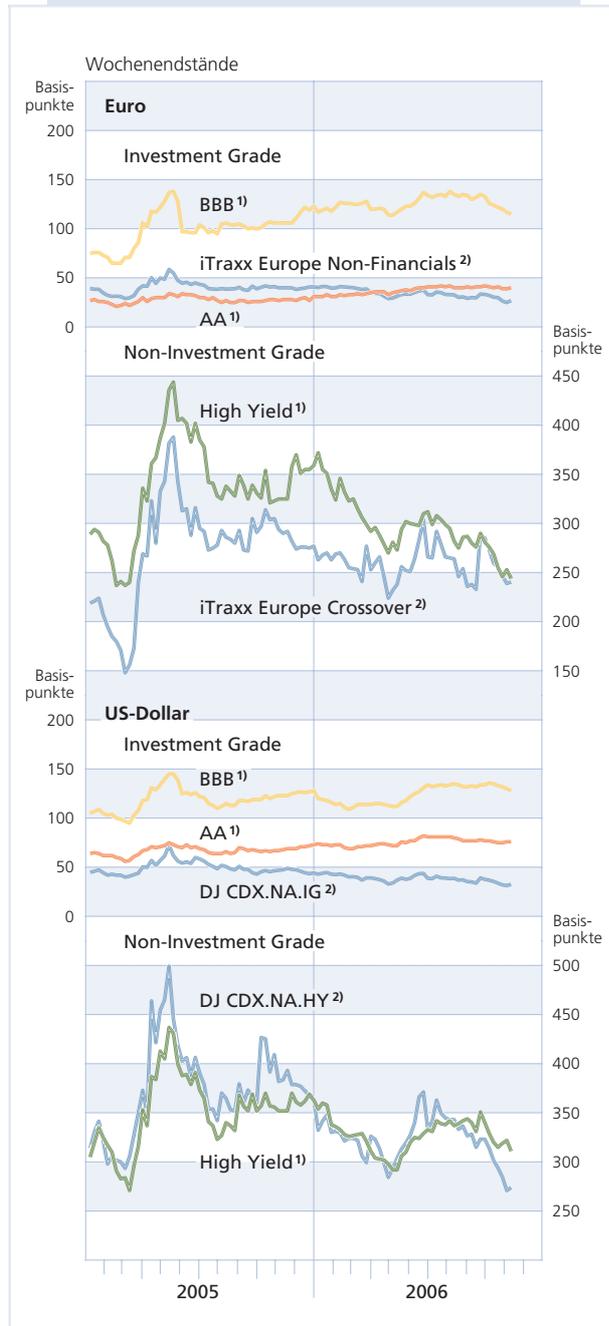
Zu beachten ist, dass die beschriebenen Zusammenhänge noch keine Aussagen über mögliche Kausalitäten zulassen. So könnten auch Änderungen von Drittvariablen (wie z. B. ein allgemeiner Erwartungsumschwung) ursächlich für simultane Änderungen der Aktienmarktvolatilität und von Vermögenspreisen sein. Gleichwohl belegen sie einen engen Zusammenhang zwischen der Aktienmarktvolatilität und einzelnen Finanzmarktsegmenten.

**1** Wichtige strukturelle Erklärungsfaktoren sind die geringere Volatilität makroökonomischer Größen (Wachstum, Inflation), Finanzinnovationen, die eine breitere Verteilung von Risiken im Finanzsystem ermöglicht haben, sowie die größere Transparenz wichtiger Zentralbanken und eine gradualistischere Geldpolitik. Diesbezüglich vgl. auch: BIZ, *The recent behaviour of financial market volatility*, BIS Papers No 29, August 2006. — **2** Vgl. z. B.: G. Schwert (1989), *Why Does Stock Market Volatility Change over Time?*, *Journal of Finance* 44, S. 1129–55. — **3** Auch eine höhere Unsicherheit über den zukünftigen Pfad der Geldpolitik, nachdem die Kurzfristzinsen einem neutralen Niveau nähergekommen sind, könnte zu einem Anstieg der Volatilität beitragen. — **4** Vgl.: IMF, *Global Financial Stability Report*, September 2003, S. 71. Die zugrunde liegenden Schätzungen beziehen

sich auf den Zeitraum 1970–2002. Fundamentale (z. B. ein möglicher Vorlauf des US-Wirtschaftszyklus) und institutionelle Aspekte (z. B. ein Cross-Listing von Aktien) könnten möglicherweise wichtige Erklärungsfaktoren sein. — **5** Die Hypothese stellt darauf ab, dass bei sinkendem Unternehmenswert der prozentuale Anteil des Eigenkapitals fällt (und damit das Leverage steigt). Dies wiederum hat zur Folge, dass die Volatilität der Aktie zunimmt. Vgl.: J. Campbell, A. Lo und A. MacKinlay (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, S. 497. — **6** R.C. Merton (1974), *On the Pricing of Corporate Debt, The Risk Structure of Interest Rates*, *Journal of Finance* 29, S. 449–470. — **7** Vgl.: Deutsche Bundesbank, *Strukturelles Bewertungsmodell für Unternehmensanleihen*, Monatsbericht, April 2004, S. 25.

Schaubild 1.1.9

### KREDITRISIKOPRÄMIEN



Quellen: Merrill Lynch, Bloomberg und JPMorgan. — **1** Differenz zwischen sieben- bis zehnjährigen Unternehmensanleihen der jeweiligen Bonitätsklasse und Staatsanleihen mit vergleichbarer Laufzeit. — **2** Zusammensetzung der CDS-Indizes wird halbjährlich im März und September angepasst.

DEUTSCHE BUNDESBANK

ben den aktuellen und erwarteten Dividenden (bzw. Gewinnen) auch die Realzinsen und die Aktienrisikoprämie zu den fundamentalen Bestimmungsgrößen des Kurses einer Aktie. Die anhand des dreistufigen Dividendenbarwertmodells geschätzten Aktienrisikoprämien für den DAX beziehungsweise den S&P 500 bewegen sich derzeit leicht unter beziehungsweise etwas über ihren langjährigen Mittelwerten und deuten somit nicht auf eine auffallend hohe Risikoneigung der Marktteilnehmer hin.

#### ... an den Unternehmenskredit- und Kreditrisikotransfermärkten

Hohe Unternehmensgewinne bilden im laufenden Jahr weiterhin die Basis für niedrige Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen. Obwohl der nicht-finanzielle Unternehmenssektor in den USA und im Euro-Raum im Vorjahresvergleich jeweils merklich höhere Schuldenstände aufweist,<sup>15)</sup> liegt das Verhältnis von Schulden zu Gewinnen noch immer weit unter seinem langjährigen Durchschnitt. Dementsprechend gering sind Zahlungstörungen oder Ausfälle bei Unternehmensanleihen und syndizierten Krediten. Mit Blick auf die weitere Entwicklung der Schulden/Gewinn-Quote sind es vor allem die schwankungsanfälligen Unternehmensgewinne, von denen im ungünstigen Fall eine rasche Ausweitung der Risikoprämien am Unternehmenskreditmarkt ausgehen könnte. So liegt die Gewinnentwicklung in den USA derzeit weit über ihrem langjährigen Trend.<sup>16)</sup>

*Unternehmensanleihemarkt weiter gestützt durch erfreuliche Gewinnentwicklung, ...*

**15** Vgl.: Federal Reserve Board, Flows of Funds, Table D. 3, bzw. EZB, Statistik des Euro-Währungsgebiets (Anhang zu den Monatsberichten), Tabelle 3.2.

**16** Daten zu den Gewinnen für den Unternehmenssektor im Euro-Raum sind nicht zeitnah verfügbar. Historisch betrachtet zeigt sich jedoch ein Gleichlauf von Gewinnen und Ausfallraten von Unternehmensanleihen zwischen den USA und der übrigen Welt (einschl. Europa).

... doch hohe Bewertung birgt Rück-schlagspotenzial

Die Kreditrisikoaufschläge für Unternehmensanleihen europäischer Emittenten haben sich im Jahresverlauf von niedrigem Niveau ausgehend insgesamt etwas erhöht (siehe Schaubild 1.1.9). Allerdings bewegen sich die Risikoaufschläge von Schuldnern mit vergleichsweise geringer Kreditqualität derzeit wieder nahe ihrem im ersten Quartal 2005 erreichten Tief. Dieses hohe Bewertungsniveau könnte nicht nur über eine Eintrübung der Gewinnaussichten merklich unter Druck geraten. Der Prozess der geldpolitischen Normalisierung könnte risikoärmere Geldanlagen, die in substitutivem Verhältnis zu Unternehmensanleihen stehen, zunehmend attraktiver erscheinen lassen, zumal sich die Zinsstrukturkurve deutlich abgeflacht hat. Zudem würde eine durch unternehmensspezifische Ereignisse hervorgerufene Neueinschätzung der Risiken möglicherweise abrupte Marktkorrekturen auslösen.<sup>17)</sup>

Bonitätsnoten der Ratingagenturen bei differenziertem Bild insgesamt etwas rückläufig

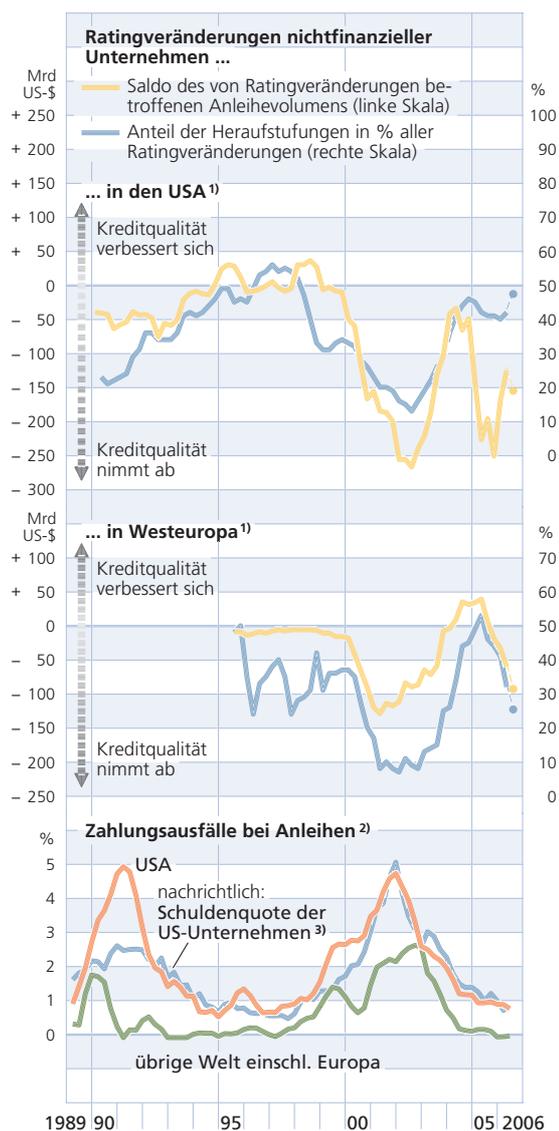
Die Bonitätseinschätzungen der Ratingagenturen lassen erkennen, dass sich die Kreditqualität der mit einem Rating versehenen Unternehmen in Westeuropa zuletzt insgesamt verschlechtert hat (siehe Schaubild 1.1.10). So überwogen im zweiten und dritten Quartal 2006 die Ratingherabstufungen die Heraufstufungen deutlich.<sup>18)</sup> Bemerkenswert ist dabei allerdings, dass sich im Segment der Schuldner mit geringerer Kreditqualität in diesem Jahr die Herauf- und Herabstufungen in etwa ausgleichen. Innerhalb des Investment-Grade-Segments hat sich hingegen im Jahresverlauf der Trend zu einer Verschlechterung der Kreditqualität beschleunigt.

<sup>17</sup> Risiken gehen z. B. von der anhaltend schwierigen wirtschaftlichen Lage von Unternehmen der US-Automobilbranche aus, die zu den größten Nichtbank-Emittenten gehören.

<sup>18</sup> Dagegen hielten sich in den USA Herauf- und Herabstufungen beinahe die Waage.

Schaubild 1.1.10

## INDIKATOREN ZUR KREDITQUALITÄT



Quellen: Thomson Financial Datastream, Moody's und eigene Berechnungen. — <sup>1</sup> Gleitender Durchschnitt über vier Quartale. ● = Letzter Stand: 3. Vj. 2006. — <sup>2</sup> 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. — <sup>3</sup> Index für das Verhältnis von Schulden zu Gewinnen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

*Belastungsfaktoren könnten zumindest kurzfristig noch dominieren*

Ein wesentlicher Faktor hierfür waren die anziehenden Bruttoanlageinvestitionen von Unternehmen mit hoher Kreditwürdigkeit, während die anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen von vielen weniger guten Schuldnern zu weiteren Bilanzverbesserungen – etwa über eine Senkung der Zinsbelastungen – genutzt wurden.<sup>19)</sup> Auf längere Sicht erscheint es durchaus möglich, dass die höhere Investitionstätigkeit von Firmen im Investment-Grade-Bereich zu einer steigenden Profitabilität und damit zu einer insgesamt besseren Kreditqualität führt. Druck auf die Ratingurteile könnte hingegen entstehen, wenn sich die Neigung im Unternehmenssektor zu aktionärsfreundlichen Maßnahmen wie Aktienrückkäufen und Sonderdividenden weiter fortsetzt<sup>20)</sup> und der Trend zu vornehmlich mit Fremdkapital finanzierten Unternehmensübernahmen anhält (siehe auch Kasten 1.2 auf S. 46).

*Märkte für Kreditrisikotransfer könnten mittelfristig die Effizienz des Finanzsystems fördern, ...*

Strukturelle Entwicklungen wie zunehmende Handelbarkeit und exaktere Bewertungsmethoden an den Märkten für den Transfer von Kreditrisiken können prinzipiell zu einer breiteren Streuung und effizienteren Allokation der Kreditrisiken im Finanzsystem beitragen. Es ist daher vorstellbar, dass diese Faktoren das Niveau der Kreditrisikoaufschläge – über einen vollen Kreditzyklus betrachtet – im Durchschnitt sinken lassen. Aufgrund der begrenzten Transparenz des Marktsegments ist allerdings nicht auszuschließen, dass hier auch Investoren aktiv sind, die die Risikoprofile komplexer Produktstrukturen nicht vollständig überblicken. Auch deswegen lassen sich die Auswirkungen des Marktsegments auf die Stabilität des Finanzsystems bislang noch nicht hinreichend abschätzen.

Wie die Unternehmenskreditmärkte erscheinen auch die Märkte für Kreditrisikotransfer in der kürzerfristigen Perspektive anfällig für eine Eintrübung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds, insbesondere der Ertragsentwicklung im Unternehmenssektor. Die Risikoaufschläge bewegen sich vor allem aufgrund anhaltend hoher Nachfrage nach verbrieften und strukturierten Produkten sowie damit verbundener Hedgingaktivitäten auf niedrigem Niveau. Die Besonderheiten des vergleichsweise jungen – noch nicht einem vollen Kreditqualitätszyklus ausgesetzten – Marktsegments könnten dabei zu Friktionen führen, die nicht zuletzt auf den Unternehmensanleihemarkt ausstrahlen dürften.<sup>21)</sup>

*...bergen jedoch kurzfristig besonderes Rückschlagspotenzial*

Die Liquidität des Marktes hängt in nicht geringem Umfang von der Bereitschaft von Hedgefonds ab, die mit höheren Kreditrisiken verbundenen Tranchen von strukturierten Finanzinstrumenten zu übernehmen.<sup>22)</sup> Ein abrupter Rückzug dieser eher kurzfristig orientierten Finanzakteure, etwa infolge eines Erwartungsumschwungs, könnte eine negative Marktdynamik erzeugen und die Marktliquidität beeinträchtigen. Des Weiteren bestehen bei großen Marktteilnehmern trotz deutlicher Fortschritte beim Abbau infrastruktureller Schwä-

*Abhängigkeiten von Hedgefonds und verbleibende Herausforderungen für das Risikomanagement*

**19** Vgl.: Moody's, European Credit Trends Q3 2006, Oktober 2006.

**20** Die angekündigten Aktienrückkäufe stiegen im zweiten Quartal 2006 nach Angaben der BIZ auf 117 Mrd US-\$ nach 100 Mrd US-\$ im ersten Quartal und durchschnittlich 87 Mrd US-\$ je Quartal im Jahr 2005.

**21** Aufgrund ihrer schnelleren Verarbeitung neuer Informationen haben die Preise der Kreditderivate, z. B. Kreditausfallswap (CDS)-Prämien, zum Teil die Preisführerschaft für den Kassamarkt übernommen. Der CDS-Markt nimmt zudem häufig Ratingherabstufungen vorweg. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Credit Default Swaps – Funktionen, Bedeutung und Informationsgehalt, Monatsbericht Dezember 2004, S. 43–58.

**22** Am US-Markt für Kreditderivate entfielen im Zeitraum 2005/06 58 % des gesamten Handelsvolumens auf Hedgefonds. Vgl.: Greenwich Associates, U.S. Fixed Income: The Buy-Side Divide, August 2006. Vgl. auch: FitchRatings, Hedge Funds: An Emerging Force in the Global Credit Markets, 2005.

chen<sup>23)</sup> noch immer Rückstände bei der Verbuchung und Bestätigung von Handelsgeschäften. Diese erschweren die Bestimmung der tatsächlichen Risikoposition und damit das Risikomanagement, was gerade in angespannten Marktsituationen problematisch wäre. Da zu den 25 weltweit wichtigsten Gegenparteien im Handel mit Kreditderivaten auch mehrere deutsche Kreditinstitute<sup>24)</sup> gehören, würden sich Anspannungen auf diesem Markt nicht nur indirekt, sondern auch direkt auf die Marktteilnehmer in Deutschland auswirken.

### ...an den Devisenmärkten

*Weiterhin Risiko einer deutlichen US-Dollar-Korrektur*

An den Devisenmärkten besteht angesichts des beträchtlichen Defizits in der US-Leistungsbilanz weiterhin das Risiko einer US-Dollar-Korrektur und von Friktionen im globalen Wechselkursgefüge. Unsicherheit bezüglich der weiteren Wechselkursentwicklung zeigte sich insbesondere von Mitte April bis Mitte Mai 2006, als im Zuge einer deutlichen Abwertung des US-Dollar die impliziten Volatilitäten an den Devisenmärkten stark zunahm.<sup>25)</sup> Grundsätzlich bietet die zu beobachtende leichte Verschiebung in den regionalen Anteilen am globalen Wachstum zwar günstige Voraussetzungen für eine geordnete Korrektur der globalen Ungleichgewichte. Dies allein dürfte aber nicht ausreichen, um die bestehenden Ungleichgewichte abzubauen.<sup>26)</sup> Der US-Dollar könnte zudem an Attraktivität verlieren, sollte sich im Zuge einer wirtschaftlichen Abkühlung der US-Zinsvorsprung deutlich verringern.

Für die Währungen von Schwellenländern stellt eine signifikante Wachstumsabschwä-

chung in den USA, die mit einer höheren Risikoaversion an den globalen Finanzmärkten einhergehen könnte, ein besonderes Risiko dar. Daneben könnten die Währungen dieser Länder auch bei einer Rückabwicklung von Carry Trades unter Druck geraten. Letzteres dürfte ein wichtiger Grund für die deutlichen Wertverluste mehrerer Hochzinswährungen im Frühjahr 2006 gewesen sein. So werteten im Mai/Juni 2006 beispielsweise die türkische Lira (-18 %) und der ungarische Forint (-7 %) gegenüber dem Euro ab. In diesen Ländern war es zuvor zu einem kräftigen Wachstum des privaten Konsums gekommen, der mit einer starken Ausweitung der Leistungsbilanzdefizite einherging.<sup>27)</sup> Die zur Begrenzung der Abwertung vorgenommene deutliche geldpolitische Straffung dürfte die Wachstumsaussichten dieser Länder beeinträchtigen.<sup>28)</sup> Die Unsicherheit für diese Währungen zeigt sich in einer nach wie vor etwas erhöhten Wechselkursvolatilität (siehe Schaubild 1.1.11).

*Währungen von Schwellenländern von höherer Risikoaversion im Frühjahr betroffen*

Die hohen Leistungsbilanzdefizite in vielen mittel- und osteuropäischen Schwellenländern stellen ein nicht zu vernachlässigendes

*Hohe Leistungsbilanzdefizite weiterhin erhebliches Risikopotenzial*

**23** Die Praxis der Abtretung von Positionen an Dritte, ohne den ursprünglichen Geschäftspartner zu informieren, hat ein Ende gefunden; 80 % der Handelsgeschäfte werden mittlerweile elektronisch bestätigt, und die Einigung auf einen Barausgleich als Abwicklungsstandard (Cash Settlement) hilft, Unsicherheiten im Fall von Kreditereignissen zu beseitigen.

**24** Vgl.: FitchRatings, Global Credit Derivatives Survey: Indices Dominate Growth as Banks' Risk Position Shifts, 2006.

**25** In diesem Zeitraum verlor der US-Dollar rd. 6 % ggü. dem Euro und rd. 7 % ggü. dem Yen.

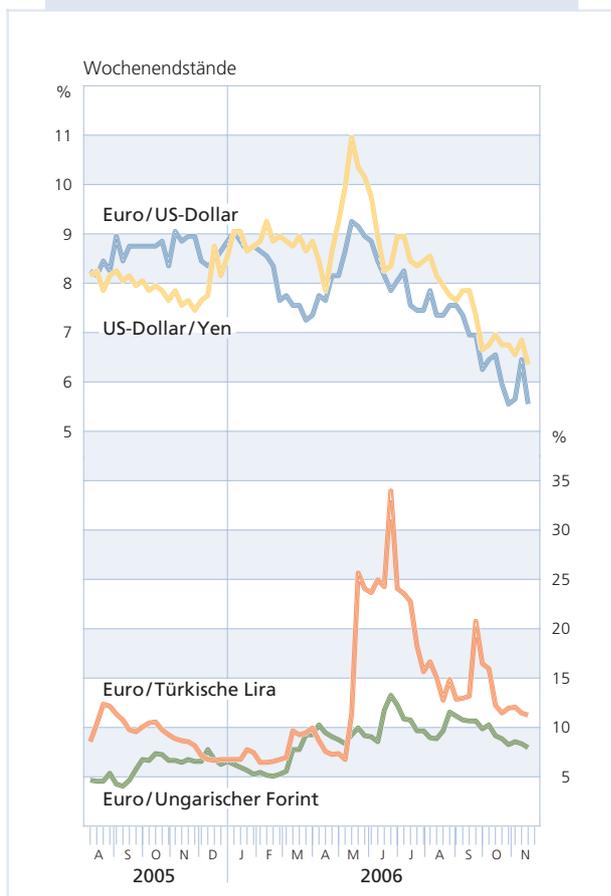
**26** So schätzt der IWF im jüngsten World Economic Outlook (September 2006), dass sich das US-Leistungsbilanzdefizit von 6,6 % im Jahr 2006 auf 6,9 % des BIP im Jahr 2007 ausweitet trotz einer erwarteten Verlangsamung des BIP-Wachstums von 3,4 % auf 2,9 %.

**27** Im Jahr 2005 betrug das Leistungsbilanzdefizit Ungarns 7,4 % des BIP und das der Türkei 6,3 % des BIP. Darüber hinaus wies Ungarn im Jahr 2005 ein hohes Fiskaldefizit von 7,6 % des BIP aus (Türkei: 3,1 %).

**28** Leitzinsänderung seit Anfang Juni 2006: Ungarn: +200 BP auf 8,0 %; Türkei: + 425 BP auf 17,5 %.

Schaubild 1.1.11

**IMPLIZITE VOLATILITÄTEN\*)  
AUSGEWÄHLTER WECHSELKURSE**



Quelle: Bloomberg. — \* Abgeleitet von einmonatigen „At the Money“-Call-Optionen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

wicklungen gewappnet sind, könnten Ausfallrisiken von Banken zunehmen. Hiervon wären auch deutsche Banken (bzw. deren lokale Niederlassungen) betroffen, da sie bei der Kreditvergabe in einer Reihe mittel- und osteuropäischer Länder eine führende Rolle spielen.<sup>32)</sup>

**Geschäftspartnerrisiken und Markteinflüsse durch ausländische Finanzinstitute und Hedgefonds**

Die traditionell hohe außenwirtschaftliche Offenheit des deutschen Finanzsystems trägt zu einer engen Verflechtung sowohl mit ausländischen Finanzinstituten als auch mit den internationalen Finanzmärkten bei. Dabei haben große und komplexe ausländische Finanzinstitute und die weiterhin rasch expandierenden Hedgefonds eine besondere Bedeutung. Das deutsche Finanzsystem wird von diesen Akteuren über zwei Kanäle berührt: zum einen als direkte Geschäftspartner und zum anderen durch deren hohen Einfluss auf das Finanzmarktgeschehen, insbesondere auch der grenzüberschreitenden Übertragung von Marktentwicklungen. Schocks, die diese Akteure treffen oder von ihnen ausgelöst wer-

*Geschäftspartnerrisiken und Markteinflüsse ...*

Risikopotenzial dar.<sup>29)</sup> Die Finanzierung dieser Defizite könnte insbesondere bei einer Verschlechterung des internationalen Kapitalmarktklimas schwieriger werden (oder bei einer Änderung der bislang unterstellten Wachstumsaussichten für diese Länder).<sup>30)</sup> Eine Abwertung träfe dabei vorrangig Sektoren mit einem hohen Anteil an Fremdwährungskrediten.<sup>31)</sup> Sofern Kreditnehmer nicht ausreichend gegen adverse Wechselkursent-

<sup>29</sup> Inklusive der Türkei schätzt der IWF das Leistungsbilanzdefizit der Region auf 5,7 % des BIP im Jahr 2006. Dabei belaufen sich die erwarteten Defizite in der Mehrzahl der Länder auf jeweils über 6 % des BIP.

<sup>30</sup> Die Gefährdung beruht vor allem darauf, dass in vielen Ländern der größte Anteil der Finanzierung in Form von (volatileren) Portfolioinvestitionen stattfindet und nicht in Form von Direktinvestitionen.

<sup>31</sup> So beträgt beispielsweise der Anteil der Fremdwährungskredite an inländische Haushalte nach Schätzungen des IWF rd. 35 % in Polen, 40 % in Ungarn und 45 % in Rumänien.

<sup>32</sup> Im Jahr 2004 befanden sich rd. 70 % und mehr des Gesamtvermögens der Bankensektoren in Albanien, Bulgarien, Kroatien, der Tschechischen Republik, Estland, Ungarn, Litauen und der Slowakei im Besitz ausländischer Banken (insbesondere aus Deutschland und Österreich). Vgl.: IWF, Global Financial Stability Report, September 2006, S. 52.

den, können auch rasch auf das deutsche Finanzsystem übergreifen.

... durch große und komplexe ausländische Finanzinstitute

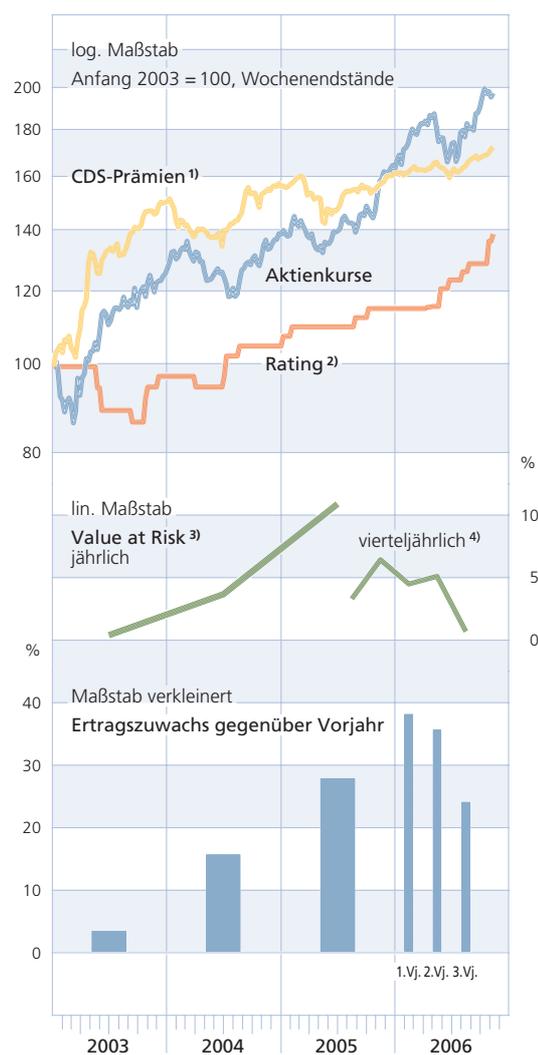
Große und komplexe ausländische Finanzinstitute<sup>33)</sup> nehmen im internationalen Finanzsystem eine zentrale Rolle als Kontrahenten im Interbanken- und OTC-Derivatemarkt, bei der Reallokation von Risiken und der Bereitstellung von Liquidität ein. Von Bedeutung ist nicht zuletzt ihre Eigenschaft, schockabsorbierend oder -verstärkend wirken zu können. Die seit 2003 zunehmend homogenen Reaktionen von Aktienkursen sowie Kreditausfallswap-Prämien dieser Institute lassen darauf schließen, dass sie ähnlichen Risiken ausgesetzt sind beziehungsweise dass enge Geschäftsbeziehungen bestehen.

Günstige Entwicklung der Marktindikatoren und Ertragskraft Ausdruck verbesserter Widerstandsfähigkeit, ...

Marktindikatoren deuten auf eine erhöhte Widerstandsfähigkeit dieser ausländischen Finanzinstitute hin (siehe Schaubild 1.1.12). Sie zeigt sich in der überwiegend günstigen Entwicklung der Aktienkurse und Kreditausfallswap-Prämien sowie der Ratings in den letzten Monaten. Zudem war die Ertragslage dieser Gruppe in der ersten Jahreshälfte 2006 von Rekordergebnissen geprägt,<sup>34)</sup> wengleich die Marktkorrekturen im Mai/Juni ertragsdämpfend wirkten. Das Ertragswachstum wurde von überdurchschnittlichen Gewinnen im In-

Schaubild 1.1.12

### INDIKATOREN DER WIDERSTANDSFÄHIGKEIT INTERNATIONALER FINANZINSTITUTE \*)



**33** Die betrachteten ausländischen Institute sind ABN Amro, Bank of America, Barclays, Bear Stearns, BNP Paribas, Citigroup, Crédit 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 der Institute erfolgte nach vier Kriterien: Umfang der kurzfristigen Verbindlichkeiten, Stellung am OTC-Derivatemarkt, Rang bei internationalen Anleiheemissionen sowie Stellung im Prime Brokerage-Geschäft mit Hedgefonds.

**34** Die durchschnittlichen Ertragszuwächse für die betrachtete Gruppe der großen und komplexen ausländischen Finanzinstitute beliefen sich für das erste bzw. das zweite Quartal 2006 im Jahresvergleich auf 38 % bzw. 35 %. Der jährliche Ertragszuwachs für 2005 lag bei 29 %.

Quellen: Bloomberg und Geschäftsberichte. — \* 18 Institute, ausgewählt nach vier Kriterien: Umfang der kurzfristigen Verbindlichkeiten, Stellung am OTC-Derivatemarkt, Rang bei internationalen Anleiheemissionen sowie Stellung im Prime-Brokerage-Geschäft mit Hedgefonds. 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. — **3** Durchschnittliches Wachstum des aggregierten Value at Risk. — **4** Werte liegen für 14 Institute vor.

DEUTSCHE BUNDESBANK

vestmentbanking und im Eigenhandel getrieben. Diese konnten rückläufige Zinsüberschüsse infolge der flacheren Zinsstrukturkurve überkompensieren. Das sich abschwächende Hypothekenkreditgeschäft in den USA und ansteigende Kreditausfälle wirkten sich bei den meisten Instituten bislang nur marginal auf die Gesamtergebnisse aus. Insgesamt erscheinen der Umfang der weiter gestiegenen Eigenkapitalpuffer und die hohe Ertragskraft der Institute als ausreichend, um eine Eintrübung des Geschäftsumfelds verkraften zu können.

... doch könnte Erhöhung des VaR auf gestiegene Risikobereitschaft hindeuten und ...

Allerdings könnte – wenn man den Value at Risk (VaR) des Handelsbuchs als Indikator der Risikobereitschaft heranzieht – die Zunahme der Eigenhandelserträge mit einer höheren Risikoübernahme in einem für günstig erachteten Marktumfeld einhergegangen sein. So war bei den betrachteten Instituten im ersten Halbjahr 2006 generell ein weiterer Anstieg des VaR zu beobachten, was ungeachtet eines temporären Anstiegs der Marktvolatilität im zweiten Quartal auf eine deutliche Ausweitung der Risikopositionen schließen lässt. Vor diesem Hintergrund könnte eine abrupte Zunahme der Marktvolatilität eine Liquidation von Handelspositionen nach sich ziehen und dadurch Markttrends verstärken.

... zusammen mit wachsender Abhängigkeit von Marktentwicklungen Anfälligkeit erhöhen

Die zunehmende Abhängigkeit der Erträge von Investmentbanking und Eigenhandel macht die Finanzintermediäre überdies anfälliger gegenüber ungünstigen Marktentwicklungen, wie die ertragsbelastende Episode an den Märkten im Frühjahr dieses Jahres verdeutlichte.<sup>35</sup> Besonderer Aufmerksamkeit bedarf in diesem Zusammenhang die wachsende Ertragsrelevanz von Transaktionen mit Hedgefonds und Private Equity Fonds.

Unmittelbare Kontrahenten- und Anlagerisiken könnten dem deutschen Finanzgewerbe auch aus ungünstigen Entwicklungen in der Hedgefondsbranche erwachsen. Etwaige Einflüsse von Hedgefonds-Aktivitäten auf die Preisdynamik und Marktliquidität an den Finanzmärkten dürften jedoch von höherem Gewicht sein.

Hohe Bedeutung der Hedgefonds mit Blick auf Dynamik an den Finanzmärkten...

Ein deutlicher Anstieg der Netto-Kapitalzuflüsse in den ersten beiden Quartalen 2006 und hohe Transaktionsvolumina haben die Bedeutung der Hedgefonds für die Marktentwicklung weiter erhöht (siehe Schaubild 1.1.13). Der Anteil der Hedgefonds am gesamten Transaktionsvolumen in festverzinslichen Wertpapieren (und darauf bezogenen Derivaten) am US-Markt wird inzwischen auf rund 15 % geschätzt.<sup>36</sup> Besonders hohe Anteile am Handelsvolumen erreichen Hedgefonds in weniger liquiden Marktsegmenten, die höhere Margen versprechen, wie spekulative Anleihen (25 %), Anleihen von Schwellenländern (45 %), Hochzinskrediten (Leveraged Loans; 32 %) sowie Kreditderivaten (58 %). Zwar hat das Engagement der Hedgefonds eine liquiditätsschaffende Funktion, allerdings geht damit eine höhere Abhängigkeit dieser Marktsegmente von Investoren einher, deren Anlageverhalten grundsätzlich eine hohe Reaktionsgeschwindigkeit aufweist.

... angesichts weiter gestiegener Marktanteile ...

Hedgefonds könnten die Marktdynamik vor allem dann verstärken, wenn sie zu einer schnellen und gleichgerichteten Anpassung ihrer Portfolios gezwungen sind, beispielsweise

... sowie gehebelter Positionen und homogener Handelsstrategien

<sup>35</sup> Wachsende Bedeutung verzeichnen zudem weitere mit Marktaktivitäten in Zusammenhang stehende Risiken wie Liquiditäts-, Modell-, Basis- und operationelle Risiken sowie mögliche Rechts- und Reputationsrisiken.

<sup>36</sup> Vgl.: Greenwich Associates, a.a.O. Die wichtige Rolle der Hedgefonds am Kreditderivatemarkt bestätigt auch der Credit Derivatives Report 2006 der British Bankers' Association.

im Falle gehebelter Positionen<sup>37)</sup> und gleichartiger Handelsstrategien. Die Risikobereitschaft und das Anlageverhalten der Hedgefonds sind wegen der begrenzten Transparenz der Branche nicht direkt beobachtbar. Als Indikatoren für einen möglichen Gleichlauf von Hedgefonds-Portfolios werden daher oftmals die Korrelationen von Hedgefonds-Renditen herangezogen.

*Hohe Korrelationen der Hedgefonds-Renditen ...*

Im Beobachtungszeitraum ist die Korrelation der Renditen im Durchschnitt aller Hedgefonds zwar nicht weiter angestiegen. Mit einem Wert von 0,69 lag der Korrelationskoeffizient für Dach-Hedgefonds im Oktober 2006 in Anbetracht der über die verschiedenen Hedgefonds-Strategien diversifizierten Anlagestrategie allerdings weiterhin auf einem recht hohen Niveau.<sup>38)</sup> Bei einem Vergleich verschiedener Hedgefonds-Strategien entsteht gleichwohl ein heterogenes Bild. Während bei der – auf das verwaltete Vermögen bezogen – volumenmäßig zweitwichtigsten Anlagestrategie „Event Driven“ am aktuellen Rand ein deutlicher Rückgang der Korrelation zu erkennen ist, weist die volumenmäßig bedeutendste Anlagestrategie „Long/Short Equity Hedge“ in den letzten zwei Jahren einen kontinuierlich zunehmenden Gleichlauf auf.

*... weisen ebenso wie der Gleichlauf mit Markttrends auf Potenzial für Marktstörungen hin*

Für die Risikoanalyse ist des Weiteren von Bedeutung, wie eng der Zusammenhang zwischen der allgemeinen Marktentwicklung und den Hedgefonds-Renditen ist. Seit Beginn 2004 steht die durchschnittliche monatliche Rendite der Dach-Hedgefonds durchgehend in einem

Schaubild 1.1.13

### HEDGEFONDS: NETTOKAPITALZUFLÜSSE UND KORRELATION DER RENDITEN



Quellen: TASS, Bloomberg und eigene Berechnungen. Wegen Ausweitung der Datenbasis weichen Berechnungen geringfügig von denen des Vorjahres ab. — **1** Ungewichteter Mittelwert der paarweisen Korrelationskoeffizienten der monatlichen Renditen der Fonds über einen gleitenden Stützbereich von zwölf Monaten. — **2** Korrelationskoeffizient der monatlichen durchschnittlichen Renditen der Dach-Hedgefonds mit der monatlichen Rendite des S&P 500 über einen gleitenden Stützbereich von zwölf Monaten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

engen Zusammenhang mit der Aktienmarktentwicklung. In einer Marktphase mit niedriger Volatilität ist dieses Bild typisch, denn mutmaßlich konzentrieren sich viele Hedgefonds dann auf wenige große Markttrends. Der Anstieg der Korrelation zwischen Dach-Hedgefonds-Renditen und der S&P 500-Entwicklung im Mai 2006 verdeutlicht jedoch, dass sich der Gleichlauf auch in einem Umfeld relativ starker Volatilitätszunahme, wie sie in diesem Zeitraum kurzfristig zu beobachten war, nach oben bewegen kann. Insoweit ist weiterhin Potenzial für Marktstörungen durch Gleichlauf bei der einflussreichen Marktteilnehmergruppe der Hedgefonds vorhanden. Hierauf weist die Tatsache hin, dass auch in Phasen leichter Verwerfungen die Ergebniskorrelationen der Hedgefonds hoch bleiben oder sogar ansteigen.

*Hedgefondsfehlspekulation zeigt signifikante Schwächen im Risikomanagement auf*

Der Umstand, dass die massiven Verluste eines Hedgefonds<sup>39)</sup> am Erdgas-Terminmarkt im September vom Finanzsystem recht gut absorbiert worden sind, stellt keinen ausreichenden Beleg für ein – im Vergleich zum LTCM-Fall im Jahr 1998 – inzwischen vermindertes systemisches Risikopotenzial der Hedgefonds dar. Vielmehr ist zu berücksichtigen, dass sich die Fehlspekulation in einem allgemein robusten Marktumfeld ereignete und offenbar ein vergleichsweise niedriger Fremdkapitalhebel bestand. Der Fall deckte allerdings signifikante Schwächen im Risikomanagement eines recht großen Hedgefonds auf. Hierzu gehörten die hohe Risikokonzentration sowie Fehleinschätzungen von relativen Marktpreisbewegungen in unterschiedlichen Lieferterminen und bezüglich der Marktliquidität, deren Versiegen eine Positionsschließung erschwerte. Als positiver Effekt sollte von diesem Vorgang immerhin eine Erhöhung der Marktdisziplin ausgehen.

Angesichts der mit dem wachsenden Gewicht von Hedgefonds im internationalen Finanzsystem verbundenen Risikopotenziale sind Maßnahmen zur Stärkung der Marktdisziplin in hohem Maße zu begrüßen. Die zunehmende Kapitalbeteiligung institutioneller Investoren dürfte zudem den Druck auf die Hedgefonds zu einer verbesserten Offenlegung erhöhen.<sup>40)</sup> Ratingagenturen könnten einen marktgetriebenen Prozess zu besserer Transparenz unterstützen. Wünschenswert wäre, dass sich die Hedgefondsbranche einen – im Vergleich zu den bisherigen Sound Practices<sup>41)</sup> verbindlicheren – Code of Conduct gibt, der neben wichtigen Aspekten der Corporate Governance und des Risikomanagements auch ambitionierte Regeln zur Transparenz beinhaltet. Gleichzeitig sollte der Dialog öffentlicher Stellen mit Hedgefonds weiter intensiviert werden mit dem Ziel, potenzielle systemische Risiken besser zu identifizieren.<sup>42)</sup>

*Höhere Transparenz in der Hedgefondsbranche erforderlich*

## Wechselwirkungen zwischen marktbezogenen Risiken

Eine größere Preisanpassung in einzelnen Marktsegmenten oder eine grundlegende Neubewertung an den Finanzmärkten infolge eines Umschwungs der Erwartungen und Risikotoleranzen schließt auch die Gefahr einer ungünstigen Marktdynamik ein. Eine entscheidende Rolle spielt dabei eine mögliche

*Angesichts zunehmender Bedeutung von Marktpreis-, Marktliquiditäts- und Geschäftspartnerrisiken ...*

<sup>39)</sup> Der Hedgefonds Amaranth Advisors LLC verlor durch Fehlspekulation innerhalb einer Woche rd. 6 Mrd US- $\text{\$}$ ; dies entsprach rd. zwei Dritteln seines Vermögens.

<sup>40)</sup> Gemäß einer Umfrage in den USA bezeichnen 29 % der Stiftungen mangelnde Transparenz als Hindernis für Hedgefondsanlagen. Vgl.: Greenwich Associates, Hedge Fund Market Trends, 2005.

<sup>41)</sup> Vgl. z. B.: Managed Funds Association, Sound Practices for Hedge Fund Managers, August 2005.

<sup>42)</sup> Vgl.: Financial Services Authority, Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement, Feedback on DP05/4, März 2006.

Wechselwirkung von Marktpreis-, Marktliquiditäts- und Geschäftspartnerrisiken, durch die Vermögenspreisanpassungen verstärkt und die Marktliquidität beeinträchtigt werden können. Derartige Risiken haben mit der zunehmenden Marktorientierung der Finanzsysteme an Bedeutung gewonnen.<sup>43)</sup>

*... sind Zweitrundeneffekte nicht zu vernachlässigen*

Die möglichen Wechselwirkungen können als eine Art Zweitrundeneffekt verstanden werden. Eine Neueinschätzung der Risiken von Unternehmensanleihen dürfte beispielsweise nicht nur die dortigen Risikoaufschläge steigen lassen, sondern auch den Rückzug von Sicherungsgebern aus dem Kreditderivatemarkt zur Folge haben. Das gestiegene Engagement nicht-traditioneller Käufer von Kreditrisiken mit hohem Hebeleinsatz (Leverage), insbesondere von Hedgefonds, ist dabei ein besonderer Unsicherheitsfaktor.

*Gefahren für die Marktliquidität durch Rückzug wichtiger Sicherungsgeber*

Mit einem Rückzug wichtiger Sicherungsgeber kann die Marktliquidität in diesem Segment deutlich reduziert werden, mit der Folge entsprechend starker Preisreaktionen. Damit gerieten diejenigen Marktteilnehmer unter Druck, deren Risikomanagement durchgängigen Zugang zu diesem Marktsegment erfordert. Soweit sie Obergrenzen für ihr Risikoenagement einzuhalten haben (z. B. VaR-Limite) oder der Zeitwertbilanzierung (Mark-to-Market) unterliegen, könnten sie gezwungen sein, Risikopositionen bei fallenden Preisen aufzulösen. Gleiches ist möglich, wenn Nachschussforderungen zu erfüllen sind (Margin Calls);<sup>44)</sup> diese Gefahr ist umso größer, je geringer die Hinterlegung bei Geschäftsabschluss ausfällt (Initial Margin) und je anfälliger die bilanzielle

Liquidität ist. Auch dynamische Hedgingstrategien können bei Risikopositionen in Optionen zu einem positiven Feedback-Trading beitragen. Insgesamt könnten solche Mechanismen eine vorherrschende Marktpreisdynamik verstärken.

Hinzu kommt, dass eine zunehmende Risikoaversion sowie Portfolioumschichtungen im Zuge von Marktanspannungen mit einem Anstieg der Volatilität und einer Veränderung von Korrelationen einhergehen können, die wichtige Parameter der Risikosteuerung darstellen. Zudem wäre mit erhöhten Geschäftspartnerisiken zu rechnen. Dies unterstreicht, dass das Risikomanagement der Marktteilnehmer auch dem Zusammenspiel unterschiedlicher Risikoarten in Phasen mit ungünstiger Marktdynamik Rechnung tragen muss; insbesondere sollten Stresstests auch auf Faktoren wie Marktliquidität abstellen.

*Erhöhte Anforderungen an angemessenes Risikomanagement*

Aktuell geht von keinem der einzelnen marktbezogenen Risiken eine akute Gefahr für das deutsche Finanzsystem aus. Aufgrund möglicher Interaktionen verschiedener Risiken ist das gesamte vom internationalen Finanzsystem ausgehende Risikopotenzial jedoch höher einzuschätzen als die Summe der Einzelrisiken. Derartige Wechselwirkungen gilt es daher im Auge zu behalten.

*Mögliche Interaktion von Risiken im Auge zu behalten*

<sup>43</sup> Andererseits gehen von diesem Strukturwandel auch stabilisierende Wirkungen aus, beispielsweise infolge einer potenziell breiteren Risikostreuung. Insoweit sind stabilitätsgefährdende Verstärkungseffekte nicht zwangsläufig, wie zuletzt die in Ausmaß und Wirkung begrenzten Kursverluste an den Finanzmärkten im Mai/Juni dieses Jahres gezeigt haben.

<sup>44</sup> Am OTC-Derivatemarkt gewinnt die Sicherheitenstellung seit Jahren an Bedeutung; zum Jahresende 2005 waren dort 63 % des Volumens aller Risikopositionen mit Sicherheiten unterlegt (2003: 29 %), rd. drei Viertel davon mit Barmitteln. Vgl.: ISDA Margin Survey 2006.

## Stabilitätslage im deutschen Bankensystem

### Kreditrisiken

#### Günstige Einflüsse auf die Portfolioqualität

Die Kreditportfolioqualität der deutschen Banken profitierte im laufenden Jahr von einer Reihe günstiger Entwicklungen im gesamtwirtschaftlichen Umfeld. So hat sich die finanzielle Lage der Unternehmen und – zumindest in der Durchschnittsbetrachtung – auch der privaten Haushalte verbessert. Das günstige konjunkturelle Umfeld sollte im Laufe dieses Jahres auch die Lage am deutschen Immobilienmarkt stabilisieren helfen.

*Konjunkturelle Aufwärtsbewegung*

Die konjunkturelle Aufwärtsbewegung der deutschen Wirtschaft hat seit Herbst 2005 deutlich an Kraft und Breite gewonnen. So bilden die Anlageinvestitionen inzwischen den zweiten Pfeiler der zyklischen Aufwärtsbewegung neben den Exporten, die den Erholungsprozess in Gang setzten. Im Ergebnis dürfte das Wirtschaftswachstum dieses Jahr kräftig ausfallen (siehe Schaubild 1.2.1). Eine Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts von 2½ % ist durchaus im Bereich des Möglichen. Aus Sicht der Banken bedeutet dies wieder verbesserte Ausleihbedingungen im Firmenkredit<sup>1)</sup> und eine steigende Kreditqualität, insbesondere in den Branchen mit erhöhten Auftragseingängen.

Die zyklische Erholung hat inzwischen auch den Arbeitsmarkt erreicht. Die Zahl der Erwerbstätigen hat sich in den letzten Monaten spürbar erhöht und die Arbeitslosigkeit zeigt

eine deutlich fallende Tendenz. Die zunehmende Erwerbstätigkeit dürfte mittelfristig die Kreditqualität der privaten Haushalte stabilisieren.

Wichtige Voraussetzungen für eine Fortsetzung des Erholungsprozesses in Deutschland sind gegeben. Die deutschen Exporte werden wegen ihrer insgesamt guten Wettbewerbsposition von den fortbestehenden weltwirtschaftlichen Impulsen profitieren. Des Weiteren dürfte die inländische Ausrüstungsinvestitionsstätigkeit bei anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen aufwärts gerichtet bleiben. Dies sollte auch dem gewerblichen Bau zugute kommen, obgleich der immer noch hohe Leerstand an Bürogebäuden und Gewerbeflächen die Aufwärtsbewegung dämpfen wird. Fraglich ist jedoch, ob der Wohnungsbau die positive Entwicklung fortsetzen kann. Hier hat die Abschaffung der Eigenheimzulage Anfang 2006 in diesem Jahr zu verstärkten Aktivitäten beim Eigenheimbau geführt, so dass 2007 ein entsprechender Rückschlag eintreten könnte.

*Fortsetzung des Erholungsprozesses in Deutschland*

Bei den privaten Konsumausgaben werden die in diesem Jahr getätigten zusätzlichen Käufe dauerhafter Gebrauchsgüter (Vorzieheffekte aufgrund der Mehrwertsteuererhöhung) im nächsten Jahr fehlen und so zu einer höheren Volatilität des Wachstumsprozesses führen. Zwar lässt die Besserung am Arbeitsmarkt hoffen, dass der private Verbrauch mittelfris-

<sup>1</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur jüngeren Entwicklung der Kredite deutscher Banken an inländische Unternehmen und Privatpersonen, Monatsbericht, Juli 2006, S. 30.

tig an Kraft gewinnen wird. Allerdings bringt die Finanzpolitik per saldo Belastungen für die Konsumenten, die deren Kaufkraft erheblich beschneiden werden.

*Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im nächsten Jahr*

Im Jahr 2007 ist daher eine temporäre Verlangsamung der Aufwärtsbewegung zu erwarten. Doch ist die Konjunktur in Deutschland inzwischen so weit gefestigt, dass der kontraktive fiskalische Impuls für sich betrachtet verkraftet werden kann. Allerdings muss sich das deutsche Bankensystem darauf einstellen, dass der Rückenwind durch die binnenwirtschaftliche Entwicklung im kommenden Jahr schwächer wird.

### Finanzlage der deutschen Unternehmen

*Sinkender Verschuldungsgrad bei den Unternehmen*

Die deutschen Unternehmen haben in den letzten Jahren einen Konsolidierungskurs verfolgt, der insgesamt zu einem sinkenden Verschuldungsgrad geführt hat. Bezogen auf die Bruttowertschöpfung verringerten sie den Bestand an Fremdmitteln in den Jahren 2003 bis 2005 um rund zehn Prozentpunkte auf nunmehr 150 %. Der Verschuldungsgrad liegt damit wieder auf dem Niveau zur Jahrtausendwende (siehe Schaubild 1.2.2). Der Prozess der Bilanzbereinigung erscheint damit abgeschlossen; gleichzeitig ist die Nettozinsbelastung der Unternehmen mit weniger als 10 % des Betriebsüberschusses auf den niedrigsten Wert seit Anfang der neunziger Jahre gefallen.

*Weiterer Rückgang der Unternehmensinsolvenzen*

Die verbesserte Konstitution der deutschen Unternehmen schlägt sich im Rückgang der Unternehmensinsolvenzen nieder (siehe Schaubild 1.2.3). Sie fielen im Jahr 2005 um

Schaubild 1.2.1

### WIRTSCHAFTSWACHSTUM IN DEUTSCHLAND

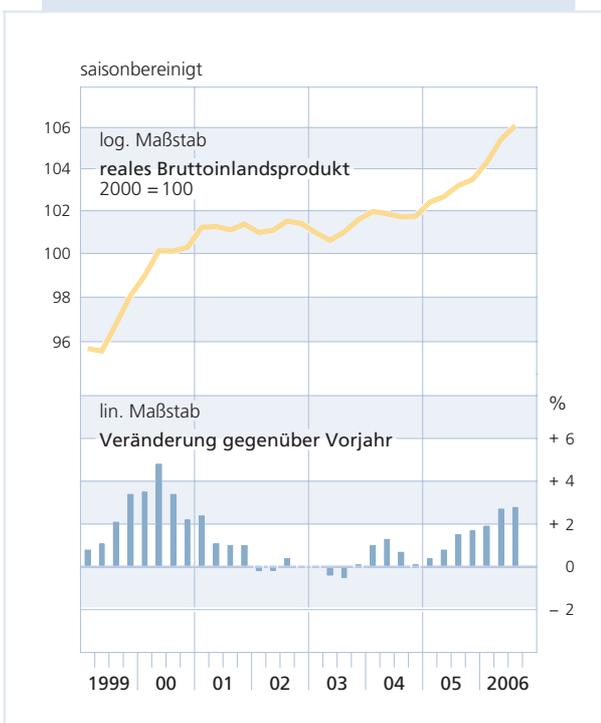


Schaubild 1.2.2

### FINANZIELLE INDIKATOREN DEUTSCHER UNTERNEHMEN

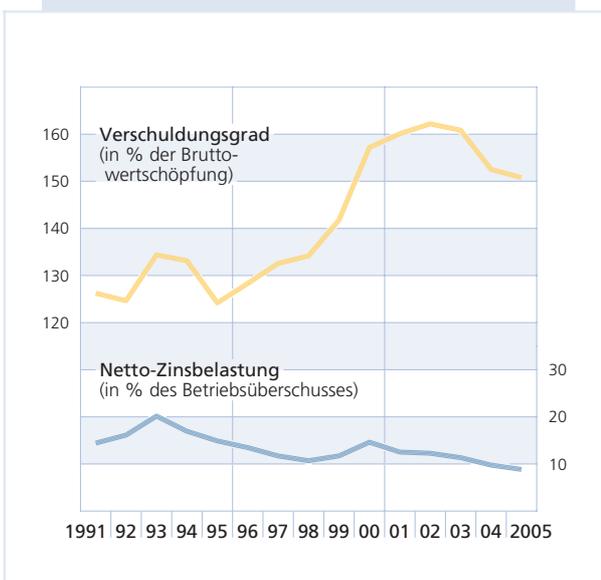
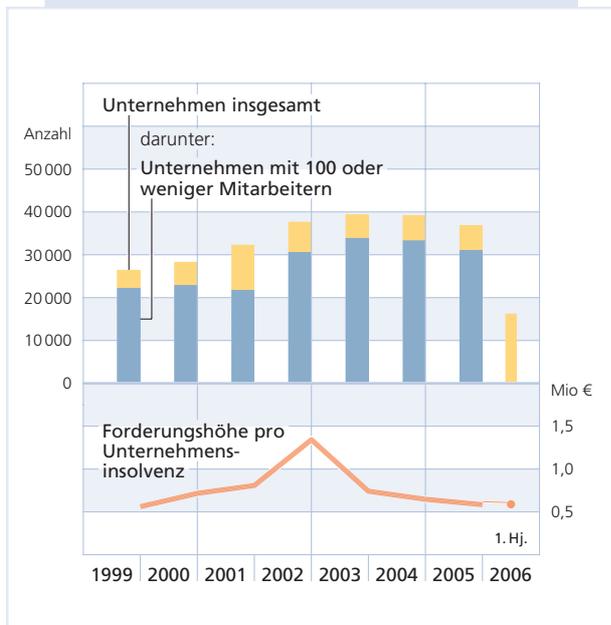


Schaubild 1.2.3

**UNTERNEHMENSINSOLVENZEN\*)**



6 % und im ersten Halbjahr 2006 sogar um 15 % gegenüber dem jeweiligen Vorjahreszeitraum. Das Ausbleiben von Großinsolvenzen trug dazu bei, dass das geschätzte Volumen der Forderungsausfälle im Jahr 2005 gegenüber dem Vorjahr noch deutlicher sank (um 8½ %) als die Zahl der Insolvenzen.

Die großen, börsennotierten Unternehmen zeigen sich weiterhin in robuster Verfassung. Die durchschnittlichen Ausfallwahrscheinlichkeiten (Expected Default Frequencies: EDFs nach Moody's KMV) für nichtfinanzielle börsennotierte Unternehmen in Deutschland sind im Laufe des Jahres auf das niedrigste Niveau seit fünf Jahren gesunken (siehe Schaubild 1.2.4). Der leichte Anstieg am aktuellen Rand dürfte nicht zuletzt auf die gestiegene Aktienmarktvolatilität im zweiten Quartal 2006 zurückzuführen sein, die in diesen Indikator mit relativ großer Gewichtung eingeht. Auch die Märkte für das Kreditrisiko von Unternehmen zeichnen ein positives Bild.

*Finanzmärkte erwarten weiter hohe Qualität*

Schaubild 1.2.4

**AUSFALLWAHRSCHEINLICHKEITEN\*\*)**  
**BÖRSENNOTIERTER UNTERNEHMEN**



Für die Kreditqualität der großen Unternehmen ist allerdings die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft von hoher Bedeutung. Eine empfindliche Abschwächung der weltweiten Dynamik im nächsten Jahr, wie sie weiter oben als Risikoszenario diskutiert wurde, könnte eine deutliche Wende im Kreditzyklus auslösen und die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen steigen lassen.

*Ertragsituation und Eigenkapitalausstattung der KMU*

Bei den kleinen und mittelständischen Unternehmen zeichnet sich angesichts der im Mittel besseren Ertragsituation und gestärkten Eigenkapitalbasis eine verbesserte Risikolage ab. Die Zahl der Unternehmen, die über weniger als 10 % Eigenkapital verfügen, ist zurückge-

\* Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. — \*\* 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. — 1 Wert, den 90 % der Unternehmen nicht überschreiten.

gangen, während bei den Unternehmen, die mit mehr als 30 % ausgestattet sind, ein Anstieg zu verzeichnen ist.<sup>2)</sup>

*Geschäftserwartungen bleiben positiv*

Die Geschäftserwartungen bleiben weiter positiv. So gehen nach Umfragen von Creditreform 75 % der Unternehmen von stabilen bis steigenden Erträgen aus.<sup>3)</sup> Der KfW-ifo-Geschäftsklimaindex liegt noch immer 17 Prozentpunkte über seinem Vorjahrsniveau. Allerdings gilt es mit Blick auf das kommende Jahr die temporär dämpfenden Effekte der Mehrwertsteuererhöhung um drei Prozentpunkte auf die Konsumnachfrage und die Gewinnmargen in Rechnung zu stellen.

### Finanzlage der privaten Haushalte

*Finanzielle Lage der Haushalte verbessert*

Die privaten Haushalte in ihrer Gesamtheit haben im letzten Jahr einen von Vorsicht gekennzeichneten Kurs der Solidität fortgesetzt (siehe Schaubild 1.2.5). Ihre Verschuldung ist seit fünf Jahren rückläufig und betrug Ende 2005 noch rund 105 % des verfügbaren Einkommens. Das Netto-Geldvermögen stieg auf 184 % des verfügbaren Einkommens und erreichte damit den höchsten Wert seit der Wiedervereinigung. Die Zinsbelastung blieb gegenüber dem Vorjahr unverändert bei 4 % des verfügbaren Einkommens.

*Verbraucherinsolvenzen weiter gestiegen*

Dessen ungeachtet stiegen die Verbraucherinsolvenzen im Jahr 2005 erneut kräftig an, und zwar um 40 % auf fast 69 000 Fälle (siehe Schaubild 1.2.6). Diese Dynamik dürfte

Schaubild 1.2.5

### GELDVERMÖGEN UND VERSCHULDUNG DER PRIVATEN HAUSHALTE

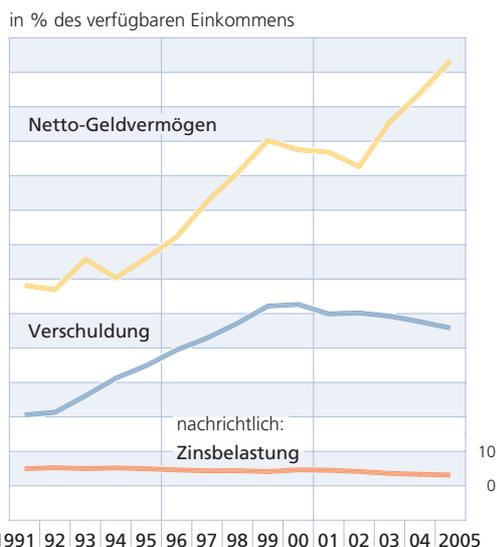
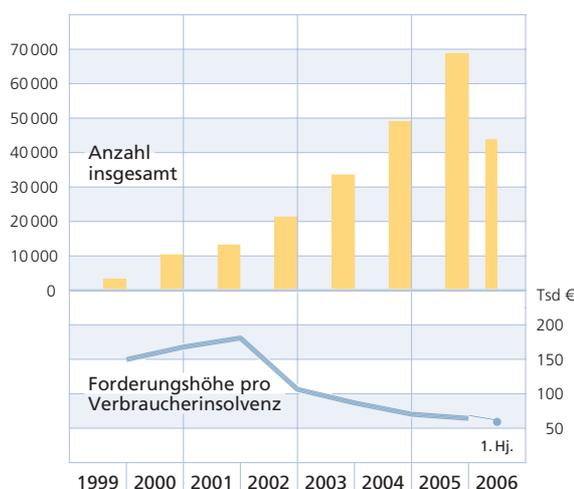


Schaubild 1.2.6

### VERBRAUCHERINSOLVENZEN\*)



\* Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen.

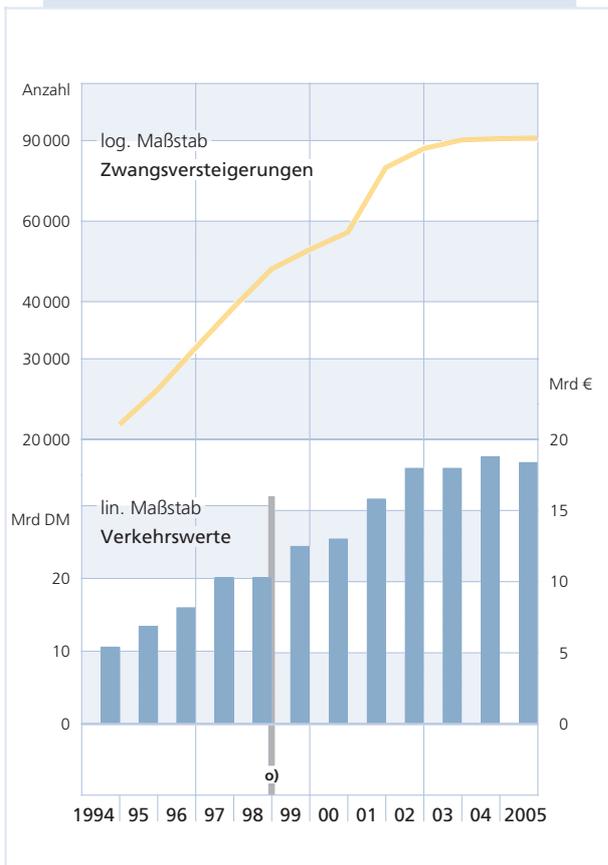
DEUTSCHE BUNDESBANK

<sup>2</sup> Vgl.: Creditreform, Wirtschaftslage und Finanzierung im Mittelstand, halbjährliche Umfrage unter ca. 4 000 mittelständischen (Mitarbeiter < 500, Umsatz < 50 Mio €) Unternehmen bzw. KfW Unternehmensbefragung 2006.

<sup>3</sup> Vgl.: Creditreform, a.a.O.

Schaubild 1.2.7

**ZWANGSVERSTEIGERUNGEN VON IMMOBILIEN IN DEUTSCHLAND**



Quelle: Argetra GmbH, Ratingen. — ◉ Ab 1999 Angaben in Euro.

DEUTSCHE BUNDESBANK

sich aber vor allem dadurch erklären, dass dieses Instrument erst 1999 eingeführt wurde und seine Verbreitung durch die Möglichkeit zur Stundung von Verfahrenskosten (seit 2002) gefördert wurde. Dafür spricht, dass die durchschnittliche Forderungshöhe pro Insolvenzfall weiter gesunken ist.

gesunken, nachdem sie im Jahr 2005 nahezu unverändert geblieben war (siehe Schaubild 1.2.7). Die Summe der Verkehrswerte veränderte sich im Jahr 2005 und im ersten Halbjahr 2006 (jeweils gegenüber dem gleichen Zeitraum im Vorjahr) nur wenig.

**Entwicklungen am deutschen Immobilienmarkt**

Die Entwicklung am Immobilienmarkt ist insbesondere aufgrund der Rolle von Immobilien als Kreditsicherheiten eine wichtige Determinante der Kreditqualität. Nach einer langen Phase der Immobilienmarktschwäche weisen zumindest einzelne Segmente Festigungstendenzen auf. Die konjunkturelle Belebung sollte tendenziell günstig auf den Gesamtmarkt wirken.

Bei den privaten Wohnimmobilien lässt sich bisher noch keine eindeutige Trendwende hinsichtlich der Preisentwicklung feststellen. Die von der Bundesbank auf Basis von Daten der BulwienGesa AG berechneten Immobilienpreisindikatoren, die sich auf standardisierte Referenzeinheiten beziehen, zeigen für das Jahr 2005 noch einen weiteren Rückgang (gebrauchte Immobilien) beziehungsweise Stagnation (Neubauten) an (siehe Schaubild 1.2.8). Preisindikatoren von GEWOS<sup>4</sup>, die Verkaufspreise ohne Berücksichtigung von Qualitäts- und Lageunterschieden ermitteln, deuten dagegen bereits für das Jahr 2005 einen Anstieg an, der sich im Jahr 2006 fortgesetzt zu haben scheint.

*Wertentwicklung der privaten Wohnimmobilien*

Entwicklung bei den Zwangsversteigerungen Die Anzahl der Zwangsversteigerungen von Immobilien ist im ersten Halbjahr 2006 leicht

<sup>4</sup> Institut für Stadt-, Regional- und Wohnungsforschung GmbH.

Graduelle  
Verbesserung  
des Marktes für  
Büroimmobilien

Der Markt für Büroimmobilien verbesserte sich graduell. Die Spitzenmieten stiegen im vergangenen Jahr erstmals wieder, im ersten Halbjahr 2006 sogar beschleunigt. Auch gibt es erste Hinweise für eine leichte Steigerung der Durchschnittsmieten. Allerdings bestehen große regionale Unterschiede, und die Bewegung wird häufig von einzelnen Großabschlüssen getrieben.

### Indikatoren zur Portfolioqualität ...

Reduzierung  
der Bestände an  
notleidenden  
Krediten

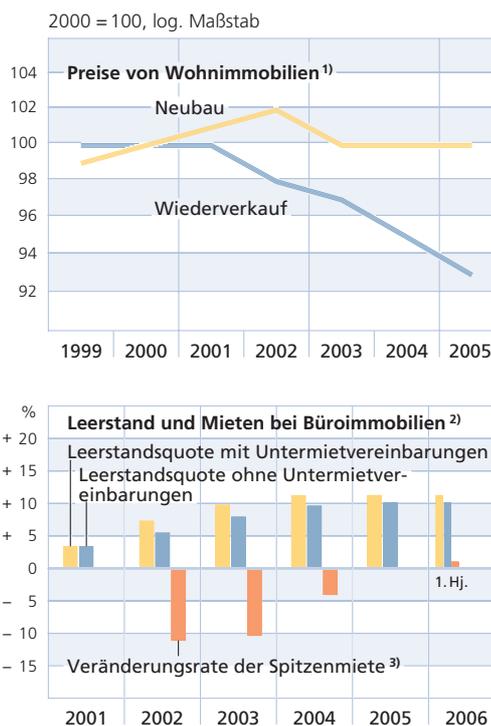
Die Bestände an notleidenden Krediten im deutschen Bankensystem – gemessen anhand der Kredite mit Einzelwertberichtigungsbedarf<sup>5)</sup> – haben im Jahr 2005 deutlich abgenommen (siehe Schaubild 1.2.9). Ihr Anteil am Bruttokreditvolumen sank auf 4,1 %. Dieser Rückgang trat parallel in allen Sektoren des deutschen Bankensystems auf und ist somit breit fundiert. Die Welle der notleidenden Kredite, die sich mit der Wachstumsschwäche in Deutschland zu Beginn der Dekade aufbaute und ihren Höhepunkt im Jahr 2003 mit einem Anteil von 5,3 % erreichte, ist damit im Wesentlichen ausgelaufen.

Sektorale  
Unterschiede bei  
längerfristiger  
Betrachtung

In der längerfristigen Betrachtung zeigen sich jedoch sektorale Unterschiede. Die in besonderem Maße auf das Kreditgeschäft mit kleinen und mittelständischen Firmenkunden ausgerichteten Institutsgruppen weisen – allerdings bei vergleichsweise höheren Zinsspannen – einen strukturell höheren Anteil an notleidenden Krediten auf. Auch sind sie in der Rückführung noch nicht so weit fortgeschritten und liegen weiterhin über dem Ende der neunziger Jahre erreichten Niveau. Die Kreditbanken hingegen unterschreiten ihre

Schaubild 1.2.8

### 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. — **3** 1. Halbjahr 2006 im Vergleich zum Gesamtjahr 2005.

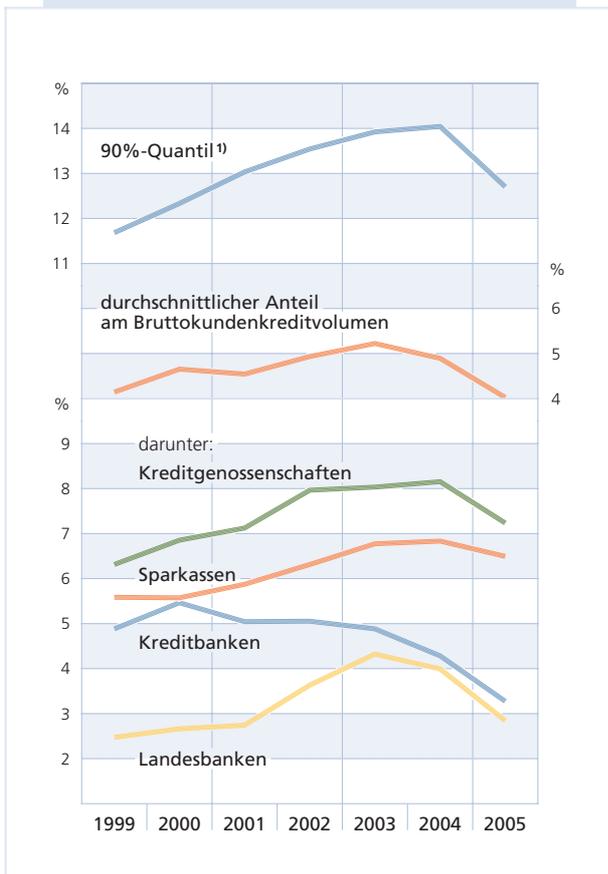
DEUTSCHE BUNDESBANK

früheren Werte deutlich. Einige dieser Banken haben spezifische Maßnahmen ergriffen, wie notleidende Kredite an interessierte Investoren zu verkaufen oder das Kreditrisiko verstärkt über Kreditderivate abzusichern.

**5** Weiterhin gibt es keine einheitliche internationale Abgrenzung für notleidende Kredite. Daher bleibt diese Zahl international nicht vergleichbar. Für detailliertere Informationen vgl.: Financial Soundness Indicators: ein Beitrag zur Verbesserung der weltweiten Datenlage für die Finanzstabilitätsanalyse, Sonderaufsatz, S. 107 ff.

Schaubild 1.2.9

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



\* Anteil der Kredite mit Einzelwertberichtigungsbedarf am Bruttokundenkreditvolumen. — 1 Wert, den 90% aller Banken nicht überschreiten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Rating-gestützte Verfahren im Kreditgeschäft zu verwenden.<sup>6)</sup> Diese Institute decken mehr als 60 % der gesamten Aktiva des deutschen Bankensystems ab.

**... im Firmenkredit**

Im zweiten Quartal 2006 machten Kredite an Unternehmen einen Anteil von knapp 37 % am Kreditgeschäft der Banken aus<sup>7)</sup>; weitere knapp 18 % des Kreditvolumens wurden an Selbständige ausgereicht (siehe Schaubild 1.2.10).

Gegenüber dem Vorjahr ist die durchschnittliche Einzelkreditnehmer-Konzentration (ohne Berücksichtigung von Kreditrisikominderungstechniken) der zehn größten deutschen Banken leicht auf nunmehr rund 160 % des haftenden Eigenkapitals gestiegen (siehe Schaubild 1.2.11); zwei der einbezogenen Banken kamen dabei sogar auf Werte von über 205 %. Gleichzeitig fiel jedoch die durchschnittliche Quote mit Bezug auf den jeweils größten Einzelkreditnehmer von 21,5 % auf 16,5 %. Das Klumpenrisiko erscheint insgesamt beherrschbar; allerdings ist die Entwicklung bei den Einzelkreditnehmerkonzentrationen sorgsam weiter zu verfolgen.

*Klumpenrisiken*

*Fortschritte beim Risikomanagement*

Einen wesentlichen Anteil an der Entspannung der Risikolage im Kreditgeschäft haben Fortschritte im Bereich des Risikomanagements. Viele Banken konnten so ihre Kreditportfolios erheblich bereinigen. Vor allem aber haben sie ihr Instrumentarium zur Messung des Kreditrisikos neuer Engagements deutlich erweitert. Inzwischen haben rund 50 Kreditinstitute beziehungsweise Institutsgruppen aus allen drei Sektoren angekündigt, künftig interne,

Mit der anziehenden Binnenkonjunktur, der gestiegenen Eigenkapitalausstattung der Unternehmen und der rückläufigen Zahl der Unternehmensinsolvenzen wirken drei wesentliche Faktoren positiv auf die Risikolage

*Verbesserung der Qualität der Mittelstandsportfolios*

<sup>6</sup> Davon haben mehr als 40 Institute bzw. Institutsgruppen im Zuge der Vorbereitung auf den neuen Eigenkapitalstandard Basel II bereits einen Antrag auf Anerkennung ihrer IRB-Modelle gestellt. Gut zehn Banken wollen den fortgeschrittenen Ansatz anwenden.

<sup>7</sup> Ausgenommen sind Staats- und Interbankkredite.

im Mittelstandsgeschäft. Dies wird auch in der Qualität der Mittelstandsportfolios – hier gemessen an den Großkrediten von Sparkassen und Kreditgenossenschaften – sichtbar.<sup>8)</sup> Zwar verringerten sich – nach deutlichem Rückgang in den Vorjahren – die durchschnittlichen Anteile der Großkredite der Risikoklassen 2 und 3 in den letzten zwölf Monaten nur noch geringfügig auf 1,0 % beziehungsweise 0,6 %. Damit dürfte indes ein kaum weiter zu unterbietendes Niveau erreicht sein (siehe Schaubild 1.2.12). Bei den Instituten mit schwächeren Portfolios (90 %-Quantil<sup>9)</sup>) hat sich am ganz aktuellen Rand ein geringfügiger Anstieg der mit Risiken behafteten beziehungsweise einzelwertberechtigten Großkredite ergeben.

**... in der privaten Baufinanzierung und im Konsumentenkredit**

Auf die privaten Haushalte entfielen im zweiten Quartal 45 % des Kreditgeschäfts (ohne Staats- und Interbankkredite) der deutschen Banken (siehe Schaubild 1.2.10). Mehr als drei Viertel davon (77 %) sind Kredite für den Wohnungsbau.

*Tendenziell  
Zunahme der  
Kreditrisiken aus  
der Baufinanzierung*

Die Kreditrisiken aus der privaten Baufinanzierung liegen in Deutschland auf traditionell niedrigem Niveau. Neben den Sicherheitsanforderungen trägt auch die hohe Bedeutung des Festzinskredits zur Stabilität bei, weil sie

**8** 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 (Risikoklasse 1: unbedenklich, Risikoklasse 2: mit Risiken behaftet, Risikoklasse 3: bereits einzelwertberechtigt) aufgeschlüsselt sind.

**9** 90 % aller Banken haben eine geringere Quote.

Schaubild 1.2.10

**STRUKTUR DES INLANDSKREDITGESCHÄFTS DEUTSCHER BANKEN NACH SCHULDNERKLASSEN \*)**

Stand Juni 2006

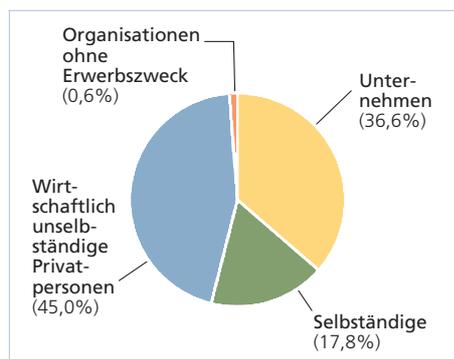


Schaubild 1.2.11

**KREDITE DER JEWEILS ZEHN GRÖSSTEN DEUTSCHEN BANKEN AN IHRE JEWEILS 50 GRÖSSTEN KREDITNEHMER \*\*)**

in % des haftenden Eigenkapitals



\* Ohne Staats- und Interbankkredite. — \*\* Quelle: Millionenkredit-Meldungen nach §14 Kreditwesengesetz. Berechnet auf Basis der Kreditbuchwerte zuzüglich Einzelwertberechtigungen ohne Berücksichtigung von Sicherheiten und anderen Kreditrisikominderungstechniken. — **1** Wert, den 75 % der Banken nicht überschreiten.

Kasten 1.2

## RISIKEN AUS DER FINANZIERUNG VON LEVERAGED-BUYOUT-TRANSAKTIONEN (LBOs)

Deutsche Banken haben in den letzten Jahren ihre Kreditvergabe zur Finanzierung von Leveraged Buyouts stark ausgeweitet. Deshalb haben die Deutsche Bundesbank und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – im Rahmen einer Initiative des Bankenaufsichtsausschusses (BSC) des Europäischen Systems der Zentralbanken – eine Umfrage unter sechs in diesem Geschäftsfeld aktiven deutschen Banken über die damit verbundenen Risiken durchgeführt.<sup>1)</sup>

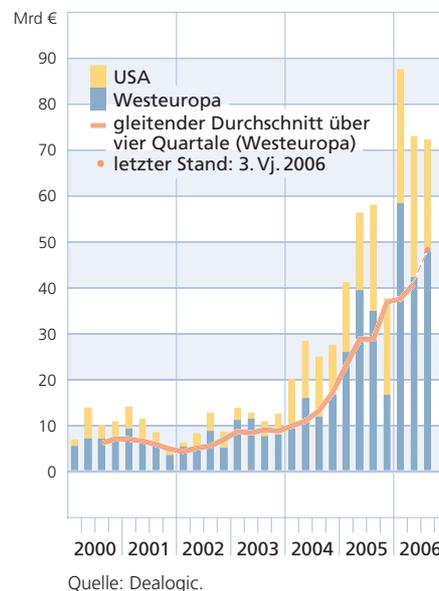
Dies ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass noch nie so viele LBOs durchgeführt wurden wie aktuell und dass auch die Volumina neu vergebener Kredite für LBOs Höchststände erreichen (siehe nebenstehendes Schaubild). Treibende Kräfte sind die nach wie vor reichliche Liquidität an den Finanzmärkten, niedrige Fremdfinanzierungskosten und die große Nachfrage seitens institutioneller Investoren. Der zuletzt deutlich gestiegene Fremdkapitalanteil bei LBOs dürfte bereits als Ausdruck einer Überhitzung zu werten sein. Auch spielen sogenannte Rekapitalisierungen eine immer größere Rolle, das heißt neue Eigentümer lassen sich hohe, über zusätzliche Schulden finanzierte Sonderdividenden ausschütten, zum Teil gleich mehrfach binnen kurzer Frist.<sup>2)</sup> Zudem schlagen Investoren ihr eingesetztes Eigenkapital zunehmend schneller um.<sup>3)</sup>

LBOs können zu Lasten der ursprünglichen Gläubiger der Unternehmen gehen, wenn ihre Kredite im Zuge der Transaktion nicht abgelöst werden und in der Folge der Verschuldungsgrad

ansteigt.<sup>4)</sup> Einige der übernommenen Unternehmen könnten wegen der zusätzlichen Kredite bei einer Eintrübung der wirtschaftlichen Lage an den Rand der Zahlungsunfähigkeit geraten. Der Anstieg der Quote von Schuldenstand zum Betriebsergebnis (EBITDA)<sup>5)</sup> ist in dieser Hinsicht ein Warnzeichen. Erste Untersuchungen von Ratingagenturen deuten auf eine vergleichsweise hohe Ausfallrate bei von Rekapitalisierungen betroffenen Unternehmen hin.<sup>6)</sup>

Die Umfrage bestätigt, dass das Geschäftsfeld LBO auch bei deutschen Banken expandiert.

### NEU BEWILLIGTE SYNDIZIERTE KREDITE FÜR LBOs IN WESTEUROPA UND DEN USA



**1** Stichtag der Umfrage war Ende Juni 2006. — **2** Finanziert werden Rekapitalisierungen in erster Linie durch Bankkredite. Im ersten Halbjahr dieses Jahres fanden in den USA und in Europa 63 Rekapitalisierungen statt, die zu Ausschüttungen in Höhe von 25,4 Mrd US-\$ führten. Davon wurden 24,1 Mrd

US-\$ durch Bankkredite und 1,3 Mrd US-\$ durch Anleihen finanziert. Vgl.: S&P Ratingsdirect, The Dividend Recap Game: Credit Risk vs. the Allure of Quick Money, 07. August 2006. — **3** Im ersten Halbjahr 2006 zogen LBO-Investoren in Europa mittels Rekapitalisierungen im Durchschnitt binnen knapp zwei Jahren 86 %

Bemerkenswert ist die große Bedeutung großvolumiger (> 1 Mrd €) Transaktionen, die bei den befragten Banken 29 % der finanzierten Transaktionen ausmachen.

Die befragten deutschen Institute geben allerdings an, die begebenen Kredite nur zu einem geringen Teil selbst in den Büchern zu halten; dabei handle es sich – aus Sicht der Unternehmen – zu 90 % um vorrangige Verbindlichkeiten (Senior Debt). Dies bestätigt die Markteinschätzung, dass institutionelle Investoren, unter anderem Hedgefonds, einen immer größeren Teil insbesondere des nachrangigen Fremdkapitals erwerben. Selbst bei einem raschen Weiterreichen der Kredite an andere Investoren bleiben Banken als Underwriter während der Halteperiode dem Risiko eines Marktumschwungs ausgesetzt (Warehousing Risk).

Die Mehrzahl der Banken berichtet ferner von einer merklichen Zunahme der Leverage Multiples<sup>7)</sup> und sieht darin – insbesondere im Fall eines Zinsanstiegs – den wesentlichen Risikofaktor für den LBO-Markt. Auch wenn die Kreditverträge bei LBO-Finanzierungen in der Regel für wesentliche Teile des Kreditvolumens Zinsabsicherungen mit mehrjährigen Laufzeiten vorsehen, seien Restrukturierungen infolge hoher Zinsaufwendungen nicht auszuschließen. Auch könne sich als problematisch erweisen, dass die Anlagehorizonte sowie Gläubigerinteressen institutioneller Investoren, wie CDO-Fonds oder Hedgefonds, von denen der Banken abweichen. Dieses Konfliktpotenzial könne gegebenenfalls bei Abstimmungen

über Restrukturierungsmaßnahmen zum Tragen kommen.

Die Banken setzen diverse Risikomanagementinstrumente ein. So werden Limitbeschränkungen für einzelne LBO-Transaktionen festgelegt, die auf den Ergebnissen interner Ratingverfahren basieren. Ergänzend führen die Banken vor der Kreditvergabe Stresstests für die einzelnen Engagements durch. Dabei wird unter anderem geprüft, inwieweit sich bestimmte Ereignisse (z. B. Zinsänderungen) auf die Schuldendienstfähigkeit des übernommenen Unternehmens auswirken.

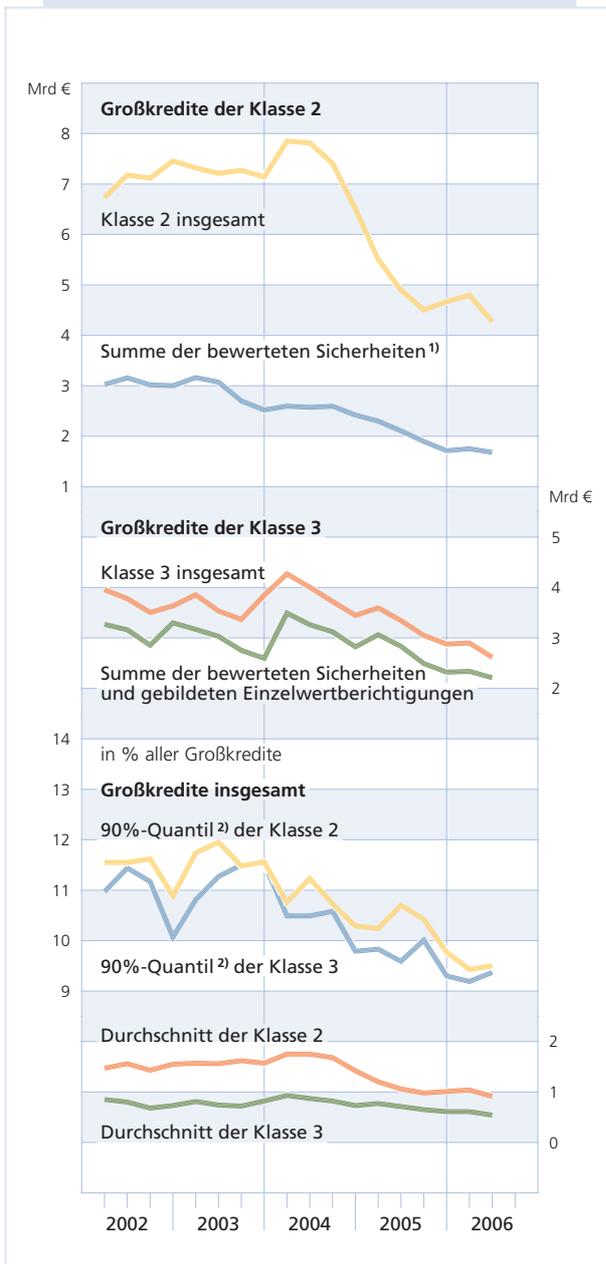
Die Umfrage stützt die Vermutung, dass die Banken die Kreditrisiken aus LBO-Transaktionen nur in geringem Umfang in den eigenen Büchern halten. Naturgemäß kann aus der Umfrage jedoch keine Einschätzung hinsichtlich der Angemessenheit der Kreditstandards abgeleitet werden. Die Tatsache, dass institutionelle Investoren außerhalb des Bankensektors einen beträchtlichen Teil der Kreditrisiken übernehmen, ist mit Blick auf die Diversifikation positiv zu werten. Dies kann aber auch zu verringerter Transparenz über die Verteilung von Verlustpotenzialen führen. Es ist offen, ob es den Banken auch in einem veränderten Marktumfeld gelingt, im Rahmen von LBO-Transaktionen übernommene Risiken weiterzureichen. Unabhängig hiervon wird zu beobachten sein, ob die Banken über Kreditgewährungen an Hedgefonds und andere institutionelle Anleger einen Teil der übertragenen Risiken indirekt wieder übernehmen.

ihres eingesetzten Eigenkapitals wieder heraus. Vgl.: Fitch Ratings, Keep on Churning: Recapitalised LBOs in 2006, 23. August 2006. — **4** Wegen des vermehrten Einsatzes von endfälligen Krediten findet bei diesen Transaktionen immer öfter kein vorheriger Schuldenabbau statt. — **5** Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern,

Abschreibungen auf Sachanlagen und auf immaterielle Vermögenswerte. — **6** Vgl. S&P Ratingsdirect, a.a.O. — **7** Leverage Multiples werden als Verhältnis des Fremdkapitals zum Eigenkapital oder als Verhältnis der Schulden zum EBITDA des Unternehmens definiert.

Schaubild 1.2.12

**ANALYSE DER GROSSKREDITPORTFOLIOS \*)**



Quellen: Großkredit-Meldungen 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. — <sup>1</sup> Einzelwertberichtigungen existieren nur in sehr geringem Umfang. — <sup>2</sup> Wert, den 90% aller Banken nicht überschreiten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

dazu führt, dass die privaten Haushalte nur in geringem Umfang Zinsrisiken tragen.<sup>10)</sup> In jüngerer Zeit scheinen die Kreditrisiken hier jedoch tendenziell zuzunehmen. Darauf deutet die Entwicklung der notleidenden Kredite der Bausparkassen hin: Sie weisen bereits seit 1999 einen leicht ansteigenden Verlauf auf. Neben der in einigen Teilen Deutschlands unbefriedigenden Wertentwicklung von Wohnimmobilien dürften dazu auch allgemeine wirtschaftliche Faktoren wie die hohe Arbeitslosigkeit beigetragen haben. Das beschriebene Verlaufsmuster korrespondiert mit der Beobachtung, dass sich die Anzahl der Zwangsversteigerungen zwischen 1999 und 2005 fast verdoppelt hat.

Ein differenziertes Bild ergibt sich hinsichtlich der Risikolage im Bereich der Konsumentenfinanzierung. Während der Anteil notleidender Kredite am Bruttokreditvolumen ausgewählter Verbrauchercreditbanken nach zwei Jahren des Anstiegs wieder leicht zurückging, erhöhten die in diesem Bereich tätigen Banken den Bestand an Einzelwertberichtigungen in Relation zum Kundenkreditvolumen (siehe Schaubild 1.2.13).

Die deutschen Kreditmärkte für die privaten Haushalte – sowohl für Hypothekendarlehen als auch für Konsumentenkredite – scheinen derzeit recht wettbewerbsintensiv zu sein. Entsprechend zeigt der Bank Lending Survey sinkende Margen für durchschnittlich riskante Konsumentenkredite an.<sup>11)</sup> Zusammen mit

*Differenziertes Bild bei Konsumfinanzierung*

*Kreditmärkte für private Haushalte sehr wettbewerbsintensiv*

<sup>10</sup> Kürzere Zinsbindungsfristen oder ein Verzicht auf Vorfälligkeitsentschädigungen können hingegen im Hinblick auf die aus einer höheren Zinssensitivität der Haushaltseinkommen und Immobilienpreise resultierenden Auswirkungen auf Konjunktur und Systemstabilität nachteilig sein.

<sup>11</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Bank Lending Survey – Ergebnisse für Deutschland, Oktober 2006.

leicht steigenden Kreditrisiken könnten daher die Ertragschancen etwas komprimiert werden. Die verstärkte Hinwendung der Banken zu den privaten Haushalten in Deutschland als Kundengruppe muss gleichwohl unter Finanzstabilitätsgesichtspunkten nicht negativ beurteilt werden. Eine stärkere Verankerung im deutschen Retailmarkt, dessen Margengewinne die Banken offenbar immer noch für attraktiv befinden, könnte nämlich auch als Puffer gegen volatile Entwicklungen in anderen Geschäftssegmenten wirken.

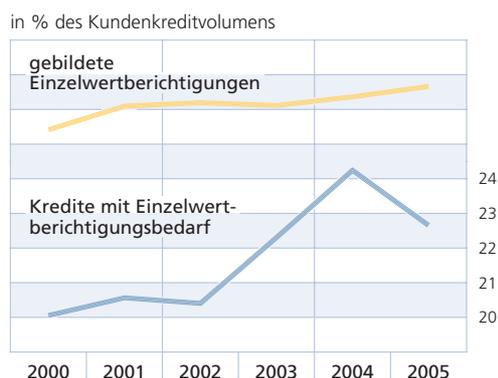
## Länderrisiko

*Länderrisiko-Wertberichtigungsquote weiter im mittelfristigen Trend*

Die deutschen Banken zählen zu den bedeutendsten Kreditgebern für Entwicklungs- und Schwellenländer. Bis zum Ende des zweiten Quartals 2006 haben sie, nach Angaben der Länderrisikoverordnung<sup>12)</sup>, Kredite im Wert von rund 190 Mrd € an Länder mit einem S&P-Rating von BBB+ und darunter vergeben. Auf die 15 hier betrachteten Länder entfielen davon ungefähr 87 %. Etwa die Hälfte dieses Volumens ist mit Sicherheiten unterlegt. Berücksichtigt man zusätzlich die von den Banken gebildeten Einzelwertberichtigungen für Adressen- und Länderrisiken, so bestand bei den deutschen Banken gegenüber diesen Ländern zum Ende des zweiten Quartals 2006 ein risikobehaftetes Forderungsvolumen von 75 Mrd €. Die Länderisiko-Wertberichtigungsquote liegt mit 0,75 % auf dem niedrigsten Wert seit sechs Jahren (siehe Schaubild 1.2.14). Gleichzeitig hat sich jedoch die durchschnittliche Qualität der Auslandsausleihungen deutscher Banken etwas erhöht. Damit bleibt die Länderrisiko-Wertberichtigungsquote im mittelfristigen Trend. Insgesamt hat sich die

Schaubild 1.2.13

## BONITÄT DER KREDITPORTFOLIOS AUSGEWÄHLTER VERBRAUCHERKREDITBANKEN\*)



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

DEUTSCHE BUNDESBANK

Position der deutschen Banken gegenüber Entwicklungs- und Schwellenländern im Vergleich zum Vorjahr nur geringfügig verändert. Ihr Länderrisiko bleibt somit begrenzt.

## Stresstests

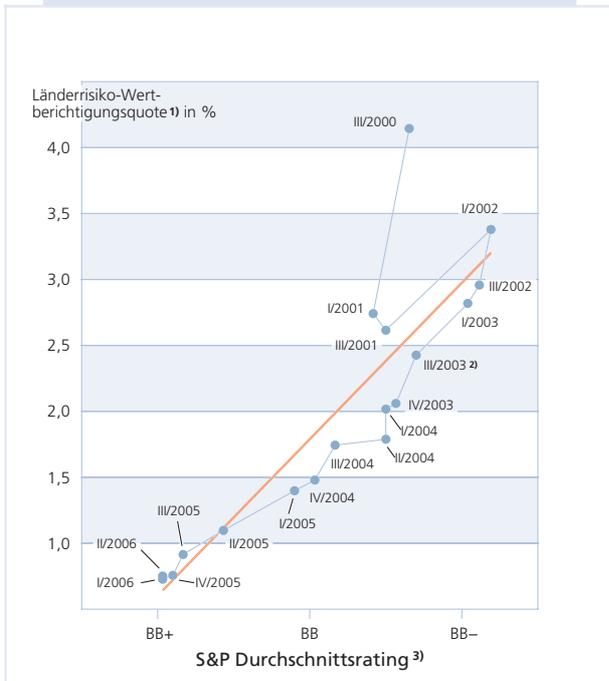
Ungünstige Entwicklungen in der Realwirtschaft oder an den Finanzmärkten können die Banken über mehrere Kanäle treffen: unter anderem durch Erhöhung des Ausfallrisikos im Kreditportfolio, Wertverluste von Aktiva im Handelsbuch, Rückgang der operativen Erträ-

*Wirtschaftsentwicklung als Risiko*

<sup>12</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, melden dies aufgrund der Länderrisikoverordnung zum Auslandskreditvolumen gemäß § 25 Abs. 3 KWG.

Schaubild 1.2.14

**LÄNDERRISIKO UND RATING\*)**



Quellen: Länderrisikoverordnung, S&P und eigene Berechnungen. — \* Berücksichtigung der 15 Länder mit dem höchsten Auslandskreditvolumen mit S&P-Rating ≤ BBB+. Die Zusammensetzung der betrachteten Ländergruppe hat sich gegenüber dem Vorjahr leicht verändert. China ist aufgrund einer Höherbewertung aus der Gruppe „BBB+ und darunter“ ausgeschieden, im Gegenzug ist Ägypten hinzugestoßen. — 1 Quotient aus Wertberichtigungen für Länderrisiken und risikobehaftetem Forderungsvolumen für jedes einzelne Land, jeweils gewichtet mit dem risikobehafteten Forderungsvolumen. — 2 Ab 30. September 2003 Umstellung auf vierteljährliche Meldepflicht. — 3 Gewichtet mit dem risikobehafteten Forderungsvolumen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

ge durch veränderte Zinsen und rückläufige Nachfrage nach Krediten und Bankdienstleistungen. Um die Widerstandsfähigkeit des deutschen Bankensystems zu prüfen, führt die Bundesbank seit einigen Jahren regelmäßig unterschiedliche Stresstests durch. Dabei werden Szenarien unterstellt, die in der kurzen und mittelfristigen Sicht eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit haben, aber dennoch plausibel sind.

Die einzelnen Stresstests unterscheiden sich unter anderem darin, welche Übertragungskanäle sie beleuchten. Der Makrostresstest analysiert die Auswirkungen gesamtwirtschaftlicher Konjunktur- und Zinsentwicklungen auf die Wertberichtigungen und den Zinsüberschuss. Der Kreditrisikostresstest untersucht die Auswirkungen veränderter Bonität einzelner Kreditnehmer, Branchen oder Forderungsklassen auf die Güte des Kreditportfolios. Der Markttrisikostresstest betrachtet die Wirkung abrupt veränderter Marktpreise (z. B. Zinsen, Wechselkurse, Spreads) auf den Wert der Aktiva im Handels- und Anlagebuch. Gemeinsam ist allen Stresstests, dass die simulierten Verluste am Ende in Relation zu einer Eigenkapitalkenngröße gesetzt werden können, um Aussagen zu treffen, inwieweit die Schocks für die Institute verkraftbar erscheinen.

Stresstests sind ein überaus wichtiges Instrument, um quantitative Aussagen über das Gefahrenpotenzial treffen zu können. Sie unterliegen jedoch auch konzeptionellen Beschränkungen. Zum einen decken sie jeweils nur einen Teil der Transmissionskanäle ab, und zum anderen sind die unterstellten Stressszenarien weit weniger komplex als reale Schocks. Deshalb veröffentlicht die Bundesbank die Ergebnisse aus mehreren Stresstestansätzen.

**Makrostresstests**

Gegenüber dem Basisszenario, das im Wesentlichen die oben dargestellten Einschätzungen der Konjunkturlage wiedergibt, werden zwei Schockszenarien simuliert, die auf wichtigen makroökonomischen Risikofaktoren beruhen. Die Schocks wirken über ein gedämpftes

*Basisszenario und drei Stressszenarien*

Wachstum des Bruttoinlandsprodukts auf die Banken ein. Die Zinsen bleiben in beiden Szenarien annahmegemäß unverändert. In einem dritten Szenario wird ein Rückgang des Bruttoinlandsprodukts bei ebenfalls konstanten Zinsen angenommen. Im Einzelnen:

- Szenario 1: Ölpreisschock. Das Szenario beinhaltet eine Erhöhung des Rohölpreises um 80 %, ausgehend von 60 US-\$ pro Fass. Dadurch fällt das deutsche Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 um knapp 1½ % und im Jahr 2008 um rund 2 % niedriger aus als im Basisszenario.
- Szenario 2: Abrupte Anpassung globaler Ungleichgewichte. Außenwirtschaftliche Störungen könnten – wie in der makroökonomischen Risikoanalyse dargestellt – auch von einem Einbruch des US-Wachstums ausgehen. Stärkere Auswirkungen dürfte indes eine abrupte Anpassung globaler Ungleichgewichte mit dem daraus resultierenden Wechselkursschock haben. Vor diesem Hintergrund beschreibt das zweite Szenario eine dauerhafte effektive Abwertung des US-Dollar um 30 %.<sup>13)</sup> Dadurch fällt das deutsche Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 um gut 1½ % und im Jahr 2008 um 2½ % gegenüber dem Basisszenario zurück.
- Szenario 3: Tiefe Rezession. Dieses Szenario soll eine konjunkturelle „Maximalstörung“ abbilden: Das deutsche Bruttoinlandsprodukt schrumpft in den Jahren 2007 und 2008 um jeweils 1 %.

Im angewandten Modell hat jede Dämpfung des Wachstumspfades zwei negative Effekte auf die Banken. Zum einen steigen die Wertberich-

tigungen auf den Kreditbestand, zum anderen geht das Zinsergebnis aufgrund schwächerer Kreditnachfrage zurück. Allerdings bleiben bei dieser Betrachtungsweise die mildernden Auswirkungen einer möglicherweise akkomodierenden Geldpolitik unberücksichtigt. Das dritte Szenario einer tiefen Rezession weist naturgemäß die gravierendsten Abweichungen vom Basisszenario auf. Im Median bleibt das Kreditwachstum im Jahr 2007 um rund 36 % und im Jahr 2008 um fast 40 % zurück (siehe Tabelle 1.1). Die Wertberichtigungen steigen im Jahr 2007 um 30 % und im Jahr 2008 um 42 %. Das Zinsergebnis fällt um 9 % beziehungsweise 17 %.

Beide Effekte zusammengenommen führen zu kräftigen Belastungen. Doch selbst bei den schwächeren Banken reicht im Regelfall die Ertragskraft aus, um die entstehenden Lasten abzuf puffern, ohne das Eigenkapital anzugreifen.

Die Szenarien zum Ölpreisschock und zur Korrektur globaler Ungleichgewichte entfalten aufgrund der moderateren Abschwächung des Wachstumspfades entsprechend geringere Effekte. So steigen die Wertberichtigungen im zweiten Szenario im Jahr 2007 um 20 % und im Jahr 2008 um knapp 15 % gegenüber dem Basisszenario; im Ölpreisschockszenario um gut 15 % im Jahr 2007 und um gut 10 % im Jahr 2008.

Die Ergebnisse der Stresstests deuten darauf hin, dass die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland gravierend einbrechen müsste, um die Grenzen der Widerstandsfähigkeit des deut-

*Gedämpftes Wachstum lässt Wertberichtigungen steigen und Kreditnachfrage sinken*

<sup>13</sup> Diese resultiert aus einer angenommenen Abwertung des US-Dollar gegenüber allen asiatischen und europäischen Währungen um gut 44 %.

Tabelle 1.1

**ERGEBNISSE DER  
MAKROSTRESSTESTS**

| Szenarien                           | Kreditwachstum in % |      | Nettozuführung Einzelwertberichtigungen (Median) <sup>1)</sup> |       | Zinsspanne (Median) <sup>2)</sup> |      |
|-------------------------------------|---------------------|------|----------------------------------------------------------------|-------|-----------------------------------|------|
|                                     | 2007                | 2008 | 2007                                                           | 2008  | 2007                              | 2008 |
| Basisszenario                       | 5,56                | 5,90 | 9,10                                                           | 9,14  | 2,68                              | 2,79 |
| Ölpreisschock                       | 4,48                | 5,36 | 10,48                                                          | 10,07 | 2,55                              | 2,63 |
| Korrektur globaler Ungleichgewichte | 4,16                | 5,12 | 10,92                                                          | 10,47 | 2,51                              | 2,57 |
| Tiefe Rezession                     | 3,57                | 3,57 | 11,79                                                          | 13,01 | 2,43                              | 2,32 |

Tabelle 1.2

**ERGEBNISSE DES  
BRANCHENSTRESSTESTS**

Verteilung der Größe erwarteter Verlust/Eigenkapital in %

| Szenarien     | Median | 90 %-Perzentil |
|---------------|--------|----------------|
| Basisszenario | 1,84   | 2,74           |
| Rezession     | 2,93   | 4,42           |

**1** Im Verhältnis zum Kernkapital. — **2** Zinsergebnis in % der Bilanzsumme.

DEUTSCHE BUNDESBANK

schen Bankensystems zu testen. Bei der Interpretation ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Zinsen und damit die Zinsstruktur annahmegemäß unverändert bleiben. Insbesondere eine Verflachung der Zinsstrukturkurve (oder gar ihre Inversion) im Kontext eines gesamtwirtschaftlichen Schocks würde das Zinsergebnis der Banken zusätzlich belasten. Außerdem könnten die Belastungen bei Kombinationen partieller Negativszenarien auch kumulieren.

Das Szenario einer tiefen Rezession lässt sich noch differenzierter darstellen. Ausgangspunkt ist die Überlegung, dass makroökonomische Schocks einzelne Kreditnehmer sowie mittelbar deren Banken im Allgemeinen nicht in gleichem Maße treffen. So sollte das Firmenkreditportfolio weitaus sensibler gegenüber Konjunkturschocks sein als etwa private Hypothekendarlehen.

*Differenziertere Darstellung einer tiefen Rezession*

Der folgende disaggregierte Ansatz konzentriert sich daher auf die Firmenkreditportfolios der deutschen Banken und verwendet zusätzliche Informationen über die Branchenstruktur. Die Kreditbestände werden in zwanzig Branchen unterteilt. Der erwartete Verlust einer Bank aus dem Kreditgeschäft mit den Unternehmen einer Branche ergibt sich aus dem ausstehenden Kreditvolumen, der branchenspezifischen Insolvenzquote<sup>14)</sup> und der Verlustquote.<sup>15)</sup> Über die zwanzig Branchen addiert führt dies zum erwarteten Gesamtverlust einer Bank, der in Relation zum haftenden Eigenkapital gesetzt wird.

Das differenzierte Rezessionsszenario nimmt an, dass die Insolvenzquoten sämtlicher Branchen um das Doppelte des maximalen jährlichen Anstiegs, den die jeweilige Branche in den vergangenen zwölf Jahren erlitten hat, ansteigen. Im Ergebnis überschreiten bei jeder zehnten Bank die erwarteten Verluste 4,4 % des haftenden Eigenkapitals (siehe Tabelle 1.2). Damit würden sich die erwarteten Verluste um rund 60 % gegenüber der Situation ohne Stress erhöhen. Auch dieser Schock wäre für das deutsche Bankensystem aber gut verkraftbar.

<sup>14</sup> Ausgangswerte sind die vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Insolvenzquoten für das Jahr 2005.

<sup>15</sup> Die Verlustquote (Loss Given Default) wird annahmegemäß konstant auf 50 % gesetzt.

## Marktrisiken

Marktrisikopotenzial leicht angestiegen

Die deutschen Banken sind in den vergangenen zwölf Monaten leicht höhere Marktrisikopositionen eingegangen. Die Kreditbanken und die Zentralinstitute der Verbände haben insbesondere das Aktienkursrisiko erhöht. Bei den mittleren und kleineren Banken haben im Vergleich zum Vorjahr vorwiegend Zinsänderungsrisiken an Bedeutung gewonnen. Ein übermäßiger Aufbau von Risiken im Marktbereich ist jedoch nicht zu erkennen.

### Kapitalanforderungen aus Marktrisiken

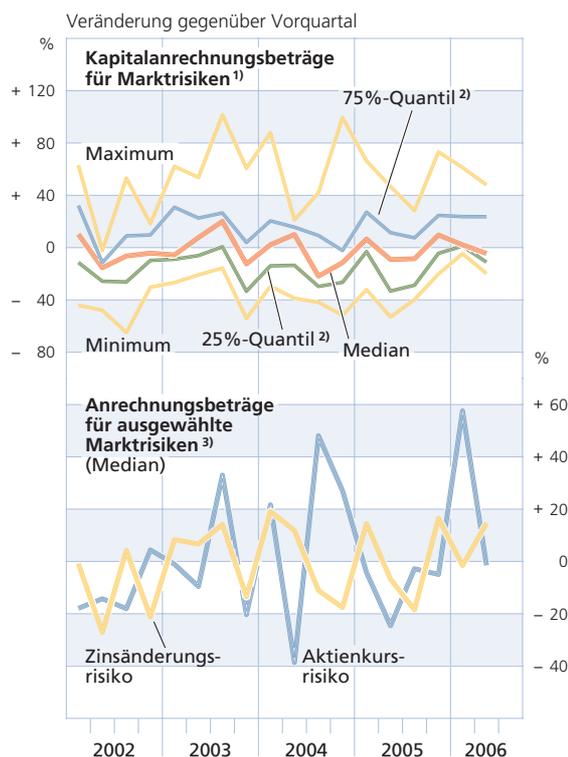
Mengenmäßig haben die für Marktrisikopositionen aus dem Handelsbuch regulatorisch notwendigen Eigenmittel im Vergleich zum haftenden Eigenkapital, das zur Unterlegung der Risikoaktiva aus dem Anlagebuch benötigt wird, eine deutlich geringere Bedeutung. So liegt der Anteil der Marktrisiko-Kapitalanforderungen an den gesamten regulatorischen Kapitalanforderungen für die deutschen Banken mit eigenem Marktrisikomodell in den letzten zwei Jahren recht stabil bei 3%.<sup>16)</sup> Innerhalb der Marktrisiken wiederum ist die Zinsrisikoposition die bedeutendste.

Zunahme der Kapitalanforderungen primär durch Aktienkursrisiken bedingt

Das Risikopotenzial aus Marktrisiken hat sich im Durchschnitt der letzten vier Quartale des Untersuchungszeitraumes leicht ausgeweitet.<sup>17)</sup> Ausschlaggebend dafür war die Entwicklung im vierten Quartal 2005 und im ersten Quartal 2006, die für die repräsentative Bank jeweils zu einem Wachstum des Value at Risk (VaR) von durchschnittlich 8,2 % führte. Die Zunahme der gesamten Marktrisikoposition wurde insbesondere vom starken durch-

Schaubild 1.2.15

### MARKTRISIKEN IN DEN BANKPORTFOLIOS



**1** Gemäß Grundsatz I für Banken mit eigenem Marktrisikomodell. — **2** Wert, den 75% (25%) der Kreditinstitute unterschreiten. — **3** Basierend auf den Banken, die ein eigenes Marktrisikomodell haben und das jeweilige Risiko auch explizit modellieren.

DEUTSCHE BUNDESBANK

schnittlichen Anstieg des Aktienkursrisikos im ersten Quartal 2006 getrieben. Dagegen ver-

**16** Die Kontrahentenrisiken des Handelsbuches sind hierin nicht enthalten.

**17** Die folgenden Aussagen beziehen sich auf derzeit 15 Banken, die ein eigenes Risikomodell zur Bestimmung der regulatorisch notwendigen Eigenmittel für die Marktpreisrisiken des Handelsbuches anwenden dürfen. Damit werden die Marktaktivitäten der deutschen Banken in hohem Maße abgedeckt. Die Quantifizierung der Marktpreisrisiken ergibt sich als Resultat der von den Banken eingesetzten Risikomodelle. Als Maß für das Risiko wird das Konzept des VaR herangezogen, wobei dieser den maximalen Verlust angibt, der mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 % bei einer Haltezeit von zehn Tagen nicht überschritten wird.

zeichneten die meisten Banken im zweiten Quartal 2006 wieder einen leichten Abbau ihrer Marktrisikoposition. Letztlich dürften sie auch ihre Aktienmarktposition im Handelsbuch per saldo kaum aufgestockt haben. Trotz des gegen Ende des zweiten Quartals 2006 zu verzeichnenden Anstiegs der Aktienmarktvolatilität hat sich nämlich nur ein geringer Anstieg der Eigenmittelanforderungen ergeben (siehe Schaubild 1.2.15).<sup>18)</sup>

*Marktrisikorechnungsbeträge weiterhin breit über die Banken gestreut*

Unter Risikoaspekten ist positiv zu werten, dass die relativen Veränderungen der Anrechnungsbeträge für Marktrisiken weiterhin eine breite Streuung über die betreffenden Banken aufweisen. Dies ist ein erster Hinweis darauf, dass die offenen Risikopositionen der Banken signifikant voneinander abweichen.

### Gleichlauf als Risiko

*Gleichlauf innerhalb und außerhalb des Bankensystems als potenzielle Risikoquelle*

Ein Gleichlauf von Marktpositionen kann systemische Risiken für ein Bankensystem bergen, die bei Anspannungen an den Finanzmärkten schlagend werden können. Die Gleichlauf-Problematik hat dabei zwei Aspekte. Einerseits kann ein Gleichlauf innerhalb des betrachteten Bankensystems auftreten, wenn bei den marktaktiven Banken ähnliche Marktpositionierungen vorliegen. Ein eintretender Schock würde die Handelsergebnisse dieser Banken gleichzeitig negativ treffen. Andererseits kann ein Gleichlauf auch außerhalb des Systems – also in der Positionierung der Marktteilnehmer auf den internationalen Finanzmärkten – im Krisenfall Rückwirkungen auf die Banken haben, etwa durch Liquiditätsengpässe oder sich sprunghaft ändernde Korrelationen.

Für die Marktrisikoprüfung hatten beide Aspekte in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen. Denn die Entwicklung der Korrelation der Handelsergebnisse der deutschen Banken zeigte eine bemerkenswerte Ähnlichkeit mit dem seit Anfang 2002 festzustellenden zunehmenden Gleichlauf der Hedgefonds-Renditen. Insbesondere im Laufe des Jahres 2004 war die Korrelation der Handelsergebnisse der marktaktiven deutschen Banken deutlich angestiegen (siehe Schaubild 1.2.16).<sup>19)</sup> Im Dezember 2004 erreichte sie mit einem Koeffizienten von 0,3 ihren Höchststand innerhalb der fünfjährigen Beobachtungsperiode. Diese hohe Korrelation der Handelsergebnisse hat sich im Laufe des Jahres 2005 vollständig zurückgebildet. Aus Stabilitätssicht ist diese Entwicklung zu begrüßen. Gleichwohl erfordert die in den letzten zwei Jahren zu beobachtende starke Auf- und Abwärtsbewegung im Korrelationsmuster eine erhöhte Aufmerksamkeit. Mit Ausnahme der Stresssituation in der Zeit um den 11. September 2001 gab es nämlich in der bisherigen Historie keinen vergleichbaren trendmäßigen Anstieg und anschließenden Rückgang.

*Korrelation der Handelsergebnisse im Eigenhandel der deutschen Banken rückläufig*

Der im Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank entwickelte Diversifikationsindex ermöglicht eine differenzierte Einschätzung der Risiken, die bei einem starken Gleichlauf der Ergebnisse aus dem Eigenhandel der

*Diversifikationsindex zeigt risikomindernden Portfolioeffekt auf*

<sup>18)</sup> Bei der Einordnung der Entwicklung der Marktrisiken ist zu beachten, dass sowohl marktgetriebene Faktoren (Kursentwicklung, Volatilitätsentwicklung und Entwicklung der Korrelationen zwischen den Marktpreisen der Finanzinstrumente) als auch bankenindividuelle Entscheidungen (Anpassungen bei den offenen Positionen und Verbesserungen beim verwendeten Marktrisikomodell) auf die jeweilige Marktrisikoposition einwirken.

<sup>19)</sup> Die Korrelation wird ermittelt als ungewichteter Mittelwert der paarweisen Korrelationen der täglichen Renditen aus dem Eigenhandel von elf deutschen Banken mit eigenem Marktrisikomodell über einen gleitenden Stützzeitraum von 50 Tagen.

Banken auftreten können. Der Index zielt darauf ab, aus den Informationen über die prognostizierten täglichen Verlustpotenziale und den tatsächlich realisierten Renditen der Einzelportfolios der Banken das aggregierte Marktrisiko des deutschen Bankensystems abzuleiten. Diversifikationseffekte zwischen den verschiedenen Eigenhandelsportfolios der Banken werden dabei berücksichtigt.<sup>20)</sup>

*Gleichlauf Risiken innerhalb des deutschen Bankensystems zurückgegangen*

Im Ergebnis wird das aus der Korrelationsanalyse gewonnene Bild bestätigt: Der Verlauf des Diversifikationsindex im Jahr 2005 weist darauf hin, dass momentan bei den marktaktiven Banken kein übermäßiger Gleichlauf der Ergebnisse des Eigenhandels zu erkennen ist. Der Effekt der Portfoliodiversifizierung zwischen den Banken reduziert die gesamte Marktrisikoposition des Bankensektors und somit die potenziellen systemischen Risiken aus dem Marktbereich. Die innerhalb des deutschen Bankensystems bestehenden Risiken aus einem möglichen Gleichlauf von Marktpositionen haben somit abgenommen. Wie jedoch die Analyse der Korrelationen der Hedgefonds-Renditen weiter oben gezeigt hat, ist das Potenzial für Marktstörungen durch einen Gleichlauf der Positionen wichtiger Marktteilnehmer außerhalb des deutschen Bankensystems weiterhin vorhanden.

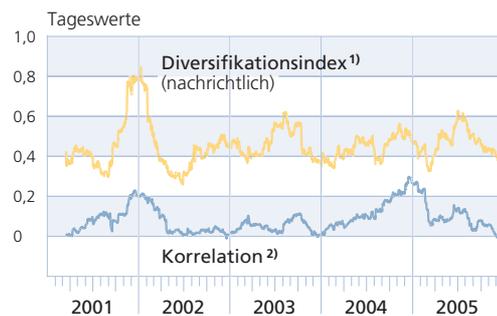
### Marktrisikostresstest

*Auch Marktrisikostresstest zeigt leichten Anstieg des Marktrisikopotenzials*

Zur Abschätzung der Risiken aus extremen Marktpreisveränderungen, wie sie sich aus den weiter oben dargestellten Szenarien einer Korrektur der Vermögenspreise in unterschiedlichen Finanzmarktsegmenten ergeben können, führt die Bundesbank Stresstests durch.

Schaubild 1.2.16

### GLEICHLAUF DER HANDELS- ERGEBNISSE DEUTSCHER BANKEN<sup>21)</sup>



\* Basierend jeweils auf Tagesdaten von elf Instituten mit eigenem Marktrisikomodell. — **1** Der Diversifikationsindex ist ein Indikator für den Grad der Diversifikation des Marktrisikos innerhalb des deutschen Bankensystems. Ein Wert von eins bedeutet fehlende Diversifikation, ein Wert von null vollständige Diversifikation. — **2** Die Korrelation wird ermittelt als ungewichteter Mittelwert der paarweisen Korrelationen der täglichen Renditen aus dem Eigenhandel über einen gleitenden Stützbereich von 50 Tagen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Diese umfassen – im Vergleich zu den unmittelbar vorangegangenen Analysen – eine breitere Auswahl auch an kleineren Banken.<sup>21)</sup> Aufgrund der größeren Bedeutung der Fristentransformation für das Geschäftsmodell der kleineren Banken gewinnt das Zinsänderungsrisiko relativ zum Aktienkursrisiko an Gewicht. Das höchste Verlustpotenzial zeigt sich daher erwartungsgemäß im extremen Szenario einer parallelen Aufwärtsbewegung der Zinsstrukturkurve um 150 Basispunkte innerhalb der Gruppe der mittleren und kleineren Banken. Das haftende Eigenkapital dieser Ban-

<sup>20</sup> Zur Konstruktion des Diversifikationsindex vgl.: C. Memmel und C. Wehn, Supervisor's portfolio: The market price risk of German banks from 2001 to 2004: Analysis and models for risk aggregation, in: Journal of Banking Regulation, Nr. 7/2006, S. 310–325.

<sup>21</sup> Zu einigen Modifikationen dieser Stresstests im Vergleich zum Vorjahr siehe Kasten 1.3 auf S. 56.

Kasten 1.3

**MODIFIKATIONEN BEIM  
MARKTRISIKOSTRESSTEST**

Zur besseren Einschätzung des Marktrisikos hat die Bundesbank ihre seit einigen Jahren regelmäßig durchgeführten Stresstests sowohl hinsichtlich der Zahl der einbezogenen Banken als auch hinsichtlich der zu rechnenden Szenarien erweitert. Das Prinzip der Analyse bleibt unverändert, so dass weiterhin die Auswirkungen extremer Marktentwicklungen auf sämtliche Positionen des Anlagebuches und des Handelsbuches der Banken simuliert werden. Dadurch wird erkennbar, inwieweit Banken über genügend haftendes Eigenkapital verfügen, um die unterstellten Stresssituationen ohne Gegenmaßnahmen zu verkraften. Wegen der Änderungen, die im Folgenden kurz dargestellt werden, sind die Ergebnisse der aktuellen Untersuchung mit den Ergebnissen der Vorjahre nur bedingt vergleichbar.

Der Teilnehmerzahl hat sich nahezu verdoppelt. Die nun 29 Banken wurden darüber hinaus umgruppiert, so dass eine Umbenennung der ehemaligen Gruppenbezeichnung „Große, international tätige Banken“ in „Kreditbanken und Zentralinstitute des Sparkassen- und Genossenschaftssektors“ erforderlich wurde. Die Gruppenbezeichnung „Mittlere und kleinere Banken“ konnte indessen unverändert bleiben. Bedingt durch diese Veränderungen wurden die Datenreihen der beiden Bankengruppen für die zurückliegenden Jahre entsprechend angepasst. Die neu aufgenommene Gruppe der Pfandbriefbanken ist wegen der fehlenden Datenhistorie noch nicht in die Analyse integriert worden.

Die wichtigsten Anpassungen im Hinblick auf die Stressszenarien ergaben sich im Bereich der Zinsänderungsrisiken. Das Ausmaß eines Zinsschocks durch eine Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve um 70 Basispunkte wurde um das extremere Szenario einer Verschiebung um 150 Basispunkte erweitert. Als neue Komponente wurde ein Szenario integriert, das eine differenzierte Ausweitung der Credit Spreads in den unterschiedlichen Ratingklassen unterstellt.

Im Szenario ansteigender Volatilität wurde zum einen das Ausmaß des Schocks angepasst. Zum anderen wurde der Schock bei der Aktienmarkt- und Wechselkursvolatilität um einen gleich hohen Anstieg bei der Volatilität der Zinsen ergänzt. Die Szenarien zu den Entwicklungen der Kursniveaus auf den Aktienmärkten und den Devisenmärkten haben sich dagegen nicht verändert.

kengruppe würde bei Eintritt dieses Szenarios im Durchschnitt um etwa 15 % abnehmen. Dagegen würde die Gruppe der Kreditbanken und Zentralinstitute im gleichen Szenario lediglich einen Verlust in Höhe von 3,7 % erleiden.<sup>22)</sup> Sollten andere Negativszenarien hinzutreten, könnte sich die Belastung erhöhen.

In der makroökonomischen und finanzmarktbezogenen Risikoanalyse steht allerdings eher das Szenario einer flachen Zinsstruktur im Vordergrund. Das Stresstestszenario „Drehung (+)“ verdeutlicht, dass die potenziellen Verluste aus einer sich um 70 Basispunkte verflachenden Zinsstruktur – bei gleichzeitiger Parallelverschiebung der Zinsstruktur um 40 Basispunkte nach oben – im Vergleich zu dem extremen Aufwärtsszenario deutlich niedriger liegen. Die Kreditbanken und Zentralinstitute hätten in diesem Fall einen Verlust in Höhe von 1,5 % und die mittleren und kleineren Banken einen Verlust in Höhe von 4,9 % ihres haftenden Eigenkapitals zu verkraften (siehe Tabelle 1.3).

Im Vergleich zu den Vorjahren fällt auf, dass sich insbesondere bei den mittleren und kleineren Banken eine Risikoausweitung bei Zinsschocks zeigt. Die in den letzten Jahren bei dieser Bankengruppe festzustellende Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit der Aktiva dürfte in hohem Maße zu dieser Entwicklung beigetragen haben. In einem stärker umkämpften Marktumfeld ist darin das Bestreben dieser Banken erkennbar, die Erträge

*Zinsänderungsrisiko bei beiden Bankengruppen angestiegen ...*

DEUTSCHE BUNDESBANK

<sup>22</sup> Eine im Herbst 2005 im Zusammenhang mit der Umsetzung von Basel II einmalig durchgeführte Umfrage zum Zinsänderungsrisiko bestätigt die Größenordnung dieser Ergebnisse für eine erheblich größere Bankstichprobe.

aus der Fristentransformation unter Übernahme eines gestiegenen Zinsänderungsrisikos zu erhöhen. Der Anstieg des aufwärtsgerichteten Zinsänderungsrisikos bei den Kreditbanken und Zentralinstituten deutet dagegen eher darauf hin, dass diese Banken im Vergleich zu den Vorjahren in geringerem Maße Absicherungsgeschäfte gegen steigende Marktzinsen getätigt haben.

... ebenso wie  
das Aktienkurs-  
risiko

Das Aktienkursrisiko hat in den letzten drei Jahren ebenfalls für beide Bankengruppen an Bedeutung gewonnen. Ein scharfer Rückgang der Aktienkurse, der im simulierten Szenario 30 % innerhalb eines Tages beträgt, würde in der Gruppe der Kreditbanken und Zentralinstitute 7,3 % des haftenden Eigenkapitals verbrauchen. Dem stehen jedoch stille Reserven gegenüber, insbesondere für im Anlagebuch gehaltene Aktienbestände. Die in Tabelle 1.3 ausgewiesenen Marktwertveränderungen dürften daher die tatsächlichen Aktienkursrisiken etwas überzeichnen.

Sonstige  
Stressszenarien  
mit steigendem  
Verlustpotenzial  
ausgehend  
von niedrigem  
Niveau

Eine Ausweitung der Kreditrisikoprämien (Credit Spreads) in den verschiedenen Ratingklassen hat bei allen untersuchten Bankengruppen einen merklichen Marktwertverlust zur Folge. Eine sich über die nächsten Jahre hinweg aufbauende Datenhistorie wird eine genauere Analyse der diesbezüglichen Risiken ermöglichen. Die Stressszenarien im Hinblick auf eine Auf-/Abwertung des Euro und hinsichtlich einer Zunahme der Volatilität auf den Devisen-, Aktien- und Anleihemärkten haben vergleichsweise geringe Auswirkungen auf die Bankbilanzen. Die Verdoppelung der Verluste aus einer 15 %-igen Euro-Aufwertung von 0,31 % auf 0,61 % des haftenden Eigenkapitals in der Gruppe der

Tabelle 1.3

### ERGEBNISSE DER STRESSTESTS IM MARKTRISIKO

Marktwertänderungen in % des haftenden  
Eigenkapitals (gewichtete Mittelwerte)

| Szenarien                                             | 2003   | 2004   | 2005   | 2006    |
|-------------------------------------------------------|--------|--------|--------|---------|
| <b>Kreditbanken und Zentralinstitute<sup>1)</sup></b> |        |        |        |         |
| <b>Zinsstruktur</b>                                   |        |        |        |         |
| Drehung (+)                                           | - 1,08 | - 0,27 | - 0,43 | - 1,51  |
| Parallel (+)                                          | - 0,84 | - 0,28 | - 0,02 | - 1,66  |
| Parallel (++)                                         | -      | -      | -      | - 3,67  |
| Drehung (-)                                           | 1,06   | 0,28   | 0,56   | 1,46    |
| Parallel (-)                                          | 0,74   | 0,37   | 0,29   | 1,48    |
| Euro-Aufwertung                                       | - 0,21 | - 0,01 | - 0,31 | - 0,61  |
| Euro-Abwertung                                        | 0,18   | 0,23   | 0,48   | 0,88    |
| Aktienkursrückgang                                    | - 6,75 | - 5,75 | - 6,46 | - 7,30  |
| Volatilitätsanstieg                                   | - 0,57 | - 0,04 | 0,21   | 0,64    |
| Credit-Spread-<br>Ausweitung                          | -      | -      | -      | - 2,26  |
| <b>Mittlere und kleinere Banken<sup>2)</sup></b>      |        |        |        |         |
| <b>Zinsstruktur</b>                                   |        |        |        |         |
| Drehung (+)                                           | - 2,90 | - 4,19 | - 3,57 | - 4,87  |
| Parallel (+)                                          | - 3,43 | - 5,56 | - 5,26 | - 7,19  |
| Parallel (++)                                         | -      | -      | -      | - 14,95 |
| Drehung (-)                                           | 2,84   | 4,34   | 3,88   | 4,64    |
| Parallel (-)                                          | 3,45   | 5,87   | 5,72   | 7,48    |
| Euro-Aufwertung                                       | - 0,01 | - 0,95 | 0,06   | 0,16    |
| Euro-Abwertung                                        | - 0,94 | 0,51   | - 0,05 | 0,15    |
| Aktienkursrückgang                                    | - 2,03 | - 3,96 | - 4,45 | - 5,38  |
| Volatilitätsanstieg                                   | - 0,29 | 0,01   | - 0,07 | 0,01    |
| Credit-Spread-<br>Ausweitung                          | -      | -      | -      | - 3,02  |

Tabelle 1.4

### ERLÄUTERUNG DER SZENARIEN<sup>3)</sup>

Veränderungen in Basispunkten

| Szenarien                          | kurzfristig <sup>4)</sup>                                                                                           | mittelfristig <sup>5)</sup> | langfristig <sup>6)</sup> |
|------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| <b>Zinsstruktur</b>                |                                                                                                                     |                             |                           |
| Drehung (+)                        | 110                                                                                                                 | 60                          | 40                        |
| Parallel (+)                       | 70                                                                                                                  | 70                          | 70                        |
| Parallel (++)                      | 150                                                                                                                 | 150                         | 150                       |
| Drehung (-)                        | - 110                                                                                                               | - 60                        | - 40                      |
| Parallel (-)                       | - 70                                                                                                                | - 70                        | - 70                      |
| Euro-Aufwertung/<br>Euro-Abwertung | Aufwertung bzw. Abwertung des Euro um 15 % gegenüber allen Währungen.                                               |                             |                           |
| Aktienkurs-<br>rückgang            | Rückgang der Aktienkurse um 30 % simultan auf allen Märkten.                                                        |                             |                           |
| Volatilitätsanstieg                | Zunahme der Volatilität von Zinsen, Aktien- und Wechselkursen um 50 %.                                              |                             |                           |
| Credit-Spread-<br>Ausweitung       | Ausweitung der Credit Spreads in Basispunkten: AAA + 10, AA/A + 20, BBB + 50, BB/B + 100, CCC und schlechter + 200. |                             |                           |

1 15 Institute. — 2 Zehn Institute. — 3 Eintritt des Szenarios jeweils innerhalb eines Tages per 31. März 2006. — 4 Höchstens drei Monate. — 5 Mehr als drei Monate, aber höchstens fünf Jahre. — 6 Mehr als fünf Jahre.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Kreditbanken und Zentralinstitute ist dennoch beachtlich.

*Stresstest  
bestanden*

In der Gesamtbetrachtung zeigen die Ergebnisse des Marktrisikostresstests, dass die befragten Institute in der Lage sind, die unterstellten Schocks in den Marktpreisen zu verkraften.

### Risiken aus rechtlichen Auseinandersetzungen

*Ursachen für  
Anstieg der  
Rechtsrisiken*

Rechtsrisiken, wie sie sich in gerichtlichen und außergerichtlichen Auseinandersetzungen manifestieren, sind seit jeher immanenter Bestandteil bankgeschäftlichen Handelns. Kompetitive Strategien im Kampf um Kunden und Geschäftsfelder kalkulieren gegebenenfalls sogar rechtliche Unwägbarkeiten ein, zumal mit diesen Strategien häufig auch erhebliche Ertragschancen verbunden sind. Die juristischen Auseinandersetzungen äußern sich zum Beispiel in Konflikten mit einzelnen Geschäftspartnern/Kunden oder mit einer Vielzahl von Privatkunden, in behördlichen/aufsichtsrechtlichen Verfahren sowie in Auseinandersetzungen mit Beschäftigten.

Für den in jüngerer Vergangenheit zu beobachtenden Anstieg gerichtlicher und außergerichtlicher Auseinandersetzungen sind insbesondere folgende Ursachen verantwortlich:

- Internationalisierung des Bankgeschäfts:

Die Risiken juristischer Auseinandersetzungen erhöhen sich mit der steigenden grenzüberschreitenden Tätigkeit von Banken wegen der Frage des anwendbaren Rechts grundsätzlich.

Ferner sind insbesondere Banken, die im angelsächsischen Rechtsraum aktiv sind, wegen des Rechtsinstituts des Strafschadens gegebenenfalls hohen Schadenersatzforderungen ausgesetzt.

- Komplexität der Geschäfte/Finanzinstrumente:

Mit der zunehmenden Komplexität moderner Finanzinstrumente steigt die Gefahr juristischer Auseinandersetzungen; auch vor diesem Hintergrund verdient die Rückstau-problematik im Bereich der Derivatebestätigungen Beachtung.

- Stärkung des Verbraucher- beziehungsweise Anlegerschutzes in der Gesetzgebung:

Sowohl der europäische als auch der deutsche Gesetzgeber haben in den letzten Jahren die Stellung der Verbraucher beziehungsweise Anleger bewusst gestärkt (z. B. Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)).

- Zunehmende Elektronisierung:

Die wachsende Bedeutung des Geschäftsfeldes „Electronic Banking“ birgt neben Abwicklungs- und Reputationsrisiken auch eine Reihe von Rechtsrisiken. Ein Beispiel ist der nicht abschließend geklärte Umgang mit Hackerangriffen auf Kunden-PCs.

Auch wenn die genaue Höhe von Risiken aus juristischen Auseinandersetzungen sowie die damit verbundenen Reputationsrisiken nur

*Derzeit keine  
systemische  
Relevanz von  
Rechtsrisiken*

sehr schwer quantifizierbar sind, lässt sich konstatieren, dass diese Risiken erheblich zugenommen haben. Die Banken haben hierauf mit verschiedenen Maßnahmen reagiert (z. B. Verwendung standardisierter Formulare/Verträge, Abschluss von Versicherungen, Bildung von Rückstellungen). Eine systemische Relevanz der dargestellten Risiken erscheint angesichts ausreichender Risikopuffer sowie effizienter Steuerungsmechanismen derzeit nicht gegeben. Es kommt allerdings entscheidend darauf an, bis hin zur obersten Managementebene Transparenz über mögliche Rechtsrisiken zu schaffen. Dies gilt insbesondere bei der Aufnahme neuartiger Geschäfte und in besonders von Interessenkonflikten betroffenen Geschäftsfeldern.

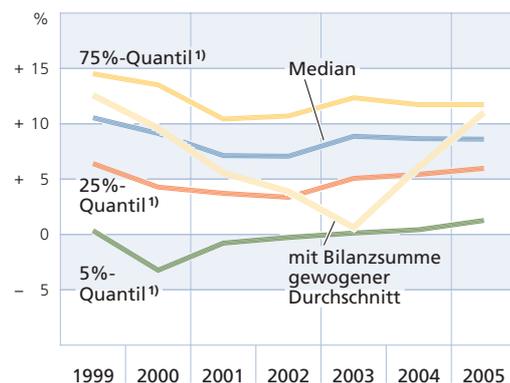
### Risikotragfähigkeit

Den Risiken, die Kreditinstitute übernehmen, ist ihre Risikotragfähigkeit gegenüberzustellen, also die Puffer, mit denen negative Schocks absorbiert werden sollen. Dazu zählen in erster Linie die laufenden Erträge, die Risikovorsorgebestände und die Eigenkapitalausstattung. Eine subsidiäre Sicherheitslinie bilden darüber hinaus die institutsübergreifenden Haftungsverbände und Sicherungseinrichtungen.

Insgesamt ist die Risikotragfähigkeit des deutschen Bankensystems angesichts teils deutlich gestiegener Erträge und einer weiter verbesserten Kapitalausstattung aktuell als recht robust zu bezeichnen. Nicht zuletzt angesichts bestehender konjunktureller Risiken kann aber nicht ohne weiteres davon ausgegangen werden, dass sich das derzeit erzielte Ertragsniveau in die Zukunft fortschreiben lässt. Zudem

Schaubild 1.2.17

### VERTEILUNG DER EIGENKAPITALRENDITEN \*) DEUTSCHER BANKEN



\* Verhältnis des Ergebnisses vor Steuern zum bilanziellen Eigenkapital; um Ausreißer bereinigt. — <sup>1)</sup> Wert, den 75% (25%, 5%) aller Kreditinstitute unterschreiten.

DEUTSCHE BUNDESBANK

muss sich noch erweisen, ob mit dem aktuellen, bei manchen Banken niedrigen Risikovorsorgeniveau auch eine mögliche künftige Verschlechterung der Kreditqualität aufgefangen werden kann.

### Ertragslage

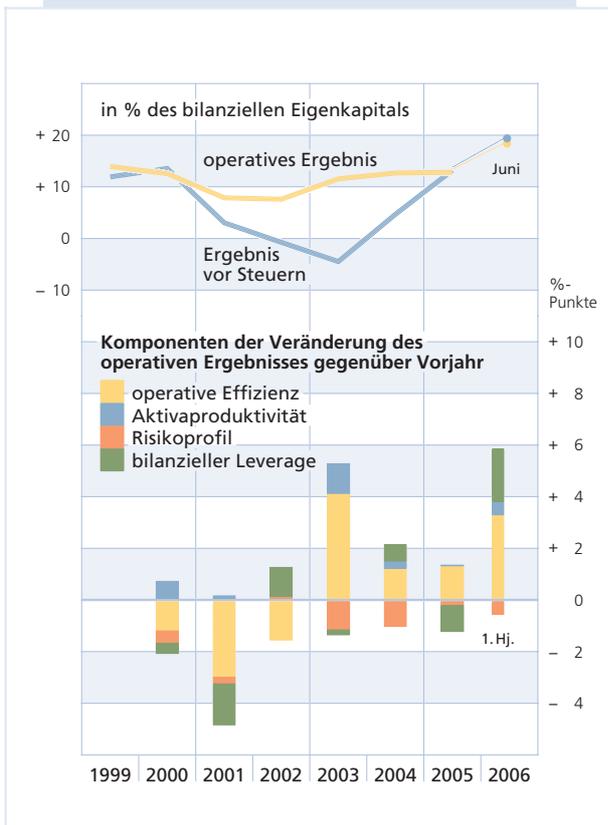
Die Ertragslage im deutschen Bankensystem hat sich deutlich verbessert. Die durchschnittliche Eigenkapitalrentabilität (vor Steuern) stieg im Jahr 2005 auf rund 12,7 %, nach 4,2 % im Jahr 2004 und lediglich 0,7 % im Jahr 2003.<sup>23)</sup> Dabei ist unter Stabilitätsgesichtspunkten be-

*Ertragslage deutlich günstiger*

<sup>23)</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2005, Monatsbericht, September 2006, S. 15 ff.

Schaubild 1.2.18

**EIGENKAPITALRENDITEN  
GROSSER, INTERNATIONAL  
TÄTIGER DEUTSCHER BANKEN\*)**



\* Das Aggregat umfasst insgesamt acht deutsche Banken aus allen drei Sektoren, deren Konzernbilanzsumme jeweils 250 Mrd € übersteigt und die in größerem Umfang auch auf internationalen Märkten tätig sind.

DEUTSCHE BUNDESBANK

sonders erfreulich, dass diese Verbesserung nicht nur von den ohnehin renditestarken Instituten getragen wurde. So hat sich die Eigenkapitalrendite derjenigen 5 % der Banken mit der niedrigsten Rendite am deutlichsten erhöht (siehe Schaubild 1.2.17). Im markanten Anstieg der mit der Bilanzsumme der Institute gewichteten Eigenkapitalrendite, die nun etwas über dem Niveau von 2000 liegt, spiegelt sich wiederum der deutliche Ergebnisanstieg

einiger großer, international tätiger Banken wider. Im gesamten Bankensystem wurden 2005 vor allem beim Provisionsüberschuss und beim Eigenhandel merkliche Zuwächse erzielt, während der Zinsüberschuss nur wenig stieg. Der abermals rückläufigen Risikovorsorge standen zusätzliche Verwaltungsaufwendungen in fast gleicher Höhe gegenüber. Der Jahresüberschuss vor Steuern wurde im Vergleich zu 2004 gut verdreifacht, der Bilanzgewinn mehr als verdoppelt.

Unter Stabilitätsgesichtspunkten verdienen der rückläufige Risikovorsorgeaufwand und die entsprechende Abnahme des Bestands an Einzelwertberichtigungen im Kundenkreditgeschäft besondere Aufmerksamkeit: beides auf den ersten Blick Anhaltspunkte für eine weniger konservative Wertberichtigungspraxis. Allerdings befinden sich die Risikovorsorgebestände in der historischen Perspektive noch nicht auf einem ungewöhnlich niedrigen Niveau. Bei einzelnen Instituten hat auch der Verkauf notleidender Kredite zu dem beobachteten Rückgang beigetragen. Darüber hinaus haben einige Institute nach den hohen Belastungen zu Beginn des Jahrzehnts ihr Risikomanagement verbessert und zugleich ein wesentlich restriktiveres Kreditneugeschäft betrieben.

*Risikovorsorge trotz rückläufiger Aufwendungen noch angemessen*

Indikatoren zur Bonität der Kreditnehmer deuten schließlich auf eine aktuell relativ gute Kreditqualität hin, die eine geringere Risikovorsorge in der gegenwärtigen Lage rechtfertigt. Die Kreditqualität könnte jedoch ein zyklisches Hoch erreicht haben oder kurz davor stehen. In diesem Fall wäre damit zu rechnen, dass der Wertberichtigungsbedarf in nicht allzu ferner Zukunft wieder anziehen und die Entlastung der Erträge sich umkehren würde. Die Über-

wachung der Wertberichtigungspraxis und der Angemessenheit der Risikovorsorgebestände wird daher weiterhin zu den besonderen Herausforderungen der Bankenaufsicht wie der Stabilitätsanalyse zählen.

### Große, international tätige Banken

*International tätige Banken im Jahr 2005 besonders erfolgreich*

Die großen, international tätigen Banken<sup>24)</sup> konnten ihre Ertragskraft im Jahr 2005 und im ersten Halbjahr 2006 deutlich steigern. Dabei profitierten sie jedoch von günstigen Rahmenbedingungen, deren dauerhafter Bestand nicht unterstellt werden kann. Insbesondere die Aktienmarktentwicklung und das niedrige Marktzinsniveau boten deutlichen „Rückenwind“. Diese Faktoren sind wichtige Determinanten von Eigenhandel und Provisionsgeschäft, in denen diese Banken in besonderem Maße engagiert sind. Vor diesem Hintergrund wird die Ertragsverbesserung daraufhin untersucht, ob sie primär auf die kurzfristig günstigen Rahmenbedingungen oder auch auf nachhaltige Strukturverbesserungen zurückzuführen ist.

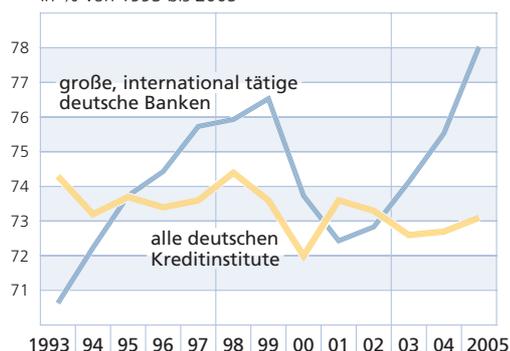
*Komponentenzerlegung weist auf nachhaltig verbesserte Ertragskraft hin*

Die Zerlegung der Eigenkapitalrendite in einzelne Rentabilitätskomponenten<sup>25)</sup> deutet insgesamt auf eine „gesunde“ Zusammensetzung des operativen Ergebnisses (siehe Schaubild 1.2.18). Das Ergebnis vor Steuern liegt gleichauf mit dem operativen Ergebnis (Bewertungsfaktor nahe 1), was darauf hinweist, dass Sonderfaktoren aus der Bewertung das Gesamtbild nicht mehr maßgeblich prägen. Die operative Effizienz (Verhältnis des operativen Ergebnisses zu den operativen Erträgen) leistet bereits seit 2003 einen positiven Wachstumsbeitrag zum ope-

Schaubild 1.2.19

### KOSTENEFFIZIENZ AUF BASIS DER STOCHASTIC FRONTIER ANALYSIS<sup>\*)</sup>

in % von 1993 bis 2005



\* Vgl.: M. Koetter (2005), Measurement matters – Input price proxies and bank efficiency in Germany, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 2, Studien zu Banken und Finanzwirtschaft, Nr. 01/2005.

DEUTSCHE BUNDESBANK

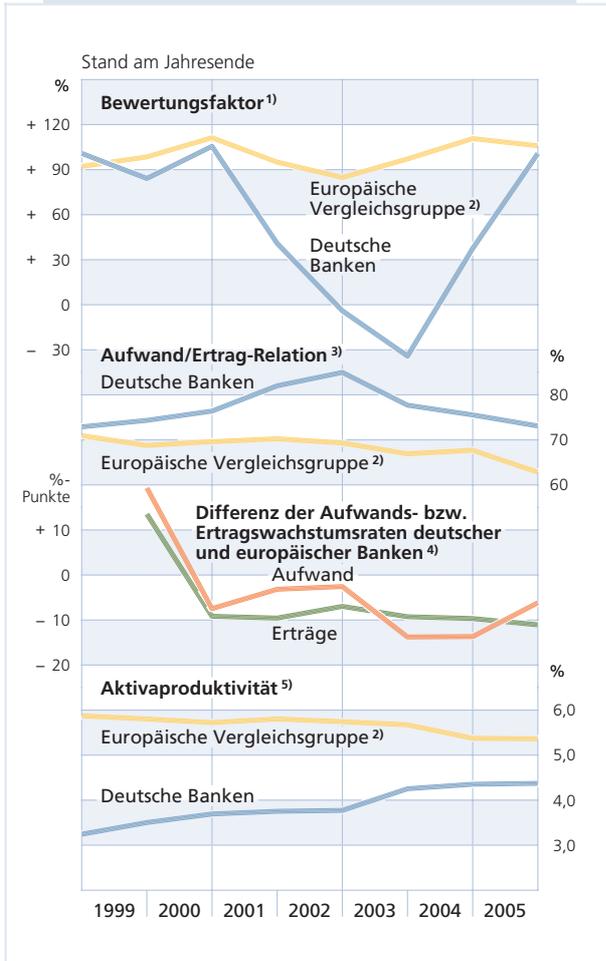
rativen Ergebnis und stieg im ersten Halbjahr 2006 nochmals deutlich an. Besonders erfreulich ist der höhere Wachstumsbeitrag der Aktivproduktivität: Das günstigere Verhältnis der operativen Erträge zu den risikogewichteten Aktiva und die daraus abzulesende Verbesserung der Ertragskraft in Relation zu den Risikoeinheiten könnte auf eine strukturelle Stärkung der Risikotragfähigkeit hinweisen. Die erhöhte Aktivproduktivität ist jedoch auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass

<sup>24</sup> Das hier betrachtete Aggregat umfasst insgesamt acht deutsche Banken aus allen drei Sektoren, deren Konzernbilanzsumme jeweils 250 Mrd € übersteigt und die in größerem Umfang auch auf internationalen Märkten tätig sind.

<sup>25</sup> Diese erfolgt üblicherweise in Form einer Erweiterung des Ausdrucks für die Eigenkapitalrendite nach dem Muster Eigenkapitalrendite = Bewertungsfaktor • operative Effizienz • Aktivproduktivität • Risikoprofil • bilanzieller Leverage. Für eine ausführliche Beschreibung dieser Technik vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht, November 2005, Kasten 1.9, S. 70.

Schaubild 1.2.20

**KOMPONENTEN DER EIGENKAPITALRENDITE GROSSER, INTERNATIONAL TÄTIGER DEUTSCHER BANKEN \*)**



Quelle: Bankscope und eigene Berechnungen. — \* Das Aggregat umfasst insgesamt acht deutsche Banken aus allen drei Sektoren, deren Konzernbilanzsumme jeweils 250 Mrd € übersteigt und die in größerem Umfang auch auf internationalen Märkten tätig sind. — **1** Verhältnis des Ergebnisses vor Steuern zum operativen Ergebnis (Summe aus Zins-, Provisions- und Handelsergebnis (operative Erträge) abzüglich Verwaltungsaufwand). — **2** 15 Banken mit einer Bilanzsumme von jeweils über 250 Mrd €. Verringerung der Vergleichsgruppe um eine Bank aufgrund der Übernahme einer großen deutschen Bank. — **3** Verhältnis aus Verwaltungsaufwand zu den operativen Erträgen. — **4** Aufwands- bzw. Ertragswachstumsraten deutscher Banken abzüglich der 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

die Institute ihr Risikoprofil seit 2003 kontinuierlich absenkten, die Gesamtaktiva also schneller expandieren als die risikogewichteten.

Eine Untersuchung anhand der Stochastic Frontier Analysis<sup>26)</sup> bestätigt das günstige Gesamtbild einer höheren Rentabilität des Bankensektors (siehe Schaubild 1.2.19). Sie zeigt eine steigende Kosteneffizienz an: die Institute konnten also – bei fixierten Rahmenbedingungen – einen gegebenen Output (z.B. 1 000 € Kredit) zu geringeren Kosten generieren als im vergangenen Jahr. Dabei schneiden die großen Kreditbanken und die Landesbanken besonders günstig ab: Ihre Effizienz verbesserte sich um zweieinhalb Prozentpunkte, was darauf hindeutet, dass bei diesen Banken die Restrukturierungsmaßnahmen der vergangenen Jahre Früchte tragen. Die Kosteneffizienz aller deutschen Banken zusammen legte dagegen im Durchschnitt lediglich um einen halben Prozentpunkt zu und liegt weiterhin unter den Höchstwerten vergangener Jahre.

*Auch Effizienzmessung zeigt Steigerung an*

In Relation zu den eingegangenen Risiken konnten die deutschen Banken ihre Erträge überdurchschnittlich steigern; damit verkleinerte sich der Abstand zu ihren internationalen Wettbewerbern im Bereich der Aktivproduktivität. Dagegen konnten die deutschen Institute bei der Aufwand/Ertrag-Relation nicht weiter zu anderen europäischen international tätigen Banken aufschließen (siehe Schaubild 1.2.20). Während diese bei

*Im internationalen Vergleich bleiben die Ertragssteigerungen allerdings nur moderat*

<sup>26</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.

den europäischen Instituten um rund fünf Prozentpunkte sank, verbesserte sie sich bei den deutschen Banken nur um zweieinhalb Prozentpunkte. Dabei war vor allem die Ertrags- und nicht die Kostenseite ausschlaggebend: Da die Ertragszuwächse der deutschen Banken um rund zehn Prozentpunkte hinter denen der Vergleichsgruppe zurückblieben, reichten die niedrigeren Aufwandssteigerungen nicht, um bei der Aufwand/Ertrag-Relation aufzuholen. Offenbar wurden die höheren Aufwendungen bei den internationalen Wettbewerbern Instituten zum Teil durch Bonuszahlungen geprägt, standen also in direktem Zusammenhang zu den höheren Erträgen.

*Niedrige Kreditausfallswap-Prämien*

Weitere Hinweise auf die Widerstandskraft der Banken kann die Betrachtung von Marktindikatoren, die direkt die Ausfallwahrscheinlichkeit von Banken reflektieren, geben. Kreditausfallswap-Prämien spiegeln die Markteinschätzung bezüglich der Wahrscheinlichkeit wider, dass die betreffende Bank ihren Kreditverpflichtungen nicht vertragsgemäß nachkommen kann.<sup>27)</sup> Ihr aktueller Verlauf deutet auf eine günstige Risikolage der Großbanken hin (siehe Schaubild 1.2.21).<sup>28)</sup> Die Prämien bewegen sich auf dem niedrigsten Stand seit Jahren und weisen auch im Vergleich zur europäischen Benchmark keine deutliche Abweichung auf.

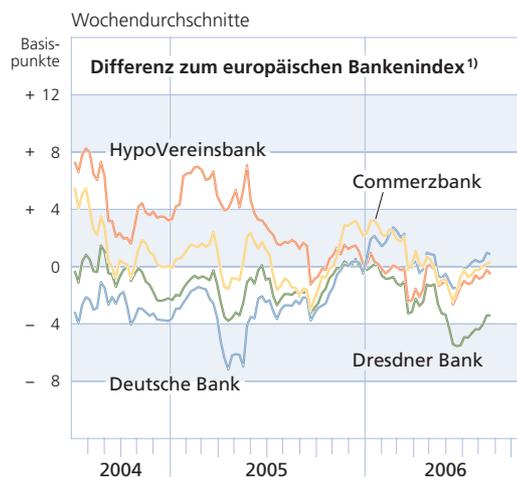
## Landesbanken

*Einschätzung der Landesbanken aufgrund von Sondereffekten schwierig*

Gut ein Jahr nach dem Wegfall der Gewährträgerhaftung und der Modifikation der Anstaltslast sind die Ertragskennzahlen der Landesbanken noch deutlich von Sondereffekten geprägt, was eine Abschätzung der mittel-

Schaubild 1.2.21

### KREDITAUSFALLSWAP-PRÄMIEN DEUTSCHER GROSSBANKEN



Quelle: Bloomberg. — 1 Angelehnt an iTraxx-CDS-Indizes.

DEUTSCHE BUNDESBANK

fristigen Entwicklung erschwert. So konnten sie teilweise noch von ihrer Liquiditätsbevorratung aus dem vergangenen Jahr zehren, was die Zinsaufwendungen relativ niedrig hielt. Seitens der Ratingagenturen wurden im vergangenen Jahr kaum Bonitätsveränderungen festgestellt: Es kam zu einer Herabstufung und zu zwei Heraufstufungen von Landesbanken.

Insgesamt gesehen verzeichneten die Landesbanken bei der Adaptation ihrer Geschäftsmodelle beachtenswerte Fortschritte. Als eine Konsequenz des Transformationsprozesses

*Unterschiedliche Geschäftsmodelle*

<sup>27</sup> Allerdings wird dieser Indikator auch durch von der Risikolage unabhängige Marktbedingungen wie der Marktliquidität beeinflusst, was die Aussagekraft etwas einschränkt.

<sup>28</sup> Da nur für Großbanken Kreditausfallswap-Prämien vorliegen, kann hier nur diese Gruppe betrachtet werden.

Schaubild 1.2.22

**ZINSGEFÄLLE ZWISCHEN GELD- UND KAPITALMARKT\*)**

\* Mit der Svensson-Methode geschätzter Zehnjahreszins für eine (hypothetische) Null-Kupon-Anleihe ohne Kreditausfallrisiko abzgl. 3-Monats-Euribor.

DEUTSCHE BUNDESBANK

wird die Gruppe der Landesbanken hinsichtlich ihrer Geschäftsmodelle zunehmend heterogen, so dass die aggregierte Betrachtung an Aussagekraft verliert. Einige Institute konzentrieren sich verstärkt auf das Privatkundengeschäft, andere streben eine intensivierte Präsenz im Ausland an oder profilieren sich im Spartengeschäft. Zudem variieren die Geschäftsmodelle deutlich in Bezug auf Umfang und Intensität der Zusammenarbeit mit den regionalen Sparkassen. Für die Zukunft sind daher weiter divergente Ertragsentwicklungen zu erwarten.

Besondere Aufmerksamkeit verdienen aktuelle und möglicherweise in der Zukunft anstehende strukturelle Veränderungen im Landesbankensektor. Auch hier gibt es unter-

schiedliche Tendenzen: Auf der einen Seite stehen der soeben vollzogene Verkauf einer bedeutenden Beteiligung an einer Landesbank an private Investoren und Überlegungen zu einem Börsengang, auf der anderen Seite gibt es Bemühungen um die Zusammenführung von Landesbanken unter Beibehaltung der vollständigen öffentlich-rechtlichen Trägerschaft. Hinzu kommt schließlich der bevorstehende Verkauf des 81 %-igen Landesanteils an einer Landesbank, bei dem derzeit nicht absehbar ist, ob der Erwerber aus dem privaten oder aus dem öffentlich-rechtlichen Sektor stammen wird.

Die möglichen Stabilitätsimplikationen der beschriebenen Optionen hängen nicht nur von den Umständen des Einzelfalls, sondern auch von etlichen weiteren Faktoren ab, die außerdem nur in ihrer Wechselwirkung zum übrigen Bankensystem beurteilt werden sollten. Dazu zählen unter anderem eine vermutete stärkere Renditeorientierung privater Investoren und deren potenzielle Auswirkungen auf die Wettbewerbssituation, die Risikopolitik und die Ertragskraft sowie die Frage der weiteren Zugehörigkeit zu Institutssicherungssystemen.

### Sparkassen und Kreditgenossenschaften

Zwar konnten auch die im Verbund organisierten Institute im Jahr 2005 ihren Jahresüberschuss nach Steuern deutlich steigern; insgesamt blieben sie jedoch deutlich hinter der Ertragsentwicklung der großen, international tätigen Banken zurück. Das operative Ergebnis der Sparkassen und Kreditgenossenschaften war im Vergleich zum Vorjahr

*Ertragslage der Verbundinstitute weniger günstig*

sogar rückläufig, wozu insbesondere das zinsabhängige Geschäft, die bislang verlässliche Hauptertragsquelle der Verbundinstitute, beitrug. Der oben diskutierte „konjunkturelle Rückenwind“ erfasste zwar auch die Verbundinstitute in Form eines deutlich niedrigeren Bewertungsaufwands und gestiegener Provisionsüberschüsse; deren Effekte sind jedoch naturgemäß begrenzt, da die im Verbund organisierten Institute weniger als ein Viertel ihres operativen Ergebnisses aus Provisionen und Eigenhandel beziehen.<sup>29)</sup>

*Schwieriges Geschäft mit der Fristentransformation wegen steigender Marktzinsen*

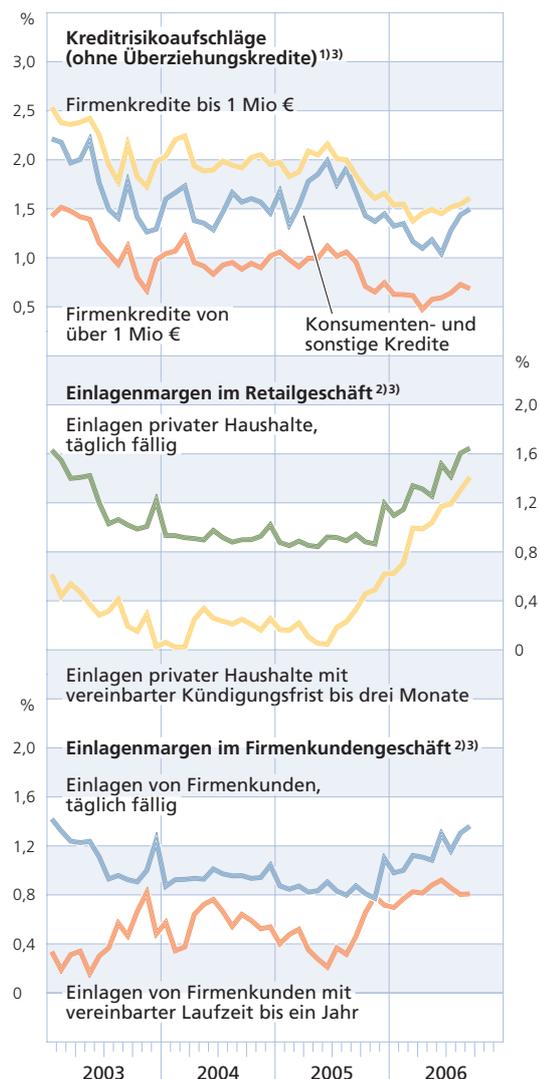
Die mittelfristigen Ertragsperspektiven der Sparkassen und Kreditgenossenschaften sind ungesichert, zumal ihr Geschäftsmodell wesentlich auf der Fristentransformation basiert. Dieses Kernelement des Retail-Banking – die Vergabe langfristiger Kredite, die über revolvingende kurzfristige Einlagen refinanziert werden – gestaltet sich in Zinssteigerungsphasen grundsätzlich eher schwierig. Für sich genommen werden die Erträge gedämpft, weil sich die höheren Marktzinsen langsamer in der Durchschnittsverzinsung der Kreditforderungen niederschlagen als auf der Einlagenseite mit ihren kürzeren Laufzeiten und früher auslaufenden Altverträgen. Dies impliziert für die Banken, dass ihre Refinanzierungskosten in der Regel früher zunehmen als die Erträge aus dem Kreditgeschäft, der Zinsüberschuss also vorübergehend fällt.<sup>30)</sup> Eine weiterhin flache Zinsstrukturkurve könnte das Geschäft aus der Fristen-

<sup>29)</sup> Zum Vergleich: Die Großbanken schöpften im vergangenen Jahr lediglich 46 % ihrer Erträge aus dem zinsabhängigen Geschäft.

<sup>30)</sup> Nach den bisherigen Erfahrungen zieht der Zinsüberschuss aber ein bis zwei Jahre nach einem Zinstief wieder an. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zum Einfluss veränderter Kurzfristzinsen auf die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute, Monatsbericht, September 2005, S. 18 f.

Schaubild 1.2.23

### ZINSMARGEN DEUTSCHER BANKEN IM NEUGESCHÄFT

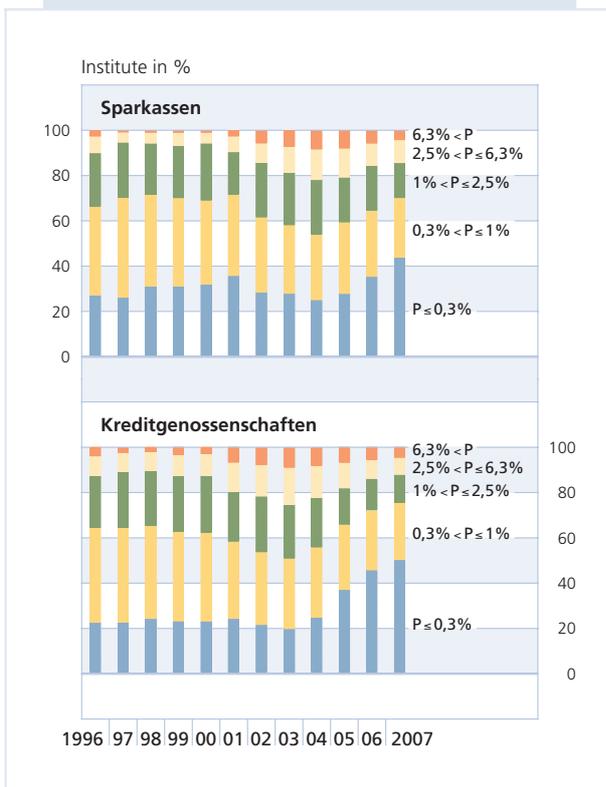


Quellen: Harmonisierte EWU-Zinsstatistik, Bloomberg und eigene Berechnungen. — **1** Die Risikoaufschläge werden auf Basis einzelner Laufzeitbänder als Differenz zu laufzeitadäquaten Renditen europäischer Staatsanleihen berechnet und über alle Laufzeiten volumengewichtet aggregiert. — **2** Die Margen für nicht täglich fällige Einlagen werden auf Basis der im Neugeschäft dominierenden Laufzeit als Differenz zu Bankschuldverschreibungen mit gleicher Laufzeit berechnet. — **3** Um Mengeneffekte im Zeitablauf weitestgehend auszuschließen, werden die Volumengewichte konstant gehalten.

DEUTSCHE BUNDESBAK

Schaubild 1.2.24

**HAZARDRATENMODELL:  
VERTEILUNG DER  
WAHRSCHEINLICHKEITEN (P) FÜR  
EINE BESTANDSGEFÄHRDENE  
ENTWICKLUNG \*)**



\* Schätzung der Wahrscheinlichkeit, dass ein Institut ohne stützende Maßnahmen im kommenden Jahr im Bestand gefährdet ist.

DEUTSCHE BUNDESBANK

transformation mittelfristig noch zusätzlich erschweren (siehe Schaubild 1.2.22): Zinsen auf Retail-Produkte werden vorwiegend durch Marktzinsen mit gleicher Fristigkeit bestimmt; die Zinsen auf – mit tendenziell kürzeren Laufzeiten terminierte – Einlagen orientieren sich also nicht an denselben Marktzinsen wie die länger laufender Kreditzinsen. Eine flache Zinsstrukturkurve geht daher häufig mit einer ebenso flachen Staffelung

der Retail-Zinsen einher, was die Erträge aus der Fristentransformation tendenziell dämpft.

Aus diesen Gründen ist ein weiterer Rückgang des Zinsüberschusses von Sparkassen und Kreditgenossenschaften in diesem und wohl auch im nächsten Jahr nicht auszuschließen. Zwar konnte die Zinsmarge im Einlagengeschäft – Geldmarktzins abzüglich des (approximierten) Durchschnittszinses auf Einlagen – in den vergangenen Monaten kräftig ausgeweitet werden, was die Zinsaufwendungen der Verbundinstitute dämpfte (siehe Schaubild 1.2.23). Jedoch wurden auch die Kreditmargen – wohl maßgeblich durch den intensiveren Wettbewerb im Kreditgeschäft – komprimiert,<sup>31)</sup> so dass die Zinserträge ebenfalls merklich sanken. Eine umfassende Orientierung zu neuen, renditestärkeren Ertragsquellen zeichnet sich bisher nicht ab, auch wenn seitens der Institute entsprechende Vertriebsanstrengungen forciert werden.

Allerdings profitierten auch die Verbundinstitute im vergangenen Jahr von der tendenziellen Verbesserung der Kreditqualität in Form geringerer Risikovorsorgeaufwendungen; dies trug mit zu einem nennenswerten Aufbau von Vorsorgereserven bei.

Vor diesem Hintergrund und angesichts der zum Teil durchaus komfortablen Eigenkapitalausstattung zeigt das Hazardratenmodell der Bundesbank sogar eine Verbesserung der Situation der Verbundinstitute an. In diesem Modell wird anhand von verschiedenen Kennzif-

*Hazardratenmodell zeigt aber geringere Wahrscheinlichkeit von Schieflagen an*

<sup>31</sup> Allerdings dürfte auch die entspanntere Risikolage die Risikoaufläge dämpfen.

fern<sup>32)</sup> die Wahrscheinlichkeit geschätzt, dass ein Institut innerhalb eines Jahres ohne stützende Maßnahmen des Verbunds im Bestand gefährdet wäre (siehe Schaubild 1.2.24). Auf Basis von Bilanzdaten des vergangenen Jahres fallen nun sowohl bei den Sparkassen als auch bei den Kreditgenossenschaften mehr als 40 % der Institute in die bonitätsstärkste Risikoklasse, also diejenige mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von weniger als 0,3 %. Gleichzeitig hat sich bei beiden Institutsgruppen der trendmäßige Rückgang bei der Besetzung der beiden schlechtesten Risikoklassen weiter fortgesetzt.

## Solvabilität

*Auf mittlere Sicht hohe Kapitalquoten*

Die Solvabilität ist die zweite Bestimmungsgröße der Risikotragfähigkeit, da die Eigenmittel jene Risiken abfedern müssen, die die laufenden Erträge übersteigen. Die Kapitalausstattung sollte allerdings nicht als „stetiges“ Maß der Risikotragfähigkeit angesehen werden, das heißt, eine höhere Eigenkapitalquote bedeutet zwar auf den ersten Blick eine höhere Widerstandskraft, sie schmälert aber zugleich die Summe des „arbeitenden“ Kapitals und senkt so die Rentabilität. Geringere Erträge tangieren wiederum die Risikotragfähigkeit negativ. Aus diesem Grund gilt es, einen mit Blick auf die Risiken angemessenen Kapitalbestand vorzuhalten. Die regulatorischen Anforderungen stellen hierfür eine bindende Untergrenze dar. Eine gewisse Überschreitung

<sup>32</sup> Die Determinanten sind an den sog. CAMEL-Ratings orientiert und beschreiben Kapitalausstattung, Ertragslage, Kreditrisiko und Marktrisiko der jeweiligen Sparkasse oder Kreditgenossenschaft. Hinzu kommen regionale und gesamtwirtschaftliche Faktoren. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Bericht zur Stabilität des deutschen Finanzsystems, Monatsbericht, Oktober 2004.

Kasten 1.4

### EIGENKAPITAL-STRESSTEST AUF BASIS VON DATEN DER BASEL II-AUSWIRKUNGSSTUDIEN

Die im Rahmen der vierten und fünften Auswirkungstudie von mehr als 100 Teilnehmerbanken erhobenen Daten ermöglichen einen Stresstestansatz, bei dem direkt die Auswirkungen von Änderungen der Inputparameter auf die Eigenkapitalquoten abgeschätzt werden. Dabei wurden zwei verschiedene Stressszenarien betrachtet – im Folgenden als moderates beziehungsweise starkes Stressszenario bezeichnet. Beim moderaten Stressszenario wurden die Ausfallwahrscheinlichkeiten (PDs) sämtlicher Forderungen um 30 %, beim starken Stressszenario um 60 % erhöht. Lediglich für Forderungen gegenüber Privatkunden wurden geringere Aufschläge auf die PDs verwendet (moderates Szenario 15 %, starkes Szenario 30 %), da die zyklischen Schwankungen der Ausfallwahrscheinlichkeiten für diese Forderungskategorie geringer sein dürften. Im Ergebnis zeigt sich für die großen international tätigen Banken (Gruppe 1) ebenso wie für die kleinen und mittleren Banken (Gruppe 2) insbesondere im starken Stressszenario ein merklicher Rückgang der mittleren Eigenkapitalquote. Die Kapitalausstattung bleibt aber für beide Bankengruppen deutlich über dem regulatorischen Mindestniveau.

### EIGENKAPITALQUOTE IN ABHÄNGIGKEIT VON DER STRESSINTENSITÄT

| Position | Mittlere Eigenkapitalquote in % |                  |                |
|----------|---------------------------------|------------------|----------------|
|          | Ohne Stress                     | Moderater Stress | Starker Stress |
| Gruppe 1 | 12,2                            | 11,4             | 10,8           |
| Gruppe 2 | 14,2                            | 13,4             | 12,8           |

Bei Banken, die voraussichtlich den fortgeschrittenen, internen Ratingansatz von Basel II verwenden werden, lassen sich diese Stressszenarien dahingehend erweitern, dass auch – wie im konjunkturellen Abschwung durchaus zu erwarten – ein Ansteigen der Verlustquote bei Ausfall (LGD) unterstellt wird. Diese Variante hätte ein weiteres Absinken der mittleren Eigenkapitalquote zur Folge; auch in diesem Szenario verbleibt jedoch ein ausreichender Sicherheitsabstand zu den regulatorischen Mindesteigenkapitalanforderungen.

Kasten 1.5

### IFRS-ABSCHLÜSSE DER DEUTSCHEN KREDITWIRTSCHAFT UNTER TRANSPARENZGESICHTSPUNKTEN

Nach den in der EU für kapitalmarktorientierte Unternehmen geltenden International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards (IAS/IFRS) sind gelistete Kreditinstitute seit dem Jahr 2005 und Emittenten von börsennotierten Schuldverschreibungen ab 2007 verpflichtet, ihre Konzernrechnungslegung nach den IAS/IFRS-Bilanzierungsvorschriften zu erstellen.

Die mit der Einführung der IAS/IFRS beabsichtigte Vereinheitlichung von Jahresabschlussinformationen hängt auch von der Bilanzierungspraxis der Unternehmen ab. Während nach deutschem Handelsrecht explizite Vorgaben zur Gliederung von Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung bestehen, sind die formalen Anforderungen der IAS/IFRS eher rudimentär. Neben verschiedenen Wahlmöglichkeiten zum Ansatz und zur Bewertung von Bilanzpositionen gibt es erhebliche Freiheiten im Ausweis von Finanzinformationen in den Primärformaten (Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung), im Anhang oder in der Eigenkapitalveränderungsrechnung, wie die folgende Tabelle verdeutlicht.

Für das Bilanzjahr beginnend mit dem 1. Januar 2005 haben insgesamt zwölf Einlagenkreditinstitute einen Konzernabschluss nach IAS/IFRS erstellt. Deren zusammengefasstes Bilanzvolumen beläuft sich zum 31. Dezember 2005 auf 2 152 Mrd €, wobei die Summe der Einzelbilanzen des gesamten Bankensystems 8 568 Mrd € beträgt. Es fällt auf, dass die Institute ihre Gliederungsformate mehr oder weniger stark an die Formvorgaben des zum Ende dieses Jahres auslaufenden IAS 30 anlehnen, die weit hinter denjenigen der gemäß § 340a Absatz 2 Satz 2 des Handelsgesetzbuches (HGB) derzeit geltenden Kreditinstituts-Rechnungslegungsverordnung (RechKredV) zurückbleiben. Dabei weisen sie die Finanzinstrumente nur ansatzweise nach den von den IAS/IFRS vorgegebenen Bewertungskategorien aus und gehen auch nicht einheitlich vor.

So fassen einige Institute aktivisch und passivisch die ergebniswirksam zum Zeitwert bewerteten Finanzinstrumente in der Form eines einzigen Postens zusammen. Andere unterscheiden dagegen mehr oder weniger detailliert nach den einzelnen Kategorien dieser Form der Zeitwertbilanzierung (Handelsinstrumente, Instrumente, welche unter Ausnutzung der Fair Value Option (FVO) zum Zeitwert designiert wurden, sowie Sicherungsderivate). Einige Institute subsumieren die Positionen, bei denen sie von der FVO Gebrauch gemacht haben, aktivisch und passivisch unter den Handelsbeständen. In einzelnen Fällen werden die unter Ausnutzung der FVO zum Zeitwert bilanzierten Finanzinstrumente zusammen mit gleichartigen, jedoch zu Anschaffungskosten bewerteten Instrumenten, wie zum Beispiel Forderungen an Kunden, bilanziert. Außerdem zeigt von den zehn Instituten, welche die FVO nutzen, nur eines in der Gewinn- und Verlustrechnung den daraus resultierenden Ergebnisbeitrag separat auf. Bei allen anderen FVO-Nutzern ist dieser Effekt im Finanzanlageergebnis, Zinsüberschuss oder Handlungsergebnis enthalten, wobei nicht immer der konkrete Betrag genannt wird.

Unterschiede gibt es auch beim Ausweis der gebildeten Rückstellungen. Die meisten Institute geben diese lediglich in Form eines einzigen Postens an. Nur eine Minderheit untergliedert nach einzelnen Rückstellungsarten.

Des Weiteren verzichtet die Mehrheit der Institute in der Gewinn- und Verlustrechnung auf den gesonderten Ausweis eines aus der Bilanzierung von Sicherungszusammenhängen (Hedge Accounting) resultierenden Ergebnisbeitrags. Stattdessen ist dieser im Finanzanlageergebnis, Zinsüberschuss, Handlungsergebnis oder sonstigen Ergebnis enthalten. Die IAS/IFRS sehen insgesamt drei Varianten des Hedge Accounting vor („cash flow hedge“, „fair value hedge“ und

DEUTSCHE BUNDESBANK

## VERGLEICH AUSGEWÄHLTER KONZERNABSCHLUSSANGABEN DER NACH IAS/IFRS BILANZIERENDEN KREDITINSTITUTE FÜR DAS GESCHÄFTSJAHR 2005

| Position                                                                          | Bankkonzerne |     |             |          |           |               |           |                           |                  |                    |           |                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------|--------------|-----|-------------|----------|-----------|---------------|-----------|---------------------------|------------------|--------------------|-----------|------------------|
|                                                                                   | BHF-Bank     | BHW | Commerzbank | DAB Bank | Deka-Bank | Dresdner Bank | Euro-hypo | HSBC Trinkaus & Burkhardt | Hypo Real Estate | Hypo-Ver-eins-bank | Post-bank | Sal. Op-pen-heim |
| <b>Aktiva</b>                                                                     |              |     |             |          |           |               |           |                           |                  |                    |           |                  |
| Zum Fair Value bewertete Finanzaktiva                                             |              |     |             |          |           | x             |           |                           |                  |                    |           | x                |
| Handelsaktiva                                                                     | x            | x   | x           | x        | x         |               | x         | x                         | x                | x                  | x         |                  |
| Zum Fair Value designierte Aktiva (Fair Value Option)                             |              |     |             |          | x         |               |           |                           |                  |                    |           |                  |
| Positive Marktwerte aus derivaten Sicherungsinstrumenten/Hedging-Derivate         | x            |     | x           |          | x         |               |           |                           |                  |                    | x         |                  |
| Finanzanlagen                                                                     | x            | x   |             | x        | x         | x             | x         | x                         | x                | x                  | x         | x                |
| Beteiligungs- und Wertpapierbestand                                               |              |     | x           |          |           |               |           |                           |                  |                    |           |                  |
| Anteile an at-Equity-bewerteten Unternehmen                                       |              |     |             |          | x         | x             | x         |                           |                  |                    |           | x                |
| <b>Passiva</b>                                                                    |              |     |             |          |           |               |           |                           |                  |                    |           |                  |
| Zum Fair Value bewertete Finanzpassiva                                            |              |     |             |          |           | x             |           |                           |                  |                    |           | x                |
| Handelspassiva                                                                    | x            | x   | x           | x        | x         |               | x         | x                         | x                | x                  | x         |                  |
| Zum Fair Value designierte Passiva (Fair Value Option)                            |              |     |             |          | x         |               |           |                           |                  |                    |           |                  |
| Negative Marktwerte aus derivaten Sicherungsinstrumenten/Hedging-Derivate         | x            |     | x           |          | x         |               |           |                           |                  |                    | x         |                  |
| Rückstellungen                                                                    | x            | x   | x           | x        | x         |               | x         | x                         | x                | x                  | x         | x                |
| Sonstige Rückstellungen                                                           |              |     |             |          |           |               |           |                           |                  |                    |           | x                |
| Rückstellungen für latente Steuern                                                |              |     |             |          |           | x             |           |                           |                  |                    |           | x                |
| Rückstellungen für Pensionen                                                      |              |     |             |          |           |               |           |                           |                  |                    |           | x                |
| Rückstellungen und andere Verbindlichkeiten                                       |              |     |             |          |           | x             |           |                           |                  |                    |           |                  |
| <b>Eigenkapitalveränderungsrechnung</b><br>(erfolgsneutrale Bewertungsänderungen) |              |     |             |          |           |               |           |                           |                  |                    |           |                  |
| Neubewertungsrücklage gesamt                                                      | x            | x   | x           | x        | x         |               |           |                           |                  |                    | x         |                  |
| Cashflow Hedges                                                                   |              |     | x           |          |           |               | x         | x                         |                  | x                  | x         |                  |
| Sachanlagen                                                                       |              |     |             |          |           |               |           |                           | x                |                    |           |                  |
| Finanzinstrumente „available-for-sale“                                            |              |     |             |          |           | x             | x         | x                         | x                | x                  |           | x                |
| Versicherungsmathematisches Ergebnis                                              |              |     |             |          |           |               |           | x                         |                  |                    |           |                  |

„macro hedge on interest rate risk“). Da eine perfekte Übereinstimmung zwischen Grund- und Sicherungsgeschäft in der Realität nicht zu erreichen ist, tolerieren die Standards als Gradmesser für eine effektive Sicherungsbeziehung eine Schwankungsbreite von 80 % bis 125 %. Es ist festzustellen, dass der aus dieser offenen (Rest-)Position resultierende Ergebnisbeitrag aus Sicherungszusammenhängen bei vielen Instituten nicht auf Anhieb zu erkennen ist.

Ein mangelnder Gleichklang ist auch beim Ausweis von Zeitwerteffekten in der Eigenkapitalveränderungs-

rechnung zu verzeichnen. Etwa die Hälfte der untersuchten Institute weist hier die Veränderungen der Neubewertungsrücklagen als Summengröße aus. Die übrigen untergliedern hingegen mehr oder weniger tief nach einzelnen Einflussfaktoren beziehungsweise Bewertungskategorien.

Ähnliches gilt für Umfang und Struktur der im Anhang anzugebenden Erläuterungen. Zwar machen die Institute ergänzende Angaben zu den nach IAS/IFRS geforderten Themengebieten, doch sind auch diese Erläuterungen nicht gleichförmig strukturiert. Die

noch: Kasten 1.5

### NOCH: IFRS-ABSCHLÜSSE DER DEUTSCHEN KREDITWIRTSCHAFT UNTER TRANSPARENZGESICHTSPUNKTEN

Anhangangaben folgen jedoch im Allgemeinen einer Grobgliederung in solche zu den Ansatz- und Bewertungsmethoden, zur Bilanz oder zur Gewinn- und Verlustrechnung.

Allein aufgrund der aufgezeigten Beispiele wird deutlich, dass das mit der Einführung der IAS/IFRS beabsichtigte Ziel einer erhöhten Unternehmenstransparenz sowie einer leichteren Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse sowohl hinsichtlich der Primärformate als auch hinsichtlich der anderen nach IAS/IFRS verpflichtenden Bestandteile jedenfalls bisher nicht erreicht wird. Zwar werden in den meisten Fällen die nach IAS/IFRS geforderten Informationen letztlich, etwa im Anhang, zur Verfügung gestellt. Doch erfordern sie oft einen großen Analyseaufwand und sind somit für den durchschnittlich geübten Bilanzleser nicht unmittelbar zu erschließen. Es wäre deshalb zu begrüßen, wenn der International Accounting Standards Board (IASB) nach dem Wegfall des IAS 30 zumindest mittelfristig eine alternative Vorgabe zur Offenlegung von Kreditinstitutsabschlüssen entwickeln würde.

Vorerst bleibt zu hoffen, dass die Institute nicht zuletzt auf Drängen der Bilanzadressaten weitere Fortschritte im Hinblick auf einen gleichförmigeren Ausweis machen. Entscheidend wird künftig auch sein, wie die Kreditwirtschaft mit der vertiefenden Darstellung von Risikoinformationen aufgrund der ab dem Jahr 2007 verpflichtenden Anwendung des IFRS 7 umgehen wird. Der Ausschuss der europäischen Bankenaufseher (CEBS) hat jedenfalls zwischenzeitlich ein EU-weit harmonisiertes aufsichtliches Meldekonzept für IAS/IFRS-Konzernbilanzdaten erstellt (FINREP), dessen Umsetzung zwar noch in der Diskussion ist, dessen Verwendung jedoch auch für Zwecke der Offenlegung einen erheblichen Beitrag zur besseren Vergleichbarkeit und Transparenz leisten kann. Auch der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) hat im Rahmen

seiner „Supervisory guidance on the use of the fair value option for financial instruments by banks“ ausreichende Transparenz hinsichtlich der Nutzung der FVO eingefordert. Die nationalen Aufseher sollen Sorge tragen, dass sie über diese Informationen verfügen.

Die neuen Rechnungslegungsvorschriften haben nach bisherigen Erkenntnissen in der Regel keine größeren Auswirkungen auf das bankaufsichtliche Eigenkapital und damit die aus der Bilanz ableitbare Risikotragfähigkeit der Institute. Zwar erhöht sich bei einem Umstieg auf IAS/IFRS tendenziell das bilanzielle Eigenkapital. Die Aufseher eliminieren jedoch die wesentlichen für die Solvenzaufsicht unerwünschten Effekte durch das Setzen sogenannter Prudential Filter. Unter qualitativen Gesichtspunkten fördern die IAS/IFRS sogar die Risikosensitivität und damit letztlich auch die Risikotragfähigkeit der Institute, da eine Erhöhung der Markttransparenz disziplinierend auf das Verhalten der Marktteilnehmer wirkt und somit auch das Risikobewusstsein der Geschäftsleitung verstärkt.

Die Einführung der IAS/IFRS-Bilanzierung erlaubt zwar eine relativ gute Einzelanalyse der Kreditinstitute. Aufgrund der mangelnden direkten Vergleichbarkeit der Abschlüsse werden der Quervergleich und damit die Systemanalyse im Vergleich zur HGB-Welt jedoch erschwert. Weitere Transparenzfortschritte sind aufgrund ihrer tendenziellen marktstabilisierenden Wirkungen aus systemischer Sicht notwendig. Ein möglichst gleichförmiger und detaillierter Ausweis von Jahresabschlussinformationen ist deshalb gerade auch ein Anliegen der mit der Finanzstabilitätsanalyse betrauten Stellen. Die grundsätzliche Umstellung des Rechnungslegungssystems mit der damit verbundenen neuen und andersartigen Offenlegung von Finanzinformationen setzt sicherlich auch einen Lernprozess bei den betroffenen Kreditinstituten, den Analysten und den sonstigen Bilanzlesern voraus.

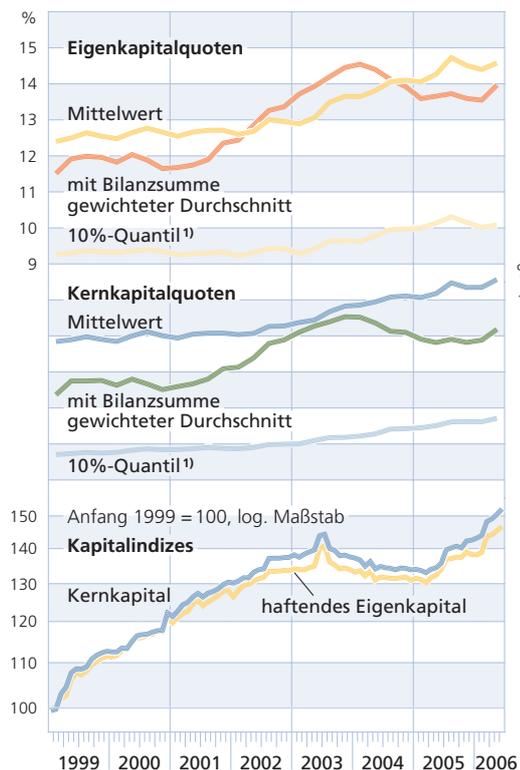
dieser Anforderungen ist jedoch zum einen als Schwankungsreserve sinnvoll, zum anderen erwarten und fordern Marktteilnehmer und -beobachter, insbesondere die Ratingagenturen, teilweise eine deutliche Übererfüllung der regulatorischen Anforderungen.

Die Kapitalausstattung der deutschen Banken bewegte sich im vergangenen Jahr und im ersten Halbjahr dieses Jahres weiterhin auf recht hohem Niveau (siehe Schaubild 1.2.25). Die mit der Bilanzsumme gewichteten Mittelwerte von Eigen- und Kernkapitalquote wurden innerhalb dieses Jahres gesteigert. Die regulatorischen Mindestanforderungen werden mit einem ausreichenden Sicherheitspuffer eingehalten. Auch diejenigen 10% der Institute mit den geringsten Kapitalquoten wiesen im (Quantils-)Mittel noch eine Eigenkapitalquote von 10,3% und eine Kernkapitalquote von 6,9% auf, was die historischen Höchststände fast erreicht beziehungsweise sogar übertrifft. Stresstests auf Basis von Daten der BaselII-Auswirkungsstudien bestätigen, dass auch bei einer deutlichen Verschlechterung der Kreditqualität ausreichend Eigenkapitalpuffer vorhanden sind (vgl. Kasten 1.4 auf S. 67).

Die Steigerung der durchschnittlichen Kernkapitalquote wurde durch eine große Anzahl von Instituten getragen (siehe Schaubild 1.2.26). Außerdem wurde sie vor allem von einer Aufstockung des Eigenkapitals getrieben und weniger von einer Einschränkung der Risikoaktiva, die eine geringere Geschäftsaktivität anzeigen würde. Innerhalb des ersten Halbjahres 2006 konnte die Mehrzahl der Institute ihr Kernkapital anheben, und die Steigerungen fielen im Schnitt wesentlich höher aus als bei den wenigen Banken, deren Ka-

Schaubild 1.2.25

### EIGEN- UND KERNKAPITAL DEUTSCHER BANKEN \*)



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

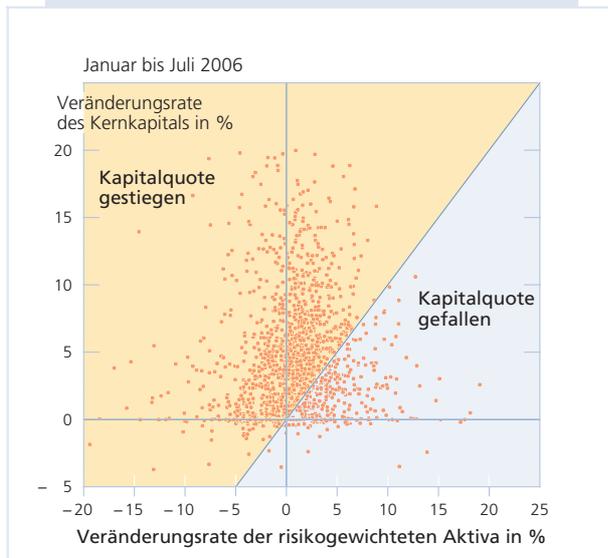
DEUTSCHE BUNDESBANK

pitalausstattung fiel. Darüber hinaus wurden die Risikoaktiva häufiger ausgeweitet (jedoch durch eine überproportional steigende Kapitalbasis kompensiert) als zurückgeführt. Insgesamt weist dies auf eine recht ausgewogene Entwicklung hin.

Über die individuelle Risikotragfähigkeit der Einzelinstitute hinaus sichern die Haftungsverbünde und Sicherungseinrichtungen den Be-

Schaubild 1.2.26

### VERGLEICH VON RISIKOGEWICHTETEN AKTIVA UND KERNKAPITAL DEUTSCHER BANKEN



DEUTSCHE BUNDESBANK

stand der genossenschaftlichen Institute und der Sparkassen-Finanzgruppe und tragen so zur Risikotragfähigkeit bei. Nach der umfassenden Reform der Sicherungseinrichtung der Kreditgenossenschaften im Jahr 2003 wird seit Beginn dieses Jahres auch bei der Bemessung der Beiträge der öffentlich-rechtlichen Institute deren individuelle Risikosituation berücksichtigt. So wurde – neben weiteren Maßnahmen zur Förderung der Bedarfsfall-Prävention im Rahmen eines Monitoring-Systems – ein von der Summe der risikogewichteten Aktiva abhängiger Multiplikator in die Beitragsberechnung eingeführt. Dies dürfte zum einen dazu beitragen, dass sich die Mitglieder des Verbunds insgesamt risikobewusster verhalten, zum anderen wird das Fondsvolumen effizienter gesteuert.

## Offene Immobilienfonds

Offene Immobilienfonds haben sich insbesondere seit Anfang der neunziger Jahre zu einer der bedeutendsten Formen indirekter Kapitalanlagen in Büro- und Gewerbeimmobilien entwickelt. Ihre Attraktivität für den Anleger beziehen die offenen Immobilienfonds durch die hohe Werthaltigkeit der Fondsimmobilen, relativ stabile Erträge und die ständige Liquidierbarkeit der Anteile. Jährliche Wachstumsraten von durchschnittlich 10 % seit 1993 ließen das Fondsvolumen bis 2004 auf über 90 Mrd € anschwellen. Im Frühjahr 2005 kam es jedoch erstmals zu größeren Mittelabflüssen, die allerdings auf einige wenige Fonds beschränkt blieben.<sup>33)</sup>

Schwächere Erträge einzelner Fonds und Unsicherheiten hinsichtlich der Wertentwicklung von Fondsimmobilen führten ab November 2005 zu teils erheblichen Mittelabflüssen, in deren Folge insgesamt drei Fonds vorübergehend die Anteilsrücknahme einstellten. Die damit verbundene Öffentlichkeitswirkung verstärkte den Druck auch auf zunächst nicht unmittelbar betroffene Fonds, so dass diese zum Teil ebenfalls erhebliche Anteilsrückgaben verzeichneten: Insgesamt wurden im Dezember 2005 und Januar 2006 Anteile in Höhe von mehr als 10 Mrd € zurückgenommen (siehe hierzu Kasten 1.6). Zwar stabilisierte sich die Lage danach etwas; per saldo ist das Mittelaufkommen<sup>34)</sup> im vergangenen halben Jahr aber weiter gefallen (siehe Schaubild 1.2.27).

*Die Entwicklung der vergangenen Monate*

<sup>33</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht, November 2005.

<sup>34</sup> Mittelaufkommen = Mittelzufluss - Mittelabfluss.

## Kasten 1.6

## ANALYSE DER MARKTSCHWÄCHE BEI OFFENEN IMMOBILIENFONDS ZUM JAHRESWECHSEL 2005/06

Auf der Basis der Tagesdaten vom 15. Dezember 2005 bis zum 31. Juli 2006 wurden verschiedene Faktoren auf ihren Erklärungsgehalt für die Mittelabflüsse relativ zum Fondsvolumen untersucht. Dies soll Hinweise darauf geben, inwieweit die Anleger beim Abzug ihrer Mittel zwischen den Fonds differenziert haben.<sup>1)</sup> Als erklärende Variablen wurden verwendet:

**Ausrichtung:** Wert gleich eins, wenn mehr als 50 % des Fonds in Immobilien in Deutschland investiert wurden, sonst null.

**Institutionelle Investoren:** Summe von Mittelab- und -zuflüssen in Relation zum Fondsvolumen.<sup>2)</sup> Eine starke Präsenz von institutionellen Anlegern sollte tendenziell das Transaktionsvolumen ansteigen lassen.

**Liquidität:** (Liquidität/gesetzliche Mindestliquidität). Diese Variable soll messen, inwieweit ein „Rush-to-the-exit“ eine Rolle spielt, da bei geringer Liquidität die Gefahr der Aussetzung der Rücknahme größer erscheint.

**Fremdkapitalquote:** (Verbindlichkeiten/Fondsvolumen). Die Fremdkapitalquote gibt zum einen einen Anhaltspunkt für die Anlagestrategie. Ein Fonds kann durch Fremdfinanzierung weiter expandieren und seine Performance erhöhen, solange die Rendite der Immobilien über den Kreditkosten liegt. Zum anderen ist Fremdkapital eine Liquiditätsquelle, die besonders in Krisenzeiten genutzt wird. Allerdings sind der Aufnahme von Fremdkapital durch das Investmentgesetz Grenzen gesetzt.

**Rendite:** (Berechnung nach BVI).<sup>3)</sup> Bei gegebenem Risiko sollten Fonds mit höheren Renditen geringere Mittelabflüsse verzeichnen.

Die in der ersten Spalte der nebenstehenden Tabelle wiedergegebenen Ergebnisse für den gesamten Beobachtungszeitraum deuten auf eine Differenzierung durch die Anleger mit Blick auf die Renditechancen und auf den Liquiditätsgrad der Anteile hin. Eine höhere Liquiditätsausstattung oder eine höhere Rendite dämpft die Mittelabflüsse. Dagegen führt eine höhere Fremdkapitalquote zu einer vermehrten Rückgabe von Anteilen.<sup>4)</sup> Das signifikant positive Vorzeichen für institutionelle Investoren lässt darauf schließen, dass die Fonds, in die in der Vergangenheit vermehrt institutionelle Anleger investiert hatten, höhere Mittelabflüsse verzeichneten.

In den Spalten 2 bis 4 wird die Schätzung für drei Teilzeiträume wiederholt. Die Periode 1 beginnt mit der Schließung des ersten offenen Immobilienfonds und endet vor der Schließung des zweiten Fonds. Periode 2 steht für den Zeitraum, in dem zwei weitere Fonds geschlossen wurden. Die Periode 3 umfasst den Zeitraum, in dem – gemessen an den Abflüssen – die Schocks im Wesentlichen verarbeitet waren.

Die Ergebnisse zeigen, dass die vorübergehende Schließung des Fonds in der ersten Periode einen Neuigkeitscharakter für die Anleger hatte. Diese gaben ihre Anteile zurück, ohne nach der

Liquiditätsausstattung oder Fremdkapitalquote der Fonds zu differenzieren: Die drohende Neubewertung der Immobilien führte zu einer allgemein erhöhten Risikowahrnehmung bezüglich aller offenen Immobilienfonds. Die institutionellen Anleger hat die Entwicklung im Dezember 2005 ebenfalls überrascht. Fonds, für die zuvor ein hohes Transaktionsvolumen vorlag, hatten höhere Mittelabflüsse zu verzeichnen.

Die Ergebnisse der Teilzeiträume deuten darauf hin, dass das Motiv des „Rush-to-the-exit“ bereits in der ersten Phase dominierte, sodass der Zusammenhang zur Liquiditäts- und Fremdkapitalquote verloren ging.

Die Analyse weist zudem auf die bedenkliche Rolle der institutionellen Anleger hin. Die Rekordabflüsse im Januar 2006 fallen mit jener Periode zusammen, in der das Gewicht institutioneller Anleger positiv zur Erklärung der individuellen Mittelabflüsse beiträgt. Dies könnte – bei aller Vorsicht hinsichtlich der Aussagekraft des Modells – die These stützen, dass die Vermeidung eines plötzlichen Mittelabzugs durch institutionelle Anleger eine wichtige Stoßrichtung in der Reformdiskussion um die Zukunft der offenen Immobilienfonds darstellen sollte.

### EINFLUSSGRÖSSEN DER MITTELABFLÜSSE OFFENER IMMOBILIENFONDS<sup>5)</sup>

| Position                             | Gesamte Zeitperiode | Periode 1: bis 15.1. | Periode 2: 15.1. bis 27.1. | Periode 3: ab 27.1. |
|--------------------------------------|---------------------|----------------------|----------------------------|---------------------|
| Liquidität/gesamte Mindestliquidität | -0,17***<br>[4,66]  | -0,01<br>[0,08]      | -0,40**<br>[2,57]          | -0,18***<br>[4,61]  |
| Ausrichtung                          | 0,03<br>[0,53]      | -0,18<br>[0,97]      | -0,18<br>[0,75]            | 0,08<br>[1,34]      |
| Institutionelle Investoren           | 0,62***<br>[10,67]  | 0,49***<br>[3,56]    | 0,61***<br>[4,15]          | 0,66***<br>[9,84]   |
| Fremdkapitalquote                    | 0,47***<br>[10,62]  | 0,13<br>[1,16]       | 0,80***<br>[4,55]          | 0,48***<br>[9,89]   |
| Rendite                              | -0,48***<br>[16,28] | -0,38***<br>[6,35]   | -0,08<br>[1,10]            | -0,52***<br>[14,87] |
| Konstante                            | -1,04**<br>[2,12]   | -2,45***<br>[3,46]   | -1,53**<br>[2,34]          | -2,76***<br>[8,39]  |
| Anzahl Beobachtungen                 | 3 354               | 425                  | 211                        | 2 718               |
| R <sup>2</sup>                       | 0,37                | 0,21                 | 0,43                       | 0,28                |

<sup>1</sup> Insgesamt gehen 23 Nicht-Spezialfonds in die Analyse ein. Alle Variablen gehen in logarithmierter Form ein. Die Variable für Liquidität ist täglich, Fremdkapitalquote und Rendite auf monatlicher Basis verfügbar. — <sup>2</sup> Im Durchschnitt über die Monate Januar 2004 bis November 2005. — <sup>3</sup> BVI: Bundesverband Investment und Asset Management e.V. — <sup>4</sup> Um für

eine mögliche Endogenität der Fremdkapitalquote zu kontrollieren, wurde mit dem verzögerten Wert instrumentiert. Die Ergebnisse unterscheiden sich jedoch nicht wesentlich von den in der Tabelle dargestellten Werten. — <sup>5</sup> Quelle: BVI, Eigene Berechnungen. Robuste t-Statistik in Klammern, \*, \*\*, \*\*\* Signifikant auf 10%; 5% und 1%-Niveau.

Schaubild 1.2.27

**MITTELFLÜSSE  
OFFENER IMMOBILIENFONDS\*)**

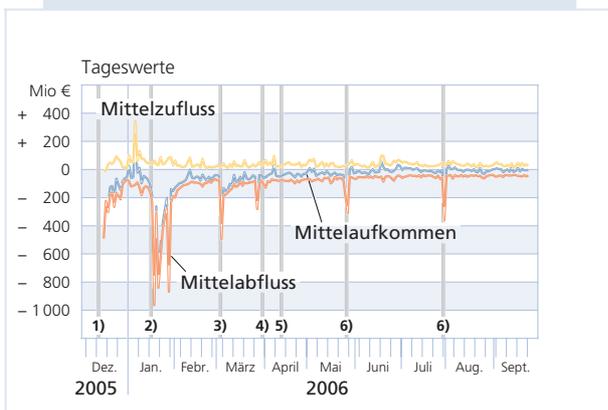
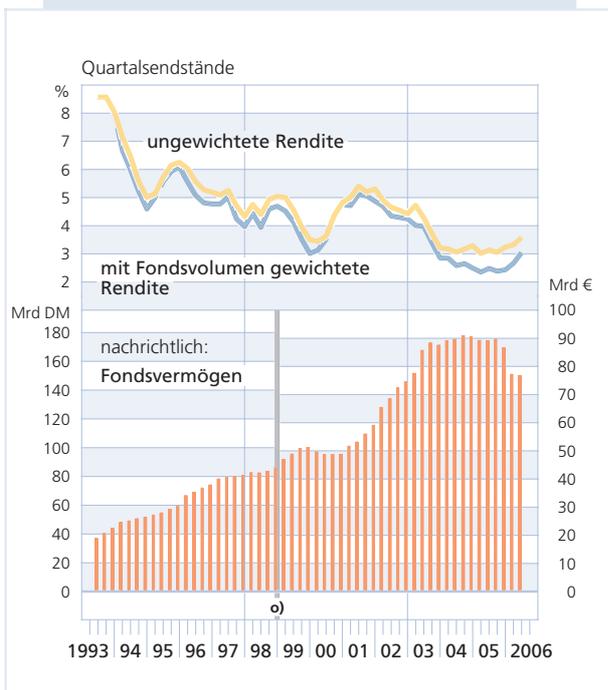


Schaubild 1.2.28

**RENDITEN OFFENER  
IMMOBILIENFONDS \*\*)**



\* Quelle: BVI. — 1 13. Dezember 2005 Schließung DB grundbesitzinvest. — 2 17./19. Januar 2006 Schließung der KanAm Fonds. — 3 3. März 2006 Öffnung DB grundbesitzinvest. — 4 31. März 2006 Öffnung KanAm grundinvest. — 5 13. April 2006 Öffnung KanAm US-grundinvest. — 6 26. Mai 2006 und 31. Juli 2006 Anteilverkauf durch Dekabank. — \*\* Quelle: BVI und eigene Berechnungen. — o Ab 1999 Angaben in Euro.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Die Ereignisse zum Jahreswechsel haben gezeigt, mit welchen Ansteckungs- und Rückkopplungseffekten einzelne Anlageprodukte auf die Finanzstabilität wirken. Das Konstruktionsmerkmal „jederzeitige Rückgabemöglichkeit“ machte einen regelrechten Run auf die Fondsgesellschaften möglich, der selbst großzügig bemessene Liquiditätspuffer relativ schnell schwinden ließ und vorübergehend auch Gesellschaften erfasste, die eine günstige Renditeentwicklung vorweisen konnten. So rutschte die Korrelation von Rendite und Mittelaufkommen im Januar 2006 sogar in den negativen Bereich (siehe Schaubild 1.2.29).<sup>35)</sup>

*Konstruktion macht Fonds anfällig*

Zugleich wurden auch Banken, deren Kapitalanlagegesellschaft-Töchter offene Immobilienfonds auflegen, von den Folgewirkungen erfasst. Die direkten Kreditrisiken aus der Kreditvergabe an die Fonds hielten sich, angesichts der Werthaltigkeit der Immobiliensicherheiten, zwar in Grenzen. Zur Vermeidung weiterer Reputationsverluste – wie sie insbesondere bei Schließung weiterer Fonds zu befürchten gewesen wären – sahen sich diese Banken jedoch genötigt, zum Teil umfangreiche Anteilscheinbestände zu übernehmen. Die damit verbundenen Ergebnisbelastungen waren indes vor dem Hintergrund ihrer deutlich verbesserten Ertragskraft zu bewältigen.

*Risiken für Banken begrenzt*

Die Entwicklungen Anfang dieses Jahres haben die konstruktionsbedingten Liquiditätsrisiken der offenen Immobilienfonds demonstriert. Der in der Zwischenzeit erfolgte allmähliche Abbau von Fremdkapital und der

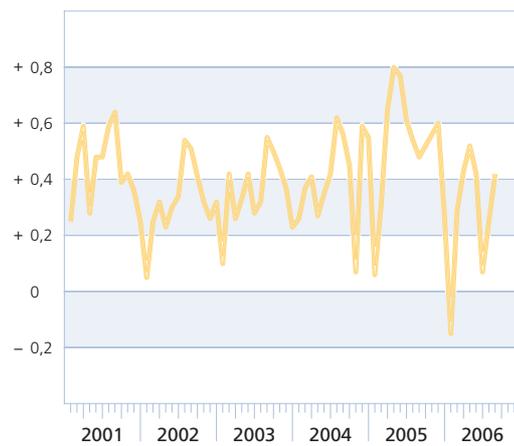
*Steigerung der Renditen in jüngster Zeit*

<sup>35</sup> Querschnittskorrelation über alle Fonds in einem Monat zwischen Mittelaufkommen und Rendite.

Verkauf von Immobilien unterstreichen aber die Adaptionfähigkeit der offenen Immobilienfonds. Das verwaltete Fondsvolumen aller in Deutschland aufgelegten offenen Immobilienfonds hat sich mittlerweile bei 77 Mrd € stabilisiert. Günstig wirkte auch der Zuwachs der Immobilienfonds-Renditen. Von November 2005 bis August 2006 ist die gewichtete Durchschnittsrendite um etwa 90 Basispunkte angestiegen (siehe Schaubild 1.2.28).<sup>36</sup> Die offenen Immobilienfonds mit Anlageschwerpunkt in Deutschland konnten dabei ihre Rendite insgesamt überdurchschnittlich steigern, so dass sie mit den Immobilienfonds mit Anlageschwerpunkt im Ausland konvergieren.

Schaubild 1.2.29

### KORRELATION ZWISCHEN RENDITE UND MITTELAUFKOMMEN OFFENER IMMOBILIENFONDS



Quelle: BVI und eigene Berechnungen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

<sup>36</sup> Die Durchschnittsrendite wurde mittels einer Gewichtung mit dem Fondsvolumen berechnet.

# Stabilitätslage im deutschen Versicherungsgewerbe

## Risikofaktoren

*Umbruch, ...* Die deutsche Versicherungswirtschaft befindet sich im Umbruch. Neustrukturierungen und Übernahmen sollen mittelfristig die Kosten senken und die Marktpositionen verbessern. Neben dem verschärften Wettbewerb dürften hierbei auch regulatorische Änderungen eine Rolle spielen. So dürften die Einführung der internationalen Rechnungslegungsstandards IAS/IFRS sowie der von der EU für 2010 anvisierte Risikokapitalstandard Solvency II zu einer Erhöhung des Konsolidierungsdrucks – insbesondere bei kleineren und mittelgroßen Versicherern – beitragen.

*... der Einfluss von IFRS, ...* Bereits im Jahr 2005 erschwerten die unterschiedlichen Bewertungsmethoden für Vermögensgegenstände und Verpflichtungen aus Versicherungsverträgen<sup>1)</sup> sowie die damit verbundenen rechnungslegungsbedingten Ertrags- und Eigenkapitalvolatilitäten eine transparente Abbildung der Geschäftsentwicklung der international agierenden Versicherer. Die weitere Entwicklung im Rahmen der Anwendung von IFRS hängt insbesondere von der Ausgestaltung der Bewertungsvorschriften für die Passivseite ab. Ende des Jahres sollen detaillierte Vorschläge veröffentlicht werden. Zu begrüßen sind in diesem Zusammenhang die Klarstellungen der International Association of Insurance Supervisors zur Bilanzierung und zur Transparenz von Finanzrückversicherungsverträgen, zumal die Nachfrage nach derartigen Verträgen durch das IFRS-induzierte Verbot

der Bildung von Schwankungsrückstellungen eher steigen dürfte. Generell wäre eine Ausweitung der Transparenz der Rückversicherer wünschenswert.

Auch die Implementierung von Solvency II wird das Versicherungsgeschäft beeinflussen. Ziel von Solvency II ist es, die künftigen Anforderungen an die finanzielle Ausstattung stärker an den tatsächlichen Risiken der Versicherer zu orientieren. Bereits heute sowie in mittlerer Frist dürften viele Versicherer vor umfangreichen Vorbereitungsmaßnahmen und vor Herausforderungen insbesondere im Bereich des Risikomanagements stehen. Zudem werden künftig Umstrukturierungen in der Kapitalanlage zu Gunsten schwankungsarmer, festverzinslicher Wertpapiere erwartet, was im vorherrschenden Niedrigzinsumfeld den Druck auf das Ergebnis der Versicherer verstärken könnte.

*... und Solvency II ...*

Daneben können auch geplante Gesetzesänderungen und politische Initiativen die Rahmenbedingungen für Versicherungsunternehmen deutlich beeinflussen. Der jüngst im Bundeskabinett beschlossene Gesetzentwurf zur Reform des Versicherungsvertragsrechts sieht insbesondere für die Lebensversicherer wesentliche Änderungen vor. So wären Lebensversicherungsunternehmen künftig nach § 153 VVG verpflichtet, die stillen Reser-

*... sowie neue Gesetzesbestimmungen prägen das Umfeld der Versicherer*

<sup>1</sup> Während einer Übergangsphase ist nur die Aktivseite eines Versicherers nach IFRS zum Fair Value zu bewerten, die Passivseite hingegen ist noch nach nationalen Regeln zu bilanzieren.

ven in den Kapitalanlagen offenzulegen und die Hälfte der Reserven, die durch die Beiträge eines Versicherungsnehmers erwirtschaftet worden sind, bei Beendigung des Versicherungsvertrages auszuzahlen. Unter Stabilitätsgesichtspunkten relevant sind die hiervon möglicherweise ausgehenden Effekte auf die Pufferfunktion der Reserven, auf das Anlageverhalten der Versicherer hin zu schwankungsärmeren Anlagen sowie auf das Kündigungsverhalten der Kunden mit möglicherweise erhöhten Stornorisiken. Hinzu kommen steigende Herausforderungen im Hinblick auf die Akquise von Neugeschäft. Die geplante Verpflichtung zur Offenlegung der Abschlusskosten dürfte sowohl den Wettbewerb unter den Versicherern als auch den mit anderen Kapitalmarktakteuren deutlich verstärken.

*Zusätzliche Risiken wie ein Niedrigzinsumfeld und ...*

Neben diesen politischen Risiken sieht sich die Versicherungswirtschaft auch Ertragsrisiken durch das aktuelle Kapitalmarktumfeld gegenüber. Das niedrige Zinsniveau und die flache Zinsstrukturkurve erschweren es den Lebensversicherern, die – zum Teil garantierte – Verzinsung der Versichertenguthaben zu erwirtschaften. Zwar dürfte der zu beobachtende Zinsanstieg etwas Erleichterung verschafft haben; andererseits war damit zugleich ein Abschmelzen stiller Reserven aus festverzinslichen Wertpapieren verbunden.

Künftige Lasten für die Versicherungsbranche könnten auch aus einer nicht völlig auszuschließenden Pandemie resultieren.<sup>2)</sup> Derzeit werden mögliche Auswirkungen von den Versicherungsunternehmen untersucht und im Risikomanagement zunehmend berücksichtigt. Nach Einschätzungen diverser Studien wäre eine Pandemie – nach aus heutiger Sicht

plausibel erscheinenden Szenarien – für die gesamte Versicherungsbranche tragbar, auch wenn Insolvenzen schwächerer Unternehmen nicht auszuschließen wären. Am stärksten dürften die Lebensversicherer und deren Rückversicherer betroffen sein.

Daneben sieht sich der Rückversicherungssektor erhöhten Schadenrisiken gegenüber. Die Häufigkeit starker Stürme hat bereits seit zwei Jahrzehnten trendmäßig zugenommen. Insbesondere in den letzten beiden Jahren stieg die Summe der versicherten Schäden durch Naturereignisse kräftig an (siehe Schaubild 1.3.1). Diese Entwicklung dürfte sich – angesichts zunehmender Besiedlungsdichte und Konzentration von Anlagen sowie der Bebauung gefährdeter Zonen – auch in den kommenden Jahren fortsetzen. Zudem war infolge der hohen Hurrikanschäden des letzten Jahres eine Einschränkung der Rückversicherungsmöglichkeiten auf den Märkten für Retrozessionen<sup>3)</sup> zu beobachten. Zu den Anpassungsmaßnahmen der Rückversicherer gehören eine selektivere Risikoübernahme, Anpassungen der Risikomodelle und Preiserhöhungen vor allem in sturmgefährdeten Regionen und Sparten sowie das vermehrte Ausplatzen von Risiken durch Verbriefungen.

*... erhöhte Versicherungs-schäden ...*

In den vergangenen Jahren hat sich eine spürbare kapitalmäßige Entflechtung zwischen Banken und Versicherungen vollzogen. Dennoch bestehen nach wie vor erhebliche Wech-

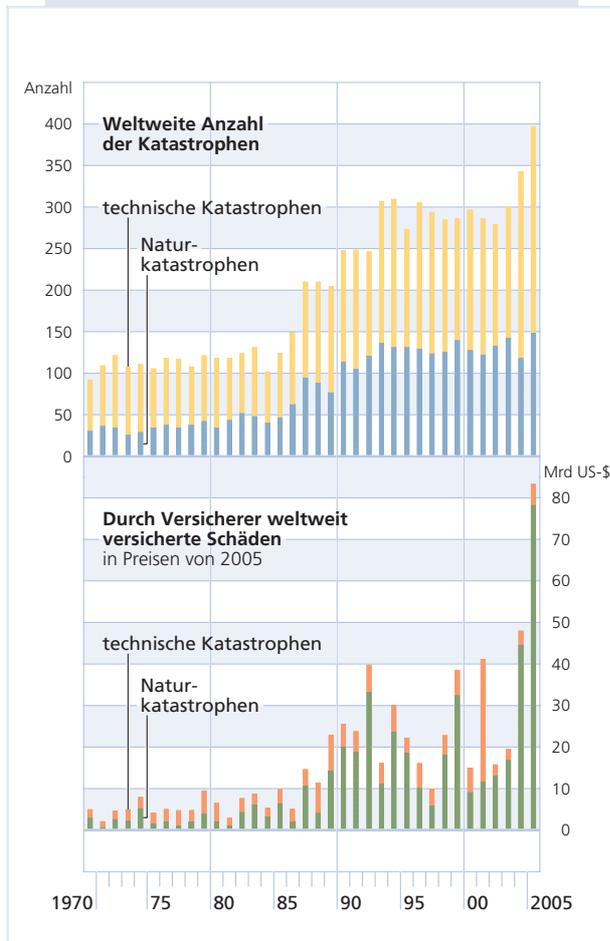
*... könnten über Verflechtungen auch auf Banken durchwirken*

<sup>2</sup> Laut WHO sind seit 2003 insgesamt 256 Menschen mit dem H5N1-Virus infiziert worden, 152 von ihnen starben. Lediglich in einem bekannten Fall wurde das H5N1-Virus von Mensch zu Mensch übertragen.

<sup>3</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.

Schaubild 1.3.1

### SCHADENSFREQUENZ UND -HÖHE



Quelle: Swiss Re, sigma No 2/2006.

DEUTSCHE BUNDESBANK

selbeziehungen: Ende des Jahres 2005 hielten Kreditinstitute – überwiegend Großbanken, Landesbanken und die Zentralinstitute des Genossenschaftssektors – Beteiligungen an Versicherungsunternehmen in einem Nennwert von 538 Mio €. <sup>4)</sup> Während die Großbanken überwiegend Tochterbeziehungen aufgebaut haben, sind im Sparkassen- und Genossenschaftsbereich auch Beteiligungen von weniger als 50 % vorzufinden. Der Nennwert

der Beteiligungen von Versicherungsunternehmen an Kreditinstituten ist hingegen deutlich niedriger. Jedoch sind auch hier im Einzelfall signifikante Beteiligungen zu beobachten. Bedeutend sind allerdings Verflechtungen, die aus dem Kapitalanlagegeschäft der Versicherer resultieren. Eine zunehmende Rolle spielen schließlich gemeinsame Vertriebswege. Während Allfinanz in den Nichtlebensversicherungsmärkten noch eine eher untergeordnete Rolle spielt, erreichen Banken bei der Lebensversicherung einen Anteil am Neugeschäft von 25%. <sup>5)</sup> Der Vertrieb von Versicherungen hat sich damit zu einer bedeutenden Stütze des Provisionsergebnisses der Banken entwickelt.

## Risikotragfähigkeit

### Lebensversicherungsunternehmen

Trotz der beschriebenen Umbruchsituation gelang es den deutschen Lebensversicherungsunternehmen im Jahr 2005, ihre Risikotragfähigkeit und Solvabilität zu verbessern und somit ihre Finanzkraft weiter zu stärken (siehe Schaubild 1.3.2). <sup>6)</sup> Dies belegen auch die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) durchgeführten Stresstests.

*Ergebnisse durch Auswirkungen des Alterseinkünftegesetzes verzerrt*

<sup>4</sup> Dies entspricht einem Anteil von 0,3 % am Nennwert aller von deutschen Banken gehaltenen Beteiligungen. Die Zahl spiegelt jedoch nicht die gesamten Beteiligungsbeziehungen zwischen Banken und Versicherungsunternehmen wider. Kreditinstitute sind nach § 24 Abs. 1 Nr. 3 KWG sowie nach § 24 Abs. 1a KWG, nur dazu verpflichtet unmittelbare bzw. mittelbare, über Tochterunternehmen gehaltene, Beteiligungen, die 10 % der Anteile am Kapital oder der Stimmrechte des anderen Unternehmens übersteigen, anzuzeigen. Quelle: Bundesbank.

<sup>5</sup> Vgl.: Towers Perrin Tillinghast, Pressemitteilung, Ausschlussvertrieb von Lebensversicherungen verliert 2005 deutliche Marktanteile an unabhängige Vermittler, 19. September 2006. Die Untersuchungsergebnisse stützen sich auf 51 große Lebensversicherungsunternehmen, die etwa drei Viertel des Lebensversicherungsmarktes repräsentieren.

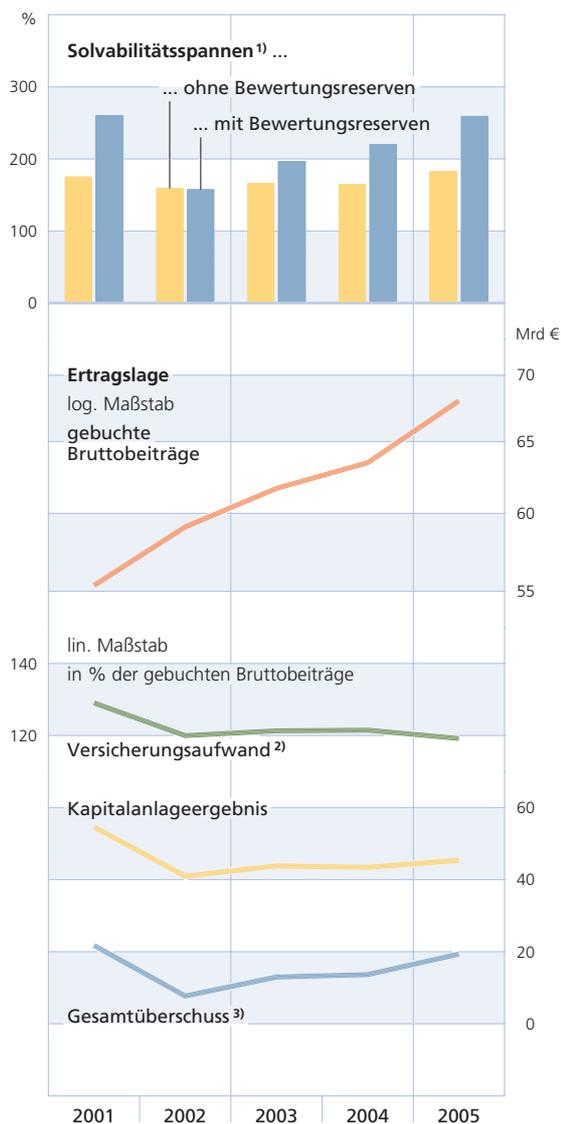
<sup>6</sup> Quelle: Moody's. Die Marktdeckung beläuft sich auf ca. 93 %.

Im Gegensatz zum Jahr 2005, als noch drei Unternehmen negative Szenarioergebnisse aufwiesen, haben in diesem Jahr alle die verschiedenen Stressszenarien bestanden. Die Eigenkapitalrentabilität der 50 größten Lebensversicherer stieg von 8,3 % im Jahr 2004 auf 15,4 %. Jedoch ist zu berücksichtigen, dass die Ergebnisse des Jahres 2005 durch die Veränderung der steuerlichen Behandlung von Lebensversicherungen zum Jahreswechsel 2004/05 teilweise kräftig verzerrt wurden. So fiel das Prämienwachstum mit 7,1 % (2004: 2,9 %) recht hoch aus, was neben dem deutlichen Zuwachs von Rentenversicherungen gegen Einmalbetrag darauf zurückzuführen war, dass ein Großteil des Ende 2004 akquirierten Neugeschäfts erst Anfang 2005 zu Prämienzahlungen führte. Stützend wirkte hierbei auch der deutlich verstärkte Absatz von Riester-Renten: Während 2004 lediglich 295 000 Verträge abgeschlossen wurden, konnten im Jahr 2005 1,1 Millionen Verträge abgesetzt werden. Damit erhöhte sich der Anteil der Riester-Verträge an den insgesamt neu abgeschlossenen Versicherungsverträgen von 2,3 % im Jahr 2004 auf 14,4 % im Jahr 2005. Die deutliche Steigerung setzt sich auch im laufenden Jahr fort.<sup>7)</sup> Große Anteile der beschriebenen Geschäftszuwächse verteilen sich jedoch auf vergleichsweise wenige Versicherer. Beleg dafür ist, dass 69 der von der Zeitschrift für Versicherungswesen befragten 93 Versicherer im Vergleich zu 2003 einen Prämienrückgang im Neugeschäft aufweisen. Insgesamt konnte das operative Versicherungsgeschäft jedoch verbessert werden.

<sup>7</sup> Die Nachfrage nach Riester-Renten wird auch durch das vereinfachte Förderverfahren (Dauerzulagenantrag) sowie die mittlerweile hohe staatliche Förderung belebt. Im ersten Halbjahr 2006 wurden bereits 882 000 neue Verträge abgeschlossen, wodurch sich der Anteil an der Anzahl der neu abgeschlossenen Verträge auf 23,2 % erhöhte. Vgl.: GDV, Geschäftsentwicklung 2005, Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen, August 2006.

Schaubild 1.3.2

### SOLVABILITÄT UND PROFITABILITÄT DER 50 GRÖSSTEN DEUTSCHEN LEBENSVERSICHERER

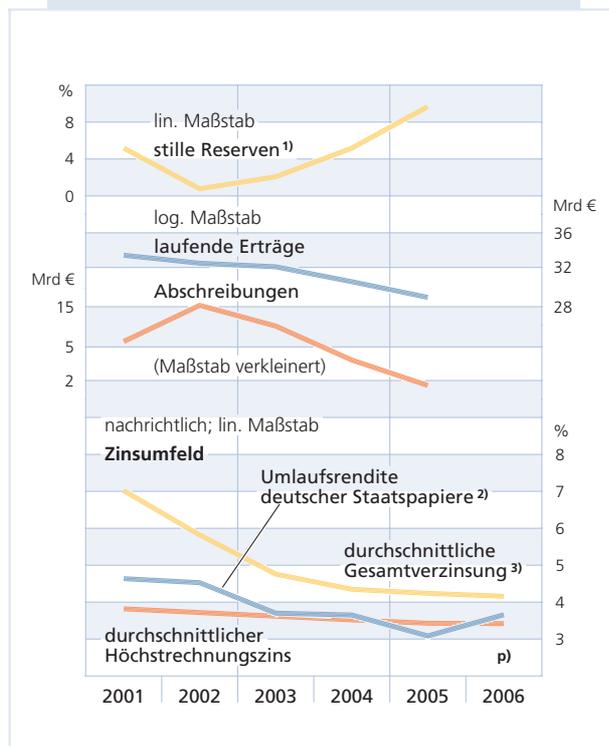


Quelle: Moody's. — **1** Die Solvabilitätsspanne setzt die Eigenmittel eines Versicherers in das Verhältnis zu bestimmten versicherungstechnischen Reserven, riskiertem Kapital und Prämien. Spannen berechnet anhand veröffentlichter Geschäftsberichte. — **2** Versicherungsleistungen und -betriebsaufwendungen.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

DEUTSCHE BUNDESBANK

Schaubild 1.3.3

### KOMPONENTEN DES KAPITALANLAGEERGEBNISSES DEUTSCHER LEBENSVERSICHERER



Quellen: Moody's, Assekurata, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Gesamtverband der Versicherungswirtschaft und eigene Berechnungen. — **1** Zeitwerte abzüglich Buchwerte in den zu Anschaffungskosten bewerteten Kapitalanlagen in % des Buchwertes der gesamten Kapitalanlagen — **2** Anleihen der öffentlichen Hand. — **3** Summe aus Höchstrechnungszins und Überschussbeteiligung.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Der Versicherungsaufwand sank trotz steigender Versicherungsleistungen infolge niedrigerer Betriebsaufwendungen von 122,3 % auf 120 %. Zusammen mit einem verbesserten Kapitalanlageergebnis konnte der Gesamtüberschuss im Jahr 2005 von 14,5 % auf 20,2 % gesteigert werden.

Aufgrund der insgesamt günstigen Kapitalmarktentwicklung im Jahr 2005 konnten die

stillen Reserven der Lebensversicherungsunternehmen von 5,5 % im Jahr 2004 auf 10 % des Kapitalanlagebestandes ausgebaut werden.<sup>8)</sup> Da ein Großteil der Kapitalanlagen in festverzinslichen Anlagen investiert ist (ca. 80 %), bewirkte der im laufenden Jahr per saldo zu verzeichnende Anstieg der Kapitalmarktzinsen jedoch wieder einen merklichen Rückgang der stillen Reserven.

Zwar gelang es den Lebensversicherern im Jahr 2005, den Abstand zwischen der Gesamtverzinsung der Versichertenguthaben (4,2 %)<sup>9)</sup> und der Nettoverzinsung der Kapitalanlagen (2005: 5,2 %, 2004: 4,9 %)<sup>10)</sup> etwas auszuweiten. Dennoch bleibt dieser Abstand im historischen Vergleich sehr gering, so dass – vor dem Hintergrund eines anhaltend niedrigen Zinsniveaus – einige Versicherer über den Gesamtbestand hinweg weiterhin Probleme bei der Erwirtschaftung des Überschussniveaus haben dürften (siehe Schaubild 1.3.3). Die Möglichkeiten zur Verringerung der Belastungen aus den hohen Zinsgarantien der Altverträge scheinen zudem begrenzt und nicht kurzfristig umsetzbar zu sein, so dass die durchschnittliche Garantieverzinsung im Bestand der Lebensversicherer nur marginal von 3,51 % auf 3,50 %<sup>11)</sup> im Jahr 2005 gesunken ist. Auch die weitere offizielle Senkung des Höchstrechnungszinses von derzeit 2,75 % auf 2,25 % im Jahr 2007 wird nur das Neugeschäft betreffen.

*Das niedrige Zinsniveau erschwert trotz günstiger Kapitalmarktentwicklung die Erwirtschaftung von Überschüssen und ...*

<sup>8</sup> Vgl.: BaFin, Jahresbericht 2005, S. 36.

<sup>9</sup> Vgl.: Assekurata, Die Überschussbeteiligung in der Lebensversicherung 2006, Februar 2006.

<sup>10</sup> Vgl.: GDV, a. a. O. Zum Teil dürfte die Erhöhung der Nettoverzinsung der Kapitalanlagen auf Einmaleffekte aus Zuschreibungen zurückzuführen sein.

<sup>11</sup> Knapp 30 % der Verpflichtungen gegenüber Versicherungskunden der 58 von Assekurata befragten Unternehmen haben einen garantierten Rechnungszins von 4 %. Vgl.: Assekurata, a. a. O.

... belastet weiterhin die Ertragslage

Die stärkere Vermarktung von fondsgebundenen Produkten, die das Kapitalanlagerisiko auf den Kunden übertragen, kann angesichts eines Anteils von 13,5 % (2004: 12,6 %) <sup>12)</sup> am laufenden Beitrag der bestehenden Hauptversicherungen ebenfalls nur begrenzte Entlastung bieten. Zudem ist vor dem Hintergrund der hohen Bedeutung zinstragender Kapitalanlagen auch in der kürzeren bis mittleren Sicht mit einem Rückgang der laufenden Erträge aus den Kapitalanlagen der Lebensversicherer zu rechnen. Ältere höherverzinsliche Wertpapiere laufen aus und müssen zum gegenwärtig niedrigen Zinsniveau ersetzt werden. Um dem entgegenzuwirken, werden zur Absicherung von Wiederanlagerisiken zunehmend Finanzderivate eingesetzt. Die mit diesen Instrumenten verbundenen Risiken müssen beim Risikomanagement der Versicherer im Auge behalten werden.

Zunahme des Langlebkeitsrisikos

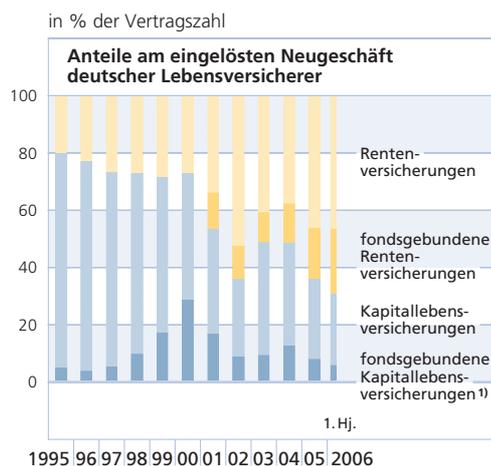
Grundsätzlich nimmt die Bedeutung von Rentenverträgen und damit einhergehend die des Langlebkeitsrisikos weiter zu (siehe Schaubild 1.3.4). Dies hat zur Folge, dass sich die durchschnittliche Laufzeit der Verträge zunehmend erhöhen wird. Um dem steigenden Laufzeitunterschied zwischen Aktiv- und Passivseite entgegenzuwirken, haben die Lebensversicherer die Duration ihrer Kapitalanlagen von früher durchschnittlich fünf Jahren auf sechs Jahre verlängert. <sup>13)</sup>

Leichte Erhöhung des Risikos bei der Kapitalanlage

Zugleich ist ein leichter Ausbau der Risikoneigung der Lebensversicherer in ihrer Kapitalanlage festzustellen. Die Aktienquote erhöhte sich von gut 10 % im Jahr 2004 auf etwas über 12 % im Jahr 2005. Der Anteil von Aktieninvestments im Nicht-EWR-Bereich stieg von 2 % auf über 3 % an. Im Anleihe-

Schaubild 1.3.4

### KAPITALLEBENS- VERSUS RENTENVERSICHERUNG



Quelle: GDV. — **1** Enthalten bis einschl. 2000 auch fondsgebundene Rentenversicherungen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

portfolio ist eine differenzierte Entwicklung zu beobachten. Während sich das Gewicht von Unternehmensanleihen und Schuldverschreibungen von Kreditinstituten an den gesamten börsennotierten Schuldverschreibungen von insgesamt knapp 55 % auf 51,5 % verringerte, nahm der Anteil öffentlicher Anleihen von knapp 45 % auf 48 % zu (siehe Schaubild 1.3.5). Investments in Schuldverschreibungen mit Speculative Grade und ohne Rating wurden etwas verstärkt, spielen aber mit einem Anteil von weniger

**12** Der Anteil von fondsgebundenen Produkten am eingelösten Neugeschäft betrug im Jahr 2005 17 % (2004: 20,6 %). Die Anzahl der verkauften Fondspolices verringerte sich gegenüber dem Jahr 2004 zwar um fast 49 %, verglichen mit dem Jahr 2003 ist jedoch eine Steigerung von 11,5 % zu beobachten. Die Bedeutung fondsgebundener Rentenversicherungen hat dabei deutlich zugenommen. Vgl.: GDV, a. a. O.

**13** Quelle: GDV.

Schaubild 1.3.5

**ZUSAMMENSETZUNG DER VON DEUTSCHEN LEBENSVERSICHERERN GEHALTENEN BÖRSENNOTIERTEN SCHULDVERSCHREIBUNGEN \*)**

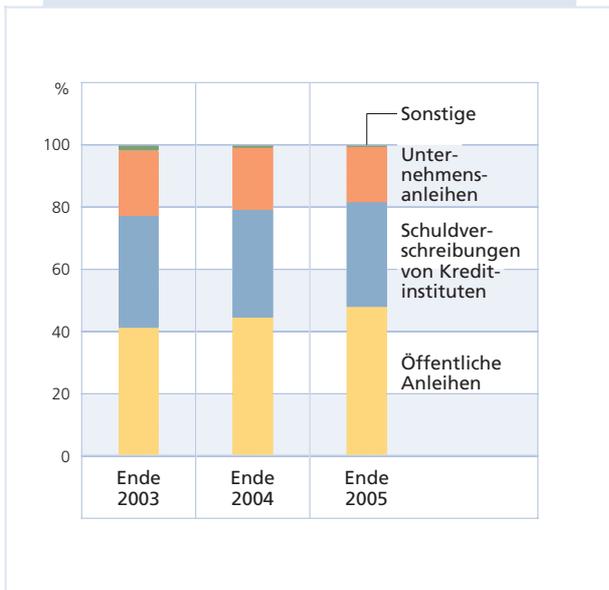
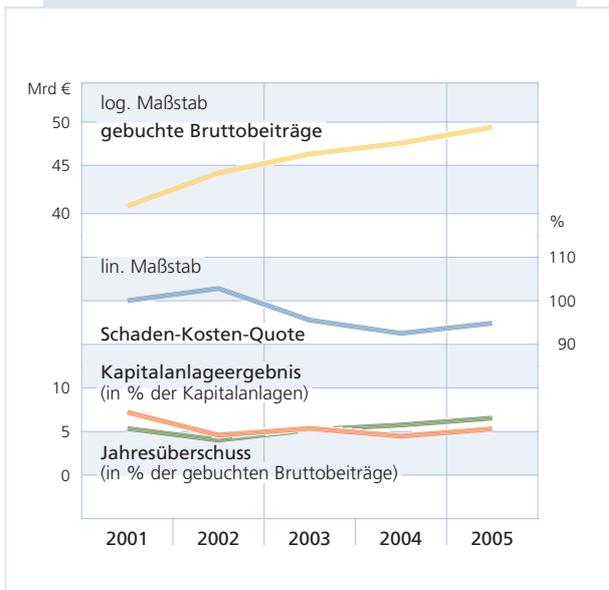


Schaubild 1.3.6

**ERTRAGSLAGE DER 50 GRÖSSTEN DEUTSCHEN SACHVERSICHERER \*\*)**



\* Quelle: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. — \*\* Quelle: Moody's.

DEUTSCHE BUNDESBANK

als 1,5% nach wie vor keine wesentliche Rolle. Die Nachfrage nach alternativen Anlagen ist weiterhin gering.<sup>14)</sup>

**Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen**

Das moderate Prämienwachstum ermöglichte es den Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen, trotz eines Anstieges der Schaden-Kosten-Quote von 93,2% auf 95,6%<sup>15)</sup> auch im Jahr 2005 gute versicherungstechnische Ergebnisse zu erzielen (siehe Schaubild 1.3.6). Der anhaltende intensive Preiswettbewerb vor allem bei der Kraftfahrtversicherung und der industriellen Sachversicherung dürfte aber künftig belastend wirken.<sup>16)</sup> So scheint sich der Prämienrückgang in der Kraftfahrtversicherung weiter zu beschleunigen.<sup>17)</sup> In Erwartung einer anziehenden Schadenquote dürfte die Schaden-Kosten-Quote für diese Versicherungssparte dann einen Wert von 100% erreichen, eine Schwelle, bei der keine Gewinne mehr aus dem originären Versicherungsgeschäft erzielt werden. Die Schaden-Kosten-Quote der gesamten Branche sollte sich aber auch im Jahr 2006 – trotz Erhöhung – weiter auf einem komfortablen Niveau bewegen, zumal die Versicherer auch Kapitalerträge erzielen. Infolge der beschriebenen Entwicklung ist für das Jahr 2006

*Zunehmender Preiswettbewerb bei Schaden-/Unfallversicherungsunternehmen*

<sup>14</sup> Quelle zu den Daten über die Kapitalanlage: BaFin.

<sup>15</sup> Die Schadenquote stieg von 67,6% auf 69,67% an, während die Kostenquote mit 25,88% eher stagnierte. Quelle: Moody's. Die Werte beziehen sich auf die 50 größten deutschen Sachversicherer. Ihre Marktabdeckung beläuft sich auf ca. 77%.

<sup>16</sup> Die Kraftfahrzeugversicherung ist das bedeutendste Geschäftsfeld der Branche. Beide Versicherungssparten machen zusammen knapp 50% des Gesamtgeschäfts der Schaden- und Unfallversicherer aus.

<sup>17</sup> Von -2,3% im Jahr 2005 auf etwa -4,4% im Jahr 2006. Vgl.: GDV, Schaden- und Unfallversicherung 2006, 22.06.2006.

mit einem Beitragsrückgang um etwa 1,5 % zu rechnen.

Zusätzliche Risiken könnten sich künftig im Falle einer anziehenden Schadenlast auch aus dem verstärkten Selbstbehalt<sup>18)</sup> der Sachversicherer ergeben. Seit 2003 stieg der Anteil der in den Büchern der Versicherer selbst gehaltenen Risiken kontinuierlich von gut 74 % auf knapp 78 % im Jahr 2005 an.<sup>19)</sup> Zurzeit belegen jedoch die Stresstests der BaFin, dass fast alle Schaden- und Unfallversicherer eine ausreichende Risikotragfähigkeit aufweisen.<sup>20)</sup>

### Rückversicherungsunternehmen

*Hohe Schäden  
recht gut ver-  
kraftet*

Infolge der enormen Schadenbelastungen im Jahr 2005 sind die Schaden-Kosten-Quoten der größten, international agierenden deutschen Rückversicherer deutlich auf über 100 % angestiegen. Die versicherungstechnischen Verluste konnten allerdings durch Sondererträge und verbesserte Kapitalanlageergebnisse aufgefangen werden, so dass die finanzielle Situation insgesamt weiterhin als stabil angesehen werden kann. Auch kleinere Rückversicherer, die innerhalb der Konzernstruktur internationaler Rückversicherer agieren und auf dem Weg der Retrozession Risiken von den Konzernmüttern übernehmen, sind von den Wirbelstürmen des letzten Jahres deutlich belastet worden. Zugleich zog die Schadenintensität in Deutschland und Europa nach einem niedrigen Schadenausmaß im Jahr 2004 wieder an.<sup>21)</sup> Die selektivere Risikozeichnung sowie erhöhte Selbstbehalte der Erstversicherer führten dazu, dass das Prämienwachstum im Jahr 2005 und ersten

Halbjahr 2006 nur moderat ausfiel. Während der Bereich Lebensrückversicherung weiterhin vom Trend zur privaten Altersvorsorge profitierte, verbuchte die Schadenrückversicherung nur mäßige Prämiensteigerungen beziehungsweise bei kleineren Versicherern eher rückläufige Tendenzen. Darüber hinaus wirkt der zunehmende Druck auf die Prämien der Kraftfahrtversicherung und industriellen Sachversicherung auf die entsprechenden Rückversicherungszweige durch.

Für die Stabilität des Sektors wird entscheidend sein, wie die überarbeiteten Risikomodelle und ausgehandelten Preiserhöhungen künftige Risiken aus Katastrophenschäden abbilden beziehungsweise ausreichend decken können. Von Bedeutung wird zudem sein, inwieweit auch im Fall eines geringeren Schadenausmaßes das Niveau der Preise gehalten werden kann. Bereits im Jahr 2005 führten die Erneuerungsrunden außerhalb der direkt von den großen Katastrophen betroffenen Gebiete nicht zu der allgemein erwarteten generellen Verhärtung der Rückversicherungsmärkte; neben stabilen konnten teilweise auch rückläufige Prämieineahmen beobachtet werden. Mit Blick auf die Eigenkapitalvorschriften unter Solvency II sowie angesichts weltweit steigender Risiken aus Naturgefahren ist jedoch weiterhin von einer steigenden Nachfrage nach Versicherungsschutz durch Erstversicherer auszugehen.

<sup>18</sup> Selbstbehalt ist das Risiko, das Sachversicherer nicht an Rückversicherer weitergeben.

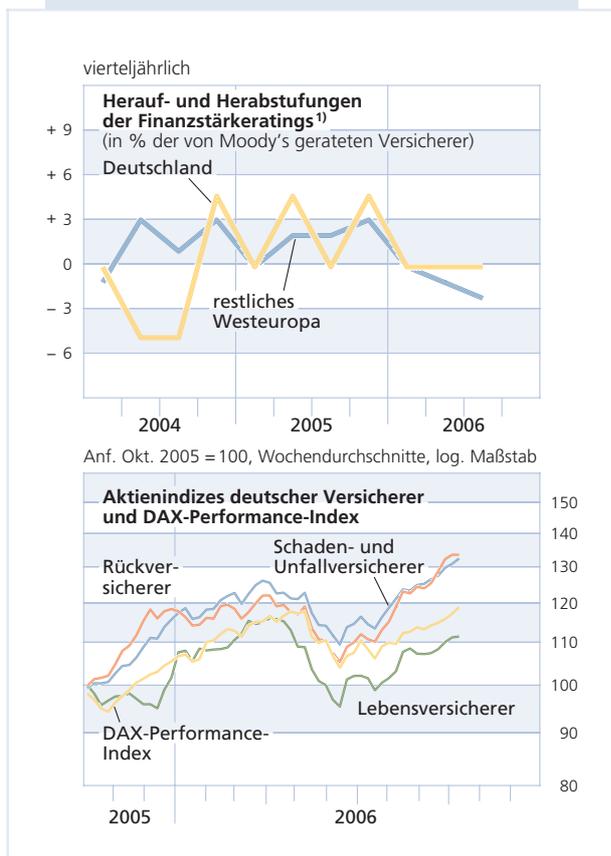
<sup>19</sup> Quelle: Moody's.

<sup>20</sup> Im Jahr 2005 wiesen nur 3,2 % der 188 Schaden- und Unfallversicherer negative Werte in allen Szenarien aus. Vgl.: BaFin, Jahresbericht 2005. Im laufenden Jahr dürfte sich keine wesentliche Änderung ergeben haben.

<sup>21</sup> Die folgenden Angaben basieren auf Veröffentlichungen von zehn (Jahreszahlen) bzw. vier (Halbjahreszahlen) der größten deutschen Rückversicherer.

Schaubild 1.3.7

## MARKTINDIKATOREN DEUTSCHER VERSICHERER



Quellen: Moody's, Thomson Financial Datastream und eigene Berechnungen. — <sup>1</sup> Ein positiver Prozentsatz steht für saldierte Heraufstufungen, ein negativer für saldierte Herabstufungen.

DEUTSCHE BUNDESBANK

## Marktindikatoren

Die Ratingagenturen schätzten die Finanzstärke der gerateten Versicherer im Jahr 2005 und dem ersten Halbjahr 2006 als stabil ein (siehe Schaubild 1.3.7). Die Ausblicke für den Lebensversicherungssektor liegen – angesichts des anhaltend hohen Ertragsdrucks sowie diverser strategischer Herausforderungen – zwischen „stabil“ und „negativ“. Der deutsche Schaden- und Unfallversicherungsmarkt sowie der Rückversicherungsmarkt dürften sich weiterhin stabil entwickeln.

*Verbesserte Finanzstärke spiegelt sich in Markteinschätzungen wider*

Die Aktienindizes der drei großen Versicherungssparten haben sich – abgesehen von einem allgemeinen Kursrückgang im zweiten Quartal 2006 – weiter positiv entwickelt. Jedoch scheinen die Lebensversicherer im zweiten Halbjahr von den Marktteilnehmern skeptischer bewertet zu werden als die anderen Versicherungssparten, denn nur ihnen gelang es bisher nicht, das Niveau des ersten Quartals 2006 wieder zu erreichen. Die Zurückhaltung der Investoren könnte darin begründet liegen, dass die Ertragslage der Lebensversicherungsunternehmen mutmaßlich durch legislative Maßnahmen weiter negativ beeinflusst werden könnte.

## Stabilitätsbeitrag der regulatorischen und finanziellen Infrastruktur

### Zahlungsverkehr

Um in einem Finanzsystem den Forderungstransfer, die Begleichung von Verbindlichkeiten sowie den geldseitigen Ausgleich bei der Übertragung und Umschichtung von Finanzaktiva reibungslos zu gestalten, bedarf es leistungsfähiger, sicherer und hochverfügbarer Systeme. Fehler in der Konzeption oder Probleme beim Betrieb von Zahlungsverkehrssystemen bergen das Risiko von Verwerfungen auf den Finanzmärkten oder bei den Teilnehmern und gefährden im schlimmsten Fall die Stabilität des Finanzsystems.

Im Berichtszeitraum sind im Hinblick auf den Individualzahlungsverkehr keine stabilitätsgefährdenden Ereignisse aufgetreten. Weiterhin war zu beobachten, dass das Devisenabwicklungssystem CLS seinen Marktanteil weiter ausgebaut hat und die Bedeutung der Kommunikationsinfrastruktur SWIFT stetig zunimmt. Zukünftig könnte sich für den europäischen Zahlungsverkehrsmarkt durch die geplante Zahlungsdienstleistungsrichtlinie eine veränderte Risikosituation ergeben.

### Betrieb eigener Systeme

*Operationelle Stabilität erhöht*

Die operationelle Stabilität von RTGS<sup>plus</sup> beziehungsweise TARGET konnte im Berichtszeitraum insgesamt erhöht werden. Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund, dass gleichzeitig die über diese Systeme abge-

wickelten durchschnittlichen arbeitstäglichen Volumina im Jahresverlauf einen steigenden Trend aufwiesen, besonders positiv zu bewerten (siehe Schaubild 1.4.1).

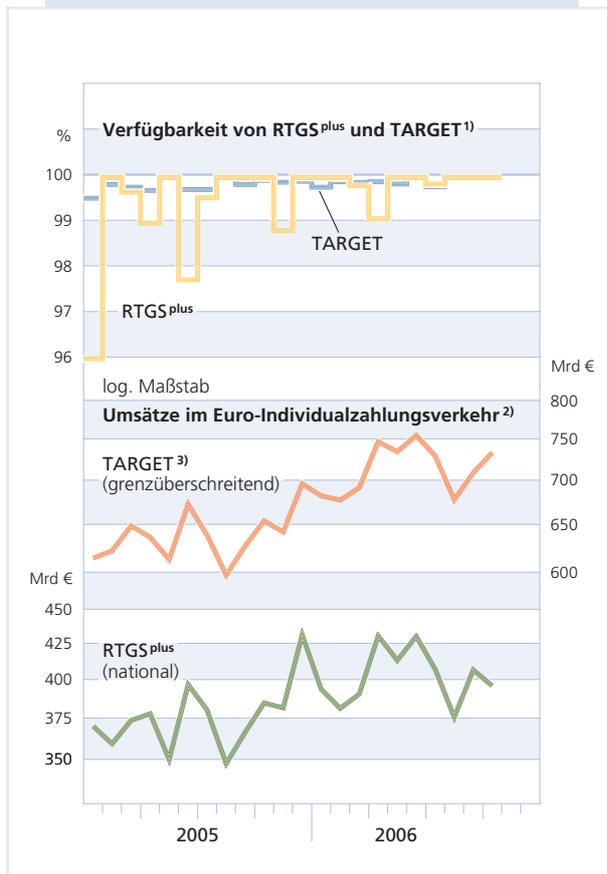
Dabei ist festzustellen, dass die Kernanwendung RTGS<sup>plus</sup> im Berichtszeitraum äußerst stabil lief. Etwaige Probleme zu Lasten der Verfügbarkeit traten jeweils in Nebenanwendungen auf, vor allem im Zusammenhang mit der Übertragung von Zahlungsverkehrsnachrichten. Der dadurch gestörte Informationsfluss wirkte sich in der Folge auch auf die Zahlungsabwicklung in RTGS<sup>plus</sup> aus, allerdings ohne die taggleiche Abwicklung der eingereichten Zahlungen zu gefährden.

Das im Dezember 2005 eingeführte Hausbankverfahren (HBV) hat die Anwendungen Elektronischer Schalter (ELS) und Auslandszahlungsverkehr (AZV) abgelöst und stellt nunmehr für Nichtbanken und übergangsweise auch für Kreditinstitute, die indirekt an RTGS<sup>plus</sup> beziehungsweise TARGET teilnehmen wollen, den Standardzugang zum Individualzahlungsverkehr dar. Darüber hinaus dient das HBV der Abwicklung von ein- und ausgehenden Euro- beziehungsweise Fremdwährungszahlungen im Rahmen des Korrespondenzbankgeschäfts der Bundesbank. Die in den ersten Betriebswochen aufgetretenen Anlaufschwierigkeiten hielten sich in engen Grenzen und haben zu keiner Zeit zu Friktionen in den Individualzahlungssystemen ge-

*Erfolgreiche Einführung des Hausbankverfahrens*

Schaubild 1.4.1

**EURO-INDIVIDUALZAHLUNGS-VERKEHR**



1 Anteil der störungsfreien Betriebsstunden an der Gesamtbetriebszeit. — 2 Arbeitstäglicher Durchschnitt. — 3 Einschl. RTGS<sup>plus</sup> grenzüberschreitend.

DEUTSCHE BUNDESBANK

führt. Mittlerweile ist ein stabiler Betrieb der Anwendung zu verzeichnen.

**SWIFT**

*Globaler Kommunikationsstandard im Individualzahlungsverkehr*

Die Kommunikationsdienstleistungen der „Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication“ (SWIFT) entwickeln sich immer mehr zu einem faktischen Standard.

Mittlerweile werden sie von über 7 900 Banken, Wertpapierhäusern und anderen Teilnehmern, zum Beispiel Anbietern von Marktinfrastrukturen, in über 200 Ländern zum Austausch von Zahlungsverkehrsnachrichten genutzt. Das deutsche Kreditgewerbe war dabei im Jahr 2005 der drittgrößte Nutzer weltweit. Da ein funktionierendes Kommunikationsnetz eine elementare Voraussetzung für das reibungslose Funktionieren der Finanzmarktinfrastruktur ist, muss SWIFT im Hinblick auf die Stabilität des deutschen Finanzsystems besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden. Als positiv ist zu bewerten, dass SWIFT im Berichtszeitraum eine sehr hohe technische Stabilität vorweisen konnte. So lag die Verfügbarkeit des überwiegend genutzten Nachrichtenformats SWIFTNet FIN seit Beginn des Jahres bei 99,995 % (Stand: 23. Oktober 2006).<sup>1)</sup>

**Continuous Linked Settlement (CLS)**

Das seit dem Jahr 2002 in Betrieb befindliche System zur Zug-um-Zug-Abwicklung von Devisengeschäften CLS konnte im vergangenen Jahr seinen Anteil an der Abwicklung von Devisenhandelsgeschäften von rund 30 % auf 43 % erhöhen. Das tagesdurchschnittliche Abwicklungsvolumen liegt bei einem Gegenwert von über 2 Billionen US-\$. Nach dem US-Dollar ist der Euro die am häufigsten in CLS abgewickelte Währung. Seit Inbetriebnahme von CLS ist die Zahl der das System direkt beziehungsweise indirekt nutzenden Institute weltweit auf über 800 angestiegen. Da bei den über CLS abgewickelten Geschäften das Abwicklungsrisiko eliminiert wird, ist dies eine

*Weitere Reduzierung des Abwicklungsrisikos im Devisenhandel*

1 Quelle: www.swift.com.

positive Entwicklung und ein wesentlicher Beitrag zur Reduzierung der Abwicklungsrisiken im gesamten Devisenhandel.

*Steigende Interdependenzen zwischen CLS und TARGET ...*

Die Bedeutung für das deutsche Finanzsystem zeigt sich unter anderem darin, dass CLS mittlerweile das wichtigste Abwicklungssystem für den Euro ist, welches außerhalb des Eurosystems – die CLS Bank hat ihren Sitz in New York – betrieben wird. Damit steigen aber auch die Interdependenzen zwischen CLS und dem europäischen TARGET-System. Beispielsweise fungieren derzeit 15 direkte RTGS<sup>plus</sup>-Teilnehmer als so genannte Settlement-Banken und/oder Nostro-Agenten und wickeln ihre Liquiditätseinschüsse beziehungsweise -rückflüsse in Euro über RTGS<sup>plus</sup> ab. Um Liquiditätsengpässe in CLS zu vermeiden, wird dafür Sorge getragen, dass diese Zahlungen mit hoher Priorität abgewickelt werden.

*... aber nur sehr begrenzter Liquiditätsbedarf*

Anzeichen dafür, dass der Liquiditätsbedarf in den mit TARGET verbundenen bedeutenden Abwicklungssystemen wie CLS zu einem konkurrierenden Liquiditätszugriff führen könnte, gibt es nicht: Im Jahr 2006 lag der durchschnittliche Anteil von CLS-Einschüssen an allen Einzahlungen in RTGS<sup>plus</sup> deutlich unter 1 %.

### **Neuer Rechtsrahmen für Zahlungsdienstleistungen**

Die Europäische Kommission hat am 1. Dezember 2005 ihren Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und Rates über Zahlungsdienste im Binnenmarkt vorgelegt. Ziel ist es, eine einheitliche Rechtsgrundlage für das Vorhaben des Einheitlichen Europäischen Zahlungsverkehrsraums (SEPA)<sup>2)</sup> zu

schaffen. Der Kommissionsvorschlag befindet sich gegenwärtig in der Verabschiedung durch das Europäische Parlament und den Rat.

Es ist davon auszugehen, dass die Richtlinie Veränderungen der Risikosituation im Zahlungsverkehrsmarkt bewirken wird. Künftig sollen Zahlungsdienste nur noch von autorisierten Zahlungsdienstleistern angeboten werden können. Vorgesehen ist, mit den so genannten Zahlungsinstituten einen neuen Typ von Anbietern von Zahlungsdiensten zu schaffen. Die Richtlinie unterwirft somit einerseits bislang erlaubnisfreie Tätigkeiten bestimmten bankaufsichtlichen Standards und verbessert dadurch die Risikosituation im Massenzahlungsverkehr. Beispielsweise erfordert künftig das Anbieten von Zahlungsdienstleistungen über Mobiltelefone eine Lizenz. Andererseits können Zahlungsinstitute nahezu alle Zahlungsdienstleistungen sowohl im Individual- als auch im Massenzahlungsverkehr im Wettbewerb zu Kreditinstituten anbieten, ohne jedoch bei grundsätzlich gleichem Risiko vergleichbar strengen Aufsichtsstandards unterworfen zu sein. In den Erörterungen zeichnet sich ab, dass an Zahlungsinstitute im Vergleich zu Vollbanken deutlich geringere Anforderungen an ein Mindestanfangskapital gestellt werden. Ferner fehlen für Zahlungsinstitute weitgehend Anforderungen an eine Solvenzaufsicht zur Begrenzung von (Liquiditäts-)Risiken im Zusammenhang mit der Ausführung von Zahlungsdienstleistungen.

*Veränderte Risikosituation infolge zukünftiger Marktteilnahme von Zahlungsinstituten*

Weiterhin dürften nach dem Vorschlag der Kommission Zahlungsinstitute selbst als Teil-

<sup>2</sup> Single Euro Payments Area.

nehmer von Zahlungssystemen auftreten. Dadurch könnten von hinreichend großen Zahlungsinstituten systemische Risiken für den Betrieb eines Zahlungssystems ausgehen. Kritisch zu beurteilen ist vor diesem Hintergrund die geplante Regelung, dass Zahlungsinstituten „diskriminierungsfreier“ Zugang zu Zahlungssystemen zu gewähren ist. Vor dem Hintergrund systemischer Risiken und vergleichsweise geringer Aufsichtsstandards für Zahlungsinstitute erscheint es daher sachgerecht, dass – wie vorgeschlagen – Systeme im Sinne der Finalitätsrichtlinie hiervon ausgenommen sein sollten; in Deutschland sind das unter anderem die von der Bundesbank betriebenen Zahlungssysteme.

## Finanzmarktregulierung

Regulatorische Rahmenbedingungen haben als Spielregeln für die Marktteilnehmer erhebliche Auswirkungen auf Effizienz und Stabilität der Finanzmärkte. Finanzmarktregulierung hat das primäre Ziel, systemische Risiken auf Märkten zu begrenzen. Eine effektive Finanzmarktregulierung fördert die Integrität der Märkte und erhöht die Stabilität des Finanzsystems.

Finanzdienstleistungspolitik  
2005 bis 2010

Auf europäischer Ebene hat die Europäische Kommission ihre zukünftige Vorgehensweise und die Prioritäten für die weitere Finanzmarktintegration im „Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005 bis 2010“<sup>3)</sup> im Dezember 2005 der Öffentlichkeit vorgestellt. Als Ziele für die nächsten Jahre werden unter anderem eine konsequente Anwendung der Prinzipien guter Gesetzgebungspraxis (Better Regulation) sowie eine bessere aufsichtliche Zusammenarbeit und Konvergenz genannt.

In ihrem Bemühen um eine bessere Regulierung wird die Kommission bei neuen Gesetzesvorhaben möglichst detaillierte Auswirkungsstudien zu Kosten und Nutzen sowie zu den möglichen Folgen für die Finanzstabilität, die Funktionsfähigkeit der Märkte und den Verbraucherschutz erstellen.

Bessere  
Regulierung

Ein wesentlicher Treiber der europäischen Finanzmarktintegration ist die „Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente“ (MiFID<sup>4)</sup>), die bis zum 31. Januar 2007 in nationales Recht<sup>5)</sup> umgesetzt und ab November 2007 angewandt werden soll. Mit der MiFID verfolgt die Kommission das ehrgeizige Ziel, mit einem neuen „Grundgesetz“ für das Wertpapiergeschäft den EU-Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen grundlegend zu reformieren und zu harmonisieren. Gleichzeitig sollen der Anlegerschutz verbessert und der Wettbewerb im Finanzdienstleistungssektor gefördert werden, was aus Stabilitätssicht grundsätzlich zu begrüßen ist. Die Umsetzung der MiFID erfordert erhebliche Anstrengungen der Finanzbranche, da die Regelungen tief in die Geschäftsabwicklung, die interne Betriebsorganisation und das Berichtswesen eingreifen sowie hohe Anforderungen an die Handelstransparenz stellen. Finanzdienstleistungen sollen künftig adressatengerecht nach dem Best Execution-Prinzip erbracht werden; zudem sind die der MiFID unterliegenden Finanzdienstleister verpflichtet, effektive organisatorische Vorkehrungen insbesondere für die Bereiche Risikomanagement, interne Revision und Compliance zu treffen; darüber hinaus müssen sie ihre Transaktionen künftig – zum

MiFID

<sup>3</sup> KOM(2005) 629.

<sup>4</sup> Markets in Financial Instruments Directive.

<sup>5</sup> Vgl. das als Entwurf vorliegende Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz.

Zwecke der Marktbeobachtung und der Gewährleistung der Marktintegrität – an die jeweils zuständige Aufsichtsbehörde melden. Ein Kernelement der MiFID sind schließlich die neuen Detailvorschriften zur Vor- und Nachhandelstransparenz für Wertpapierhandelsplattformen. Künftig sollen nicht nur Börsen, sondern auch Multilaterale Handelssysteme (MTFs<sup>6</sup>) und Systematische Internalisierer umfangreichen Offenlegungsvorschriften beim Aktienhandel unterliegen. Damit reagiert die Kommission auf die zunehmende Bedeutung des außerbörslichen Wertpapierhandels und die damit einhergehende Fragmentierung der Wertpapiermärkte. Ziel ist ein regulatorisches Level Playing Field für Handelssysteme, um Integration und Effizienz der europäischen Wertpapiermärkte zu fördern.

#### REITs in Deutschland

Real Estate Investment Trusts (REITs<sup>7</sup>) haben sich zum internationalen Standard für börsengehandelte Immobiliengesellschaften entwickelt. REITs bieten wie Immobilienfonds die Möglichkeit eines indirekten Immobilieninvestments, können jedoch qua Konstruktion nicht in Liquiditätsschwierigkeiten kommen, wie dies im Dezember 2005 und den darauf folgenden Monaten bei einigen offenen Immobilienfonds zu beobachten war. Für Deutschland ist die Einführung von REITs im Jahr 2007 vorgesehen. Das Gesetzgebungsverfahren ist jedoch noch nicht abgeschlossen. REITs würden den deutschen Kapitalmarkt bereichern; auch könnte der Immobilienmarkt hiervon profitieren. Ein funktionierendes REIT-Segment stärkt den Marktmechanismus im Immobiliensektor und würde dadurch allokativen Effizienzverbesserungen auf dem Kapital- und Immobilienmarkt mit sich bringen. Es ist allerdings nicht auszuschließen, dass exogene Schocks via bör-

sengehandelte REITs stärker auf den Immobilienmarkt und die Immobilienpreise einwirken könnten. Aufgrund des voraussichtlich nur begrenzten Gewichts eines zukünftigen REIT-Segments am gesamten Immobilienmarkt ist aber nicht mit einer erhöhten Krisenanfälligkeit des Immobiliensektors zu rechnen.

Von der Einführung von REITs dürften auch die offenen Immobilienfonds profitieren, da vorgesehen ist, dass erworbene REIT-Anteile dem Immobilienvermögen zugerechnet werden. Dadurch kann die Liquidierbarkeit der Aktivseite der offenen Immobilienfonds erhöht und die Gefahr von Liquiditätskrisen vermindert werden.

Nachdem einige offene Immobilienfonds die Rücknahme von Anteilscheinen aussetzen mussten (siehe Kasten 1.6 auf S. 73), stellte der Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) im Januar 2006 ein Maßnahmenpaket vor, um das Vertrauen der Anleger in die Anlageklasse zurück zu gewinnen. Die Mitglieder des BVI haben sich am 13. April 2006 im Rahmen einer freiwilligen Selbstverpflichtung darauf verständigt, die Transparenz offener Immobilienfonds zu erhöhen und zukünftig unter anderem Angaben über Anlegerstruktur und Kreditaufnahme zu machen. Darüber hinaus soll durch die Einführung einer Kündigungsfrist von zwölf Monaten für (nach Inkrafttreten der Neuregelung erworbene) Anteile im Wert ab 1 Mio € das Risiko kurzfristiger Illiquidität eines offenen Immobilienfonds aufgrund von Mittelabzügen durch Großinvestoren verringert und die Liquiditätssteuerung verbessert werden. Etlliche Fondsgesellschaften lehnen Haltefristen

*Reformvorschläge zu offenen Immobilienfonds*

<sup>6</sup> Multilateral Trading Facilities.

<sup>7</sup> Steuertransparente Immobilienaktiengesellschaften.

jedoch wegen angeblicher Schwierigkeiten bei der Überwachung ab.

Die Maßnahmen zur Steigerung der Transparenz dürften dazu beitragen, das Vertrauen auf der Anlegerseite zu stärken und die Sta-

bilität offener Immobilienfonds zu erhöhen. Sollten die angedachten Selbstregulierungsmaßnahmen jedoch – wie im Fall der Liquiditätssteuerung – nur eingeschränkt greifen, so könnten zusätzliche gesetzliche Regelungen nötig werden.

## Sonderaufsätze





## Bankenkonsolidierung in Deutschland – Bestimmungsgründe und Auswirkungen

Im deutschen Bankensektor hat sich ein beachtlicher – im Wesentlichen innerhalb der Säulen stattfindender – Fusions- und Übernahmeprozess vollzogen, in dessen Folge sich die Zahl der Kreditinstitute in den letzten 15 Jahren mehr als halbiert hat. Bedeutsam ist auch der durch instituts- (und teilweise sogar säulen-) übergreifende Kooperationen und durch Outsourcing entstandene zusätzliche Konsolidierungseffekt. Gleichwohl bleibt der deutsche Bankenmarkt fragmentiert und weist die geringste Konzentration in Europa auf.

Aus dem Blickwinkel der Finanzstabilität ist der mit Fusionen und Übernahmen verbundene Konsolidierungseffekt dann positiv zu bewerten, wenn effizientere und besser diversifizierte Institute entstehen. Allerdings können sich auch höhere Risiken ergeben, wenn sich Finanzinstitute im Zuge von Übernahmen in neue Geschäftsfelder wagen. Dieser Aspekt spielte aber bisher in Deutschland kaum eine Rolle, da Fusionen und Übernahmen hauptsächlich zwischen benachbarten Sparkassen beziehungsweise Kreditgenossenschaften mit ähnlicher Geschäftsstruktur erfolgten. Die bisher vorliegenden empirischen Studien für Deutschland zeigen wenig Evidenz für eine nachhaltige Effizienzsteigerung bei den fusionierten Sparkassen und Genossenschaftsbanken.

Die Stabilitätsimplikationen des Outsourcings von Geschäftsaktivitäten wurden bislang hin-

gegen noch kaum untersucht. Vermuteten (mikroökonomischen) Effizienzgewinnen steht eine mögliche Zunahme systemischer Gefährdungen durch eine Konzentration bei wenigen Dienstleistern gegenüber.

Der vorliegende Aufsatz beleuchtet unter Berücksichtigung der wissenschaftlichen Diskussion die oben genannten Aspekte der Konsolidierung mit einem Schwerpunkt auf Fusionen und Übernahmen. Ferner werden auch weitere mögliche Auswirkungen wie eine Verknappung des Kreditangebots mit entsprechenden Rückwirkungen auf das Finanzsystem, eine Verschlechterung der Kreditkonditionen und eine – im Hinblick auf die Finanzstabilität ambivalente – Abnahme der Wettbewerbsintensität behandelt. |

## Formen der Konsolidierung

*Konsolidierung  
im Allgemeinen*

Im Allgemeinen lässt sich Konsolidierung als die Zusammenlegung von Geschäftsprozessen oder Geschäftsbereichen definieren. Im Hinblick auf den Grad oder die Tiefe der Konsolidierung kann man folgende Ordnung der Konsolidierungsoptionen aufstellen:

- Konsolidierung durch Fusion oder Übernahme,
- Konsolidierung durch Out- und Insourcing,
- Konsolidierung durch Zusammenarbeit zwischen den Kreditinstituten,
- Konsolidierung durch Rationalisierung innerhalb eines Instituts.

*Outsourcing  
macht Fixkosten  
„variabel“, ...*

Gerade in jüngerer Zeit entstanden durch Kooperationen zwischen Banken und durch Outsourcingaktivitäten merkliche Konsolidierungseffekte. Diese Konsolidierungsalternativen bieten für die Institute die Chance, eine Fixkostendegression zu erreichen, ohne die rechtliche Selbstständigkeit aufgeben zu müssen. Beim Outsourcing gibt ein Institut wesentliche Funktionen an einen Dienstleister ab. Fixkosten werden hierbei „variabilisiert“, die Bank zahlt nur für die tatsächlich in Anspruch genommenen Leistungen.<sup>1)</sup> Wirtschaftlich ist Outsourcing allerdings nur dann sinnvoll, wenn signifikante Skaleneffekte zu erwarten sind, anderenfalls überwiegen vielfach nicht zu unterschätzende Nachteile durch den Kontrollverlust beim auslagernden Institut.

Das Outsourcing dürfte in Zukunft wegen der zunehmenden Standardisierung des Bank-

geschäfts weiter an Bedeutung gewinnen. Aus rein aufsichtlicher Sicht ist die Auslagerung von Geschäftsaktivitäten neutral zu bewerten, sofern den einschlägigen Regelungen Rechnung getragen wird.<sup>2)</sup> Insbesondere dürfen durch die Auslagerung weder die Steuerungs- und Kontrollmöglichkeiten der Geschäftsleitung noch die Prüfungsrechte und Kontrollmöglichkeiten der Bankenaufsicht beeinträchtigt werden. Die erforderlichen Weisungsmöglichkeiten sind vertraglich zu sichern und die ausgelagerten Bereiche in die internen Kontrollverfahren des auslagernden Instituts einzubeziehen. Allerdings kann durch Outsourcing die Systemstabilität tangiert werden, wenn ein erheblicher Teil der Bankaktivitäten bei einigen wenigen Dienstleistern konzentriert wird. Vor diesem Hintergrund verdient die weitere Entwicklung der Outsourcingaktivitäten eine intensive Beobachtung.

*...entlässt die  
Bank aber nicht  
aus ihrer Verant-  
wortung.*

Im Speziellen versteht man unter Konsolidierung die Zusammenführung von Unternehmen in Form von Fusionen und Übernahmen. Deshalb konzentriert sich der vorliegende Aufsatz im Wesentlichen auf diese Form der Konsolidierung.

## Überblick über Fusionen und Übernahmen in Deutschland

Fusionen und Übernahmen finden im deutschen Bankensektor in einem beträchtlichen Umfang statt. Zum Jahresende 2005 gab es in

*Starker Rück-  
gang der Insti-  
tutzahlen ...*

<sup>1</sup> Die Bedeutung von Outsourcing für deutsche Kreditinstitute wurde 2004 in einer Erhebung des E-Finance Lab untersucht, vgl.: Efinance Lab (2005), Kreditprozess-Management – Status Quo und Zukunft des Kreditprozesses bei Deutschlands 500 größten Kreditinstituten.

<sup>2</sup> Zu den rechtlichen Grundlagen vgl.: KWG § 25a Abs. 1 und 2, WpHG § 33 Abs. 2, AnzV § 20 Satz 3 Nr. 1, Rundschreiben 11/2001 BaFin.

Deutschland 2 089 Kreditinstitute, davon 209 (private) Kreditbanken, 475 öffentlich-rechtliche Banken (Sparkassen und Landesbanken), sowie 1 295 Institute im genossenschaftlichen Sektor. Damit hat sich die Zahl der Kreditinstitute in Deutschland gegenüber dem Jahr 1990 mehr als halbiert. Auch im europäischen Vergleich ist das Konsolidierungstempo bemerkenswert. Während im Zeitraum von 1995 bis 2004 die Gesamtzahl der Kreditinstitute im Eurosystem um knapp ein Drittel zurückgegangen ist, reduzierte sich im selben Zeitraum die Zahl der Kreditinstitute in Deutschland um mehr als 43 %. Gleichwohl nimmt Deutschland – gemessen an der Zahl der Banken und Bankstellen<sup>3)</sup> pro Kopf der Bevölkerung – nach wie vor eine europäische Spitzenstellung ein.

... vor allem  
im Sektor der  
genossenschaftlichen  
Banken

Der Konsolidierungsprozess verlief dabei in den einzelnen Säulen des deutschen Bankensystems unterschiedlich. So hat sich die Zahl der genossenschaftlichen Institute in den letzten 15 Jahren um knapp 62 % reduziert, die Zahl der öffentlich-rechtlichen Institute verminderte sich um gut 39 %. Einige Zusammenschlüsse ergaben sich im Bereich der genossenschaftlichen und öffentlich-rechtlichen Spitzeninstitute – aktuell gibt es noch zwei genossenschaftliche Zentralbanken und neun eigenständige Landesbanken-Konzerne. Die Zahl der Kreditbanken nahm seit 1990 um fast 20 % ab. In diesem Bereich vollzogen sich auch einige Übernahmen durch ausländische Banken.<sup>4)</sup> Dies ist nicht zuletzt Ausdruck des in dieser Hinsicht liberalen Rahmenwerks in Deutschland.<sup>5)</sup>

Meist kleinere  
und mittlere  
Institute als  
Übernahmeziel

Ziel von Übernahmen waren in der Vergangenheit meist kleinere und mittlere Institute. Die übernehmenden Institute waren in der

Tabelle 2.1

### BANKENKONZENTRATION IM EURO-RAUM

| Land             | Anzahl der Kreditinstitute |              | HHI <sup>1)</sup> | CR5 <sup>2)</sup> |
|------------------|----------------------------|--------------|-------------------|-------------------|
|                  | 1994                       | 2005         | in % 2005         | in % 2005         |
| Deutschland      | 3 785                      | 2 089        | 1,74              | 21,6              |
| Frankreich       | 1 469                      | 854          | 7,58              | 53,5              |
| Österreich       | 1 041                      | 818          | 5,60              | 45,0              |
| Italien          | 970                        | 792          | 2,30              | 26,7              |
| Niederlande      | 648                        | 401          | 17,96             | 84,8              |
| Spanien          | 506                        | 348          | 4,87              | 42,0              |
| Finnland         | 381                        | 363          | 27,30             | 83,1              |
| Portugal         | 233                        | 186          | 11,54             | 68,8              |
| Luxemburg        | 220                        | 155          | 7,95              | 53,2              |
| Belgien          | 145                        | 100          | 21,08             | 85,2              |
| Irland           | 56                         | 78           | 5,00              | 45,0              |
| Griechenland     | 53                         | 62           | 10,96             | 65,6              |
| <b>Euro-Raum</b> | <b>9 507</b>               | <b>6 246</b> | <b>6,37</b>       | <b>42,9</b>       |

Quelle: EZB, EU Banking Structures, Oktober 2006 und Monatsbericht 05/2005. — **1** Hirschman-Herfindahl-Index: Summe der Quadrate der Marktanteile, gemessen an der Bilanzsumme. — **2** Marktanteil der fünf größten Institute, gemessen an der Bilanzsumme.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Regel deutlich größer, im Schnitt betrug das Größenverhältnis 3:1. Allerdings war auch bei den übernehmenden Instituten ein großer Anteil mittlerer Institute festzustellen. Vor dem Hintergrund der ausschließlich säuleninternen Konsolidierung und des hohen Anteils von Übernahmen im Genossenschaftssektor ist dies kaum überraschend. Weiterhin bestehen – trotz des hohen Konsolidierungstempes bei den Kreditgenossenschaften – erhebliche Unterschiede in der Größe der Institute: Wäh-

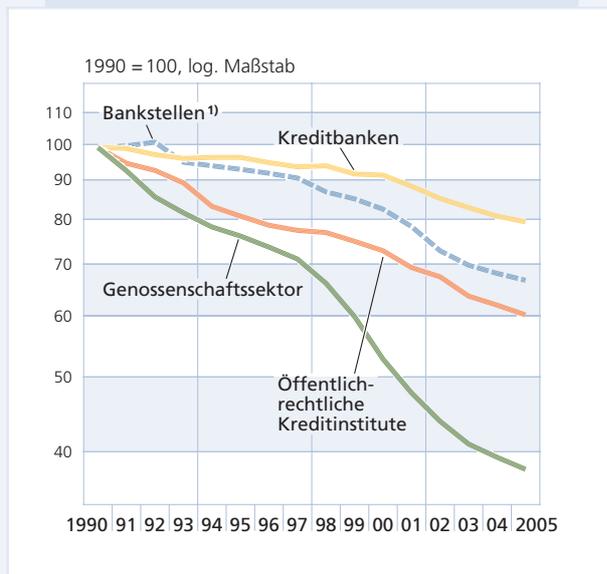
**3** Rechtlich selbständige Kreditinstitute (Kopfstellen) und deren Zweigstellen.

**4** Beispiele sind die Übernahme der HVB durch den UniCredit, der Diba durch die ING-Gruppe, der BfG durch den Finanzkonzern SEB, und der Privatbank Trinkaus & Burkhart durch die Großbank HSBC.

**5** Die deutschen Bankenaufsichtsbehörden (BaFin und Bundesbank) haben bisher in keinem Fall eine grenzüberschreitende Übernahme untersagt. Dabei beurteilen sie diese ausschließlich nach den im KWG festgelegten und auf Art. 16 der EU-Bankenrechts-Richtlinie basierenden Rahmenbedingungen.

Schaubild 2.1.1

### ANZAHL DER BANKEN UND BANKSTELLEN



<sup>1</sup> Insgesamt, ohne Postbank; Werte vor 1992 geschätzt.

DEUTSCHE BUNDESBANK

rend die Primär-genossenschaften im Schnitt eine Bilanzsumme von rund 446 Mio € aufweisen, kommen Sparkassen durchschnittlich auf eine Bilanzsumme von 2 089 Mio €. Die Gruppe der Kreditbanken weist – ohne die Großbanken – eine durchschnittliche Bilanzsumme von 3 586 Mio € auf, die durchschnittliche Bilanzsumme der Großbanken beträgt 522 Mrd €.

*Anstieg der Konzentration in Deutschland durch sehr niedriges Ausgangsniveau relativiert*

Insgesamt hat sich durch die Konsolidierung auch in Deutschland die Konzentration des Bankensektors über die letzten Jahre hinweg merklich erhöht – allerdings von einem sehr niedrigen Niveau ausgehend; entsprechend weisen internationale Vergleiche auf der Basis des Hirschman-Herfindahl-Index oder des kumulierten Marktanteils der fünf größten Ban-

ken nach wie vor auf eine relativ geringe Konzentration in Deutschland hin. Allerdings ist der Aussagewert dieser Konzentrationsmaße im Hinblick auf die deutsche Bankenlandschaft fraglich, da Sparkassen und Genossenschaftsbanken als selbstständige Institute gezählt werden, de facto aber jeweils nicht in einem direkten Wettbewerb miteinander stehen.<sup>6)</sup>

Zugleich ist aber zu bedenken, dass sich ein Teil der Konsolidierung im deutschen Bankgewerbe abseits von Fusionen und Übernahmen abspielt. Über die Verbundstrukturen hinaus, innerhalb derer bereits traditionell verschiedenartige Kooperationsformen (z.B. gemeinsame Rechenzentren) bestehen, sind insbesondere im Back-Office-Bereich, beispielsweise in der Wertpapierabwicklung und im Zahlungsverkehr, Kooperations- und damit Konsolidierungsformen bis hin zum Outsourcing größerer Geschäftsbereiche entstanden.

*Kooperationen als Alternative*

### Bestimmungsgründe der Konsolidierung

Zu den wichtigsten Motiven für Fusionen und Übernahmen zählt die Realisierung von Größen- und Verbundvorteilen. Der anhaltende technologische Wandel und vor allem die immens gestiegene Leistungsfähigkeit der Informationstechnologie haben das Bankgeschäft in den letzten Jahren stark verändert. Dabei wurden die Möglichkeiten der Produktinnovation und des bankbetrieblichen Managements in einem Maße ausgeweitet, wie es noch vor wenigen Jahren kaum möglich erschien. Ebenso führen Änderungen in der Regulierung wie

*Stückkosten senken; Abbau vorhandener Überkapazitäten im Filialgeschäft*

<sup>6</sup> Zur Problematik der Konzentrationsmaße vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2005.

die Neufassung der Eigenkapitalvorschriften und Rechnungslegungsstandards zu beträchtlichen Investitionskosten auf Seiten der Institute. Fusionen und Übernahmen können hier prinzipiell helfen, Stückkosten zu senken und Ertragspotenziale zu heben. Dies gilt insbesondere dort, wo vorhandene Überkapazitäten abgebaut werden müssen.

Auf die Bedeutung von Skaleneffekten weist unter anderem eine Erhebung der Zehnergruppe hin.<sup>7)</sup> Hiernach werden Größenvorteile vor allem in den kostenintensiven Bereichen des Research, des Risikomanagements und des Investmentbanking sowie der Rechtsdienste und der Backoffice-Funktionen gesehen. Dem sind jedoch die mit den Zusammenschlüssen verbundenen (temporären) Integrationskosten, wie zum Beispiel der Restrukturierungsaufwand und Kosten aus der Zusammenführung unterschiedlicher Unternehmenskulturen, gegenüberzustellen.

Potenzial für das Erzielen von Skaleneffekten gestiegen

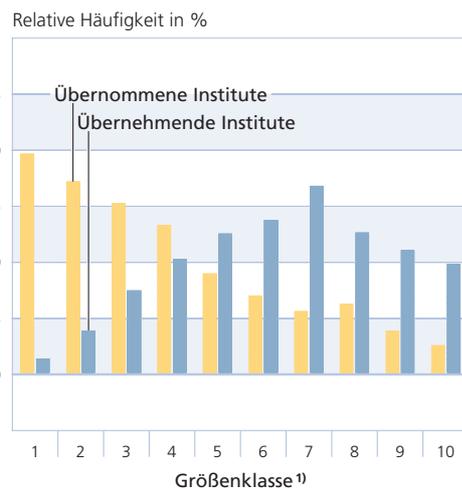
Wissenschaftliche Studien kommen hinsichtlich der Existenz von Skalenvorteilen insgesamt zu recht unterschiedlichen Ergebnissen. Während ältere Studien vor allem bei kleineren Instituten Skaleneffekte finden, diese aber insgesamt eher moderat ausfallen, kommen einige neuere Studien zu dem Schluss, dass selbst große Banken ihre Kosten um bis zu 20 % senken könnten. Insgesamt lässt sich der vorsichtige Schluss ziehen, dass das Potenzial für das Erzielen von Größenvorteilen gestiegen sein dürfte. Speziell für Deutschland konstatieren verschiedene Studien allenfalls geringfügige Größendefizite.<sup>8)</sup>

Diversifikationsmotiv

Eine gewisse Rolle bei der Entscheidung für eine Fusion oder Übernahme spielt auch die

Schaubild 2.1.2

### GRÖSSENVERTEILUNG DER BEI ÜBERNAHMEN BETEILIGTEN BANKEN



1 Gemessen als Dezile der Bilanzsumme aller Banken.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Möglichkeit, Erträge und Risiken bei Zusammenlegung der Geschäfte besser diversifizieren zu können.<sup>9)</sup> Bezogen auf die spezifisch deutsche Situation kam dieser Argumentation bislang aber relativ wenig Bedeutung zu, da Fusionen zwischen Sparkassen und Genossenschaftsbanken bisher wegen des für beide Institutsgruppen rechtlich (oder zumindest fak-

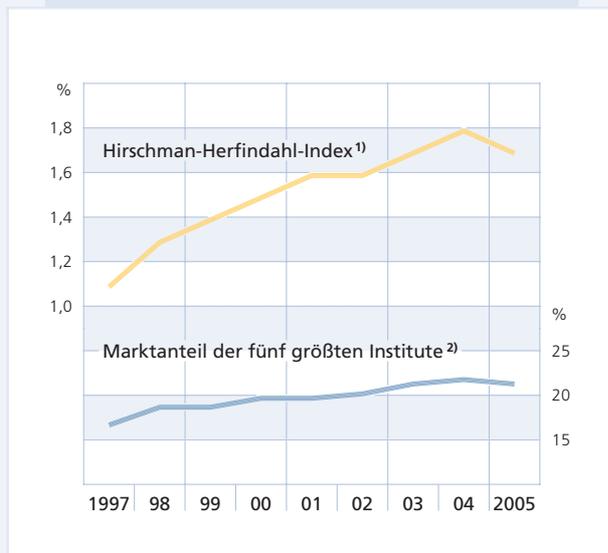
<sup>7</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Group of Ten: Report on Consolidation in the Financial Sector, Januar 2001.

<sup>8</sup> Vgl. u.a.: L. Allen und A. Rai (1996), Operational Efficiency in Banking: An International Comparison, Journal of Banking and Finance, 20(4), 655–672; Y. Altunbas, E. P. M. Gardener, P. Molyneux und B. Moore (2001), Efficiency in European banking, European Economic Review 45, 1931–1955; V. Vennet (2002), Cost and Profit Efficiency of Financial Conglomerates and Universal Banks in Europe, Journal of Money, Credit, and Banking 34(1), 254–282; Europäische Kommission (1997), The Single Market Review, Subseries II, Vol. 3.

<sup>9</sup> Vgl.: P. H. McAllister und D. A. McManus (1993), Resolving the scale efficiency puzzle in banking, Journal of Banking and Finance 17, 389–405.

Schaubild 2.1.3

### KONZENTRATION DES DEUTSCHEN BANKENMARKTS



1 Summe der Quadrate der Marktanteile, gemessen an der Bilanzsumme. — 2 Gemessen an der Bilanzsumme.

DEUTSCHE BUNDESBANK

tisch) gültigen Regionalprinzips nur zwischen benachbarten Instituten erfolgen. Risikodiversifikation ist für diese Institute eher durch Risikotransfermechanismen in den jeweiligen Verbänden möglich als durch Zusammenschlüsse.

Verbesserung der Marktstellung

Ein weiterer Beweggrund für die Konsolidierung im Bankensektor kann auch die Verbesserung der Marktstellung sein. Dies gilt insbesondere für größere Institute. Aber auch bei regional tätigen Banken kann die Verbesserung der Marktstellung ein wichtiges Motiv sein. Gelingt es einer Bank, in einem bestimmten Marktsegment eine bedeutsame Stellung zu erreichen, so kann sie für sich, so die traditionelle Sichtweise, günstigere Geschäftskonditionen erwirken. Wie stark der Größeneffekt ist, dürfte nicht zuletzt von der

sogenannten „Bestreitbarkeit“ (contestability) des betreffenden Marktes abhängen, also davon, wie hoch die faktischen Zutrittsschranken für potenzielle Wettbewerber sind. Selbst wenn die Zahl der direkten Wettbewerber eher klein ist, kann demnach ein dominierendes Institut unter Umständen zu einer wettbewerbliehen Preissetzung gezwungen sein. Letztlich ist es daher eine empirische Frage, wie stark der Wettbewerb und die Marktpreise durch die Marktstruktur bestimmt werden.

Eine Reihe von Studien bestätigt die Sicht, dass die Marktstruktur die Erträge der Banken beeinflusst. Hinsichtlich der Kreditzinsen konnte ein solcher Zusammenhang auch für vergleichsweise konzentrierte regionale Teilmärkte in Deutschland festgestellt werden; allerdings sind die nachgewiesenen Effekte auf die Zinsen und die Erträge der Banken eher gering.<sup>10)</sup>

Marktstruktur beeinflusst Wettbewerbsverhalten

Fusionen und Übernahmen können ferner mit dem Ziel erfolgen, bei sonst unverändertem Produktionsniveau die Produktionsmittel effizienter einzusetzen. In der wissenschaftlichen Literatur wird diese Form der Effizienz mit Kosteneffizienz (oder auch mit X-Effizienz) bezeichnet. Eine geringe Kosteneffizienz weist auf Mängel im Bankmanagement hin, die gegebenenfalls durch Übernahmen beseitigt werden können. Auf der anderen Seite können vorhandene Ineffizienzen aber auch das Resultat von exogenen Marktfaktoren sein, etwa in Form gesetzlicher und regulatorischer Vorgaben, die das Institut in seiner Geschäftstätigkeit einschränken. In diesem Fall würde eine Fusion kaum helfen, die langfristige Ertragslage des Instituts zu sichern.

Kostensenkungspotenzial durch Verbesserung der Kosteneffizienz

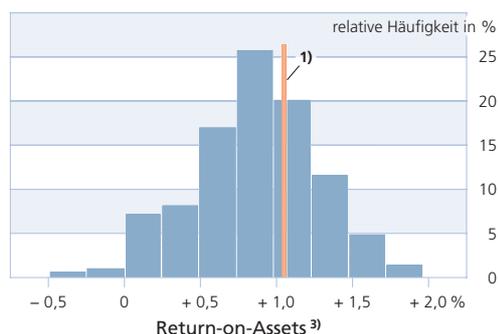
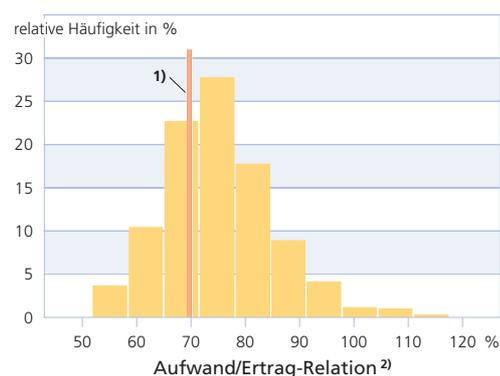
<sup>10</sup> K. H. Fischer und H. S. Hempell (2005), Oligopoly and Conduct in Banking – An Empirical Analysis, Mimeo.

X-Ineffizienz  
bedeutsamer  
Kostenfaktor

In der Tat erweist sich, dass Banken hinsichtlich ihrer Kosteneffizienz erhebliche Defizite aufweisen. Eine Analyse der Europäischen Kommission<sup>11)</sup> zeigt für europäische Banken Ineffizienzen in Höhe von durchschnittlich 20 % bis 25 % der Kosten auf; deutsche Banken bewegen sich hinsichtlich dieses Kriteriums im Mittelfeld. Die Werte für den deutschen Bankenmarkt werden durch andere Untersuchungen grundsätzlich bestätigt.<sup>12)</sup> Eine im Forschungszentrum der Bundesbank erstellte Studie weist je nach Institutsgruppe durchschnittliche Ineffizienzen von 10 % bis 25 % nach.<sup>13)</sup> Dabei wurde mit der Methode der Stochastic Frontier Analysis (SFA) eine gemeinsame mikroökonomische Kostenfunktion der Banken geschätzt, die bei gegebenem Output und gegebenen Faktorpreisen die optimalen Kosten einer Bank bestimmt.<sup>14)</sup> Ineffizienzen bemessen sich folglich als Abstand zu dieser (theoretischen) Benchmark. Wie in solchen Effizienzstudien üblich, wurden als Outputgrößen Kundenkredite, Interbankkredite und Wertpapiere, als Inputgrößen Sachanlagen, Personal, Einlagen und Eigenkapital gewählt. Ein Vergleich zwischen verschiedenen Institutsgruppen ist daher nicht unproblematisch, da die unterschiedliche Geschäftsausrichtung der Banken durch die Outputfaktoren möglicherweise nur unzureichend erfasst wird. Die Studie zeigt zudem, dass die Höhe der gemessenen Ineffizienzen stark von der Modellspezifikation, insbesondere von der Wahl der Faktorpreise, abhängt. Da aber in der Mehrzahl der Spezifikationen deutliche Kostendefizite nachgewiesen wurden, dürfte der Schluss zulässig sein, dass auch deutsche Banken signifikante X-Ineffizienzen aufweisen.

Schaubild 2.1.4

### VERTEILUNG DER AUFWAND/ERTRAG-RELATION UND DES RETURN-ON-ASSETS BEI ÜBERNOMMENEN BANKEN



1 Medianwert der Vergleichsgruppe der nicht fusionierten Banken. — 2 Allgemeiner Verwaltungsaufwand im Verhältnis zu den operativen Erträgen. — 3 Jahresüberschuss vor Steuern im Verhältnis zur Bilanzsumme.

DEUTSCHE BUNDESBANK

11 Europäische Kommission (1997), The Single Market Review, Subseries II, Vol. 3.

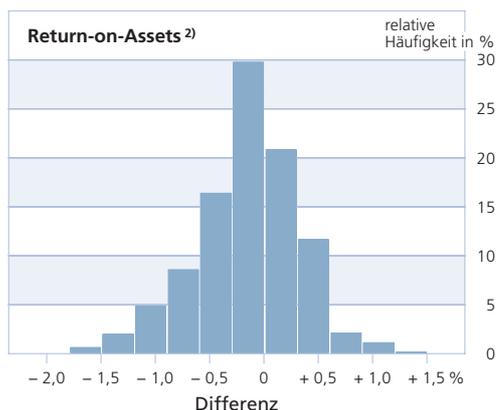
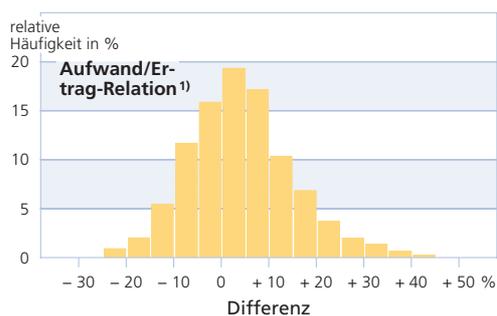
12 W. B. Bos, F. Heid, M. Koetter, J. W. Kolari, C. J. M. Kool (2005), Inefficient or just different? Effects of heterogeneity on bank efficiency scores, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 2, Studien zu Banken und Finanzwirtschaft, Nr. 15/2005; M. Koetter (2005), Measurement matters – Input price proxies and bank efficiency in Germany, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 2, Studien zu Banken und Finanzwirtschaft, Nr. 01/2005; Y. Altunbas, E. P. M. Gardener, P. Molyneux und B. Moore (2001), Efficiency in European banking, European Economic Review 45, 1931 – 1955.

13 M. Koetter (2005), Measurement matters – Input price proxies and bank efficiency in Germany, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 2, Studien zu Banken und Finanzwirtschaft, Nr. 01/2005.

14 Eine ausführliche Darstellung findet sich im Finanzstabilitätsbericht 2005.

Schaubild 2.1.5

### UNTERSCHIEDE ZWISCHEN ÜBERNOMMENEM UND ÜBERNEHMENDEM INSTITUT HINSICHTLICH EFFIZIENZ UND PROFITABILITÄT



**1** Allgemeiner Verwaltungsaufwand im Verhältnis zu den operativen Erträgen. — **2** Jahresüberschuss vor Steuern im Verhältnis zur Bilanzsumme.

DEUTSCHE BUNDESBANK

der relativen Effizienzhypothese auch für den deutschen Bankensektor bestätigen. Zwar fallen bei Analysen unter Rückgriff auf die Methode der SFA die Effizienzunterschiede zwischen übernehmenden und übernommenen Instituten relativ gering aus,<sup>15)</sup> gemessen an der Aufwand/Ertrag-Relation und dem Return-on-Assets waren die Effizienzunterschiede aber nicht unerheblich. So wiesen die übernommenen Institute mehrheitlich ein deutlich schlechteres Aufwand/Ertrag-Verhältnis und einen schlechteren Return-on-Assets auf als die übernehmenden Institute.

Untersuchungen für den deutschen Sparkassen- und Genossenschaftssector kommen zu dem Ergebnis, dass die übernommenen Banken überwiegend durch eine niedrige Kapitalausstattung, ein erhöhtes Kreditrisiko und vergleichsweise geringe Effizienz gekennzeichnet sind (vgl. Kasten „Ökonometrische Untersuchung zu den Gründen der Konsolidierung in Deutschland“). Dies deutet darauf hin, dass ein wichtiges Ziel von Übernahmen die Prävention oder die Bereinigung von Problemfällen ist.

Prävention von Schiefagen

Neben den oben dargestellten objektiven betriebswirtschaftlichen Gründen gibt es noch eine Reihe weiterer Motive, aus denen heraus Übernahmen im Bankgewerbe angestrebt werden. So können bestimmte Anreizstrukturen dazu führen, dass nicht die Interessen der Eigentümer, sondern die des Bankmanagements die Fusions- und Übernahmeverhandlungen bestimmen (Principal-Agent-Problematik). Beispielsweise können

Weitere Motive

Relative Effizienzhypothese

Verschiedene Studien der neunziger Jahre belegen, dass die Kosteneffizienz übernehmender Banken im Durchschnitt über dem Effizienzniveau übernommener Banken liegt. Dies ist ein Indiz für die Gültigkeit der sogenannten „relativen Effizienzhypothese“, wonach ein wesentliches Ziel von Übernahmen darin besteht, die Erträge durch Beseitigung von Managementdefiziten zu steigern. Zu einem gewissen Grad lässt sich die Gültigkeit

<sup>15</sup> M. Koetter, J. W. Bos, F. Heid, C. J. M. Kool, J. W. Kolari, D. Porath (2005), Accounting for distress in bank mergers, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 2, Studien zu Banken und Finanzwirtschaft, Nr. 09/2005.

## Kasten 2.1

### ÖKONOMETRISCHE UNTERSUCHUNG ZU DEN GRÜNDEN DER KONSOLIDIERUNG IN DEUTSCHLAND

In vielen Fällen ist die direkte Bestimmung der Motive für Fusionen und Übernahmen aufgrund von Befragungen schwierig. Alternativ wird daher versucht, diese Motive aus den verfügbaren Daten mittels ökonomischer Verfahren zu erschließen. Natürlich sind mit diesem Verfahren nur Tendenzaussagen möglich; im Einzelfall können die indirekt erschlossenen Motive von den tatsächlichen Beweggründen abweichen.

In den ökonomischen Untersuchungen wird auf Logitverfahren zurückgegriffen, die es erlauben, statistische Wahrscheinlichkeiten dafür zu schätzen, dass bestimmte Ereignisse in der Zukunft eintreten (in diesem Fall: Fusion zweier Banken). Die Studie der Bundesbank geht von fünf möglichen Ereignissen aus; insbesondere wird zwischen übernehmendem und übernommenem Institut unterschieden, sowie hinsichtlich der Tatsache, ob die Fusion aufgrund einer Schieflage eines der Institute erfolgte. Im Einzelnen handelt es sich um folgende Ereignisse:

- Ein Institut übernimmt ein anderes Institut (A).
- Ein Institut wird von einem anderen Institut übernommen (Z).
- Ein Institut befindet sich in einer Schieflage, ohne dass es zu einer Fusion kommt (S).
- Ein übernehmendes Institut befindet sich in einer Schieflage (SA).
- Ein übernommenes Institut befindet sich in einer Schieflage (SZ).

Als Vergleichsgruppe dient die Gruppe der restlichen Banken (O).

Das verwendete multinominale Logitmodell schätzt nun aufgrund vorliegender Informationen über den Finanzstatus des Instituts die Wahrscheinlichkeit, dass dieses Institut einen der oben genannten „Zustände“ annimmt. Die Regressionsgleichung lautet:

$$P[Y=j] = \frac{e^{\beta_j \cdot x}}{1 + \sum_{k \neq j} e^{\beta_k \cdot x}}; P[Y=O] = \frac{1}{1 + \sum_{k \neq O} e^{\beta_k \cdot x}}, j=A, Z, SA, SZ, S$$

Mit Hilfe des obigen statistischen Modells wird versucht, diese Wahrscheinlichkeiten aus Finanzkennzahlen herzuleiten (in obiger Gleichung zusammengefasst im Vektor  $x$ ). Dabei können die Wahrscheinlichkeiten nur relativ, das heißt im Vergleich zu einer Kontrollgruppe – hier der Gruppe O – bestimmt werden. Bei den verwendeten Kennzahlen handelt es sich um die üblichen Indikatoren zur Kapitalausstattung, zur Qualität der Vermögenswerte, zur Ertragslage sowie zur Liquidität. Daneben wurden Kennzahlen für die Kosten- und Gewineffizienz berücksichtigt, die mittels des ökonomischen Verfahrens der „Stochastic Frontier Analysis“ (SFA) gewonnen wurden. Es zeigt sich nämlich, dass die sonst oft verwendeten Kennzahlen „Aufwand/Ertrag-Verhältnis“ und „Return-on-Assets“ den gravierenden Nachteil besitzen, dass sie durch Preiseffekte erheblich verzerrt sein können. Beispielsweise könnte ein Institut nach dem Aufwand/Ertrag-Verhältnis fälschlicherweise als ineffizient ausgewiesen werden, weil es mit überdurchschnittlichen Faktorpreisen konfrontiert ist. Die SFA ermöglicht dagegen eine Preisbereinigung der Maßzahlen und sie bietet die Möglichkeit, die Effizienz abhängig vom Produktmix der jeweiligen Bank zu berechnen.

Die Regressionsergebnisse zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme steigt, je schlechter das Finanzprofil der betreffenden Bank ist. Dies gilt selbst in denjenigen Fällen, bei denen eine Schieflage nicht der unmittelbare Auslöser einer Übernahme ist (Z). Insbesondere steigt die Übernahmewahrscheinlichkeit, je geringer die stillen Reserven und je größer die Kreditrisiken sind. Ebenso zeigt sich, dass ineffizientere Banken eher übernommen werden – jedenfalls, wenn man die Gewineffizienz berücksichtigt. Die Parameterwerte sind aber insgesamt betragsmäßig kleiner als bei den Problemfällen (SZ, SA, S).

Tabelle 2.2

**REGRESSIONSERGEBNISSE DER MULTI-NOMINALEN LOGITANALYSE<sup>1)</sup>**

| Variablen                                                      | SZ          | SA          | Z           | A           | S           |
|----------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Stille Reserven <sup>1)</sup>                                  | - 0,614 *** | - 0,321 *** | - 0,134 *** | 0,012       | - 0,401 *** |
| Wertpapiere <sup>1)</sup>                                      | - 0,035 *** | - 0,015 *** | - 0,006 *** | - 0,003 **  | - 0,009     |
| Netto-Einzelwertberichtigungen im Kreditgeschäft <sup>2)</sup> | 0,599 ***   | 0,386 ***   | 0,116 ***   | - 0,033     | 0,533 ***   |
| Notleidender Kredite <sup>2)</sup>                             | 0,046 ***   | 0,014       | 0,012 ***   | - 0,003     | 0,039 ***   |
| Wachstum der Bilanzsumme                                       | - 0,056 *** | - 0,006     | - 0,041 *** | - 0,008 *** | - 0,018 *** |
| Gewineffizienz <sup>3)</sup>                                   | - 0,019 *** | - 0,015 *** | - 0,016 *** | 0,000       | - 0,009 *   |
| Kosteneffizienz <sup>3)</sup>                                  | - 0,038 **  | - 0,068 *** | 0,001       | - 0,010 *   | - 0,042 *** |
| Erträge                                                        | - 0,288 *** | - 0,169 *   | 0,057       | 0,158 ***   | - 0,369 *** |
| Bargeld und Interbankkredite <sup>1)</sup>                     | 0,058 ***   | 0,007       | 0,022 **    | - 0,025 **  | 0,016       |
| BIP per capita                                                 | 0,005       | - 0,389 *** | - 0,247 *** | - 0,371 *** | - 0,173     |
| Insolvenzquote                                                 | 0,008       | - 0,003     | - 0,008 *** | - 0,013 *** | 0,005       |
| Risikogewichtete Aktiva                                        | - 0,624 *** | 0,652 ***   | - 0,477 *** | 0,885 ***   | - 0,177 *** |
| Wald $\chi^2$ (df =19)                                         | 404         | 308,9       | 743,5       | 645         | 313,6       |

\* Anzahl der Beobachtungen = 20 246; Pseudo R<sup>2</sup> = 0,133; Wald  $\chi^2$  = 2 218,1; Pseudo loglikelihood = - 8 858; \*\*\*/\*\*/\* = signifikant zum 1/5/10% Niveau. Werte geben relative Risikogewichte an: Beispielsweise besagt ein Koeffizient von 0,6 für die Nettorisikovorsorge in Spalte 2, dass die Wahrscheinlichkeit für ein Institut unter SZ eingruppiert zu werden um 60 % relativ zur Vergleichsgruppe O steigt, falls sich die Nettorisikovorsorge um einen Prozentpunkt erhöht. — **1** Im Verhältnis zur Bilanzsumme. — **2** Im Verhältnis zu Krediten an Nichtbanken. — **3** Mittels „Stochastic Frontier Analysis“ (SFA) ermittelte Kennzahl.

DEUTSCHE BUNDESBANK

Fusionsverhandlungen maßgeblich vom Streben nach Größe bestimmt sein, wenn sich die Bezahlung des Bankmanagements nach dem Geschäftsumfang der übernehmenden Bank richtet. Ein empirischer Nachweis dieser Beweggründe ist jedoch schwierig.

**Auswirkungen der Konsolidierung auf die Kosteneffizienz und Stabilität der Banken**

Übernahmen und Fusionen bieten den Banken theoretisch die Chance, Größen- und Verbundvorteile stärker zu nutzen und ihre Erträge dauerhaft zu steigern. Auch der im Prinzip erreichbare Diversifikationsvorteil kann Übernahmen und Fusionen begründen. Auf

*Mögliche Auswirkungen: höhere Effizienz und bessere Diversifikation*

beiden Wegen kann das Bankensystem als Ganzes grundsätzlich an Stabilität gewinnen.

*Nur geringe Effizienzsteigerungen in der EU, den USA ...*

Hinsichtlich der bei Fusionen tatsächlich erzielten Effizienzsteigerungen sind die wissenschaftlichen Studien zum US- und EU-Bankenmarkt – trotz des im vorstehenden Kapitel dargestellten Potenzials für Kostensenkungen – aber eher ernüchternd. In den meisten Untersuchungen werden allenfalls geringe Verbesserungen nachgewiesen.<sup>16)</sup> Bei sogenannten „Megamergern“ werden die positiven Effizienzgewinne oft durch negative Skaleneffekte konterkariert, da die optimale Betriebsgröße nicht selten überschritten wird.<sup>17)</sup>

*... und in Deutschland*

Auch für Deutschland ergibt sich hinsichtlich der Kosteneffizienz ein ähnliches Ergebnis. Selbst nach einer Übergangsphase von fünf bis acht Jahren werden bei Zusammenschlüssen im Sparkassen- und Genossenschaftsbereich im Mittel offenbar nur geringfügige Effizienzgewinne erzielt.<sup>18)</sup> Dieses Resultat wird in einem 2005 veröffentlichten Diskussionspapier der Bundesbank bestätigt, wonach sich erfolgreiche Fusionen, die zu einer Effizienzsteigerung geführt haben, und nicht erfolgreiche Fusionen, in deren Folge die Effizienz sogar gefallen ist, in etwa die Waage halten.<sup>19)</sup> Eigene Untersuchungen hinsichtlich der Auswirkungen von Fusionen auf die Aufwand/Ertrag-Relation zeigen sogar – insbesondere im Fusionsjahr – eine geringfügige Verschlechterung.

Ein strittiger Punkt ist allerdings, was letztlich den Erfolg von Fusionen bestimmt. Nicht unwesentlich dürfte sein, dass in den untersuchten Fällen auch die übernehmenden Institute hinsichtlich Kosteneffizienz und Ertragslage oft zu den unterdurchschnittlichen Banken

zählten. Darüber hinaus bleibt die Frage relevant, inwieweit die spezifische Struktur des deutschen Bankensystems betriebswirtschaftlich sinnvolle Zusammenschlüsse unter Banken möglicherweise verhindert.

Auch der Diversifikationsvorteil erhöht nicht notwendigerweise die Stabilität des fusionierten Instituts, zumal er oft durch Restrukturierungsmaßnahmen nivelliert wird. Es gibt Anhaltspunkte dafür, dass fusionierte Banken häufig den beim Eigenkapital gewonnenen Spielraum dazu nutzen, um anderweitig höhere Risiken einzugehen.<sup>20)</sup>

*Diversifikationsvorteil wird kompensiert*

Immerhin dürfte aber die Übernahme schwächerer Institute dazu beigetragen haben, mögliche Besorgnisse bei Einlegern hinsichtlich der Sicherheit ihrer Vermögenswerte zu zerstreuen und so schwer kalkulierbare Vertrauensschäden zu vermeiden. Die Option, Institute zu

*Weiterer Effekt*

<sup>16</sup> Vgl.: A. N. Berger und D. B. Humphrey (1992), Megamergers and the use of cost efficiency as an antitrust defense, *The Antitrust Bulletin* 33, 541–600; Rhoades, S.A. (1993) Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers, *Journal of Banking and Finance* 17, 411–422; R. DeYoung (1997), Bank mergers, X-efficiency, and the market for corporate control, *Managerial Finance* 23, 32–47; S. Peristiani (1997), Do mergers improve the X-efficiency and scale efficiency of US banks? Evidence from the 1980s, *Journal of Money, Credit, and Banking* 29, 326–337; A. N. Berger (1998), The efficiency effects of bank mergers and acquisitions: A preliminary look at the 1990s data, in: Y. Amihud, G. Miller (Hsg.), *Bank mergers and acquisitions*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, 79–111.

<sup>17</sup> A. N. Berger und D. B. Humphrey (1992), Megamergers and the use of cost efficiency as an antitrust defense, *The Antitrust Bulletin* 33, 541–600. Dem steht allerdings eine jüngere Studie gegenüber, die bei großen Fusionen zu einem anderen Schluss kommt; vgl.: J. D. Akhavein, A. N. Berger, D. B. Humphrey (1997), The effects of megamergers on efficiency and prices: Evidence from a bank profit function, *Review of Industrial Organization* 12, 95–139.

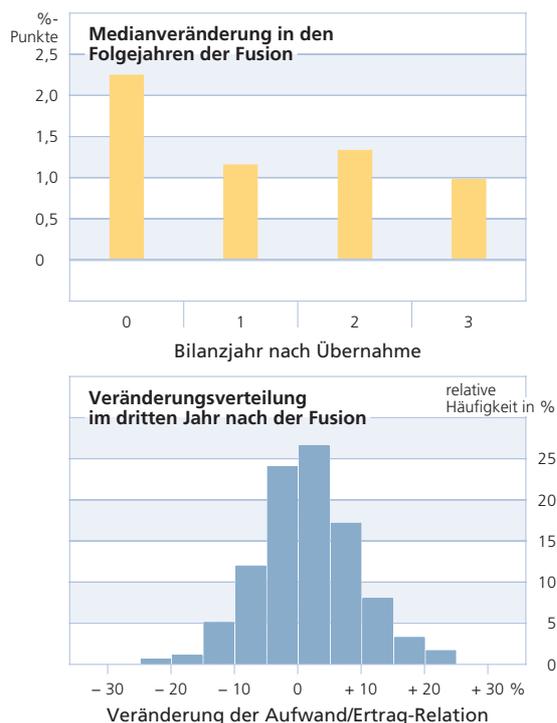
<sup>18</sup> Vgl.: G. Lang, P. Welzel (1996), Efficiency and technical progress in banking: Empirical results for a panel of German cooperative banks, *Journal of Banking and Finance* 20, 1003–1023.

<sup>19</sup> Vgl.: 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.

<sup>20</sup> Vgl.: R. S. Demsetz und P. E. Strahan (1997), Diversification, size, and risk at bank holding companies, *Journal of Money, Credit, and Banking* 29, 300–313.

Schaubild 2.1.6

### VERÄNDERUNG DER AUFWAND/ERTRAG-RELATION BEI FUSIONIERTEN BANKEN<sup>\*)</sup>



\* Veränderung im Vergleich zur zusammengefassten Aufwand/Ertrag-Relation (Allgemeiner Verwaltungsaufwand im Verhältnis zu den Operativen Erträgen) der fusionierten Banken im Bilanzjahr vor der Fusion oder Übernahme.

DEUTSCHE BUNDESBANK

fusionieren, ist ein wesentliches Instrument der auf dem Prinzip der Institutssicherung basierenden Sicherungssysteme der Sparkassen und Kreditgenossenschaften. Der damit verbundene positive Effekt auf die Stabilität des Finanzsystems ist allerdings mit dem Vorbehalt zu bewerten, dass die Risikotragfähigkeit der übernehmenden Institute und des Verbundes als Ganzem durch die Übernahme angeschlagener Institute nicht überbeansprucht werden

darf. Auch sollte die mögliche Moral-Hazard-Problematik berücksichtigt werden.

### Auswirkungen der Konsolidierung auf die Kreditvergabe der Banken und die Makro-stabilität

Eine umfassende Analyse der Stabilitätsimplikationen von Übernahmen und Fusionen muss auch die Auswirkungen auf die Kreditvergabe der Banken beziehungsweise die Bank-Kunde-Beziehung im Allgemeinen berücksichtigen.

Vorliegende Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass große Banken im Vergleich zu kleinen und mittleren Banken deutlich weniger Kredite an KMU vergeben.<sup>21)</sup> Eine starke Konsolidierung des Bankensektors könnte insofern bedenklich sein, da sie in der Summe zu größeren Instituten führt. Insbesondere könnte die für Deutschland wichtige Hausbankbeziehung durch einen möglichen Rückzug der Banken aus dem Geschäft mit kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) Schaden nehmen. Dies hätte auch Folgen für die Finanzstabilität. Hausbankbeziehungen können nämlich dazu beitragen, zyklische Schwankungen der Kreditvergabe zu dämpfen.<sup>22)</sup> Daher wäre ein breiter Rückgang der Hausbankbeziehungen für die Makro-stabilität unter Umständen problematisch.<sup>23)</sup>

*Kreditvergabe an KMU könnte abnehmen, ...*

<sup>21</sup> Vgl. u.a.: A. N. Berger, A. Saunders, J. M. Scalise und G. F. Udell (1998), The effects of bank mergers and acquisitions on small business lending, *Journal of Financial Economics* 50, 187–229.

<sup>22</sup> Vgl.: F. Allen und D. Gale (1997), Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing, *Journal of Political Economy*, Vol. 105, S. 523 ff.

<sup>23</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Bankwettbewerb und Stabilität des Finanzsystems, *Finanzstabilitätsbericht* 2005, S. 103 ff.

... aber es gibt keine empirischen Belege dafür.

Auch angesichts der Ausgangslage eines stark fragmentierten Bankensystems in Deutschland sind hier jedoch allenfalls geringfügige Auswirkungen zu erwarten. Untersuchungen für den deutschen Bankensektor haben bisher keinen Hinweis darauf ergeben, dass fusionierte Banken ihre Kreditvergabe an KMU einschränken.<sup>24)</sup> Eine andere Untersuchung beschreibt vielmehr, dass Banken bei Übernahmen ihre Kreditvergabe an KMU ex post häufig sogar ausweiten.<sup>25)</sup> Gründe hierfür liegen in dynamischen Effekten in der Folgezeit einer Fusion vor allem aufgrund positiver Wirkungen verbesserter Kostenstrukturen auf die Kreditvergabe und Kreditkonditionen einer Bank sowie in möglichen externen Effekten im Zusammenhang mit Reaktionen der Wettbewerber.

## Ausblick

Fusionswelle und Kooperationen

Durch die Konsolidierungswelle im deutschen Bankensektor hat sich die Zahl der Kreditinstitute in den letzten Jahren deutlich verringert. Dabei lag der Schwerpunkt der Übernahmeaktivitäten bei kleineren und mittleren Instituten des Sparkassen- und Genossenschaftssektors, so dass nach wie vor das Bild eines relativ fragmentierten Bankensektors verbleibt. Indes erschöpfen sich die Konsolidierungsanstrengungen der Kreditinstitute nicht in Fusionen und Übernahmen. Vielmehr ergeben sich in der Zusammenarbeit zwischen den Instituten weitere Konsolidierungsalternativen. Bemerkenswerterweise sind dabei auch Kooperationen über die Säulengrenzen hinweg entstanden, zum Beispiel in der Wertpapierabwicklung.

Erfolge ... Motivation für Fusionen und Übernahmen war in vielen Fällen die Schaffung größerer

Einheiten, um Kostensteigerungen, beispielsweise im Bereich der Informationstechnologie und zur Bewältigung regulatorischer Anforderungen, besser auffangen zu können. Übernahmen von Instituten mit verhältnismäßig schwacher Ertragslage oder Kapitalausstattung dürften der Stabilität des Bankensektors zumindest kurzfristig gedient haben. Für die langfristigen Wirkungen dieser Konsolidierungsausprägung sind aber ebenso die Auswirkungen auf die Risikotragfähigkeit der übernehmenden Institute beziehungsweise der Verbände und mögliche Moral-Hazard-Effekte zu berücksichtigen. Die Befürchtung, dass der graduell zunehmende Konzentrationsgrad die Kreditversorgung kleiner und mittlerer Unternehmen gefährden könnte, erwies sich bislang als unbegründet.

Auf der anderen Seite haben sich weitergehende Erwartungen, die in Konsolidierungsschritten gesetzt wurden, oft nicht erfüllt. Zwar weisen Studien im Prinzip ein erhebliches Potenzial für Effizienzverbesserungen nach, dennoch haben die Fusionen bislang – jedenfalls im Durchschnitt – nicht die erhofften Steigerungen der Kosteneffizienz erbracht. Ein direkter Beleg dafür, dass die spezifische Struktur des Bankensystems eine bessere Nutzung von Konsolidierungsvorteilen verhindert, ist dies noch nicht. Gleichwohl ist aber davon auszugehen, dass sich die Diskussion über Möglichkeiten säulenübergreifender Konsolidierung fortsetzen wird.

... und unerfüllte Erwartungen

<sup>24</sup> Vgl.: F. Ramb und A. Worms (2006), Bank mergers and lending behaviour – evidence from microdata on German banks, Mimeo.

<sup>25</sup> Vgl.: A. N. Berger, A. Saunders, J. M. Scalise und G. F. Udell (1998), The effects of bank mergers and acquisitions on small business lending, Journal of Financial Economics 50, 187–229.

*Einfluss zukünftiger  
Regulierungen*

In diesem Zusammenhang wird auch zu beobachten sein, inwiefern die mit dem Wegfall der Gewährträgerhaftung und der Modifikation der Anstaltslast verbundenen besonderen Herausforderungen für die öffentlich-rechtli-

chen Institute sowie die zusätzlichen Anforderungen an die bankinternen Steuerungs- und Risikomanagementsysteme durch Basel II und die entsprechenden europäischen Vorgaben weitere Konsolidierungsschritte begünstigen.

## Financial Soundness Indicators: ein Beitrag zur Verbesserung der weltweiten Datenlage für die Finanzstabilitätsanalyse

Im Sommer dieses Jahres haben rund 60 Mitgliedstaaten des Internationalen Währungsfonds (IWF), darunter Deutschland, im Rahmen einer Pilotstudie erstmals einen einheitlich definierten Indikatorensatz zur Beurteilung der Finanzsystemstabilität zusammengestellt. Die Ergebnisse dieses Testlaufs, die den Stand per Jahresresultimo 2005 wiedergeben, sollen im Dezember 2006 vom IWF vorgestellt werden. Auch die Bundesbank wird die „Financial Soundness Indicators“ (FSI) für Deutschland Anfang Dezember 2006 auf ihrer Internetseite veröffentlichen. Einige der erstmals berechneten Indikatoren werden bereits vorab in diesem Aufsatz dargestellt. Die FSI können in dieser frühen Projektphase jedoch nicht umfassend kommentiert werden, da die gegenwärtige Datenlage noch keine Aussagen über die Entwicklung der Indikatoren im Zeitverlauf und auch keine zuverlässige Einschätzung im länderübergreifenden Vergleich zulässt.

Das Projekt ist Teil der in jüngerer Vergangenheit intensivierten internationalen Anstrengungen zur Stärkung der Finanzsystemstabilität. Nicht zuletzt die zahlreichen, mit hohen Kosten verbundenen Finanzkrisen der neunziger Jahre haben die Bedeutung stabiler Finanzsysteme als wichtige Voraussetzung wirtschaftlichen Wohlstands vor Augen geführt. Eine wirksame Krisenprävention bedarf

unter anderem einer qualifizierten Beurteilung der Stabilität von Finanzsystemen mit dem Ziel, eventuelle Schwachstellen rechtzeitig zu identifizieren. Mit den FSI trägt der IWF in enger Zusammenarbeit mit den nationalen Institutionen dem gestiegenen Bedarf an international verfügbaren Daten zur Solidität von Finanzsystemen Rechnung. |

## Hintergrund und Ziele des FSI-Projekts

*IWF-Initiative als Reaktion auf Finanzmarktkrisen der späten neunziger Jahre*

Anfang 2000 hatte der IWF in Reaktion auf die Finanzmarktkrisen der späten neunziger Jahre seine Aktivitäten auf dem Gebiet der Finanzsystemanalyse verstärkt und in diesem Zusammenhang das Projekt „Financial Soundness Indicators“ ins Leben gerufen. Mit dieser Initiative wird der Versuch unternommen, makroprudenzielle Indikatoren zur Beurteilung nationaler Finanzsysteme in einer großen Zahl von Ländern nach einer möglichst einheitlichen Abgrenzung für die Öffentlichkeit bereitzustellen.<sup>1)</sup>

*FSI als Beitrag zur Verbesserung der Transparenz von Finanzsystemen ...*

Die FSI sollen in erster Linie dazu beitragen, die Transparenz von Finanzsystemen zu erhöhen, insbesondere in solchen Schwellen- und Entwicklungsländern, für die entsprechende Daten bislang kaum zur Verfügung stehen. Vorrangiges Ziel ist es, ein genaueres Bild über die Stärken und Schwächen nationaler Finanzsysteme zu erhalten. Dies könnte Marktteilnehmern, aber auch Aufsichtsbehörden und anderen offiziellen Stellen, die Unterscheidung zwischen soliden und weniger soliden Finanzsystemen erleichtern. Damit verbindet sich die Erwartung einer verbesserten Disziplinierung durch den Markt, was die Robustheit des internationalen Finanzsystems erhöhen würde.

*... und zur Krisenprävention*

Darüber hinaus soll durch eine auf den Indikatoren aufbauende regelmäßige Lage- und Risikoeinschätzung die Krisenprävention verbessert werden. Bei späterer regelmäßiger Publikation der FSI durch die Mitgliedstaaten ergeben sich erweiterte Möglichkeiten, die Finanzsystemstabilität kontinuierlich zu beobachten und im Zeitvergleich eventuelle Fehlentwicklungen frühzeitig zu identifizieren. Un-

ter diesen Gesichtspunkten wird auch der IWF die Kennzahlen im Rahmen seiner Artikel-IV-Konsultationen<sup>2)</sup> und Financial-Sector-Assessment-Programme (FSAP)<sup>3)</sup> zur Einschätzung der Stabilität der Finanzsysteme seiner Mitgliedstaaten heranziehen.

## Stand des Projekts

Nachdem eine Bestandsaufnahme Aufschluss über die weltweite Verfügbarkeit und Nutzung geeigneter Kennzahlen gegeben hatte, legte das IWF-Exekutivdirektorium im Juni 2001 einen Kreis von FSI fest, der später noch einmal überarbeitet wurde.<sup>4)</sup> Anschließend wurde die methodische Systematik der Indikatoren in Zusammenarbeit mit den Experten der teilnehmenden Länder entwickelt.

Deutschland hat dieses Projekt von Anfang an unterstützt und an einer Pilotstudie (Coordinated Compilation Exercise) teilgenommen, die vor rund zwei Jahren initiiert wurde. Im Rahmen dieses Testlaufs untersuchten und bewerteten die verantwortlichen nationalen Institutionen – in Deutschland die Deutsche Bundesbank<sup>5)</sup> – das Angebot vorhandener Basisdaten zur Erstellung der FSI. Die Indikatoren konnten schließlich – soweit verfügbar – im

*Pilotstudie zur Erstellung der FSI*

**1** Zur Notwendigkeit zusätzlicher Finanzstabilitätsindikatoren siehe auch: „Statistics for financial stability purposes“, Hermann Remsperger, Beitrag im Rahmen der zweiten EZB-Statistikkonferenz „Statistics and their use for monetary and economic policy-making“, April 2004, EZB (Hrsg.), ([www.ecb.int/pub/pdf/other/statisticsusemonetaryeconomicpolicy-makingen.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/statisticsusemonetaryeconomicpolicy-makingen.pdf)).

**2** In den Artikel-IV-Konsultationen begutachtet der IWF die Wirtschafts- und Währungssituation jedes Mitgliedslandes umfassend und spricht Politikempfehlungen aus.

**3** In den FSAP überprüft der IWF die Widerstandsfähigkeit nationaler Finanzsysteme.

**4** Nähere Informationen zu den Indikatoren sind im Abschnitt „Indikatoren und ihre Systematik“, S. 109 ff., und im Anhang, S. 117 ff., dargestellt.

**5** Die Arbeiten erfolgen in Abstimmung mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und dem Bundesministerium der Finanzen.

Sommer dieses Jahres zusammengestellt und an den IWF übermittelt werden.

*Umfangreiche Methodendokumentationen zur Unterstützung der Nutzer*

Gleichzeitig haben die nationalen Institutionen mit den sogenannten Metadaten auch umfangreiche Angaben über die statistische Methodik sowie die der Datenerhebung zugrunde liegenden rechtlichen und institutionellen Rahmenbedingungen bereitgestellt. Sie sollen insbesondere die aus den jeweiligen nationalen Bankenaufsichts- und Rechnungslegungsstandards resultierenden Unterschiede offenlegen, die die Möglichkeit länderübergreifender Vergleiche der Indikatoren einschränken. Sie sind somit eine unerlässliche Interpretationshilfe für die Nutzer der Daten. Daneben enthalten die Metadaten umfangreiche Strukturkennzahlen über die betrachteten Wirtschaftssektoren<sup>6</sup>, die die FSI ergänzen sollen.

*Präsentation der Indikatoren durch den IWF für Dezember geplant*

Der IWF plant, die Indikatoren und Metadaten aller Teilnehmerländer im Dezember dieses Jahres der Öffentlichkeit zu präsentieren. Auch die Bundesbank stellt den deutschen Beitrag Anfang Dezember 2006 auf ihrer Internetseite zur Verfügung.

## Indikatoren und ihre Systematik

*Zwölf makroprudenzielle Indikatoren des Bankensektors stehen im Mittelpunkt des Projekts*

Das Projekt umfasst insgesamt 39 FSI. Aufgrund der besonderen Bedeutung des Bankensektors für die Stabilität von Finanzsystemen stehen zwölf makroprudenzielle Indikatoren (der sog. Kernindikatorensatz) im Mittelpunkt, die sich auf die Situation der Einlageninstitute beziehen.<sup>7</sup> Dieser Datenkranz soll – so der IWF – nach Möglichkeit von allen Mitgliedstaaten zusammengestellt werden. Für Deutschland ist dies gewährleistet.

Wie Tabelle 2.3 zeigt, orientiert sich die IWF-Systematik an dem international verbreiteten CAMELS-Konzept<sup>8</sup>, das verschiedene risiko-relevante Dimensionen erfasst. Hervorzuheben ist, dass die Bundesbank mit diesem Projekt eine Reihe bankenaufsichtlicher Indikatoren zum ersten Mal überhaupt publiziert, darunter Kennzahlen zu notleidenden Krediten und zum regulatorischen Kernkapital.

Der Kernindikatorensatz soll idealerweise aus mikroprudenziellen bankenaufsichtlichen Daten abgeleitet werden, die für diesen Zweck für den gesamten Bankensektor aggregiert werden. In Deutschland wie auch in anderen Ländern werden jedoch wegen Verfügbarkeitsbeschränkungen für einige FSI auch Daten aus der Bankenstatistik herangezogen.<sup>9</sup>

*Kernindikatoren sollen aus aggregierten mikroprudenziellen Aufsichtsdaten abgeleitet werden*

Weitere 27 FSI, die im Anhang vorgestellt werden, treten als Ergänzung hinzu (der sog. erweiterte Datensatz). Neben weiteren Kennzahlen für den Bankensektor wurden auch makroprudenzielle Indikatoren für andere Institute des Finanzsektors, für nichtfinanzielle Unternehmen sowie für private Haushalte definiert. Hintergrund ist die Tatsache, dass sich Bonitätsverschlechterungen der nichtfinanziellen Sektoren ungünstig auf die Kreditqualität und somit auch negativ auf die Finanzsystemstabilität auswirken können. Der erweiterte Datensatz gilt nicht als verbindlich,

*Ergänzende Indikatoren auch für andere Wirtschaftssektoren*

<sup>6</sup> Einlageninstitute, Nichtbanken-Finanzinstitute, Unternehmenssektor und private Haushalte.

<sup>7</sup> In der Terminologie des IWF umfasst der Bankensektor alle Institute, die als Intermediäre finanzielle Mittel von Anlegern entgegennehmen, um diese an Kreditnehmer zu verleihen (vgl.: IWF, Compilation Guide on Financial Soundness Indicators, 2006, S.13).

<sup>8</sup> CAMELS steht für Capital Adequacy (Eigenkapitalausstattung), Asset Quality (Qualität der Aktiva), Management Soundness (Managementqualität), Earnings and profitability (Ertragslage), Liquidity (Liquidität), Sensitivity to market risk (Marktrisiko).

<sup>9</sup> Im Anhang ist dargestellt, mit welchen Basisdaten die Indikatoren in Deutschland berechnet worden sind.

Tabelle 2.3

**KERNINDIKATORENSATZ DES IWF**

| <b>Eigenkapitalausstattung</b>                                                                                   | <b>Capital adequacy</b>                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| Relation zwischen regulatorischen Eigenmitteln und allen anrechnungspflichtigen Positionen <sup>1)</sup>         | Regulatory capital to risk-weighted assets         |
| Relation zwischen regulatorischem Kernkapital (Tier 1) und allen anrechnungspflichtigen Positionen <sup>1)</sup> | Regulatory Tier 1 capital to risk-weighted assets  |
| Relation zwischen notleidenden Krediten (abzüglich Risikovorsorge) und bilanziellem Eigenkapital                 | Nonperforming loans net of provisions to capital   |
| <b>Qualität der Risikoaktiva</b>                                                                                 | <b>Asset quality</b>                               |
| Anteil der notleidenden Kredite an den Bruttokrediten insgesamt                                                  | Nonperforming loans to total gross loans           |
| Sektorale Verteilung der Kredite                                                                                 | Sectoral distribution of loans to total loans      |
| <b>Ertragslage</b>                                                                                               | <b>Earnings and profitability</b>                  |
| Gesamtkapitalrentabilität                                                                                        | Return on assets                                   |
| Eigenkapitalrentabilität                                                                                         | Return on equity                                   |
| Relation zwischen Zinsüberschuss und Bruttoertrag                                                                | Interest margin to gross income                    |
| Relation zwischen Aufwendungen (ohne Zinsen) und Bruttoertrag                                                    | Noninterest expenses to gross income               |
| <b>Liquidität</b>                                                                                                | <b>Liquidity</b>                                   |
| Anteil der liquiden Aktiva an den Gesamtkтива (Liquiditätsgrad der Aktiva)                                       | Liquid assets to total assets (liquid asset ratio) |
| Relation zwischen liquiden Aktiva und kurzfristigen Verbindlichkeiten                                            | Liquid assets to short-term liabilities            |
| <b>Marktrisiko</b>                                                                                               | <b>Sensitivity to market risk</b>                  |
| Relation zwischen offener Fremdwährungsposition und regulatorischen Eigenmitteln                                 | Net open position in foreign exchange to capital   |

<sup>1</sup> Die anrechnungspflichtigen Positionen entsprechen den gewichteten Risikoaktiva sowie den zu berücksichtigenden Marktpreisrisiken gemäß Grundsatz I über die Eigenmittel der Institute.

DEUTSCHE BUNDESBANK

da geeignete Basisdaten in vielen Ländern nur eingeschränkt verfügbar sind. In der Bundesbank konnten diese Indikatoren bis auf eine Ausnahme<sup>10)</sup> vollständig zusammengestellt werden. Damit bewegt sich Deutschland hinsichtlich der Verfügbarkeit der FSI im internationalen Spitzenfeld. Die Basisdaten stammen aus dem bankstatistischen und bankenaufsichtlichen Meldewesen, den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen einschließlich

der Finanzierungsrechnung, der Kapitalmarktstatistik, der Allgemeinen Wirtschaftsstatistik, der Insolvenzstatistik des Statistischen Bundesamtes sowie von kommerziellen Datenanbietern. Die Meldebelastung der Wirtschaft musste hierfür nicht erhöht werden.

<sup>10</sup> Dies gilt für den Indikator „Relation zwischen offenen Fremdwährungspositionen des Unternehmenssektors und Eigenkapital“ (Net foreign exchange exposure to equity).

*Umfangreiche  
Methoden-  
beschreibung  
zur Berechnung  
der Indika-  
toren, ...*

Die für die Zusammenstellung der Indikatoren relevante Systematik ist in einem umfangreichen Leitfaden<sup>11)</sup> dargestellt, der die Datenproduzenten und -nutzer unterstützen und eine möglichst einheitliche Umsetzung des Projekts sicherstellen soll. Die Methodik ist – soweit möglich – an den Empfehlungen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht wie auch an internationalen Standards auf den Gebieten der Rechnungslegung<sup>12)</sup>, der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen<sup>13)</sup> und der Banken- und sonstigen finanziellen Statistiken<sup>14)</sup> ausgerichtet.

*... aber mit nicht  
verbindlichem  
Charakter  
wegen teilweise  
abweichender  
nationaler  
Standards*

Der Leitfaden hat allerdings nur empfehlenden Charakter, da sich im Laufe der Pilotstudie gezeigt hat, dass die (sehr umfassende) Methodik des IWF zumindest auf mittlere Sicht noch nicht durchgängig eingehalten werden kann. Dies ist der Tatsache zuzuschreiben, dass die für die Aufbereitung der FSI relevanten bankenaufsichtlichen und statistischen Meldekonzepte wie auch die Rechnungslegungspraxis häufig abweichenden nationalen Vorgaben folgen, auch wenn internationale Konvergenzbestrebungen – insbesondere in Europa – zu verzeichnen sind.

## Interpretation und Analyse

*Verbesserte  
Verfügbarkeit  
von Indikatoren  
zur Beurteilung  
der Finanzsys-  
temstabilität, ...*

Das FSI-Projekt dürfte dazu beitragen, die internationale Datengrundlage für die Finanzstabilitätsanalyse zu verbessern. Die quantitativen FSI stellen einen weiteren wichtigen Baustein für eine umfassende Stabilitätsanalyse dar. Bei der Verwendung der Indikatoren sind jedoch Einschränkungen zu beachten, die eine vorsichtige Analyse und Interpretation der Daten nahelegen.

Wie bereits ausgeführt, wird die länderübergreifende Vergleichbarkeit vieler Indikatoren vor allem dadurch eingeschränkt, dass die nationalen bankenaufsichtlichen und statistischen Meldekonzepte sowie Rechnungslegungsstandards noch nicht weltweit harmonisiert sind. Daher beruhen die Indikatoren der teilnehmenden Länder auf Daten, die teilweise erhebliche methodische Unterschiede im Hinblick auf deren Inhalt und Ermittlung aufweisen. Diese können in ihrem Ausmaß zwischen den Ländern beziehungsweise Ländergruppen und Indikatoren selbst deutlich variieren. Wo es an der Einheitlichkeit der Methodik mangelt, lassen sich aus Ländervergleichen nur bedingt verwertbare Schlussfolgerungen und Handlungsempfehlungen ableiten. Aus diesem Grund musste auch darauf verzichtet werden, weltweit gültige quantitative Zielvariablen zur Beurteilung der Indikatorenwerte zu definieren. Diese Einschränkungen bei der Verwendung der FSI wurden vom IWF bewusst in Kauf genommen.

*... aber noch  
keine durchgän-  
gige länder-  
übergreifende  
Vergleichbar-  
keit ...*

Aus deutscher Sicht ist im Besonderen die Abgrenzung der notleidenden Kredite zu nennen, die nicht den Empfehlungen des IWF entspricht. Die darauf basierenden Indikatoren sollten folglich auch nicht für analytische Zwecke mit den entsprechenden Werten anderer Länder in Beziehung gesetzt werden. Erläuterungsbedarf besteht auch bei einigen anderen Indikatoren, um zu gewährleisten, dass diese zutreffend interpretiert werden (siehe Kasten 2.2 auf S. 112 f.).

*... insbesondere  
bei den FSI zu  
notleidenden  
Krediten*

<sup>11</sup> Compilation Guide on Financial Soundness Indicators, International Monetary Fund, 2006 ([www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/2004/guide/index.htm](http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/2004/guide/index.htm)).

<sup>12</sup> International Financial Reporting Standards (IFRS).

<sup>13</sup> „System of National Accounts“ (SNA93), Vereinte Nationen, EU-Kommission, IWF, OECD, Weltbank, 1993 (<http://unstats.un.org/unsd/sna1993/toctop.asp>).

<sup>14</sup> „Monetary and Financial Statistics Manual“, IWF, 2000 ([www.imf.org/external/pubs/ft/mfs/manual/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/mfs/manual/index.htm)).

Kasten 2.2

**ERLÄUTERUNG DEUTSCHER INDIKATOREN AM BEISPIEL DER NOTLEIDENDEN KREDITE, DER BANKENAUF SICHTLICHEN EIGENKAPITALQUOTEN UND DER LIQUIDEN AKTIVA**

Im deutschen Indikatorensatz wird insbesondere auf eine angemessene Interpretation der „nonperforming loans“ (notleidende Kredite: NPLs) zu achten sein. Nach der Methodik des IWF werden notleidende Kredite grundsätzlich als leistungsgestörte Kredite mit einem Zahlungsverzug von 90 Tagen definiert. Das Kriterium „Zahlungsverzug in Tagen“ wird in verschiedenen Ländern im Rahmen der Rechnungslegung oder der Bankenaufsicht verwendet, während in Deutschland und weiteren Ländern derzeit noch keine vergleichbaren handelsrechtlichen oder bankenaufsichtlichen Kriterien für die Definition notleidender Kredite bestehen.

Für die deutschen FSI muss daher – wie auch in den anderen betroffenen Ländern – auf das am ehesten passende Konzept der Kredite mit Einzelwertberichtigungsbedarf abgestellt werden. Notleidende Kredite werden im Kernindikatorensatz sowohl zur Beurteilung der Qualität der Aktiva (Nonperforming loans to total gross loans) als auch – nach Abzug der Risikovorsorge – zur Beurteilung der Eigenkapitalausstattung herangezogen (Nonperforming loans net of provisions to capital). Für die Abbildung des Indikators zur Aktivaqualität wird auf das gesamte Volumen der einzelwertberichtigten Bruttokundenkredite, also sowohl den werthaltigen als auch den wertberichtigten Teil abgestellt. Die Quote (4,05 %) gibt für Deutschland den Anteil der Kredite mit

Einzelwertberichtigungsbedarf am gesamten Kundenkreditvolumen an. Der zweite Indikator stellt die um die Risikovorsorge verminderten notleidenden Kredite in Relation zum bilanziellen Eigenkapital dar und soll nach der Systematik des IWF idealtypisch die potenzielle Belastung des Eigenkapitals durch das bei den notleidenden Krediten nach Risikovorsorge verbleibende Risiko zeigen. Dies unterstellt, dass der nicht wertberichtigte Teil eines einzelwertberichtigten Kredits ein signifikant höheres Ausfallrisiko beinhaltet als das nicht einzelwertberichtigte Kreditvolumen. Aufgrund der in Deutschland maßgeblichen handelsrechtlichen Bewertungsvorschriften werden bei der Darstellung des Indikators aber gerade die nach Einzelwertberichtigung verbleibenden werthaltigen Teile der einzelwertberichtigten Kredite ins Verhältnis zum bilanziellen Eigenkapital gesetzt, die zudem weitgehend durch zeitnah bewertete Sicherheiten gedeckt sind. Die resultierende Quote (34,97 %) stellt mithin kein dem IWF-Ansatz zugrunde liegendes Risikomaß für potenzielle, nicht abgedeckte Risiken dar, sondern bringt lediglich zum Ausdruck, wie sich in der Vergangenheit die Qualität des Kundenkreditvolumens entwickelt hat. Es gibt keine Evidenz dafür, dass die Einzelwertberichtigungen in Deutschland tendenziell zu niedrig gebildet werden.

Die beiden deutschen NPL-Indikatoren geben somit keinerlei Aufschluss über noch beste-

henden Wertberichtigungsbedarf in den Kreditportfolien deutscher Banken. Diese gravierende, aber unvermeidbare Abweichung vom Leitfaden ist in den deutschen Metadaten dokumentiert. Sie ist ein Beispiel dafür, dass Ländervergleichsanalysen mit den FSI nur eingeschränkt möglich sind und unterstreicht gleichzeitig die Bedeutung der Metadaten bei der Interpretation einzelner Indikatoren.

Erläuterungsbedarf besteht auch hinsichtlich einiger weiterer Indikatoren, denen bankenaufsichtliche Daten zugrunde liegen. Dies gilt zum Beispiel für die Indikatoren zur Eigenkapitalbemessung (Regulatory capital to risk-weighted assets; Regulatory Tier 1 capital to risk-weighted assets). Der erste Indikator (12,15 %) soll Rückschlüsse auf die Eigenmittelausstattung der Institute bezogen auf die gesamten bankenaufsichtlich definierten Risiken ermöglichen. Er ist hinsichtlich seiner methodischen Definition mit der Gesamtkennziffer gemäß Grundsatz I vergleichbar und stellt die gesamten Eigenmittel den gewichteten Risikoaktiva einschließlich der Marktrisikopositionen gegenüber. Eine solche Kennziffer wird von der Bundesbank bereits im Rahmen des jährlichen Geschäftsberichts veröffentlicht. Der zweite Indikator verwendet statt der gesamten Eigenmittel im Zähler nur das Kernkapital, während in den Nenner wiederum die gewichteten Risikoaktiva und die Marktrisikopositionen eingehen. Diese Abgrenzung der Kernkapitalquote ist international gebräuchlich.

In Deutschland wird dagegen die Kernkapitalquote häufig im engeren Sinne (ohne Marktrisikopositionen) verwendet. Die FSI-Kernkapitalquote (7,96 %), die Aufschluss darüber geben soll, in welchem Umfang die bankenaufsichtlich relevanten Risiken der Institute durch regulatorisches Kapital höchster Qualität abgedeckt werden, fällt damit systematisch niedriger aus als die von der Bankenaufsicht in Deutschland verwendete Quote.

Die beiden Indikatoren zu den liquiden Aktiva (Liquid assets to total assets (liquid asset ratio); Liquid assets to short-term liabilities) sind in dieser Form bislang nicht von der Bundesbank veröffentlicht worden. Die erste Quote (53,26 %) beziffert das Verhältnis aller liquiden Mittel nach Grundsatz II zum Gesamtvolumen der Aktiva eines Instituts und ist folglich nur ein sehr grober Liquiditätsmaßstab. Hingegen stellt der zweite Indikator in Anlehnung an den Grundsatz II liquide Mittel für einen Zeithorizont von drei Monaten den korrespondierenden Zahlungsverpflichtungen gegenüber und entspricht materiell weitgehend dem bankenaufsichtlichen Liquiditätsansatz. Die Quote (121,97 %) zeigt, dass die indikatorrelevanten Zahlungsmittel die Zahlungsverpflichtungen um 21,97 % übersteigen. Die in Deutschland auf einen kürzeren Laufzeithorizont von einem Monat bezogene Kennziffer des Grundsatzes II ist dagegen nicht als Prozentsatz ausgestaltet, sondern muss größer als eins sein.

Daneben sind weitere Abweichungen zur IWF-Systematik bei der Interpretation der deutschen FSI zu berücksichtigen. So orientieren sich die Indikatoren überwiegend an der deutschen Rechnungslegungspraxis gemäß Handelsgesetzbuch<sup>15)</sup>, was sich beispielsweise bei der Bewertung marktfähiger Aktiva oder der bilanziellen Behandlung von Derivaten zeigt. Schließlich entspricht auch der Konsolidierungskreis der bankbezogenen Indikatoren nicht vollständig dem Standard des IWF.<sup>16)</sup>

*Ländervergleiche auch durch unterschiedliche Entwicklungsstände der Volkswirtschaften erschwert*

Zudem können Vergleiche zwischen Ländern erschwert werden, die einen unterschiedlichen Stand der wirtschaftlichen Entwicklung aufweisen. Die teilnehmenden Entwicklungs- und Schwellenländer werden bei einer Reihe von Indikatoren voraussichtlich deutlich andere Werte aufweisen als die Industrieländer. Auch ist davon auszugehen, dass eine Reihe teilnehmender Länder zunächst nur wenige Indikatoren liefern kann.

*Ansatzpunkte für Ländervergleiche im Falle vergleichsweise homogener FSI und Länder*

Trotz der beschriebenen Einschränkungen können die FSI in ausgewählten Bereichen durchaus einen wertvollen Beitrag für internationale Vergleiche auf dem Gebiet der Finanzsystemstabilität leisten. Dies gilt beispielsweise für Ländervergleiche zwischen Staaten ähnlicher ökonomischer Strukturen und Stufen der wirtschaftlichen Entwicklung, sofern die aus dem Kreis der FSI herangezogenen Indikatoren einen angemessenen Harmonisierungsgrad aufweisen. Über Letzteren geben unter anderem die Metadaten der verschiedenen Länder Auskunft.

Quantitative Indikatoren stellen nur einen Teil eines umfassenden makroprudenziellen Analyserahmens dar.<sup>17)</sup> Sie können zwar hilf-

reiche Einblicke gewähren, die qualitative Seite komplexer ökonomischer Prozesse können sie dagegen allenfalls eingeschränkt abbilden. Deswegen können sie eine umfassende theoretisch gestützte Analyse nicht ersetzen. Eine rein schematische Auslegung der FSI ohne umfassende Hintergrundanalysen würde insbesondere der Komplexität moderner Finanzsysteme nicht gerecht und könnte zu falschen Rückschlüssen führen.

*Indikatorenbasierte Konzepte nur Teil einer umfassenden Stabilitätsanalyse, ...*

Der überwiegende Teil der FSI besteht aus Indikatoren, die die Lage und Stabilität der betrachteten Finanzinstitute abbilden. Damit wird bereits ein nicht unerheblicher Teil der für die Finanzstabilität relevanten Bereiche einer Volkswirtschaft abgedeckt. Um ein umfassendes Bild der ökonomischen und finanziellen Gegebenheiten zu gewinnen, muss eine Analyse der Stärken und Schwächen nationaler Finanzsysteme darüber hinaus jedoch auf eine Vielzahl weiterer quantitativer und qualitativer Indikatoren zurückgreifen.

*... die auf Vielzahl weiterer quantitativer und qualitativer Indikatoren zurückgreift, ...*

So ist es zwar beispielsweise möglich, anhand der FSI Indizien für die Widerstandsfähigkeit eines Finanzsystems gegenüber Schocks zu gewinnen. Um die Wahrscheinlichkeit des Auftretens solcher Schocks abschätzen zu

*... um zum Beispiel Aussagen über Wahrscheinlichkeit von Schocks ...*

**15** Die Bilanzdaten für die Erstellung der FSI rekurren in Deutschland auf den Einzelabschluss, für den die IFRS nicht mit befreiender Wirkung angewandt werden können.

**16** Während der Leitfaden empfiehlt, das Geschäft der inländischen Institute einschl. ihrer in- und ausländischen Banktöchter konsolidiert darzustellen, bleiben Auslandsstöchter deutscher Banken in den FSI ausgeblendet. In den bankstatistisch determinierten Kennzahlen werden zudem die Auslandsfilialen inländischer Institute nicht erfasst, dafür aber zusätzlich die in Deutschland niedergelassenen Filialen ausländischer Institute. Der IWF akzeptiert aber auch diesen Konsolidierungskreis im Hinblick auf seine Relevanz für die monetäre und makroökonomische Analyse.

**17** Im Gegensatz zur mikroprudenziellen Analyse, die vorwiegend auf die Stabilität einzelner Finanzinstitute abzielt, wird unter makroprudenzieller Analyse eine umfassende Einschätzung der Stabilität von Finanzsystemen verstanden.

können, müssen allerdings zusätzlich Daten ins Kalkül gezogen werden, die vorausschauende Informationen enthalten.

*... und deren mögliche Auswirkungen zu treffen*

Auch sind die FSI nur bedingt dazu geeignet, mögliche Auswirkungen von Schocks auf die makroökonomische Entwicklung eines Landes abzuschätzen. Sie können lediglich ex post Hinweise darauf geben, inwieweit sich der Zustand des Finanzsektors infolge eines Schocks verschlechtert hat. Zur Bestimmung realwirtschaftlicher Folgen ist darüber hinaus eine detaillierte Analyse finanzieller Verflechtungen nötig. Eine umfassende makroprudenzielle Analyse sollte zusätzlich auch Stresstests zur Simulation von Schocks beinhalten.

*Analysen auf geringerem Aggregationsniveau wären hilfreiche Ergänzung zu FSI*

Schließlich ist zu beachten, dass das aggregierte Gesamtrisiko eines Bankensystems, das im Zentrum der FSI-Initiative steht, nicht alle relevanten Risiken von Teilsektoren einer Volkswirtschaft abbildet. Deshalb wäre es sinnvoll, bei Bedarf zusätzlich differenziertere Analysen auf geringerem Aggregationsniveau, zum Beispiel für so genannte „peer groups“, vorzunehmen. Bislang ist aber nicht geplant, die Indikatoren in diesem Sinne weiter aufzugliedern, auch weil dem statistische und bankenaufsichtliche Vertraulichkeitsanforderungen entgegenstehen könnten.

## Bewertung und Ausblick

*FSI bereichern makroprudenzielle Analyse, ...*

Das FSI-Projekt zielt darauf ab, die Datenlage auf dem Gebiet der Finanzsystemstabilität zu verbessern. Die erstmalige Veröffentlichung von Finanzstabilitätsindikatoren in vielen Mitgliedstaaten des IWF trägt dazu bei, die Transparenz nationaler Finanzsysteme weiter zu er-

höhen und bereichert die makroprudenzielle Analyse um einen zusätzlichen Baustein. Daher ist es wünschenswert, dass möglichst viele IWF-Mitgliedstaaten Anstrengungen unternehmen, aussagekräftige FSI-Datensätze zu erstellen.

Die eingeschränkten Möglichkeiten von Ländervergleichsanalysen bei bestimmten Indikatoren werden fortbestehen, solange die Rechnungslegungsstandards sowie die bankenaufsichtlichen und statistischen Meldeformate noch nicht weltweit harmonisiert sind. Zu bedenken ist auch, dass die außerordentlich detaillierten und umfangreichen methodischen Regelungen des IWF bei der Erstellung der FSI gegenwärtig selbst von den Industrienationen oft nicht eingehalten werden können.

*... auch wenn Ländervergleiche solange nur eingeschränkt möglich sind, ...*

Internationale Konvergenzbestrebungen könnten auf mittlere bis längere Sicht zu einer engeren Ausrichtung der FSI an der Systematik des IWF-Leitfadens führen und damit die internationale Vergleichbarkeit der Indikatoren erhöhen. Auf dem Gebiet der Rechnungslegung setzen sich die internationalen Bilanzierungsstandards, allen voran die IFRS, immer weiter durch. Letztere sind bereits für die Konzernabschlüsse kapitalmarktorientierter Banken und Unternehmen in Europa, aber auch in vielen außereuropäischen Staaten obligatorisch. Auf längere Sicht dürfte sich dieser Trend weiter fortsetzen. Im Bereich des bankenaufsichtlichen Meldewesens sind vom europäischen Ausschuss der Bankenaufseher (CEBS) auf EU-Ebene Standardisierungsbemühungen für Banken initiiert worden, die ihren Konzernabschluss nach IFRS aufstellen (müssen). Die Implikationen dieser Initiative für das FSI-Projekt können jedoch zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht abgeschätzt werden. Bei den

*... wie einheitliche internationale Rechnungslegungs- und Meldestandards weltweit noch nicht durchgängig implementiert worden sind*

Banken- und sonstigen finanziellen Statistiken ist der europäische Harmonisierungsprozess schon deutlich weiter vorangeschritten. Auch weltweit dürften diese Statistiken insgesamt einen höheren Vergleichbarkeitsgrad als die bankenaufsichtlichen Pendanten aufweisen.

*IWF wird im Sommer 2007 über Fortgang des Projekts entscheiden, ...*

Das IWF-Exekutivdirektorium wird im Sommer nächsten Jahres auf Basis der in der Pilotstudie gesammelten Erfahrungen über den Fortgang des Projekts entscheiden. Dabei wird es vor allem um die Möglichkeit einer regelmäßigen Publikation der Indikatoren gehen, die wünschenswert erscheint. Im Rahmen der Evaluation mit den Teilnehmerländern werden auch der Indikatorenkranz und die Methodik noch einmal auf den Prüfstand gestellt.

*... wobei eine Einbeziehung der FSI in den SDDS verfrüht erscheint*

In diesem Zusammenhang dürfte auch erwogen werden, ob erste FSI bereits in nächster Zeit in den „Special Data Dissemination Stand-

ard“ (SDDS)<sup>18</sup> des IWF einbezogen werden könnten. Die Erwartungen sollten jedoch nicht zu hoch gesteckt werden, da sich die nationalen Gegebenheiten in Bezug auf Verfügbarkeit – die Mehrzahl der Indikatoren kann nicht von allen Mitgliedstaaten des IWF bereitgestellt werden –, Publikationsrhythmus, Aktualität sowie methodische Basis teilweise stark unterscheiden. Es erscheint deswegen sinnvoll, zunächst den Teilnehmerkreis des FSI-Projekts auch auf diejenigen SDDS-Mitgliedstaaten auszuweiten, die nicht an der Pilotstudie teilgenommen haben, und die Anzahl der verfügbaren Indikatoren in allen Ländern zu erhöhen.

---

**18** Mit dem vom IWF im April 1996 geschaffenen Standard soll die Transparenz und die Aktualität bei der Veröffentlichung makroökonomischer Daten verbessert werden. Die dem SDDS beigetretenen Länder, darunter Deutschland, haben sich dazu verpflichtet, eine Reihe vorgegebener Indikatoren auf der Basis einheitlicher Kriterien bezüglich des Inhalts, Erhebungsumfangs, Häufigkeit und Aktualität zu publizieren, siehe auch: [www.bundesbank.de/statistik/statistik\\_sdds.php](http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_sdds.php).

## Anhang: Überblick über die Umsetzung der verschiedenen Indikatoren in Deutschland<sup>19)</sup>

### Kernindikatorenansatz: Einlageninstitute

Einlageninstitute stehen im Zentrum von Finanzsystemen. Ihre finanzielle Lage bzw. Schockresistenz ist deshalb von maßgeblicher Bedeutung für die Finanzstabilität. Der Kernindikatorenansatz umfasst die wichtigsten Kennzahlen zur Situation der Einlageninstitute.

#### Eigenkapitalausstattung

**I1: Relation zwischen regulatorischen Eigenmitteln und anrechnungspflichtigen Positionen<sup>20)</sup> (Regulatory capital to risk-weighted assets)** Der Indikator gibt das Verhältnis zwischen den regulatorischen Eigenmitteln und den anrechnungspflichtigen Positionen gemäß Grundsatz I (Eigenmittel) der Institute an. Er wird auf der Basis von Einzelinstitutsangaben der zum Grundsatz I gemäß § 10 KWG meldepflichtigen Kreditinstitute berechnet. Hierzu werden die haftenden Eigenmittel ins Verhältnis zu allen nach Grundsatz I anrechnungspflichtigen Risikopositionen gesetzt. Abweichungen zur IWF-Systematik resultieren aus der nationalen Abgrenzung der Eigenmittel und der Risikogewichtungen sowie aus dem Konsolidierungskreis, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

**I2: Relation zwischen regulatorischem Kernkapital (Tier 1) und anrechnungspflichtigen Positionen<sup>20)</sup> (Regulatory Tier 1 capital to risk-weighted assets)** Der Indikator gibt das Verhältnis zwischen dem regulatorischen Kernkapital und den anrechnungspflichtigen Positionen gemäß Grundsatz I der Institute an. Für seine Ermittlung werden Einzelinstitutsangaben der zum Grundsatz I gemäß § 10 KWG meldepflichtigen Kreditinstitute herangezogen. Das regulatorische Kernkapital wird dabei ins Verhältnis zu allen anrechnungspflichtigen Risikopositionen gesetzt. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich in Bezug auf die nationale Abgrenzung des Kernkapitals und der Risikogewichtungen sowie in Bezug auf den Konsolidierungskreis, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

**I3: Relation zwischen notleidenden Krediten (abzüglich Risikovorsorge) und bilanziellem Eigenkapital (Nonperforming loans net of provisions to capital)** Für die Darstellung des Indikators werden die Kredite mit Einzelwertberichtsbedarf auf Nettobasis (abzüglich Risikovorsorge) in Beziehung zum bilanziellen Eigenkapital der Institute gesetzt. Er entspricht dem Wert der Kundenkredite (Buchforderungen und Wechselkredite gemäß § 15 RechKredV sowie Haftungskredite gemäß

<sup>19</sup> In Klammern wird die IWF-Bezeichnung der Indikatoren angegeben.

<sup>20</sup> Die anrechnungspflichtigen Positionen entsprechen den gewichteten Risikoaktiva sowie den zu berücksichtigenden Marktpreisrisiken gemäß Grundsatz I über die Eigenmittel der Institute.

§ 26 RechKredV) mit Einzelwertberichtigungsbedarf nach Abzug der Wertberichtigungen im Verhältnis zum bilanziellen Eigenkapital. Es ist zu beachten, dass es in Deutschland keine Definition der „non-performing loans“ (NPL) gibt. Daher wird hier für den IWF auf die Kategorie der wertberichtigten Kredite nach der Prüfungsberichtsverordnung abgestellt. Weitere Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund nationaler Rechnungslegungsvorschriften und des Konsolidierungskreises, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

### Qualität der Risikoaktiva

**I4: Anteil der notleidenden Kredite an den Bruttokrediten insgesamt (Nonperforming loans to total gross loans)** Der Indikator stellt die Kundenkredite mit Einzelwertberichtigungsbedarf ins Verhältnis zu den gesamten Bruttokundenkrediten der Institute. Für seine Darstellung werden die NPL, die nach nationaler Definition auf Basis der Kredite mit Einzelwertberichtigungsbedarf des Kundenkreditvolumens (Buchforderungen und Wechselkredite gemäß § 15 RechKredV sowie Haftungskredite gemäß § 26 RechKredV) ermittelt werden, zum gesamten Kundenkreditvolumen in Beziehung gesetzt. Forderungen gegenüber Kreditinstituten sind nicht enthalten. Weitere Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund nationaler Rechnungslegungsvorschriften und des Konsolidierungskreises, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

**I5: Sektorale Verteilung der Kredite (Sectoral distribution of loans to total loans)** Der Indikator liefert Angaben über die Verteilung der Kredite auf die inländischen Sektoren und das Ausland. Die Daten stammen aus der monatlichen Bilanzstatistik der Banken (MFI) in Deutschland. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund nationaler Rechnungslegungsvorschriften und des Konsolidierungskreises, da das Geschäft der Auslandsfilialen und -töchter deutscher Institute ausgeblendet bleibt, während das Geschäft in Deutschland niedergelassener Filialen ausländischer Institute einbezogen wird.

### Ertragslage

**I6: Gesamtkapitalrentabilität (Return on assets)** Anhand der Gesamtkapitalrentabilität wird die Ertragslage innerhalb einer Rechnungsperiode zu Vergleichszwecken in Bezug auf das Gesamtkapital beurteilt. Der Indikator errechnet sich aus dem Jahresüberschuss vor Steuern in Relation zur durchschnittlichen Bilanzsumme der inländischen MFI. Der Jahresüberschuss basiert auf einer sekundärstatistischen Auswertung der Gewinn- und Verlustrechnung der Banken (Jahresabschlussdaten); die durchschnittliche Bilanzsumme wird auf der Grundlage der monatlichen Bilanzstatistik der Banken errechnet. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund des Konsolidierungskreises, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

**I7: Eigenkapitalrentabilität (Return on equity)** Die Eigenkapitalrentabilität dokumentiert, wie hoch sich das Eigenkapital innerhalb einer Rechnungsperiode verzinst hat. Der Indikator errechnet sich aus dem Jahresüberschuss vor Steuern in Relation zum durchschnittlichen Eigenkapital der inländischen MFI. Der Jahresüberschuss basiert auf einer sekundärstatistischen Auswertung der Gewinn- und Verlustrechnung der Banken (Jahresabschlussdaten); das durchschnittliche Eigenkapital wird auf der Grundlage der monatlichen Bilanzstatistik der Banken errechnet. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund nationaler Rechnungslegungsvorschriften und des Konsolidierungskreises, der nur inländische MFI umfasst.

**I8: Relation zwischen Zinsüberschuss und Bruttoertrag (Interest margin to gross income)** Dieser Indikator gibt den Anteil des Zinsüberschusses am Bruttoertrag an. Er basiert auf einer sekundärstatistischen Auswertung der Gewinn- und Verlustrechnung der Banken (Jahresabschlussdaten). Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund des Konsolidierungskreises, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

**I9: Relation zwischen Aufwendungen (ohne Zinsen) und Bruttoertrag (Noninterest expenses to gross income)** Dieser Indikator gibt den Anteil der zinsunabhängigen Aufwendungen am Bruttoertrag an. Er wird auf Basis einer sekundärstatistischen Auswertung der Gewinn- und Verlustrechnung (Jahresabschlussdaten) der inländischen MFI errechnet. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund des Konsolidierungskreises, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

## Liquidität

**I10: Anteil der liquiden Aktiva an den Gesamtkтива (Liquiditätsgrad der Aktiva) (Liquid assets to total assets (liquid asset ratio))** Der Indikator wird als Anteil der bankenaufsichtlich definierten liquiden Aktiva an den gesamten Aktiva der Institute berechnet. Er wird auf der Basis von Meldungen der zum Grundsatz II (Liquidität) gemäß § 11 KWG meldepflichtigen Kreditinstitute erstellt. Dabei wird die Summe aller Zahlungsmittel gemäß Grundsatz II mit Restlaufzeiten von drei Monaten und kürzer ins Verhältnis zu den gesamten Aktiva der Kreditinstitute nach der monatlichen Bilanzstatistik gesetzt. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund fehlender sektorinterner Bereinigung beider Komponenten und des Konsolidierungskreises, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

**I11: Relation zwischen liquiden Aktiva und kurzfristigen Verbindlichkeiten (Liquid assets to short-term liabilities)** Für den Indikator werden die bankenaufsichtlich definierten liquiden Aktiva den kurzfristigen Verbindlichkeiten der Institute gegenübergestellt. Bei seiner Berechnung werden die Meldungen der Kreditinstitute zum Grundsatz II gemäß § 11 KWG zugrunde gelegt. Alle Zahlungsmittel werden dabei den Zahlungsverpflichtungen bei Restlaufzeiten von drei Monaten oder

kürzer gegenübergestellt. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund fehlender sektorinterner Bereinigung und des Konsolidierungskreises, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

## Marktrisiko

**I 12: Relation zwischen offener Fremdwährungsposition und regulatorischen Eigenmitteln (Net open position in foreign exchange to capital)** Für den Indikator wird das Verhältnis der bankenaufsichtlich definierten offenen Fremdwährungspositionen zu den regulatorischen Eigenmitteln der Institute berechnet. Grundlage sind Einzelinstitutsmeldungen zum Grundsatz I. Der währungsbezogenen Nettogesamtposition der Kreditinstitute werden deren haftende Eigenmittel gegenübergestellt. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich durch eine eingeschränkte Institutsabdeckung bezogen auf die Einreichungspflicht zum Grundsatz I, die Abgrenzung des regulatorischen Kapitals, die Identifizierbarkeit der Nettopositionen von Risikomodellen sowie den Konsolidierungskreis, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

## Erweiterter Datensatz

---

Die folgenden Indikatoren des erweiterten Datensatzes gewähren über den Kernindikatorensatz hinausgehende Einblicke in die finanzielle Lage der Einlageninstitute.

### Einlageninstitute (Deposit takers)

**I 13: Eigenkapitalquote (Capital to assets ratio)** Der Indikator liefert Angaben darüber, inwieweit das Vermögen der Institute durch Eigenkapital gedeckt ist. Die Daten stammen aus der monatlichen Bilanzstatistik der MFI in Deutschland. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund nationaler Rechnungslegungsvorschriften und des Konsolidierungskreises, da das Geschäft der Auslandsfilialen und -töchter deutscher Institute ausgeblendet bleibt, während das Geschäft in Deutschland niedergelassener Filialen ausländischer Institute einbezogen wird.

**I 14: Relation zwischen Großkrediten und regulatorischen Eigenmitteln (Large exposures to capital)** Der Indikator zeigt das Verhältnis der von den Instituten vergebenen Großkredite zu deren regulatorischen Eigenmitteln. Er wird auf der Basis von Einzelinstitutsmeldungen zu den Großkrediten gemäß §§ 13 und 13a KWG sowie zu den Eigenmitteln gemäß § 10 KWG berechnet. Dem Volumen aller Großkredite werden hierbei die haftenden Eigenmittel der Kreditinstitute gegenübergestellt. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund der nationalen

Abgrenzung des „Kreditbegriffs“ für Großkredite, der Definition der Eigenmittel sowie des Konsolidierungskreises, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

**I 15: Geographische Verteilung der Kredite (Geographical distribution of loans to total loans)** Der Indikator soll eine grobe Abschätzung des Kreditrisikos ermöglichen, das die deutschen Banken (MFIs) durch ihre Kreditaktivitäten im Ausland eingehen. Die Daten stammen aus den Meldungen zum Auslandsstatus der Kreditinstitute und aus der monatlichen Bilanzstatistik der MFI in Deutschland. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund des Konsolidierungskreises, da das Geschäft der Auslandsfilialen und -töchter deutscher Institute ausgeblendet bleibt, während das Geschäft in Deutschland niedergelassener Filialen ausländischer Institute einbezogen wird.

**I 16: Relation zwischen Aktivpositionen in Finanzderivaten (brutto) und Eigenkapital (Gross asset position in financial derivatives to capital)** Der Indikator dient der groben Abschätzung des Wiedereindeckungsrisikos von Derivatekontrakten mit positivem Marktwert. Die Basisdaten werden im Rahmen der halbjährlichen OTC-Derivatestatistik der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) erhoben. Abweichungen gegenüber der IWF-Systematik ergeben sich hinsichtlich des Institutskreises, da nur die wichtigsten Institute in diesem Segment (auf freiwilliger Basis) befragt werden; sie decken einen Großteil des Marktes ab.

**I 17: Relation zwischen Passivpositionen in Finanzderivaten (brutto) und Eigenkapital (Gross liability position in financial derivatives to capital)** Der Indikator dient der groben Einschätzung des Verlustpotenzials aus Derivatekontrakten mit negativem Marktwert. Die Basisdaten werden im Rahmen der halbjährlichen OTC-Derivatestatistik der BIZ erhoben. Abweichungen gegenüber der IWF-Systematik ergeben sich hinsichtlich des Institutskreises, da nur die wichtigsten Institute in diesem Segment (auf freiwilliger Basis) befragt werden; sie decken einen Großteil des Marktes ab.

**I 18: Ergebnis aus Finanzgeschäften als Anteil des Bruttoertrags (Trading and foreign exchange gains and losses to gross income)** Dieser Indikator gibt den Anteil des Nettoertrags beziehungsweise -aufwands aus Eigenhandelsgeschäften am Bruttoertrag an. Er basiert auf einer sekundärstatistischen Auswertung der Gewinn- und Verlustrechnung der Banken (Jahresabschlussdaten). Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund des Konsolidierungskreises, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

**I 19: Personalaufwand als Anteil der Aufwendungen (ohne Zinsen) (Personnel expenses to noninterest expenses)** Dieser Indikator gibt Auskunft über den Personalaufwand in Bezug auf die zinsunabhängigen Aufwendungen. Er wird auf Basis einer sekundärstatistischen Auswertung der Gewinn- und Verlustrechnung (Jahresabschlussdaten) der inländischen MFI errechnet. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund des Konsolidierungskreises, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

**I20: Spanne zwischen Kreditzinssatz und Einlagenzinssatz (Spread between reference lending and deposit rates)** Die Spanne zwischen Kredit- und Einlagenzinssatz dient als grober Anhaltspunkt zur Beurteilung der Ertragsituation und der Wettbewerbsfähigkeit der inländischen MFI. Der Indikator wird auf der Basis der harmonisierten EWU-Zinsstatistik von einer Stichprobe der MFI erhoben. Er wird nach der IWF-Systematik als Differenz der gewichteten Durchschnitte von Einlagen- und Kreditzinssätzen errechnet. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund des Konsolidierungskreises, da das Geschäft der Auslandsfilialen und -töchter deutscher Institute ausgeblendet bleibt, während das Geschäft in Deutschland niedergelassener Filialen ausländischer Institute einbezogen wird.

**I21: Spanne zwischen höchstem und niedrigstem Interbankensatz (Spread between highest and lowest interbank rates)** Der Indikator gibt Aufschluss über die Risikoprämie im Markt für Interbankengeld. Grundlage des Indikators sind gestellte Briefkurse für Interbankengeld einwöchiger Laufzeit. Die Spanne ergibt sich als Differenz zwischen den höchsten und niedrigsten von unterschiedlichen Banken gestellten Zinssätzen. Es werden nur in Deutschland ansässige Banken berücksichtigt.

**I22: Relation zwischen Kundeneinlagen und Gesamtkrediten (ohne Interbankkredite) (Customer deposits to total (noninterbank) loans)** Dieser Indikator misst den Grad der Liquidität. Er basiert auf Daten der monatlichen Bilanzstatistik der MFI in Deutschland. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund nationaler Rechnungslegungsvorschriften und des Konsolidierungskreises, da das Geschäft der Auslandsfilialen und -töchter deutscher Institute ausgeblendet bleibt, während das Geschäft in Deutschland niedergelassener Filialen ausländischer Institute einbezogen wird.

**I23: Anteil von Fremdwährungskrediten an Gesamtkrediten (Foreign-currency-denominated loans to total loans)** Der Indikator misst den Anteil der Fremdwährungskredite an den Krediten insgesamt. Er basiert auf Daten aus den Meldungen zum Auslandsstatus der Kreditinstitute und Daten zur monatlichen Bilanzstatistik der MFI in Deutschland. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund des Konsolidierungskreises, da das Geschäft der Auslandsfilialen und -töchter deutscher Institute ausgeblendet bleibt, während das Geschäft in Deutschland niedergelassener Filialen ausländischer Institute einbezogen wird.

**I24: Anteil von Fremdwährungsverbindlichkeiten an Gesamtverbindlichkeiten (Foreign-currency-denominated liabilities to total liabilities)** Der Indikator misst den Anteil der Fremdwährungsverbindlichkeiten an den Verbindlichkeiten insgesamt. Er basiert auf Daten aus dem Auslandsstatus der Kreditinstitute und Daten der monatlichen Bilanzstatistik der MFI in Deutschland. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund nationaler Rechnungslegungsvorschriften und des Konsolidierungskreises, da das Geschäft der Auslandsfilialen und -töchter deutscher Institute ausgeblendet bleibt, während das Geschäft in Deutschland niedergelassener Filialen ausländischer Institute einbezogen wird.

**I25: Relation zwischen offenen Aktienpositionen (netto) und regulatorischen Eigenmitteln (Net open position in equities to capital)** Der Indikator zeigt das Verhältnis zwischen den offenen Aktienpositionen (netto) und den regulatorischen Eigenmitteln der Institute. Bei der Berechnung werden Einzelinstitutsmeldungen der Kreditinstitute zum Grundsatz I zugrunde gelegt. Der aktienkursbezogenen Nettogesamtposition der Kreditinstitute werden deren haftende Eigenmittel gegenübergestellt. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund der Institutsabdeckung durch die eingeschränkte Einreichungspflicht zum Grundsatz I, aufgrund der nationalen Abgrenzung der Eigenmittel, aufgrund der Identifizierbarkeit der Nettopositionen von Risikomodellen sowie aufgrund des Konsolidierungskreises, der das Gesamtinstitut (einschl. Auslandsfilialen), nicht aber die Auslandstöchter umfasst.

### **Nichtbanken-Finanzinstitute (Other Financial Corporations)**

Nichtbanken-Finanzinstitute sind in vielfältiger Weise mit den Einlageninstituten verbunden und können ebenfalls von systemischer Relevanz für die Finanzsystemstabilität sein. Allerdings ist die Datenlage hier etwas weniger umfassend als für den Bankensektor. Die folgenden Kennzahlen, die mit den Investmentfonds, Versicherungen und Finanzdienstleistungsinstituten nach § 1 Absatz 1(a) Nr. 1–4 KWG sowie mit den Pensionseinrichtungen den Großteil dieses Sektors abdecken, fassen die Lage in wenigen Kennzahlen zusammen.

**I26: Anteil der Aktiva an den Gesamtaktiva des Finanzsystems (Assets to total financial system assets)** Der Indikator gibt Auskunft über die relative Bedeutung des Sektors der Nichtbanken-Finanzinstitute innerhalb des Finanzsystems. Er basiert auf Daten aus der Finanzierungsrechnung, die hierfür auf verschiedene Primärquellen, wie zum Beispiel auf die Banken-, Kapitalmarkt-, Depot- und Zahlungsbilanzstatistik, zurückgreift. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund nationaler Rechnungslegungsvorschriften sowie – in einem geringeren Umfang – aus der Konsolidierung der sektoralen Finanzaktiva.

**I27: Relation zwischen Aktiva und BIP (Assets to GDP)** Der Indikator gibt Auskunft über die Bedeutung des Sektors der Nichtbanken-Finanzinstitute hinsichtlich der Wirtschaftsleistung der gesamten Volkswirtschaft. Der Zähler dieses Indikators wird auf Basis der Finanzierungsrechnung erstellt, die hierfür auf verschiedene Primärquellen, wie zum Beispiel auf die Banken-, Kapitalmarkt-, Depot- und Zahlungsbilanzstatistik, zurückgreift. Der Nenner wird vom Statistischen Bundesamt berechnet und stammt aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund nationaler Rechnungslegungsvorschriften sowie – in einem geringeren Umfang – aus der Konsolidierung der sektoralen Finanzaktiva.

## **Unternehmenssektor (Nonfinancial corporations sector)**

Unternehmen stellen die wichtigsten (Kredit-)Kunden des Finanzsektors dar. Verschlechtert sich die Lage im Unternehmenssektor, führt dies zu einem Rückgang der Bonität beziehungsweise Schuldentilgungsfähigkeit der Unternehmen, was sich wiederum direkt auf die Lage der Finanzinstitute auswirken kann. Die Datenlage ist hier insgesamt etwas weniger umfangreich als für die finanziellen Sektoren, weshalb unterschiedliche Datenquellen herangezogen werden. Die folgenden Indikatoren geben Auskunft über die Schockresistenz des Sektors.

**I28: Verschuldung in Relation zum Eigenkapital (Total debt to equity)** Der Indikator gibt Auskunft über den Umfang der Fremdkapitalfinanzierung in Bezug auf das (marktnah bewertete) Eigenkapital. Er wird auf Grundlage der Finanzierungsrechnung erstellt, die in der Hauptsache auf die Geschäftspartnerdaten verschiedener primärstatistischer Quellen, wie zum Beispiel der Bankenstatistik, zurückgreift. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund nationaler Rechnungslegungsvorschriften und aus der Konsolidierung des sektoralen Eigen- und Fremdkapitals.

**I29: Eigenkapitalrentabilität (Gewinn vor Zinsen und Steuern) (Return on equity)** Der Indikator misst die Effizienz und die Ertragskraft des Unternehmenssektors. Er wird auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sowie der Finanzierungsrechnung erstellt. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund nationaler Rechnungslegungsvorschriften, der Definition und der Konsolidierung der Unternehmensgewinne sowie aufgrund des (marktnah bewerteten) sektoralen Eigenkapitals.

**I30: Gewinn (vor Zinsen und Steuern) in Relation zu Zins- und Tilgungsleistungen (Earnings to interest and principal expenses (Debt service coverage))** Der Indikator misst die Fähigkeit, den laufenden Schuldendienst aus dem Cash Flow zu bedienen. Er wird auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen erstellt. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund nationaler Rechnungslegungsvorschriften, aus der Definition und der Konsolidierung der Aggregate sowie aus den im Indikator fehlenden Tilgungszahlungen.

**I31: Relation zwischen offenen Fremdwährungspositionen des Unternehmenssektors und Eigenkapital (Net foreign exchange exposure to equity)** Dieser Indikator wird mangels Daten nicht berechnet.

**I32: Zahl der Anträge auf Gläubigerschutz (Number of applications for protection from creditors)** Der Indikator gibt Auskunft über die Konkursentwicklung. Er basiert auf der Insolvenzstatistik des Statistischen Bundesamtes. Der Indikator wird maßgeblich durch die nationale Insolvenzgesetzgebung beeinflusst.

### **Private Haushalte (Households)**

Die Situation des Finanzsektors wird sowohl direkt als auch indirekt durch die privaten Haushalte beeinflusst: Direkt durch ihre Entscheidung, Ersparnisse anzulegen beziehungsweise Kredite aufzunehmen; indirekt durch ihr Konsumverhalten, das über den Unternehmenssektor wiederum Auswirkungen auf den Finanzsektor hat.

**I33: Relation zwischen Verschuldung und BIP (Household debt to GDP)** Der Indikator gibt Auskunft über den Umfang der Verschuldung in Bezug auf die Wirtschaftsleistung der gesamten Volkswirtschaft. Der Zähler dieses Indikators wird auf Basis der Finanzierungsrechnung erstellt, die hierfür auf Geschäftspartnerdaten verschiedener Primärstatistiken, wie zum Beispiel der Bankenstatistik, zurückgreift. Der Nenner wird vom Statistischen Bundesamt berechnet und stammt aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Zur IWF-Systematik ergeben sich geringe Abweichungen aus der Verbuchung der aufgelaufenen Zinsen.

**I34: Schuldendienst in Relation zum Einkommen (Household debt service and principal payments to income)** Der Indikator misst die Schuldendienstfähigkeit der privaten Haushalte. Er wird auf Grundlage der Finanzierungsrechnung sowie der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen erstellt. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aus den im Indikator fehlenden Tilgungszahlungen.

### **Marktliquidität**

Eine reibungslose Abwicklung von Kapitaltransaktionen ist nur bei einer hinreichend hohen Marktliquidität möglich, also nur solange die Möglichkeit besteht, für sämtliche Finanzprodukte jederzeit einen Käufer oder Verkäufer zu finden, ohne den Marktpreis wesentlich zu beeinflussen.

**I35: Durchschnittliche Geld-Brief-Spanne auf dem Wertpapiermarkt (Average bid-ask spread in the securities market)** Der Indikator gibt Aufschluss über die Liquidität des jeweiligen Wertpapiermarktes. Er wird getrennt für eine Bundes- und für eine repräsentative Unternehmensanleihe mit vergleichbarer Laufzeit ermittelt. Die Spanne ergibt sich als Differenz zwischen dem höchsten Geld- und dem niedrigsten Briefkurs, der von den Marktteilnehmern zu einem bestimmten Zeitpunkt gestellt wird.

**I36: Durchschnittliche tägliche Umschlagshäufigkeit auf dem Wertpapiermarkt (Average daily turnover ratio in the securities market)** Der Indikator gibt an, wie oft im Umlauf befindliche Wertpapiere am Markt täglich umgesetzt werden. Er basiert auf Angaben aus der Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank sowie auf Angaben der Deutschen Börse AG und wird berechnet als Verhältnis des Umsatzes zum Umlauf börsennotierter Bundeswertpapiere, jeweils in Euro.

## Immobilienmärkte

Die konjunkturelle Entwicklung der Immobilienmärkte ist mit dem Kreditvergabeverhalten des Finanzsektors hoch korreliert. Eine stark steigende Kreditvergabe an den Privatsektor geht einem Immobilienboom oft voraus oder begleitet ihn. Ein Abschwung am Immobilienmarkt geht dagegen oft einher mit einem starken Rückgang der Kreditvergabe. Auch gingen in der Vergangenheit starke Abschwünge am Immobilienmarkt oft einer Finanzkrise voraus.

**I37: Immobilienpreise (Real estate prices)** Der Indikator misst die Entwicklung von Wohnimmobilienpreisen. Er basiert auf Angaben der BulwienGesa AG für 125 Städte. Es werden separate Indizes für neu gebaute und wiederverkaufte Wohnimmobilien (Reihenhäuser sowie Eigentumswohnungen) mit jeweils gutem Wohnwert in mittleren bis guten Lagen berechnet. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aus den im Indikator fehlenden Angaben zur Preisentwicklung von Gewerbeimmobilien.

**I38: Anteil der Wohnungsbaukredite an Gesamtkrediten (Residential real estate loans to total loans)** Der Indikator misst den Anteil der von deutschen Banken ausgereichten Wohnungsbaukredite am Gesamtkreditvolumen. Er basiert auf Daten der vierteljährlichen Kreditnehmerstatistik der MFI in Deutschland. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund des Konsolidierungskreises, da das Geschäft der Auslandsfilialen und -töchter deutscher Institute ausgeblendet bleibt, während das Geschäft in Deutschland niedergelassener Filialen ausländischer Institute einbezogen wird.

**I39: Anteil der Kredite für gewerbliche Immobilien an Gesamtkrediten (Commercial real estate loans to total loans)** Der Indikator misst den Anteil der von deutschen Banken ausgereichten gewerblichen Immobilienkredite am Gesamtkreditvolumen. Er basiert auf Daten der vierteljährlichen Kreditnehmerstatistik der MFI in Deutschland. Abweichungen zur IWF-Systematik ergeben sich aufgrund des Konsolidierungskreises, da das Geschäft der Auslandsfilialen und -töchter deutscher Institute ausgeblendet bleibt, während das Geschäft in Deutschland niedergelassener Filialen ausländischer Institute einbezogen wird.

## Übersicht | Glossar

**ABS (Asset Backed Securities)** Wertpapiere, die durch einen Pool homogener unverbriefter Forderungen („assets“) gedeckt („backed“) sind. Der Forderungspool wird auf eine Zweckgesellschaft übertragen, welche die Investoren aus den Zahlungsströmen des Pools bedient.

**Adressenausfallrisiko** Risiko des Verlustes, der dadurch entsteht, dass ein Kreditnehmer, beispielsweise im Insolvenzfall, 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.

**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/Ertrag-Relation (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 das Eurosystem seit Januar 2003 vierteljährlich unter ausgewählten Banken durchführt. Sie enthält qualitative Fragen zur Entwicklung der Kreditrichtlinien, der Kreditkonditionen und der Kreditnachfrage von 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)** Der Quotient aus Darlehensbetrag zur Finanzierung einer Immobilie im Verhältnis zum 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 bankaufsichtlicher Standards bei.

**BSC (Banking Supervision Committee)/Ausschuss für Bankenaufsicht des ESZB** Gremium, das aus Vertretern der Zentralbanken und Bankenaufsichtsbehörden aller 25 EU-Staaten besteht. Der Arbeitsschwerpunkt des BSC liegt in der makroprudenziellen Stabilitäts- und Strukturanalyse der europäischen Banken- beziehungsweise Finanzsysteme, die sowohl die Einschätzung der Aus-

wirkungen von Entwicklungen im EU-Finanzsystem als auch der Auswirkungen regulatorischer und aufsichtlicher Anforderungen auf die Finanzsystemstabilität umfasst. Daneben dient das BSC der Zusammenarbeit und dem Informationsaustausch zwischen den Mitgliedern.

**Carry Trade** Aufnahme von Mitteln oder Eingehen von Positionen zu einem niedrigeren Zins und Wiederanlage dieser Mittel zu einem höheren Zins. Die beiden Teile des Geschäfts werden häufig in unterschiedlichen Währungen getätigt.

**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 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.

**Finalitätsrichtlinie** Richtlinie 98/26/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Mai 1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen. Ziel der Richtlinie ist die Verminderung systemischer Risiken durch die Gewährleistung der Finalität von Zahlungs- beziehungsweise Übertragungsaufträgen, die in solche Systeme eingebracht werden. Finalität bedeutet, dass eingebrachte Aufträge wirksam und vor rückwirkenden Eingriffen durch Insolvenzverfahren geschützt sind.

**Finanzintermediär** Institut, das Geldkapital von Anlegern entgegennimmt und an Kapitalnehmer weitergibt oder den Handel zwischen Kapitalgebern und -nehmern erleichtert. Bezieht sich typischerweise auf Banken und Versicherungsgesellschaften.

**Fixed Income Arbitrage** Anlagestrategie, die oftmals von Hedgefonds verfolgt wird und darauf abzielt, mittels gegenläufiger Positionen Preisineffizienzen bei Zinstiteln und Derivaten auszunutzen, ohne dabei das allgemeine Marktrisiko einzugehen.

**Fristentransformation** Banken nehmen kurzfristige Einlagen herein und legen langfristige Kredite heraus. Bei der Fristentransformation können sie die Laufzeitprämie vereinnahmen, sind aber dem Risiko einer Änderung der Zinsstruktur ausgesetzt.

**FVO (Fair Value Option)** In der Rechnungslegung: eingeschränktes Klassifizierungswahlrecht für Finanzinstrumente zur ergebniswirksamen Bewertung zum beizulegenden Zeitwert.

**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 aufgrund 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.

**Grundsatz I (Eigenkapitalgrundsatz)** Konkretisiert die in § 10 KWG festgelegte Anforderung an die beaufsichtigten Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, ihre Adressenausfall- sowie ihre Marktpreisrisiken mit angemessenen Eigenmitteln zu unterlegen. Er ist täglich zum Geschäftsschluss von den Instituten einzuhalten.

**Grundsatz II (Liquiditätsgrundsatz)** Schreibt den beaufsichtigten Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten gemäß § 11 KWG eine angemessene Liquiditätsvorsorge vor. Die Liquidität eines Instituts wird als gegeben angesehen, wenn die – vom jeweiligen Meldestichtag an gerechnet – in einem Monat zur Verfügung stehenden Zahlungsmittel die während dieses Zeitraums zu erwartenden Zahlungsabflüsse mindestens decken. Beurteilt wird dies anhand einer monatlich zu meldenden Liquiditätskennzahl, die als Quotient der verfügbaren Zahlungsmittel zu den abrufbaren Zahlungsverpflichtungen ermittelt wird und mindestens 1,0 betragen muss.

**Hazardratenmodell** Ökonometrisches Modell, welches die Wahrscheinlichkeit ermittelt, dass ein Kreditinstitut innerhalb eines bestimmten Zeitraums (z. B. innerhalb des kommenden Jahres) ohne stützende Maßnahmen im Bestand gefährdet ist. Die Determinanten im Modell der Deutschen Bundesbank sind Kapitalausstattung, Ertragslage, Kredit- und Marktrisiko sowie regionale und gesamtwirtschaftliche Faktoren.

**Hedgefonds** Wenig regulierter Anlagefonds. Die Manager unterliegen keinen Beschränkungen in der Wahl der Kapitalinstrumente und können daher 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 Förderung von Qualität, Transparenz und internationaler Vergleichbarkeit von Jahresabschlüssen ist.

**Implizite Volatilität** Messgröße für die erwartete Volatilität beispielsweise von Anleihe- oder Aktienkursen (oder der entsprechenden Terminkontrakte), die sich aus Optionspreisen ableiten lässt.

**Initial Margin** Von einem kontoführenden Finanzinstitut vor oder bei erstmaligem Eingehen von Risikopositionen zur Besicherung verlangte Einlage. Siehe auch Margin.

**Investment Grade** Ratingeinschätzung im Bereich von BBB- oder höher (nach Notation der Ratingagenturen Standard & Poor's und Fitch) bzw. Baa3 oder höher (nach Moody's); Die Kreditqualität von Schuldnern oder Wertpapieren mit einem Rating im Investment Grade-Bereich wird als vergleichsweise hoch eingestuft. Siehe auch Non-Investment Grade.

**Kontrahentenrisiko** Auch: Geschäftspartnerrisiko. Risiko des Ausfalls des Geschäftspartners (Kontrahenten).

**Korrelation** Statistische Kennzahl für den linearen Zusammenhang zwischen zwei Zahlenreihen. Eine positive (negative) Korrelation bedeutet, dass bei steigendem Wert der ersten Variablen jener der zweiten zunimmt (abnimmt).

**Kosteneffizienz** Güte des Einsatzes von Inputfaktoren bei gleichzeitiger Kostenminimierung, um eine gegebene Outputmenge zu produzieren. Dabei wird angenommen, dass die Inputpreise exogen sind, das heißt vom Markt vorgegeben werden.

**Kreditausfallswap (Credit Default Swap: CDS)** Mit Abschluss eines Kreditausfallswaps verpflichtet sich der Sicherungsgeber gegen eine periodisch zu zahlende Prämie, bei Eintritt eines vorab spezifizierten Kreditereignisses (z. B. Zahlungsausfall oder -verzug) eine Ausgleichszahlung an den Sicherungsnehmer zu leisten. Die Höhe der CDS-Prämie 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 zugrunde liegenden Finanzierungsgeschäft separieren und anschließend dessen isolierte Übertragung an Investoren ermöglichen. Kreditausfallswaps sind die am häufigsten genutzten Kreditderivate.

**LBO (Leveraged Buyout)** Akquisition etablierter Unternehmen oder Teilen von ihnen durch Private Equity Firmen, wobei der Kaufpreis zu einem großen Anteil mit Fremdkapital beglichen wird. Zins- und Tilgungszahlungen werden in der Regel aus dem zukünftigen Ertrag des übernommenen Unternehmens oder dem Verkauf von Unternehmensteilen finanziert.

**Leverage** Hebeleffekt, ursprünglich aus der Unternehmensfinanzierung; Erhöhung der Eigenkapitalrendite durch die Aufnahme von Fremdkapital. Der Effekt lässt sich nutzen, wenn die Gesamtkapitalrendite höher ist als der Fremdkapitalzins. Der gleiche Effekt lässt sich mit Derivaten erzielen, da hier mit geringem Kapitaleinsatz an der Wertentwicklung des zugrunde liegenden Gutes oder Finanzinstruments partizipiert werden kann.

**Marge** Differenz zwischen den Zinssätzen im Kredit- oder Einlagengeschäft einer Bank zu einem Referenzzinssatz.

**Margin** Von einem kontoführenden Finanzinstitut verlangte Einlage zur Besicherung von typischerweise gehebelten Handelspositionen, zum Beispiel an den Terminmärkten.

**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.

**Millionenkredit** Nach § 14 KWG Kredite an eine Kreditnehmereinheit, die sich zusammen auf 1,5 Mio € oder mehr belaufen.

**Netting-Vereinbarung** Verträge, die unter bestimmten Voraussetzungen die gegenseitige Verrechnung von Forderungen zwischen zwei Parteien zulassen, zum Beispiel im Insolvenzfall. Eine rechtsverbindliche Netting-Vereinbarung führt zu einer Reduzierung des Ausfallrisikos von einem Brutto- auf einen Nettobetrag.

**Nettosystem** Abwicklungssystem, bei dem gegenläufige Zahlungen miteinander verrechnet werden und die endgültige Abwicklung der dadurch entstandenen Salden in einem oder mehreren Zyklen erfolgt.

**Non-Investment Grade** Ratingeinschätzung im Bereich unterhalb von BBB- (nach Notation der Ratingagenturen Standard & Poor's und Fitch) beziehungsweise Baa3 (nach Moody's); Schuldner

oder Wertpapiere mit einem Rating im Non-Investment Grade-Bereich werden als spekulativ eingestuft, die Wertpapiere auch als Hochzinspapiere (Englisch: High Yield Bonds) bezeichnet.

**Notleidende Kredite (Nonperforming Loans: NPL)** Kredite, deren vollständige Rückzahlung ungewiss ist. In Deutschland werden hierunter einzelwertberichtigte Kredite verstanden.

**Operative Effizienz** Verhältnis des operativen Ergebnisses zu den operativen Erträgen. Entspricht der Differenz zwischen eins und der Aufwand/Ertrag-Quote; 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 zugrunde liegenden Optionsgegenstand (z. B. Wertpapiere oder Devisen) von einem Vertragspartner zu einem vorher bestimmten Zeitpunkt (europäische Option) beziehungsweise in einem vorher bestimmten Zeitraum (amerikanische Option) zu einem ex ante fest vereinbarten Preis zu kaufen (Call-Option) oder an diesen zu verkaufen (Put-Option). Optionen können vor Fälligkeit gehandelt werden.

**OTC (Over-the-counter)** Außerbörslicher Handel mit Finanzinstrumenten.

**OTC-Derivate-Markt** Markt, auf dem Derivate direkt zwischen zwei Parteien, das heißt ohne Einschaltung einer Börse gehandelt werden. Viele Derivate-Kontrakte werden fast ausschließlich auf diese Weise geschlossen, zum Beispiel Swaps und exotische Optionen.

**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 der Regel in nicht-börsennotierte Unternehmen investieren. Ziel ist oftmals die Restrukturierung und der anschließende Verkauf, häufig durch einen Börsengang.

**Prudential Filter** Bereinigung des bilanziellen Eigenkapitals nach IAS/IFRS um bankaufsichtlich unerwünschte Bewertungseffekte zur Wahrung des bestehenden bankaufsichtlichen Eigenkapitalbegriffs.

**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) beziehungsweise der von ihnen begebenen 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.

**Risikoprämie** Entschädigt den Investor für die Übernahme eines Risikos: Aktienrisikoprämie am Aktienmarkt, Laufzeitprämie am Rentenmarkt, Kreditrisikoprämie am Markt für Unternehmensanleihen. Die Kreditrisikoprämie (auch Anleihespread oder Zinsaufschlag) entgelt ein gegenüber Staatsanleihen bester Bonität höheres Kreditausfallrisiko sowie gegebenenfalls auch eine geringere Liquidität dieser Papiere.

**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)** 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 RTGS-System 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 174 direkte Teilnehmer zählt.

**Schaden-Kosten-Quote** Verhältnis zwischen Prämieinnahmen einerseits und Aufwendungen für Schäden, Verwaltung und Abschlusskosten andererseits bei einem Versicherungsunternehmen.

**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 dar-

auf abzielt, dieses Papier in Zukunft günstiger zurückzukaufen und den Differenzbetrag zwischen Verkaufs- und Rückkaufspreis zu verdienen.

**Solvabilität** Ausstattung mit Eigenmitteln.

**Solvency II** Projekt der Europäischen Kommission, das – in Anlehnung an Basel III – 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 Grade.

**Stochastic Frontier Analysis** Schätzmethode in der Ökonometrie, mittels derer Produktions-, Kosten- und Profiteffizienz bestimmt werden. Dabei werden Abweichungen von maximalen Produktionsmengen oder Profiten beziehungsweise minimalen Kosten sowohl durch zufällige Abweichungen als auch durch Ineffizienz erklärt.

**Stresstest** Simulation der Auswirkungen extremer Ausnahmen von normalen (Markt-)Entwicklungen. Die Bundesbank führt regelmäßig Makrostresstests durch, indem sie mit Hilfe eines ökonometrischen Modells für verschiedene Szenarien die Entwicklung des Kreditrisikos und des Zinsergebnisses prognostiziert. Bei Mikrostrusstests – wie dem Marktrisikostresstest – 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 andere 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-Ertrags-Profilen 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 Kommunikationsnetz betreibt, das vor allem von Finanzinstituten dazu genutzt wird, weltweit Informationen auszutauschen, insbesondere Zahlungsnachrichten und Wertpapierhandelsinformationen.

**Syndizierter Kredit** Auch: Konsortialkredit. Wird von mehreren Banken gemeinsam gewährt, wobei eine oder mehrere Banken die Federführung übernehmen.

**TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer)** Zahlungssystem, das sich aus 16 RTGS-Systemen von EU-Mitgliedstaaten (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.

**Underwriter** Eine Partei, die gegen Zahlung einer Gebühr Risiken übernimmt. Auf Kapitalmärkten ist dies beispielsweise ein Wertpapierhändler, der sich verpflichtet, eine Wertpapieremission ganz oder teilweise zu einem bestimmten Preis zu kaufen. Er übernimmt somit das Risiko, dass die Papiere nicht vollständig am Markt platziert werden können.

**VaR (Value at Risk)** Risikomessgröße, die den prognostizierten Maximalverlust eines Portfolios für eine festgelegte Wahrscheinlichkeit (Konfidenzniveau) in einem vorgegebenen Zeitraum (Haltedauer) angibt. Der VaR dient zudem als Risikosteuerungsinstrument, indem VaR-Limite gesetzt werden, die nicht überschritten werden dürfen.

**Versicherungstechnisches Ergebnis** Umfasst bei Schaden- und 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 eines Finanzmarktpreises innerhalb einer bestimmten Periode (entspricht der Standardabweichung).

**Wertberichtigungen** Anpassung des Buchwerts 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 Deutschen 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.

## FINANZSTABILITÄTSBERICHTE

Finanzstabilitätsbericht November 2005

Bericht zur Stabilität des deutschen Finanzsystems, im Monatsbericht Oktober 2004

Bericht zur Stabilität des deutschen Finanzsystems, im Monatsbericht Dezember 2003

## AUFSÄTZE AUS MONATSBERICHTEN

Über die bis Oktober 2005 veröffentlichten Aufsätze informiert das im Finanzstabilitätsbericht November 2005 enthaltene Verzeichnis.

- September 2006 Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2005
- Juli 2006 Zur jüngeren Entwicklung der Kredite deutscher Banken an inländische Unternehmen und Privatpersonen | Finanzderivate und ihre Rückwirkung auf die Kassamärkte
- Juni 2006 Vermögensbildung und Finanzierung im Jahr 2005 | Konzentrationsrisiken in Kreditportfolios
- April 2006 Bestimmungsgründe der Zinsstruktur – Ansätze zur Kombination arbitragefreier Modelle und monetärer Makroökonomie | Die Schaffung eines einheitlichen Verzeichnisses für notenbankfähige Sicherheiten im Euro-Währungsgebiet
- März 2006 Neue rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen für den deutschen Verbriefungs- und Pfandbriefmarkt
- Januar 2006 Regulierung von Wertpapiermärkten: Internationale Ansätze

**DISKUSSIONSPAPIERE SERIE 2: STUDIEN ZU BANKEN UND FINANZWIRTSCHAFT**

Über die bis Oktober 2005 veröffentlichten Diskussionspapiere informiert das im Finanzstabilitätsbericht November 2005 enthaltene Verzeichnis.

- 10/2006 The cost efficiency of German banks: a comparison of SFA and DEA
- 9/2006 Sector concentration in loan portfolios and economic capital
- 8/2006 The stability of efficiency rankings when risk-preferences and objectives are different
- 7/2006 Empirical risk analysis of pension insurance – the case of Germany
- 6/2006 Banks' regulatory buffers, liquidity networks and monetary policy transmission
- 5/2006 Does diversification improve the performance of German banks? Evidence from individual bank loan portfolios
- 4/2006 Heterogeneity in lending and sectoral growth: evidence from German bank-level data
- 3/2006 Measuring business sector concentration by an infection model
- 2/2006 Finance and growth in a bank-based economy: is it quantity or quality that matters?
- 1/2006 Forecasting stock market volatility with macroeconomic variables in real time
- 15/2005 Inefficient or just different? Effects of heterogeneity on bank efficiency scores
- 14/2005 Time series properties of a rating system based on financial ratios
- 13/2005 Incorporating prediction and estimation risk in point-in-time credit portfolio models
- 12/2005 Evaluating the German bank merger wave