

## Bericht zur Stabilität des deutschen Finanzsystems

### Überblick

---

Die Stabilität des deutschen Finanzsystems hat sich seit Ende letzten Jahres weiter gefestigt. Dazu trug nicht zuletzt die zügige Aufhellung des makroökonomischen Umfelds infolge der von den USA und Ostasien ausgehenden weltwirtschaftlichen Erholung bei. Im Euro-Raum und insbesondere in Deutschland steht zwar die verhaltene Binnennachfrage einem kräftigeren Aufschwung entgegen. Dennoch ist auch hier zu Lande von einer Fortsetzung des moderaten Wachstums auszugehen, so dass die Finanzintermediäre in Deutschland von den günstigeren Rahmenbedingungen profitieren können. Dies gilt sowohl hinsichtlich der Stärkung ihrer Ertragslage insgesamt als auch mit Blick auf geringere Ausfallrisiken im konjunkturabhängigen Kreditgeschäft. Die finanzielle Lage der kapitalmarktaktiven Unternehmen hat sich im laufenden Jahr sowohl in den USA als auch im Euro-Raum merklich verbessert und zu einer Stabilisierung der Kreditqualität beigetragen.

*Verbesserung  
der Stabilität  
des deutschen  
Finanzsystems*

Trotz des positiven Gesamtbildes bleiben Risiken für das globale Finanzsystem. Einen besonderen Unsicherheitsfaktor für den weltwirtschaftlichen Konjunkturverlauf stellt dabei die Rohölpreisentwicklung dar. Im Falle eines nachhaltig hohen Preisniveaus für Rohöl wäre auf globaler Ebene für gewisse Zeit mit einem gedämpften Wachstum und steigenden Inflationsraten zu rechnen. Auch wären Belastungen für die Finanzmärkte zu erwarten, insbesondere hinsichtlich der Entwicklung der Aktienmärkte und der Risikoprämien für Unternehmen sowie der rohölimportierenden Schwellenländer.

*Realwirtschaftliche Risiken  
besonders aus  
Ölpreisentwicklung*

*Weltweit  
Verschuldung  
privater Haushalte  
deutlich  
gestiegen*

Darüber hinaus könnten die in einigen Ländern auslaufenden fiskalischen und monetären Stimuli vorhandene Schwachstellen deutlicher zu Tage treten lassen und sich stärker als erwartet hemmend auf die zyklische Dynamik des globalen Wachstums auswirken. Hierzu gehört insbesondere die gestiegene Verschuldung der privaten Haushalte in einer Reihe von Ländern, die in Kombination mit zum Teil überhitzten Immobilienmärkten die Anfälligkeit der Haushalte gegenüber steigenden Marktzinsen erhöht. Damit verbundene Risiken (Vermögensverluste für Investoren, konsumdämpfende Effekte und steigende Kreditrisiken für den Finanzsektor) könnten indirekt auch auf das deutsche Finanzsystem durchschlagen.

*Globale außen-  
wirtschaftliche  
Ungleichgewichte  
halten an*

Ein latentes Risiko auf globaler Ebene liegt weiterhin in den fundamentalen Ungleichgewichten, die sich nicht verringert haben. Das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten hat sich vielmehr ausgeweitet, wengleich Besorgnisse über dessen Finanzierbarkeit durch den Wachstumsvorsprung der US-Volkswirtschaft und die verbesserten Zinsrelationen zu Gunsten des US-Marktes bislang in den Hintergrund gedrängt wurden. Angesichts der globalen Ungleichgewichte bei anhaltenden regionalen Wachstumsdisparitäten bleibt die Weltwirtschaft jedoch weiterhin anfällig für größere Wechselkursschwankungen.

*Zinswende der  
US-Notenbank  
bisher ohne  
größere Finanz-  
marktanspan-  
nungen, wenn-  
gleich Risiken  
verbleiben*

An den Finanzmärkten hat die zunächst angekündigte und Ende Juni offiziell vollzogene Zinswende der US-amerikanischen Notenbank vor dem Hintergrund der weltweit reichlichen Liquiditätsausstattung einen vorsichtigen Korrekturprozess eingeleitet. Der von den Markt-

teilnehmern erwartete gemäßigte Kurs der US-Geldpolitik in Richtung auf ein neutrales Niveau ist indessen mit Unsicherheiten verbunden. Zum einen haben sich die Kapitalmarktrenditen von US-Staatsanleihen bisher nur wenig den langfristigen Wachstums- und Inflationserwartungen angenähert. Insoweit besteht weiterhin potenzieller Aufwärtsdruck auf die US-Kapitalmarktzinsen, insbesondere im Falle steigender Inflationserwartungen. Zum anderen könnte eine Aufwärtsbewegung der Renditen und Risikoprämien in einzelnen Marktsegmenten durch eine plötzliche Rückabwicklung der weiterhin verbreiteten Carry-Trade-Positionen<sup>1)</sup> verstärkt werden. Dies könnte zu Anspannungen an den internationalen Finanzmärkten führen, die wahrscheinlich auch auf Europa überspringen würden.

Angesichts der anhaltenden „Suche nach Rendite“ bedarf die Entwicklung in der Hedgefonds-Branche, die von einer Ausweitung des Investorenkreises profitierte, unter dem Gesichtspunkt der Finanzstabilität ebenfalls der erhöhten Aufmerksamkeit. Die starken Mittelzuflüsse der jüngsten Zeit und die vielfältigen Aktivitäten in unterschiedlichen Marktsegmenten haben den Einfluss dieser weitgehend unregulierten Marktakteure auf die Finanzmärkte erhöht. Zudem bestehen vielfältige Verbindungen zu den kreditgebenden Hausbanken (Prime Broker), deren marktdisziplinierende Rolle durch begrenzte Transparenz und starken Wettbewerbsdruck um Mandate beeinträchtigt werden könnte.

*Steigende  
Bedeutung von  
Hedgefonds*

---

<sup>1</sup> Bei Carry Trades werden zu niedrigen Zinsen kurzfristige Kredite aufgenommen und die Erlöse in höherverzinsliche längerfristige Titeln investiert (wie Staats-, Unternehmens- oder Schwellenländeranleihen).

*Ertragskraft  
und Risiko-  
tragfähigkeit im  
deutschen  
Bankensystem  
haben  
zugenommen*

Zu den auch in Anbetracht dieser Risiken derzeit günstigen Aussichten für die Stabilität des Finanzsystems trägt bei, dass die Ertragskraft und die Risikotragfähigkeit im deutschen Bankensystem zugenommen haben. Vielen Banken ist es gelungen, die eingeleiteten Korrekturprozesse, die zu niedrigeren Kosten, einer Entspannung der Kreditrisiken und zu einer strategischen Fokussierung geführt haben, mit Erfolg fortzusetzen. Diese Anstrengungen dürfen nun nicht nachlassen.

*Ergebnis-  
verbesserung  
im ersten  
Halbjahr 2004*

Die sich verbessernde Ertragskraft der großen, international tätigen deutschen Banken fand in den veröffentlichten Ergebnissen für das erste Halbjahr 2004 ihren ersten Niederschlag. Noch sind die Fortschritte in erster Linie auf der Kostenseite erkennbar, also bei der Senkung des Verwaltungsaufwands und der Risikovorsorge. Aber auch auf der Ertragsseite ergeben sich erste positive Ansätze, insbesondere wenn man bedenkt, dass die zinstragenden Risikoaktiva massiv reduziert wurden und sich die Impulse für das Kreditgeschäft auf Grund des in Gang gekommenen konjunkturellen Aufschwungs erst allmählich in der Ergebnisrechnung niederschlagen.

Die aktuellen Marktindikatoren bestätigen die Aufwärtsentwicklung bei den großen deutschen Banken. Die Ratings der deutschen Großbanken blieben in den beiden ersten Quartalen des Jahres 2004 unverändert; die Ausblicke haben sich zum Teil verbessert. Die Kreditausfallswap-Prämien deutscher Großbanken befinden sich gegenwärtig auf niedrigem Niveau. Gleichwohl besteht weiterhin noch Verbesserungsbedarf hinsichtlich der Profitabilität der international tätigen Banken,

zum einen, um an internationaler Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen, und zum anderen, um im Interesse der Finanzstabilität die Widerstandskraft im Fall einer zyklischen Abschwächung zu stärken.

Die Landesbanken konnten zum überwiegenden Teil ihre Ergebnisse im ersten Halbjahr 2004 steigern. Die meisten Institute befinden sich im wichtigen Anpassungsprozess an den Wegfall der Staatsgarantien. Die deutliche Reduzierung ihrer Risikoaktiva, und damit auch der Risikovorsorge, ist ein Indiz hierfür. Mitte des Jahres veröffentlichten verschiedene Ratingagenturen so genannte „Stand-Alone-Ratings“ für die Landesbanken unter der Annahme, dass Anstaltslast und Gewährträgerhaftung nicht mehr bestünden. Sie liegen in einem Bereich, der den Landesbanken ausreichende Möglichkeiten geben sollte, den notwendigen Transformationsprozess erfolgreich fortzusetzen.

*Landesbanken  
im Anpassungs-  
prozess*

Insgesamt weist die Risikolage bei den großen Banken geringere Gefahrenquellen für systemische Störungen auf als noch vor einem Jahr. Hinsichtlich der Bedeutung einzelner Risikofaktoren haben sich indes Verschiebungen ergeben.

*Risikolage  
insgesamt  
verbessert*

Die Marktpreisrisiken im Handelsbuch haben in den letzten eineinhalb Jahren deutlich zugenommen. Die Konstellation einer expandierenden Weltwirtschaft bei vergleichsweise niedrigem Zinsniveau dürfte die Bereitschaft der Banken gestärkt haben, größere Risiken im Handel mit Wertpapieren und Derivaten einzugehen. Doch dürfte das systemische Risiko aus dem Marktbereich angesichts großer Unterschiede

*Marktpreis-  
risiken haben  
zugenommen*

zwischen den Banken im zeitlichen Profil des Auf- und Abbaus von Marktpreisrisiken sowie der eher geringen Korrelation der Handlungsergebnisse der Banken begrenzt sein.

*Risikolage im  
Kreditgeschäft  
entspannt*

Die Risikolage im Kreditgeschäft hat sich deutlich entspannt. Hierzu tragen der teilweise erhebliche Abbau an Risikoaktiva in den Jahren 2002 und 2003, deutliche Fortschritte im Risikomanagement sowie eine im Durchschnitt sich verbessernde Kreditqualität bei. Insbesondere bei den großen Unternehmen im In- und Ausland sowie bei Schuldnern aus den Schwellenländern sind die Ausfallrisiken gesunken. Dem stehen nach wie vor hohe Insolvenzzahlen im Mittelstand sowie ein steigender Trend bei Verbraucherinsolvenzen in Deutschland gegenüber. Darüber hinaus haben die Risiken aus gewerblichen Immobiliengeschäften zugenommen, insbesondere in regionalen Teilmärkten mit sinkendem Preisniveau.

*Operationelle  
Risiken  
gewinnen an  
Bedeutung*

In den letzten Jahren sind zunehmend auch die operationellen Risiken in den Fokus der Kreditwirtschaft gerückt. Hierzu zählen etwa Verlustgefahren, die aus Fehlern bei bank-internen Prozessen oder IT-Systemen sowie aus externen Ereignissen wie Naturkatastrophen folgen. Zuletzt haben insbesondere Rechtsrisiken durch Urteile beziehungsweise Gesetzesänderungen im Bereich des Verbraucher- und Anlegerschutzes an Bedeutung für die Banken gewonnen.

*Sparkassen  
und Kredit-  
genossen-  
schaften*

Der Sparkassen- und der Genossenschafts-sektor weisen traditionell ein hohes Maß an Stabilität auf, das vor allem auf ihrer starken Marktstellung im Geschäft mit privaten Haushalten und mittelständischen Unternehmen

beruht. Wichtig für die Ertragskraft dieser Institute ist insbesondere die Stabilisierung ihrer Zinsüberschüsse. Im Jahr 2003 stieg diese Hauptertragsquelle beider Bankengruppen zum zweiten Mal in Folge an, nachdem die zweite Hälfte der neunziger Jahre durch einen deutlichen Verfall der Zinseinkommen gekennzeichnet gewesen war. Eine gute Grundlage für weitere Fortschritte bilden der anhaltende Konsolidierungsprozess innerhalb beider Bankengruppen sowie die Bündelung von Aufgaben in den Verbänden.

Hartnäckige Ertragsprobleme liegen insbesondere noch im Sektor der reinen Hypothekenbanken. Die Zinsüberschüsse sind dort weiterhin zurückgegangen, weil die Margen deutlich geschrumpft sind und der Marktanteil der privaten Hypothekenbanken an Krediten für den nichtstaatlichen Wohnungsbau gefallen ist. Den gesunkenen Einnahmen der Hypothekenbanken stehen auf Grund der Schwäche der Immobilienmärkte in einigen inländischen Regionen gestiegene Risiken gegenüber, die sich in einem hohen Wertberichtigungsbedarf niederschlagen.

In der deutschen Versicherungswirtschaft haben sich die Ertragslage und die Solvabilität stabilisiert. So verbesserte sich die Eigenkapitalrentabilität in den Sparten „Leben“ und „Sach“ dank der parallelen Stärkung der Ergebnisse aus dem Versicherungsgeschäft und aus der Kapitalanlage im Jahr 2003 deutlich, auch wenn frühere Spitzenwerte zum Teil noch nicht wieder erreicht wurden. Hinzu kommt, dass die Lebensversicherer die stillen Lasten der im Anlagevermögen gehaltenen Aktien durch Verkäufe und Abschreibungen massiv senken

*Ertrags-  
probleme bei  
Hypotheken-  
banken*

*Stabilisierung  
in der  
Versicherungs-  
wirtschaft*

und die Gesamtverzinsung der Versicherten-guthaben vollständig aus dem verbesserten Kapitalanlageergebnis bedienen konnten.

## Gesamtwirtschaftliche Perspektiven und Risikofaktoren

### Globales Umfeld

*Kräftiger Aufschwung der Weltwirtschaft*

Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich im bisherigen Jahresverlauf stärker als erwartet fortgesetzt. Der Prognose des IWF vom September zufolge könnte 2004 die Zunahme der Produktion um 0,3 Prozentpunkte höher ausfallen und sich auf 5,0% belaufen; für 2005 wird eine Rate von 4,3% vorausgeschätzt. Zugleich hat sich das makroökonomische Umfeld des internationalen Finanzsystems im Vergleich zum Vorjahr erheblich gefestigt, und der Aufschwung hat an Breite gewonnen. Die Terroranschläge von Madrid und die Eskalation der Gewalt in Nahost haben zwar zeitweise zu einer spürbaren Verunsicherung an den Finanzmärkten geführt. Aus heutiger Sicht resultierte daraus aber kein nachhaltiger allgemeiner Vertrauenschock, so dass die erhöhten geopolitischen Risiken den weltweiten Aufschwung bislang nicht gravierend gestört haben. Allerdings haben in jüngster Zeit insbesondere an den Finanzmärkten die Besorgnisse zugenommen, dass sich die zyklische Dynamik des globalen Wachstums abschwächen könnte.

*Stärkerer Preisauftrieb*

Das insgesamt günstige weltweite Konjunktur-bild wurde in den letzten Monaten durch einen stärkeren Preisauftrieb getrübt. Die durchschnittliche Teuerungsrate auf der Verbrau-

cherebene in den Industrieländern belief sich im Zeitraum April/August auf 2,2%, nach 1,4% im ersten Quartal. Ausschlaggebend hierfür war der kräftige Anstieg der internationalen Rohölnotierungen. Hinter den Ölpreissteigerungen stehen – abgesehen von spekulativen Einflüssen und einer Unsicherheitsprämie infolge geopolitischer Risiken – sowohl angebots- als auch nachfrageseitige Kräfte. Die derzeit hohe Energieintensität des globalen Aufschwungs reflektiert insbesondere den konjunkturbedingten Mehrbedarf in den beiden Wachstumszentren USA und China, die beide eine relativ hohe Energieabhängigkeit aufweisen. Zudem bestehen Unsicherheiten über die noch effektiv nutzbaren Kapazitäten bei Förderung, Transport und Weiterverarbeitung. Zu der höheren Marktvolatilität haben auch die Hurrikanschäden an der US-amerikanischen Golfküste beigetragen.

Bei weiterhin hohen Ölpreisen könnte das Wachstum der Weltwirtschaft zwar gebremst werden, ein Abbrechen des globalen Aufschwungs ist aber aus heutiger Sicht nicht zu befürchten. Dabei spielt auch eine Rolle, dass der reale Ölpreis weiter unter seinen früheren Höchstständen blieb und die Abhängigkeit vom Produktionsfaktor Öl nicht mehr so hoch ist wie in den siebziger und achtziger Jahren. Für die Robustheit des gegenwärtigen Aufschwungs spricht, dass die Weltwirtschaft – trotz der deutlich gestiegenen Ölpreise – im Jahr 2004 voraussichtlich beträchtlich stärker wachsen wird als im Herbst 2003 und im Frühjahr 2004 erwartet. Den Simulationen des IWF zufolge führt ein dauerhafter Anstieg des Ölpreises um 5 US-\$ zu einem Rückgang des globalen Wachstums um 0,3 Prozentpunkte.

*Risikofaktor  
Ölpreis*

Die Verbraucherpreise werden – nach der IWF-Projektion – in den fortgeschrittenen Ländern 2004 und 2005 um jeweils 2,1% steigen, das sind 0,4 Prozentpunkte mehr als noch im April prognostiziert. Positiv zu werten ist, dass sich bislang kaum Zweitrundeneffekte der höheren Ölpreise in Form verstärkter Lohnzuwächse abzeichnen. Die langfristigen Inflationserwartungen (Breakeven-Inflation) an den Finanzmärkten lagen in den USA und im Euro-Raum – gemessen anhand inflationsindexierter Anleihen – Anfang Oktober bei 2,4% beziehungsweise 2,3%.

*Regionale  
Wachstums-  
unterschiede*

Nach wie vor gibt es in der Weltwirtschaft deutliche regionale Wachstumsunterschiede. Starke Impulse kommen weiter aus den USA und China. Auf die Überhitzungserscheinungen in China haben die Behörden mit der Beschränkung der Kreditvergabe reagiert, was mit dem geringen geldpolitischen Handlungsspielraum auf Grund der faktischen Wechselkursbindung an den US-Dollar zu tun hat. Die Abschwächung des Wachstums im Frühjahr hat die Wahrscheinlichkeit einer „harten Landung“ der chinesischen Wirtschaft, die mit beachtlichen wirtschaftlichen Konsequenzen für die Nachbarländer verbunden wäre,<sup>2)</sup> vermindert. In Japan hat sich die zyklische Aufwärtsbewegung trotz einer Verlangsamung des Wachstumstempos fortgesetzt. Auch im Euro-Raum ist die Erholung vorangekommen, blieb aber noch recht exportlastig.

Eine Konstellation mit anhaltenden regionalen Wachstumsdisparitäten ist angesichts der fortbestehenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte störanfällig und dem latenten

Risiko größerer Wechselkursschwankungen ausgesetzt. Aus konjunktureller Sicht hat sich das Rückschlagpotenzial in den lateinamerikanischen Ländern allerdings insoweit etwas verringert, als insbesondere die großen Länder – unterstützt von höheren Einnahmen aus dem Export von Rohstoffen – wieder einen Wachstumskurs eingeschlagen haben. Russland und die Mehrzahl der übrigen GUS-Staaten profitieren von höheren Öleinnahmen. Insofern stellen die rohstoffbedingten Terms-of-Trade-Verschiebungen aus regionaler Sicht ein stabilisierendes Element dar.

## USA

Das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den USA hat sich nach einem kräftigen Anstieg im ersten Vierteljahr im zweiten Quartal auf  $\frac{3}{4}$ % gegenüber der Vorperiode abgeschwächt. Ausschlaggebend für die abnehmende Dynamik war eine nur mäßige Zunahme des privaten Konsums. Dies hängt mit den ölpreisbedingten Belastungen der Haushalte, den nachlassenden fiskalischen Impulsen und den geringer gewordenen Stimuli aus Hypothekenumfinanzierungen zusammen. Umso mehr kommt es darauf an, inwieweit in Zukunft der private Konsum durch ein kräftigeres Beschäftigungswachstum gestützt wird. Die noch Anfang 2004 bestehende Sorge, dass es bei einem „jobless growth“ bleiben könnte, ist zwar geringer geworden. Im September blieb der Beschäftigungszuwachs jedoch mit 96 000 Stellen hin-

*Wachstum  
im zweiten  
Quartal etwas  
verlangsamt*

---

<sup>2)</sup> Der IWF schätzt, dass ein Rückgang des chinesischen Importwachstums um zehn Prozentpunkte die BIP-Expansionsrate in Asien (ohne China) um 0,4 Prozentpunkte im Vergleich zum Basisszenario reduzieren würde.

ter den Erwartungen zurück. Die jüngsten Wirtschaftsdaten zeigen ein gemischtes Bild, was auf eine – verglichen mit dem Verlauf im Jahr 2003 – ruhigere konjunkturelle Gangart hindeutet. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass das Expansionstempo der amerikanischen Wirtschaft bis Anfang 2004 deutlich über der Wachstumsrate des Produktionspotenzials lag.

*Finanzielle  
Situation  
der privaten  
Haushalte*

Die finanzielle Situation der privaten Haushalte in den USA hat sich im letzten Jahr insofern etwas verbessert, als die Schuldendienstbelastung (Zinsen und Tilgung) wegen der anhaltend niedrigen Zinsen leicht auf 13,2 % des verfügbaren Einkommens gesunken ist. Im ersten Halbjahr 2004 lag diese Quote bei 13,1%. Erweitert um andere regelmäßige zinsähnliche Belastungen wie Leasinggebühren betrug sie im Durchschnitt des vergangenen Jahres 18,5 %, nach 18,7 % im Jahr 2002; im ersten Halbjahr 2004 belief sie sich auf 18,2 %. Die Verbindlichkeiten summieren sich am Ende des zweiten Quartals 2004 auf rund 118 % des verfügbaren Einkommens; das waren sieben Prozentpunkte mehr als noch 2002. Hinter diesem Anstieg steht vor allem eine Zunahme der Hypothekenschulden, die von niedrigen Zinsen und steigenden Immobilienwerten getrieben wurde. Insgesamt ist die finanzielle Gesamtlage der privaten Haushalte auch deshalb kritisch zu sehen, weil die Sparquote mit zuletzt knapp 1 % nach wie vor sehr gering ist. Angesichts der tendenziell höheren Zinssätze dürfte die Zinslastquote jedoch wieder zunehmen.<sup>3)</sup>

Die Ertrags- und Finanzierungsverhältnisse der US-Unternehmen haben sich 2003 und

im bisherigen Verlauf von 2004 weiter verbessert. Die Gewinne vor Steuern der nichtfinanziellen Unternehmen sind 2003 auf 10½ % der in dem Sektor erzeugten Wertschöpfung gestiegen und betragen im ersten Halbjahr 2004 knapp 12 %. Das machte es vielen Unternehmen möglich, Investitionsausgaben weitgehend aus internen Mitteln zu finanzieren. Als Folge hiervon sind die Verbindlichkeiten der Unternehmen 2003 nur geringfügig schneller gewachsen als 2002.<sup>4)</sup> Die Zinsbelastungen der nichtfinanziellen Unternehmen sind 2003 auf 14,6 % ihres Cash-Flow gesunken und lagen im ersten Quartal 2004 bei 13,7 %. Im zweiten Vierteljahr hat die Quote allerdings wieder leicht zugenommen, und zwar auf 13,9 %. Insgesamt sind die bilanziellen Verhältnisse der US-Unternehmen aber besser geworden.

*Finanzielle  
Situation der  
Unternehmen*

Kritisch ist hingegen noch immer die Konstellation in Form der so genannten Zwillingdefizite, nämlich eines hohen Defizits der öffentlichen Haushalte zusammen mit einer chronisch defizitären Leistungsbilanz, zu bewerten. So ist das Leistungsbilanzdefizit im zweiten Quartal 2004 ausgehend von seinem Zwischentief im Herbst 2003 um gut einen

*Kritisches  
Haushalts- und  
Leistungsbilanz-  
defizit*

---

<sup>3</sup> Verstärkt werden die Bedenken hinsichtlich der finanziellen Situation der privaten Haushalte durch den in vielen Ländern zu beobachtenden Trend, Risiken aus dem Finanzsektor auf den Haushaltssektor zu verlagern. Dazu zählt z. B. die zunehmende Bedeutung marktabhängiger Risiken von Lebensversicherungen und Pensionsfonds, der Verkauf von Kreditrisiken an Pensionsfonds und Versicherungen sowie der höhere Anteil variabel verzinslicher Hypotheken.

<sup>4</sup> Auch die Unterdeckungen in den Pensionskassen vieler US-Unternehmen haben sich auf Grund der Erholung am Aktienmarkt und höherer Kapitalmarktrenditen sowie regulatorischer Maßnahmen etwas verringert. Dennoch besteht langfristig das Risiko fort, dass die wachsenden Pensionsverbindlichkeiten von einigen Unternehmen nicht mehr erfüllt werden können.

Prozentpunkt auf nunmehr 5,7 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gestiegen. Angesichts des derzeitigen Wachstumsvorsprungs der USA ist bei anhaltend hohen Ölpreisen kurzfristig mit keiner nachhaltigen Verminderung des Leistungsbilanzdefizits zu rechnen.

### Japan

Im ersten Halbjahr 2004 wuchs das reale BIP in Japan um saisonbereinigt 2,6 %. Dabei ist es im zweiten Quartal zu einer Verlangsamung des Expansionstempos gegenüber dem Winter gekommen. Einen beträchtlichen Wachstumsbeitrag lieferte erneut der Export, der preis- und saisonbereinigt um 3 ½ % gegenüber dem ersten Quartal zunahm. Im Rahmen seiner jüngsten Prognose hat der IWF auch die Abhängigkeit der japanischen Konjunktur von der chinesischen Wirtschaft untersucht. Ein Rückgang des chinesischen Importwachstums um zehn Prozentpunkte hätte danach einen Wachstumsverlust gemessen am BIP um 0,5 Prozentpunkte zur Folge. Die mit einer „harten Landung“ in China verbundenen Risiken für Japan sind demnach durchaus beachtlich, zumal die Drittmarkteffekte bei dieser Schätzung noch nicht berücksichtigt sind. Die Risiken sind auch deshalb nicht zu vernachlässigen, weil die Inlandsnachfrage – nach der starken Expansion in den beiden Vorperioden – im Frühjahr stagnierte und die japanische Volkswirtschaft insofern auf externe Impulse angewiesen ist. Außerdem darf die derzeit insgesamt gute konjunkturelle Situation nicht darüber hinwegtäuschen, dass vor allem im Finanzsektor und bei den kleinen und mittleren Produktionsunternehmen noch ein erheb-

licher Konsolidierungsbedarf besteht und die Deflation noch nicht überwunden ist.

### EWU

Die im zweiten Halbjahr 2003 in Gang gekommene zögerliche Erholung im Euro-Raum hat nach der Jahreswende 2003/2004 an Schwung gewonnen. Im zweiten Vierteljahr wuchs das reale BIP saisonbereinigt – wie schon im ersten Quartal – um ½ %. Dabei beliefen sich die Wachstumsbeiträge der Inlandsnachfrage und des realen Außenhandels auf jeweils einen viertel Prozentpunkt.

Für dieses Jahr erwartet der EZB-Stab ein Wachstum des BIP zwischen 1,6 % und 2,3 %, und für 2005 prognostiziert er eine Spanne von 1,8 % bis 2,8 %. Gegenüber der Juni-Projektion des Eurosystems wurde eine Korrektur von 0,2 beziehungsweise 0,1 Prozentpunkten nach oben vorgenommen, die das besser als erwartete Ergebnis des ersten Halbjahres widerspiegelt. Angesichts der noch relativ verhaltenen binnenwirtschaftlichen Impulse bleibt der konjunkturelle Aufschwung nach wie vor anfällig für weltwirtschaftliche Störungen. Die Preisperspektiven haben sich ölpreisbedingt gegenüber der Juni-Prognose etwas eingetrübt. Zudem bleiben beachtliche Aufwärtsrisiken bestehen. Der Projektion vom Sommer zufolge könnte die Teuerung, gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), 2004 zwischen 2,1 % und 2,3 % liegen und sich 2005 in einer Spanne von 1,3 % bis 2,3 % bewegen.

Die finanziellen Verhältnisse der Unternehmen im Euro-Raum stehen einem sich selbst

*Anhaltendes  
Wachstum im  
zweiten Quartal*

*Prognose-  
korrekturen des  
EZB-Stabs*

*Gute  
Konjunkturlage  
mit Risiken*



*Verschuldungssituation der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften verbessert*

tragenden Aufschwung weiterhin nicht im Weg. Die Schuldenquote der nichtfinanziellen Unternehmen blieb in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres bei 62 % des nominalen BIP. Die auf Jahresrate hochgerechnete Zunahme der gesamten Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften betrug im zweiten Quartal 2004 rund 2 %, nach 2¼ % im ersten Quartal 2004. Die trotz der historisch niedrigen Fremdfinanzierungskosten moderate Entwicklung der Verschuldung dürfte bei erst partiell gefestigten Konjunkturerwartungen eine verstärkte Innenfinanzierung in der Anfangsphase eines Konjunkturaufschwungs widerspiegeln. Auch könnten einige Bilanzanpassungen noch nicht abgeschlossen sein. Die Verschuldung in Relation zum Gewinn ist seit Mitte 2003 rückläufig. Insgesamt scheint sich die Verschuldungssituation der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften verbessert zu haben.

*Finanzlage der privaten Haushalte insgesamt stabil*

Die am BIP gemessene Verschuldung der privaten Haushalte ist auf 54 % im zweiten Quartal 2004 gestiegen. Zur gleichen Zeit des Vorjahres betrug sie noch 52 %. Dahinter steht die anhaltend hohe Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten in Ländern mit boomenden Immobilienmärkten. Wegen des niedrigen Zinsniveaus blieb trotz der trendmäßigen Zunahme der Verschuldung der Anteil der Zinsausgaben der privaten Haushalte am BIP weitgehend auf dem Niveau von Mitte der neunziger Jahre. Dies weist darauf hin, dass die Finanzlage der privaten Haushalte im Euro-Raum insgesamt stabil ist.

## Deutschland

Im zweiten Quartal 2004 hat die konjunkturelle Erholung der deutschen Wirtschaft etwas an Schwung gewonnen. Das BIP nahm gegenüber dem Vorquartal um 0,5 % zu. Einschließlich des Ergebnisses für das erste Quartal erreichte das Wachstumstempo auf Jahresrate hochgerechnet 1¾ %. Erstmals seit längerem dürfte die durchschnittliche Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten zugenommen haben. Allerdings ist die Basis der gegenwärtigen Erholung bislang noch recht schmal. Starke positive Impulse gingen vor allem von der Außenwirtschaft aus. Die Inlandsnachfrage blieb gedämpft. Die hohe außenwirtschaftliche Abhängigkeit ist somit die Achillesferse des konjunkturellen Aufschwungs in Deutschland.

Dämpfend wirkt sich die Energieverteuerung auf Grund der kräftig gestiegenen Ölpreise aus, der für die Ölverbraucher einen Realeinkommensverlust zu Gunsten der Ölförderer bedeutet und hier zu Lande das Wachstum bremst. Im Rahmen von Simulationsstudien hat die Bundesbank die Auswirkungen eines dauerhaft hohen Ölpreises auf den HVPI-Preisindex und das BIP untersucht. Blieben die Ölpreise dauerhaft auf einem Niveau von 50 US-\$ pro Barrel, wären die Verbraucherpreise 2006 um ¾ % höher als nach der aktuellen Basisprojektion, das reale BIP läge um ¾ % unter der Basislinie.

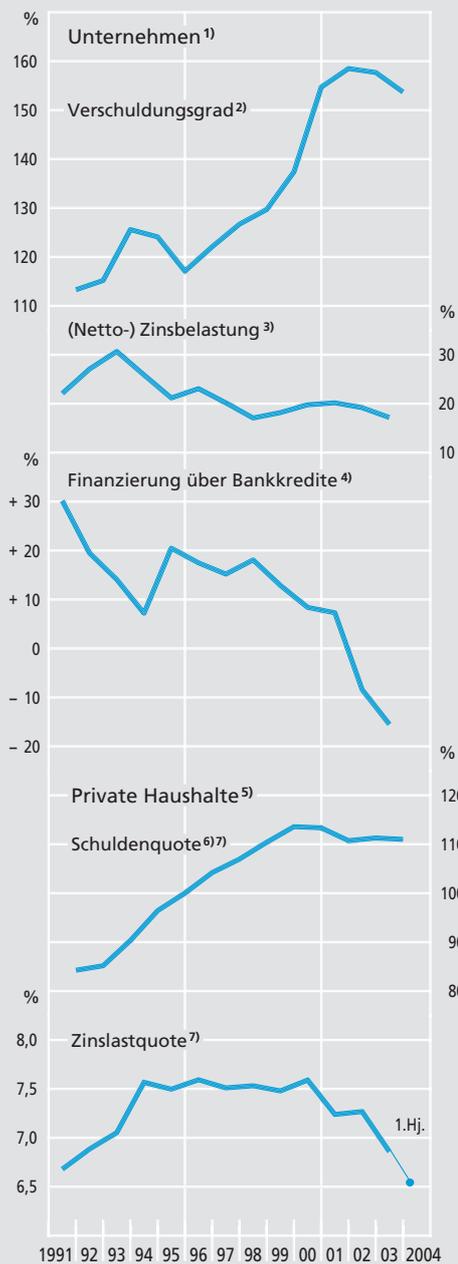
Insgesamt sind allerdings wichtige Rahmenbedingungen für eine Fortsetzung des Aufschwungs weiterhin gegeben, wenn auch die konjunkturelle Grunddynamik im zweiten

*Konjunkturelle Erholung bei hoher außenwirtschaftlicher Abhängigkeit*

*Gestiegene Ölpreissrisiken*

*Verbesserte finanzielle Situation der Unternehmen*

### Finanzielle Indikatoren des privaten Sektors



1 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften einschl. so genannter Quasi-Kapitalgesellschaften gemäß ESVG '95. — 2 In % der Bruttowertschöpfung; Stand am Jahresende. — 3 Nettozinsausgaben in % des Betriebsüberschusses. — 4 Finanzierung durch inländische Bankkredite in % des gesamten Mittelaufkommens. — 5 Abgrenzung gemäß ESVG '95. — 6 Stand am Jahresende. — 7 In % des verfügbaren Einkommens.

Deutsche Bundesbank

Halbjahr etwas geringer ausfallen könnte. Die Kostensituation ist entspannt und wirkt ertragsstabilisierend. Von der Finanzierungsseite her ist der Boden für mehr Wachstum bereitet. Die Anpassungen im nichtfinanziellen Unternehmenssektor sind gut vorangekommen. Im Jahr 2003 wurden von den Betrieben netto sogar Bankkredite getilgt. Ausschlaggebend hierfür war der Abbau von Verbindlichkeiten bei einer Reihe von Großunternehmen. Der Finanzierungssaldo war – wie bereits 2002 – leicht positiv. Die Zinsbelastung ist gesunken. Der Verschuldungsgrad ist auf 153 ½ % der Bruttowertschöpfung zurückgegangen.

Im bisherigen Jahresverlauf gingen von den Vermögensmärkten keine konjunkturelevanten Einflüsse aus. Zwar blieb das Kursniveau an den Aktienmärkten zuletzt unter seinem Stand zu Jahresbeginn, und im Wohnimmobilienmarkt dürften die Preise leicht gesunken sein. Zu einer generellen Neubewertung ist es aber bislang nicht gekommen. Im Jahr 2003 gingen erstmals seit einiger Zeit auch die Preise für neu errichtete Eigentumswohnungen und Eigenheime leicht zurück. Die Preise für gebrauchte Eigentumswohnungen tendieren bereits seit längerem etwas nach unten. Regional gesehen waren die Abschläge in den neuen Bundesländern stärker als in den alten. Zudem fielen sie in großen Städten eher höher aus als in kleineren Orten.

*Keine größeren konjunkturellen Effekte der Vermögensmärkte*

Die schon seit längerem zu beobachtende geringe Ausgabebereitschaft der privaten Haushalte hielt auch in den Sommermonaten 2004 an. Dies könnte – abgesehen von der schlechten Arbeitsmarktentwicklung – auch damit

zusammenhängen, dass die Diskussion über die Probleme der Renten- und Gesundheitssysteme die Notwendigkeit eigener Vorsorge stärker ins Bewusstsein gerückt hat. Der Aufbau privaten Vermögens für die Alterssicherung ist im Hinblick auf die demographischen Belastungen positiv zu werten. Dies verbessert längerfristig die finanzielle Position der privaten Haushalte und stützt insofern die Stabilität des Finanzsystems, auch wenn es derzeit die konjunkturelle Erholung bremst.

*Finanzielle Lage der privaten Haushalte weitgehend stabil*

Die Schuldenquote der privaten Haushalte ist 2003 weitgehend stabil geblieben, sie betrug am Jahresende 111% des verfügbaren Einkommens.<sup>5)</sup> Ende 1999 belief sie sich noch auf 113%. Die Zinsausgabenquote ging erneut zurück. Mit 6,5% des verfügbaren Einkommens stellt sie im Mittel keinen übermäßigen „Kostenblock“ für die privaten Haushalte dar. Zwar sind im internationalen Vergleich die durchschnittlichen Aufwendungen für Eigenheime recht hoch. Dem steht aber eine geringere Eigentümerquote gegenüber.

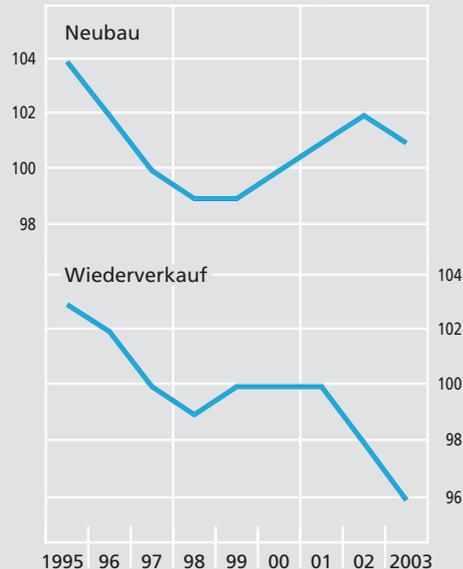
### Internationales Finanzsystem

*Weiterhin reichliche Liquiditätsausstattung im internationalen Finanzsystem*

Die Entwicklung im internationalen Finanzsystem war in der Berichtsperiode maßgeblich von einer weiterhin reichlichen Liquiditätsausstattung und der in den USA eingeleiteten Zinswende geprägt. Der anstehende Korrekturprozess ist zwar bislang ohne größere Marktanspannungen verlaufen. Allerdings bestehen weiterhin Risiken und Unwägbarkeiten für einzelne Segmente der internationalen Finanzmärkte. Darüber hinaus sind

### Immobilienpreise\*) in Deutschland

2000 = 100, Jahresdurchschnitte, log. Maßstab



\* Reihenhäuser und Eigentumswohnungen; eigene Berechnungen auf Basis von Grunddaten der BulwienGesa AG.

Deutsche Bundesbank

unter dem Blickwinkel der Finanzstabilität einige spezifische Aspekte und Risikofaktoren im internationalen Finanzsystem von Interesse, insbesondere die angespannten Immobilienmärkte in einigen Ländern, die zunehmende Bedeutung von Hedgefonds sowie Entwicklungen in den Schwellenländern und den neuen EU-Ländern.

### Finanzmärkte

Der Zeitpunkt, das Ausmaß und die Auswirkungen der Zinswende in den Vereinigten Staaten zählen zu den zentralen Themen an den internationalen Finanzmärkten seit Jah-

*Zinswende der Fed im Mai/Juni ...*

<sup>5)</sup> Da die Bezugsgröße der Schuldenquote das verfügbare Einkommen ist, ist sie nicht mit der weiter vorne genannten Schuldenquote des Euro-Raums vergleichbar. Bezugsgröße dort ist das nominale BIP.

## Rentenmärkte in der EWU und in den USA



Quellen: Bloomberg, Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen. — 1 Wochenendstände. — 2 Von den Anlegern unterstellte Varianz zukünftiger Preisänderungen. Gleitende Fünftagesdurchschnitte. Ermittelt aus dem Preis von An-Geld-Optionen.

Deutsche Bundesbank

resbeginn 2004. Besondere Aufmerksamkeit schenken die Marktteilnehmer dabei bislang der Entwicklung der neu geschaffenen Stellen auf dem US-Arbeitsmarkt, da angenommen wird, dass dieser Indikator erheblichen Einfluss auf die Zinsentscheidungen der Federal Reserve hat. In der Folge zweier überraschend positiver Arbeitsmarktberichte und höherer Inflationsraten zog die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen von Anfang April bis Mitte Mai vorübergehend um rund 100 Basispunkte auf über 4,8% an. Im Sommer neuerlich aufkommende Zweifel an der Stärke der US-Wirtschaft trugen zusammen mit moderaten Inflationsraten zu einem Renditenrückgang auf unter 4,0% bei. Die vergleichbaren Staatsanleihenrenditen im Euro-Raum folgten diesen Zinsbewegungen in gedämpfter Form.

Die eingeleitete Zinswende, die von der US-Notenbank vorab kommuniziert und in gemäßigten Schritten vollzogen wurde,<sup>6)</sup> verlief bisher ohne größere Anspannungen im internationalen Finanzsystem. Dies konnte insbesondere nach den Erfahrungen des abrupten Renditenanstiegs im Sommer 2003 und vor dem Hintergrund erheblicher Carry-Trade-Positionen nicht als selbstverständlich gelten. Zudem stellten die japanischen Währungsbehörden im März ihre offiziellen Devisenmarktinterventionen bis auf Weiteres ein, so dass von dieser Seite mit einer schwächeren Nachfrage nach US-Staatsanleihen zu rechnen war.<sup>7)</sup>

*... bisher ohne größere Markt-turbulenzen verlaufen, ...*

6 Die Federal Reserve hatte ab Mai eine moderate Straffung der Geldpolitik in ihren Stellungnahmen angekündigt und vollzog die ersten Schritte am 30. Juni, 10. August und 21. September (jeweils 25 Basispunkte).

7 Potenzieller Aufwärtsdruck auf die globalen Kapitalmarktrenditen erwächst daneben aus den hohen Defiziten der öffentlichen Haushalte.

Vor allem in den USA sind die Kapitalmarktzinsen gemessen an den langfristigen Inflations- und Wachstumserwartungen<sup>8)</sup> weiterhin auffällig niedrig, so dass das Risiko abrupter Kurseinbrüche auf dem Rentenmarkt trotz des zwischenzeitlichen Renditenanstiegs wieder zugenommen hat. Auf Grund der niedrigen Zinsen der vergangenen Jahre weist ein großer Teil der ausstehenden US-Anleihen einen niedrigen Zinskupon auf, was bei konstanter Restlaufzeit die Zinssensitivität der Anleiheportfolios im Vergleich etwa zu 1994 deutlich erhöht.

*... Risiken bestehen jedoch fort*

Angesichts der im längerfristigen Vergleich weiterhin relativ steilen US-Dollar-Renditekurve bestehen zudem Anreize für eine Finanzierung langfristiger Portfolioinvestitionen durch kurzfristige Mittel. Nach den schwächeren Konjunkturdaten im Juli und August dürften wieder verstärkt solche Carry Trades eingegangen worden sein.<sup>9)</sup> Abrupte Änderungen der Markterwartungen, insbesondere hinsichtlich der künftigen Wachstums- und Inflationsentwicklung, könnten eine plötzliche Rückabwicklung der Handelspositionen auslösen. Auf Grund der weiten Verbreitung dieser Anlagestrategie sind dabei Anspannungen an den Kapitalmärkten nicht auszuschließen, wengleich viele institutionelle Investoren solche Marktumschwünge in ihren Stresstests berücksichtigen.

*Marktteilnehmer erwarten moderaten Renditenanstieg*

Abgesehen von einer vorübergehenden Unsicherheit im April und Mai dieses Jahres nahm die implizite Volatilität aus Optionen auf langfristige US-Anleihefutures von August 2003 bis September 2004 tendenziell ab, was in Verbindung mit der steilen Zinsstruktur im

Wesentlichen die Markterwartung eines geordneten Renditenanstiegs widerspiegelt. Vor dem Hintergrund der nach wie vor sehr niedrigen kurzfristigen Realzinsen ist der moderate Anpassungspfad der US-amerikanischen Geldpolitik an ein weniger expansives Niveau allerdings mit Risiken verbunden, insbesondere wenn auf dem Weg der Inflationsdruck unerwartet zunehmen sollte.

Im Unterschied zu den USA liegen die Renditen im Euro-Währungsgebiet weiterhin näher an den langfristigen nominalen Wachstumserwartungen,<sup>10)</sup> so dass keine Anzeichen von Überbewertungen bestehen. Risiken liegen jedoch in einem Überschwappen von möglichen Anpassungsschocks an den US-Märkten auf Europa.

*Spillover-Risiken für Euro-Währungsgebiet*

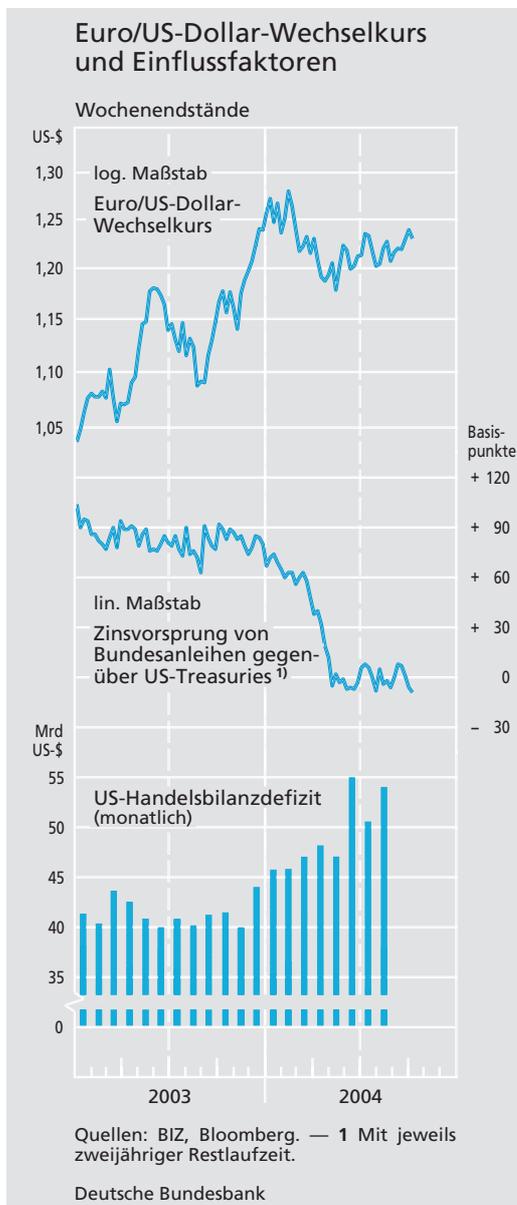
An den Devisenmärkten setzte sich die im September 2003 erneut einsetzende Abschwächung des US-Dollar gegenüber Euro und Yen bis in den Februar dieses Jahres fort. Nach Tiefständen von über 1,28 bewegte sich der Euro/US-Dollar-Kurs von März bis September in einer Spanne zwischen 1,18 und 1,25 seitwärts. Die monatlich veröffentlichten Daten zum Leistungsbilanzdefizit der USA fielen in diesem Jahr zwar zumeist negativer aus als von den Marktteilnehmern erwartet, dennoch reagierte der Wechselkurs in der Regel nur verhalten. Gestützt wurde der

*Dollar-Abwertung vorerst gestoppt*

<sup>8</sup> Gemäß Consensus-Forecast-Schätzung wird für die USA langfristig ein nominales BIP-Wachstum von 5,7% erwartet.

<sup>9</sup> Ein Anhaltspunkt hierfür sind Veränderungen in den Wertpapierpositionen der Staatsanleihenhändler (Primary Dealer) in den USA.

<sup>10</sup> Die langfristigen Schätzungen für das nominale BIP-Wachstum für das Euro-Währungsgebiet liegen gemäß Consensus Forecast derzeit bei 4%.



US-Dollar kurzfristig insbesondere von der gegenüber anderen Währungsräumen verbesserten Zins- und Wachstumsperspektive. Auch das hohe Defizit der öffentlichen Haushalte dürfte in den USA auf Grund der günstigeren Entwicklung der konjunkturabhängigen Steuereinnahmen etwas geringer ausfallen als dies noch zu Beginn des Jahres prognostiziert wurde. Vor diesem Hintergrund wurde die zur Jahreswende bei den Marktak-

teuren stark überwiegende Erwartung einer weiteren Dollar-Abwertung nicht erfüllt, was zeitweise zur Auflösung spekulativer Positionen führte und mit einer erhöhten Volatilität einherging. Dennoch vollzog sich der Kursumschwung zu Gunsten der US-Währung ohne größere Marktfriktionen.

Von dem sich ausweitenden US-Leistungsbilanzdefizit geht jedoch weiterhin das latente Risiko größerer Abwertungen des US-Dollar aus, zumal sich die Finanzierung seit einiger Zeit nicht mehr auf Direktinvestitionen, sondern auf potenziell volatilere ausländische Käufe von Rentenwerten stützt. Zudem haben wichtige Exportländer wie Japan und China die US-Währung zu Beginn des Jahres zwar durch massive Käufe gestützt. Auf Dauer dürften solche Interventionen jedoch aus binnenwirtschaftlichen Erwägungen dieser Länder an Grenzen stoßen. Letztlich werden die notwendigen strukturellen Anpassungen lediglich verzögert.

*Weiterhin Abwertungsrisiko aus Leistungsbilanzdefizit*

Während auf längere Sicht Risiken von einer weiteren Dollar-Abwertung ausgehen, könnten kurzfristig Anspannungen im Finanzsystem auch durch eine unerwartete Aufwertung der US-Währung entstehen. Soweit niedrig verzinsliche US-Dollar-Kredite aufgenommen wurden, um damit höher rentierliche Fremdwährungsanlagen zu finanzieren (Cross-Currency Carry Trades), könnte eine Dollar-Aufwertung bei steigenden US-Zinsen zu einer Rückabwicklung spekulativer Positionen führen. Der abrupte Wertzuwachs des breiten handelsgewichteten Dollar-Index im Mai dürfte zum Teil von solchen Effekten getrieben worden sein. Eine erhöhte Wech-

*Kurzfristige Aufwärtsrisiken aus Rückabwicklung von Cross-Currency Carry Trades*

selkursvolatilität könnte auch auf die Preise anderer Finanzaktiva überspringen und zu Fehllenkungen der globalen Kapitalströme beitragen.

*Aktienmärkte  
seit März mit  
Schwankungen  
seitwärts*

Der nach dem Irakkrieg einsetzende breite Kursanstieg an den internationalen Aktienbörsen kam seit März dieses Jahres ins Stocken. Obwohl die Quartalsberichte der Unternehmen überwiegend deutliche Gewinnsteigerungen auswiesen, traten verschiedene Belastungsfaktoren in den Vordergrund und führten zu einer Konsolidierung der Aktienkurse sowie zu kurzzeitigen Ausschlägen der impliziten Volatilität. Zum einen wurden die Marktteilnehmer durch die Terroranschläge von Madrid, aufflackernde Kämpfe im Irak und die Anhebung der Terrorwarnstufen in den USA immer wieder an die fortbestehenden geopolitischen Unsicherheiten erinnert. Zum anderen trübten zunehmend gemischte US-Konjunkturdaten und steigende Rohölpreise die Wachstumsaussichten ein und erhöhten die Unsicherheit über die Ertragsperspektiven der Unternehmen.

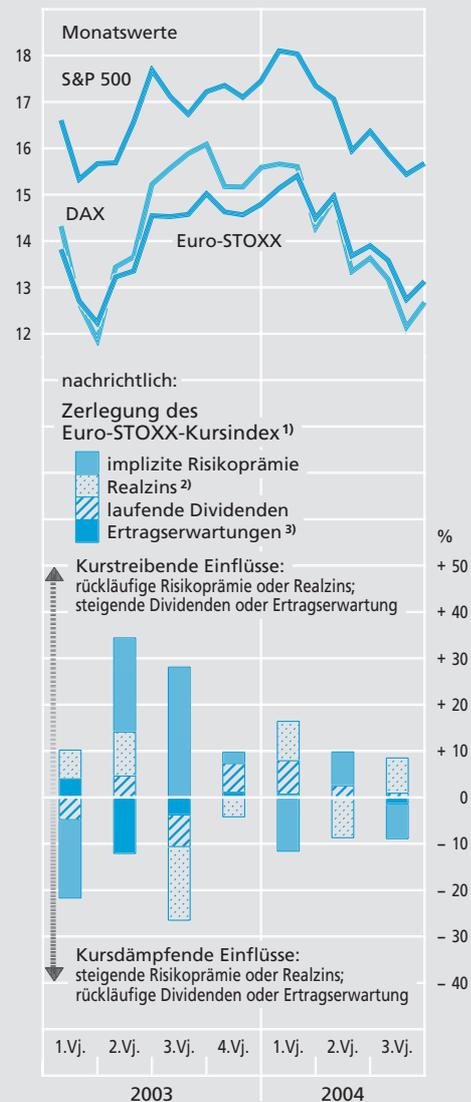
*Keine  
Anzeichen für  
Überbewertung  
auf den Aktien-  
märkten*

Infolge der verhalteneren Konjunkturaussichten nahmen die Risikoprämien für Anlagen in europäischen Aktien bis September wieder etwas zu und bewegen sich damit im historischen Vergleich weiterhin auf einem hohen Niveau.<sup>11)</sup> Gemessen als Differenz zwischen erwarteter Gewinnrendite<sup>12)</sup> und Realzins lagen sie im August und September laut

11 Breitere Maße für die Risikobereitschaft, wie der „State-Street-Investors-Confidence“-Index, weisen in die gleiche Richtung.

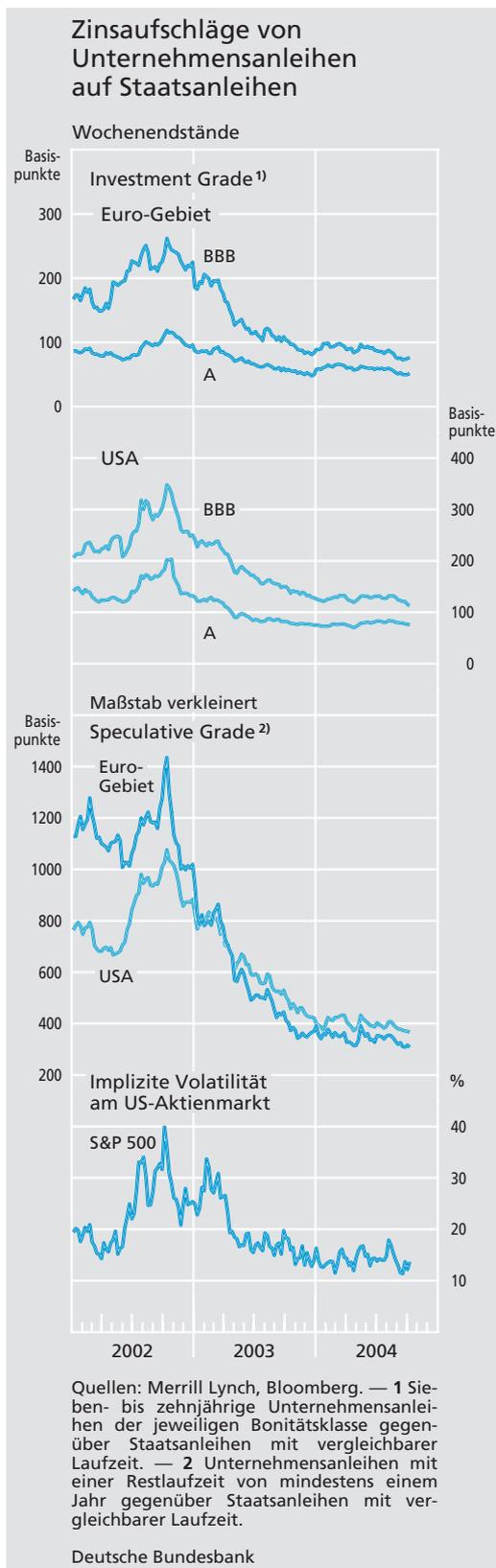
12 Errechnet als Verhältnis zwischen auf Jahresfrist erwarteten Gewinnen gemäß I/B/E/S (Institutional Brokers Estimate System) und aktuellem Kursniveau.

### Kurs-Gewinn-Verhältnis wichtiger Aktienindizes\*)



\* Auf der Grundlage von Gewinnerwartungen über den Zeitraum der nächsten zwölf Monate nach I/B/E/S. Quelle: Thomson Financial Datastream. — 1 Beitrag der Faktoren zur Kursänderung im dreistufigen Dividendenbarwertmodell gemäß R.J. Fuller und C.-C. Hsia (1984), A Simplified Common Stock Valuation Model, Financial Analysts Journal, September-October, S. 49-56. Unterstellte langfristige Gewinnwachstumsersparungen: 2,5%. Saldo aus positiven und negativen Einflüssen: Kursniveau-Änderung gegenüber der Vorperiode. — 2 Errechnet aus der durchschnittlichen Rendite zehnjähriger nominaler EWS-Staatsanleihen abzüglich der durchschnittlichen Inflationsersparungen über die nächsten zehn Jahre. Quelle: Consensus Forecast. — 3 Mittelfristige Gewinnwachstumsersparungen (in drei bis fünf Jahren) gemäß I/B/E/S-Analysten-schätzungen. Quelle: Thomson Financial Datastream.

Deutsche Bundesbank



I/B/E/S-Umfragen sowohl für den marktbreiten Dow Jones Euro STOXX als auch für den DAX bei rund 5 ½ Prozentpunkten. Im Vergleich zum Rekordniveau im Frühjahr 2003 liegen die Risikoprämien damit nur um etwa einen halben Prozentpunkt niedriger.<sup>13)</sup> Auch die Kurs-Gewinn-Verhältnisse an den US-amerikanischen und europäischen Aktienbörsen verminderten sich auf Werte, die zuletzt im Frühjahr 2003 erreicht wurden.<sup>14)</sup> Insofern gibt es derzeit keine Anhaltspunkte für eine übertriebene Risikoneigung der Marktteilnehmer und entsprechende Fehlbewertungen, die Risiken für Kurseinbrüche bergen würden.

Vor dem Hintergrund einer weiterhin reichlichen Liquiditätsausstattung an den Finanzmärkten blieb das Finanzierungsumfeld für kapitalmarktaktive Unternehmen im bisherigen Verlauf des Jahres 2004 außerordentlich günstig. Die Zinsaufschläge von internationalen Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen gingen zu Jahresbeginn insgesamt nochmals weiter zurück, wobei in US-Dollar- und Euro-denominierte Titel des Speculative-Grade-Segments im April langjährige Tiefstände erreichten. Der starke Anstieg der Kapitalmarktrenditen führte zwar Anfang Mai vorübergehend zu einer Ausweitung der Risikoaufschläge für Anleihen

*Finanzierungsumfeld für kapitalmarktaktive Unternehmen sehr günstig*

<sup>13</sup> Damit lagen die so gemessenen Risikoprämien für die Unternehmen im Euro STOXX und im DAX zuletzt um mehr als einen Prozentpunkt höher als zu Jahresbeginn. Hingegen blieb die implizit aus dem dreistufigen Dividendenbarwertmodell (unter Verwendung längerfristiger Gewinnerwartungen) ermittelte Risikoprämie für den DAX praktisch unverändert; für den Euro STOXX lag sie lediglich einen halben Prozentpunkt höher als zu Jahresbeginn.

<sup>14</sup> Bis Mitte September sank das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der von I/B/E/S-Analysten geschätzten Gewinne für die jeweils nächsten zwölf Monate für den DAX auf 12,7, für den Dow Jones Euro STOXX auf 13,2 und für den S&P 500 in den USA auf 15,7.



mit niedrigerem Rating. Allerdings wich die Unsicherheit schnell wieder aus dem Markt. Bei nachgebenden Renditen gingen anschließend die Risikoprämien bis Oktober auf Werte unterhalb des Jahresanfangsniveaus zurück. Dies steht im Einklang mit eigenen Berechnungen (vgl. Anhang auf S. 73), die einen im langfristigen Vergleich hohen Risikoappetit der Anleger am Anleihemarkt signalisieren.

*Geringeres  
Neuangebot  
internationaler  
Unternehmens-  
anleihen*

Zu den ausgesprochen geringen Risikoprämien dürften neben der anhaltenden „Suche nach Rendite“ eine Reihe weiterer Faktoren beigetragen haben. So ist das weltweite Angebot neuer Unternehmensanleihen (ohne Banken) auf dem internationalen Kapitalmarkt in den ersten drei Quartalen 2004 gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um circa 20 % zurückgegangen. Fortdauernde Entschuldungsbemühungen großer Emittenten tragen hierzu maßgeblich bei. Dies gilt beispielsweise für Unternehmen aus dem Telekommunikationssektor, auf die ein großer Teil der ausstehenden Anleihen entfällt. Daneben ließen die geringere Zahl von Firmenzusammenschlüssen und -übernahmen sowie bereits im Jahr 2003 durchgeführte Vorausfinanzierungen die Emissionstätigkeit deutlich zurückgehen.

*Hohe Nach-  
frage und  
veränderte  
Preisbildung*

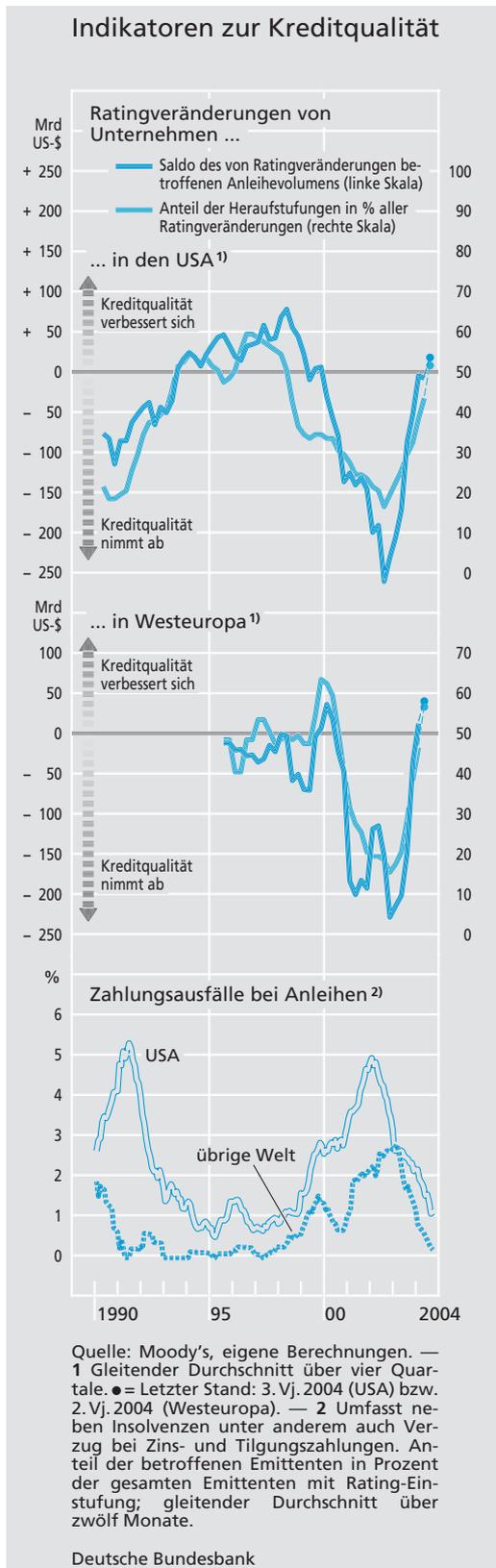
Von der Nachfrageseite wurde die Verringerung der Kreditspreads durch das starke Wachstum von strukturierten Finanzierungsinstrumenten (z. B. in Form von Collateralised Debt Obligations) begünstigt, bei denen Unternehmensanleihen als Deckung („Underlying“) verwendet wurden. Zudem dürfte die tendenzielle Abnahme der Aktienkursvolatili-

tät zu den niedrigeren Risikoaufschlägen beitragen. Dabei spielt eine Rolle, dass sich die Preisbildung für Unternehmensanleihen in jüngerer Zeit stärker an den Bewertungen der Unternehmen im Aktienmarkt orientiert.<sup>15)</sup>

Von Bedeutung ist schließlich die zunehmend stabilisierte Kreditqualität kapitalmarktaktiver Unternehmen. Nachdem im ersten Vierteljahr 2004 die über mehrere Jahre anhaltende Rating-Erosion bereits nahezu zum Stillstand gekommen war, überwogen im zweiten Quartal sowohl in Westeuropa als auch in den USA die Ratingheraufstufungen gegenüber entsprechenden Herabstufungen. Dieser Trend setzte sich nach bislang nur für die USA vorliegenden Daten auch im dritten Quartal fort. Parallel zum positiven Ratingtrend sanken die Zahlungsausfälle bei Unternehmensanleihen auf globaler Ebene im Jahresverlauf auf langjährige Tiefstände. Während sich in den USA das Kreditumfeld sektorübergreifend stabilisierte, beschränkten sich die Ratingverbesserungen in Westeuropa bisher in erster Linie auf den Finanzsektor. Der Trend steigender Bonität im Bereich kapitalmarktaktiver Unternehmen spiegelt neben der Aufhellung der gesamtwirtschaftlichen Perspektiven deutlich zunehmende Gewinne wider. In den vergangenen Monaten verwendeten die Unternehmen ihre freien Mittel in vielen Fällen jedoch nicht mehr für den weiteren Schuldenabbau, sondern für Maßnahmen wie Sonderausschüttungen und Aktienrückkäufe, die insbesondere den Anteils-

*Kreditqualität  
kapitalmarkt-  
aktiver Unter-  
nehmen  
deutlich  
verbessert*

<sup>15)</sup> Viele gebräuchliche Bewertungsmodelle für Unternehmensanleihen zerlegen den Titel in eine risikolose Anleihe und eine Stillhalter-Position in einer Put-Option, deren Preis unter anderem von der erwarteten Volatilität des Unternehmenswertes (d.h. dem Aktienkurs) abhängt, vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, April 2004, S. 25.



eignern zugute kamen. Auch dies deutet darauf hin, dass bei den Risikoprämien für Unternehmensanleihen kaum noch Spielraum für weitere Rückgänge besteht.

Zwar dürften die verbesserten Fundamentaldaten das Rückschlagpotenzial für die Risikoprämien bei Unternehmensanleihen insgesamt begrenzen. Dennoch könnte sich das außerordentlich niedrige Niveau als korrekturanfällig erweisen. Zum einen dürfte ein steigendes Zinsniveau mit einer Ausweitung der Zinsaufschläge einhergehen, zumal ein Renditenanstieg in der mittleren Frist mit höheren Zinsverpflichtungen durch Neu- und Refinanzierungen für die Unternehmen verbunden ist. Zum anderen könnte eine schwächere Wachstumsdynamik insbesondere die Kreditspreads von Emittenten mit geringerer Bonität, welche in den letzten Monaten verstärkt die günstigen Bedingungen des Anleihemarkts zur Fremdfinanzierung nutzten, belasten.

*Rückschlagpotenzial bei Unternehmensanleihen insgesamt begrenzt*

Auch im Bankenkreditmarkt hat sich in den letzten Monaten das Umfeld stabilisiert. Die Ergebnisse des Bank Lending Survey des Eurosystems zum Kreditgeschäft im Euro-Raum im zweiten Quartal 2004 zeigten insgesamt keine weitere Verschärfung der Kreditstandards an. Gleichzeitig setzte sich der Trend zu einer zunehmenden Risikodifferenzierung in der Konditionengestaltung fort.

*Keine weitere Verschärfung der Kreditstandards der Banken im Euro-Raum*

Die kürzerfristigen Zinssätze am Interbankenmarkt im Euro-Währungsgebiet änderten sich angesichts der seit Juni 2003 unveränderten Leitzinsen im Euro-Währungsgebiet nur wenig. Bei den längerfristigen Geldmarktsätzen gab es dagegen merkliche Schwankungen, die durch

*Am Geldmarkt im Euro-Gebiet merkliche Schwankungen der längerfristigen Geldmarktzinsen*

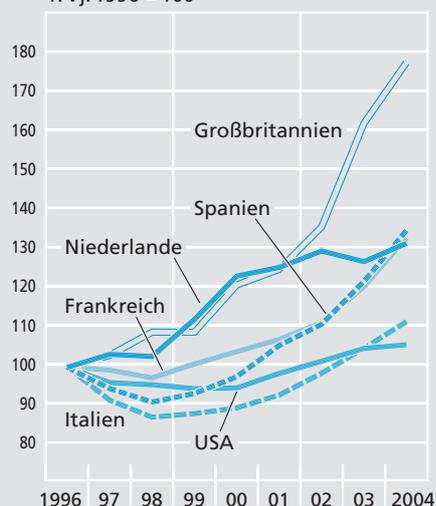
Unsicherheit über die weitere Zinsentwicklung ausgelöst wurden. So setzte der 12-Monats-EURIBOR im ersten Quartal 2004 seinen Anfang Dezember 2003 auf einem Stand von 2,50 % begonnenen Rückgang fort und fiel Ende März kurzzeitig leicht unter den Mindestbietungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte von 2,00 %, als die Marktteilnehmer eine weitere Zinssenkung der EZB nicht mehr ausschlossen. Bis Mitte Juni wurde diese Abwärtsbewegung jedoch wieder korrigiert. Es folgte ein zwischenzeitlicher Rückgang bis knapp unter 2,30 %, bevor im September eine Stabilisierung bei 2,40 % einsetzte.

*Entspannte  
Liquiditäts-  
bedingungen  
am Inter-  
bankenmarkt*

Trotz dieser Schwankungen verlief das Geschehen am Interbankenmarkt in ruhigen Bahnen. Die implizite Volatilität gemessen an den Preisen von Am-Geld-Optionen auf 3-Monats-EURIBOR-Terminkontrakte ging im Durchschnitt des Zeitraums Januar bis September 2004 im Vergleich zum Vorjahrszeitraum um sechs Prozentpunkte zurück. Es herrschten im Allgemeinen entspannte Liquiditätsbedingungen, was sich in den meisten Laufzeitbereichen in einem spürbaren Rückgang der Geld-Brief-Spannen für unbesicherte Geschäfte um bis zu fünf Basispunkte auf nunmehr zwei bis sechs Basispunkte niederschlug. Die Unsicherheit bezüglich der Bonität der Geschäftspartner nahm zum Vorjahr ebenfalls erkennbar ab. Die Spanne zwischen der Rendite unbesicherter und besicherter Geschäfte, der so genannte „Depo-Repo-Spread“, lag je nach Laufzeit bei zwei bis sieben Basispunkten und damit um bis zu zwei Basispunkte unter den Ständen des Vorjahres. Der reibungslose Übergang zum neuen geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosyste-

### Immobilienpreise\*) im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt

1. Vj. 1996 = 100



Quellen: nationale Statistiken, eigene Berechnungen. — \* Auf Grund unterschiedlicher Indexzusammensetzungen sind Vergleiche zwischen den Ländern nur mit erheblichen Einschränkungen möglich.

Deutsche Bundesbank

tems im März 2004 trägt zu einer weiteren Erhöhung der Geldmarktstabilität bei.<sup>16)</sup>

### Ausgewählte Risiken im globalen Finanzsystem und wichtigen Ländern

Mit Blick auf das internationale Umfeld kommt der Entwicklung der Immobilienpreise weiterhin eine bedeutende Rolle unter den Stabilitätsrisiken zu. Für das deutsche Finanzsystem bestehen Beziehungen dabei sowohl durch realwirtschaftliche Effekte als auch aus Geschäftsverbindungen mit anderen international tätigen Finanzinstituten und direkten

*Risikofaktor  
Immobilien-  
märkte*

<sup>16</sup> Eine ausführliche Darstellung des neuen geldpolitischen Handlungsrahmens findet sich in: Deutsche Bundesbank, Erste Erfahrungen mit dem neuen geldpolitischen Handlungsrahmen und der Beitrag der Bundesbank zur Liquiditätssteuerung des Eurosysteams, Monatsbericht, Juli 2004, S. 51–68.

Kreditengagements. Seit dem Kursverfall an den Aktienmärkten, der im Jahr 2000 einsetzte, profitierten Immobilien in vielen Industrieländern von der Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten. Verstärkt wurden die Mittelzuflüsse durch historisch günstige Finanzierungsbedingungen. Im Unterschied zu früheren Jahren dürfte Inflationsschutz als Motiv für den Immobilienerwerb in jüngerer Zeit kaum von Bedeutung gewesen sein.

*Unterschiedliche Risikolagen auf den Wohnimmobilienmärkten in Europa*

Unter den größeren Volkswirtschaften im Euro-Raum verzeichnen Spanien, Frankreich und Italien bei Wohnimmobilien kräftige, bereits länger andauernde Preissteigerungen, die das Einkommenswachstum der privaten Haushalte übertreffen und zunehmend die Frage einer Überhitzung aufwerfen. In den Niederlanden hat sich die Hauspreis-inflation hingegen seit 2002 etwas abgeschwächt. Eine abrupte Preiskorrektur im Zusammenhang mit steigenden Finanzierungskosten könnte insbesondere in Spanien neben den direkten Folgen für den volkswirtschaftlich wichtigen Bausektor auch zu einer Zunahme der Kreditausfälle im Haushaltssektor führen. Zum einen ist die Verschuldung der spanischen Privathaushalte relativ zum Einkommen höher als die entsprechende Quote in Frankreich und Italien. Zum anderen besteht in Spanien (wie in Großbritannien) auf Grund der weiten Verbreitung variabel verzinslicher Immobilienkredite zusätzlich das Risiko, dass die Haushalte ihre finanzielle Belastung bei steigenden Zinsen unterschätzen. Vor dem Hintergrund der größeren Unsicherheit der weiteren Immobilienpreisentwicklung können sich die Gläubiger zum Beispiel durch angemessene Bewertungsabschläge vor Verlusten

schützen. Auf Grund des starken Wettbewerbsdrucks bestehen jedoch Anreize für die Finanzinstitute, das Geschäftsvolumen auszuweiten und dazu die Kreditkonditionen entsprechend zu lockern.

Die jährliche Teuerungsrate britischer Wohnimmobilien scheint sich nach mehreren Leitzinserhöhungen der Bank of England<sup>17)</sup> merklich zu verlangsamen, nachdem sich zuvor die Anzeichen für eine Überbewertung dieses Marktes häuften. Das Risiko abrupter Preisrückgänge dürfte jedoch durch das knappe Wohnungsangebot, ein robustes Einkommenswachstum sowie die geringe Arbeitslosigkeit gemindert werden. In den USA beschleunigte sich der Preisauftrieb der Wohnimmobilien seit Jahresbeginn weiter, in 15 Bundesstaaten – darunter Kalifornien, Florida und New York – betrug die jährliche Steigerungsrate zum Teil deutlich mehr als 10%.<sup>18)</sup>

In der Folge verstärkten Personalabbaus sind in den vergangenen Jahren in vielen europäischen und US-amerikanischen Städten die Märkte für Büroflächen unter Druck gekommen. Die erwartete Entspannung wird wesentlich davon abhängen, wie schnell die konjunkturelle Erholung zu mehr Bürobeschäftigung führen wird. Im Vergleich mit den Büromärkten erwies sich die Nachfrage nach Einzelhandelsflächen in vielen Ländern als stabil, gestützt durch lebhaften, zum Teil kreditfinanzierten privaten Konsum. Als in Zu-

*Märkte für Gewerbeimmobilien teilweise unter Druck*

<sup>17</sup> Die Bank of England hat den Leitzinssatz seit dem 6. November 2003 in fünf Schritten von 3,50% auf 4,75% am 5. August 2004 angehoben.

<sup>18</sup> Preisindex des Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).

kunft belastend könnte sich jedoch die in einigen Ländern hohe Verschuldung der privaten Haushalte erweisen, falls sich diese negativ auf die Konsumnachfrage auswirkt.

*Günstige Lage der US-Banken*

Der US-amerikanische Bankenmarkt, der für die Risikolage der international tätigen Banken besonders relevant ist, profitierte im ersten Halbjahr 2004 weiterhin von einem lebhaften Wirtschaftswachstum und den per Saldo nur moderat steigenden Zinsen. Der niedrige Anteil von Problemkrediten, der im ersten Quartal erstmals wieder unter dem Niveau der Boomjahre 1999/2000 lag, wirkte sich dämpfend auf die Risikovorsorge aus. Zu dem günstigen Umfeld für die Geschäftsbanken trug in der ersten Jahreshälfte wesentlich die starke Nachfrage nach Immobilienkrediten bei, deren Zuwächse sich allerdings in den Sommermonaten abschwächten. Seit dem Zinsanstieg zu Beginn des zweiten Quartals sind zudem die Anträge zur Umfinanzierung laufender Hypotheken deutlich zurückgegangen, was die Gebühreneinnahmen der Banken verminderte.

*Steigende Kapitalmarktzinsen mit insgesamt positiver Wirkung auf die Banken*

Mittelfristig dürften moderat steigende Kapitalmarktzinsen für die Banken aber besser zu verkraften sein als anhaltend niedrige Zinsen, von denen in der Regel zunehmender Druck auf die Margen ausgeht. Steigende Zinsen könnten jedoch zu höheren Ausfallraten bei Konsumentenkrediten führen und einige regionale Wohnungsmärkte belasten. Zudem sind die Kreditrisiken einzelner Banken stark auf Gewerbeimmobilien konzentriert. Das Bankensystem insgesamt scheint jedoch auf Grund seiner Ertragsstärke und Kapitalausstattung gut positioniert, um Schocks ab-



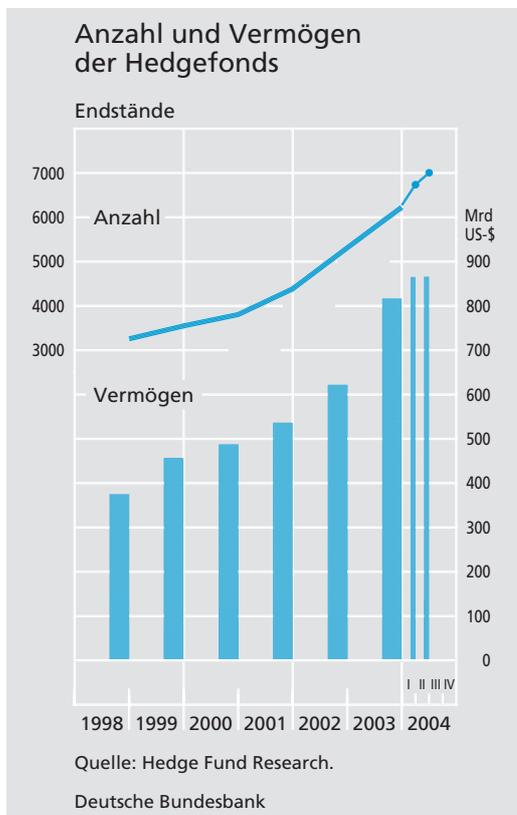
federn zu können. Dies spiegelt sich auch in den Ratingveränderungen der US-Banken wider, bei denen bereits seit Anfang 2002 die Heraufstufungen die Herabstufungen deutlich überwogen.

Die Ergebnisse einzelner US-amerikanischer Großbanken werden jedoch weiterhin durch erhebliche Risiken aus laufenden Gerichtsverfahren belastet. Allein die Ansprüche im Zusammenhang mit Enron und WorldCom schlugen sich im ersten Halbjahr 2004 in Rückstellungen und Schadenersatzzahlungen von über 7 Mrd US-\$ nieder.

Für Investmentbanken in den USA deutet die Entwicklung ihrer Aktienkurse nach dem erfolgreichen ersten Halbjahr auf ein schwierigeres Kapitalmarktumfeld hin. Der S&P

*Rechts-...*

*... und Marktrisiken*



500-Sub-Index für Investmentbanken weist gegenüber dem Hauptindex seit Jahresanfang eine deutliche Underperformance auf. Möglicherweise spielt dabei die Ausweitung der ausgewiesenen Marktrisikopositionen eine Rolle, die prinzipiell ein höheres Risikopotenzial bei unerwarteten Marktentwicklungen birgt. In anderen Geschäftssparten des Investment Banking, wie dem Aktienhandel, dem Emissionsgeschäft und der Beratung bei Fusionen ist die Geschäftsentwicklung verhalten.

*Hohe Mittelzuflüsse in Hedgefonds*

Die lang anhaltende Niedrigzinsphase hat nicht zuletzt Hedgefonds von der „Suche nach Rendite“ profitieren lassen und zu starken Mittelzuflüssen geführt, die sich erst in jüngster Zeit abschwächen. Zunehmend treten dabei auch Banken, Versicherungen und Pensionsfonds als Investoren auf.<sup>19)</sup> Das welt-

weite Gesamtvolumen der Branche per Juni 2004 wird auf 800 Mrd US-\$ bis 1 100 Mrd US-\$ geschätzt; dabei haben Anlagen in Dach-Hedgefonds<sup>20)</sup> deutlich an Bedeutung gewonnen und machen inzwischen rund ein Fünftel der Mittelanlagen in Hedgefonds aus. Angesichts ihrer überproportional hohen Umschlagshäufigkeit haben sich Hedgefonds zu bedeutenden Akteuren in einzelnen Marktsegmenten entwickelt, zudem stellen sie eine wichtige Quelle unter anderem für Provisionserträge ihrer Hausbanken (Prime Broker) dar.

Für eine Reihe von Anlagestrategien verliefen die letzten Monate weniger erfolgreich, insbesondere trendorientierte Strategien waren vom Richtungswechsel an den Märkten betroffen. Verstärkter Performancedruck für Hedgefonds dürfte daraus resultieren, dass sich bei steigenden Marktzinsen die relativen Renditevorteile im Vergleich zu traditionellen Anlageformen verringern (Zu den Schwierigkeiten einer adäquaten Performancemessung siehe die Erläuterungen auf S. 28). Gleichzeitig erhöhen sich die Kosten der Fremdfinanzierung zum Ausnutzen von Leverage-Effekten. Mit Blick auf die stark gestiegenen Anlagemittel der Hedgefonds-Branche liegt überdies die Vermutung nahe, dass sich Ertragschancen auch dadurch verringern könnten, dass erfolgreiche Strategien nachgeahmt werden und sich Marktineffizienzen abbauen dürften.

*Gestiegener Ertragsdruck*

<sup>19</sup> Bezüglich der Verbindungen zwischen Hedgefonds und Banken vgl. Erläuterungen auf S. 42.

<sup>20</sup> Dach-Hedgefonds (engl. fund of hedge funds) investieren ihre Anlagegelder in ein Portfolio von Hedgefonds. Auf diese Art können Anleger ihr Portfolio besser diversifizieren und in Fonds mit hohen Mindesteinzahlungen investieren.

*Schwer  
abschätzbare  
Risikopotenziale  
erfordern  
besseren  
Einblick*

Das in diesem veränderten Marktumfeld von Hedgefonds ausgehende Risikopotenzial ist schwer abschätzbar, wozu nicht zuletzt die geringe Markttransparenz beiträgt. Risiken sind im Falle von Verlusten zum einen mit einem hohen Verschuldungsgrad (Leverage) verbunden. Dieser Leverage-Effekt dürfte bei Betrachtung aller direkten Fremdfinanzierungsanteile der gesamten Anlagekette „Investor – Dach-Hedgefonds – Single-Hedgefonds“ sowie unter Einbeziehung von Derivatepositionen (indirektes Leverage) deutlich höher ausfallen als die in der Regel nur auf dem direkten Fremdfinanzierungsanteil von Hedgefonds beruhenden Marktschätzungen vermuten lassen. Zum anderen bestehen in weniger liquiden Marktsegmenten nicht unerhebliche Liquiditätsrisiken, insbesondere im Fall gleichgerichteter Handelsstrategien von Hedgefonds. Vor diesem Hintergrund könnten Risiken auf kreditgebende Hausbanken der Hedgefonds ausstrahlen, wenn der gestiegene Wettbewerbsdruck um Prime-Broker-Mandate zu einer Aufweichung der Standards zur Überwachung und Begrenzung von Kreditrisiken führt. Ein besserer Einblick offizieller Stellen in das Ausmaß von Leverage und Marktrisiken bei Hedgefonds wäre daher unter dem Gesichtspunkt der Finanzstabilität geboten.

*Deutliche Verbesserung der Lage im japanischen Bankensystem ...*

Die Lage des japanischen Bankensystems hat sich merklich verbessert. Daran haben der anhaltende wirtschaftliche Aufschwung und nicht zuletzt der zunehmende Druck auf die Banken seitens der Regierung und insbesondere der Finanzaufsichtsbehörde (Financial Services Agency) maßgeblichen Anteil. In Bezug auf Aktiva und Eigenkapitalposition der Banken sind qualitative Verbesserungen zu

verzeichnen, dagegen verläuft die Entwicklung der Erträge – trotz erkennbaren Aufwärtstrends – noch nicht zufriedenstellend. Die notleidenden Kredite sind von 52,4 Billionen Yen oder 394 Mrd € (Höchststand im März 2002) auf 34,6 Billionen Yen (260,2 Mrd €) im März 2004 gesunken. Die Großbanken haben das Regierungsziel nahezu schon erfüllt, die notleidenden Kredite – ausgehend vom Stand im März 2002 – bis März 2005 zu halbieren. Demgegenüber liegen die Regionalbanken und die genossenschaftlichen Kreditinstitute, die fast nur von regionaler Bedeutung sind, beim Abbau von Problemkrediten und der Durchführung notwendiger Strukturreformen weit zurück.

Mit Blick auf die Marktrisiken ist der Aktienbestand japanischer Banken zwar weiter zurückgegangen, bleibt aber noch groß genug, um bei einzelnen Kreditinstituten im Falle sinkender Aktienkurse zu Rückschlägen zu führen. Hingegen ist der Bestand an japanischen Staatsanleihen (JGBs) gestiegen – gewissermaßen als Alternative zur schwachen Kreditvergabe. Daher könnte ein abrupter Zinsanstieg viele Banken erheblich belasten, zumal in der Folge auch die notleidenden Kredite wieder ansteigen dürften. Insgesamt scheint sich das Marktrisiko der japanischen Banken aber verringert zu haben. Der vorgesehene Wegfall der unbeschränkten staatlichen Einlagengarantie ab April 2005 könnte sich zwar ungünstig auf schwache Banken auswirken, dürfte aber nicht mit Risiken für das Bankensystem als Ganzes verbunden sein.

*... bei fortbestehenden Marktrisiken*

Im vergangenen Jahr führten Fortschritte in den wirtschaftlichen Grunddaten der Schwel-

## Schwierigkeiten der Performancemessung bei Hedgefonds-Indizes

Mit dem starken Wachstum der Hedgefonds-Branche hat auch die Nachfrage nach Indizes<sup>1)</sup> zugenommen, die Informationen zur Wertentwicklung von Hedgefonds zur Verfügung stellen. Diese können sowohl als Maßstab für den Anlageerfolg einzelner Hedgefonds als auch zum Vergleich mit traditionellen Anlageformen (z. B. Aktien- und Rentenmarktanlagen) herangezogen werden.

Es zeigt sich allerdings, dass die Performance-Angaben verschiedener Indizes zur Messung des Gesamtergebnisses der Branche häufig beträchtlich voneinander abweichen, vor allem bei schwierigen Marktverhältnissen. Dies liegt vor allem daran, dass Hedgefonds keine homogene Anlageklasse bilden, sondern eine Vielzahl von Anlagestrategien umfassen. Die Zahl, Auswahl und Gewichtung der Fonds unterscheiden sich bei den einzelnen Indexanbietern teilweise erheblich. Divergenzen sind auch in den Sub-Indizes für einzelne Strategietypen (z. B. Global Macro-, Relative Value Arbitrage-, Long/Short Equity-Hedgefonds) zu verzeichnen, wozu uneinheitliche Abgrenzungen der Strategievarianten einzelner Index-Anbieter beitragen.

Darüber hinaus ist die Konstruktion von Hedgefonds-Indizes methodischen Problemen ausgesetzt, die größer sind als die von Indizes traditioneller Anlageformen. So gibt es Anhaltspunkte, dass die Performance-Angaben von Hedgefonds-Indizes stärkeren systematischen Verzerrungen unterliegen.

Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass die Meldungen der Hedgefonds auf freiwilliger Basis erfolgen und nicht standardisiert sind, was die Verlässlichkeit der Daten beeinträchtigt und die Vergleichbarkeit erschwert sowie Aussagen zu publizierten Risikokennziffern relativiert.

In der Literatur werden vor allem die folgenden potenziellen Verzerrungseffekte in der Beurteilung der Renditeentwicklung von Hedgefonds-Indizes unterschieden:<sup>2)</sup>

- **Selection Bias (Self-Reporting Bias):** Entsteht auf Grund eingeschränkter Repräsentativität der zu Grunde liegenden Datenbank. Dabei spielt insbesondere die Freiwilligkeit der Berichterstattung der Hedgefonds eine Rolle. So dürfte der Anreiz, Daten offen zu legen, für erfolgreiche Hedgefonds-Manager auf der Suche nach neuen Investoren höher einzuschätzen sein als für Hedgefonds-Manager, die ein angestrebtes Anlagevolumen schon erreicht haben oder die eine negative Performance aufweisen.
- **Survivorship Bias:** Resultiert daraus, dass die negative Performance von Fonds, die aus den Indizes entfallen, nicht oder nur unzureichend berücksichtigt wird.<sup>3)</sup> Nach Marktschätzungen scheiden jedes Jahr bis zu 20 % aller Hedgefonds aus dem Markt aus. Damit legen Renditeberechnungen, die nur auf den Perfor-

<sup>1</sup> Anbieter von Hedgefonds-Indizes sind beispielsweise Credit Suisse First Boston/Tremont, TASS Research, Hedge Fund Research, Van Hedge Fund Advisors International, Hennessee Group und Zurich Capital Markets (ehemals Managed Accounts Reports – MAR). — <sup>2</sup> Für eine Übersicht zu empirischen Arbeiten zur Problematik der Performancemessung z. B.: A. Signer (2003), Generieren Hedge Funds einen

Mehrwert?, Berlin, Stuttgart, Wien. — <sup>3</sup> Gründe für die Entfernung aus dem Index dürften nicht ausschließlich in der Auflösung einzelner Hedgefonds, sondern können auch in der Einstellung der (freiwilligen) Berichterstattung liegen. Die Vermutung liegt aber nahe, dass ein Großteil dieser Fonds aus mangelnder Performance ausscheidet. — <sup>4</sup> Eine Rolle spielt auch der jeweilige Strategietyp. Zudem sind



mancezahlen „überlebender“ Fonds beruhen, eine zu positive Wertentwicklung nahe.

- **Instant History Bias (Backfilling Bias):** Tendenziell besteht ein Anreiz für Fondsmanager, eine Aufnahme in einen Index eher zum Zeitpunkt einer vorangegangenen überdurchschnittlichen Wertentwicklung zu beantragen als bei einer schlechten Performance. Durch die nachträgliche Erfassung der gesamten Historie erfolgreicher Hedgefonds wird der tatsächliche Anlageerfolg tendenziell überzeichnet.

Diese systematischen Verzerrungseffekte können dazu führen, dass die publizierten Renditen tendenziell zu hoch ausgewiesen werden. Eine exakte Quantifizierung dieser Verzerrungseffekte ist schwierig und hängt unter anderem vom Betrachtungszeitraum und der zur Verfügung stehenden Stichprobenauswahl ab;<sup>4)</sup> zudem unternehmen einige Indexanbieter Anstrengungen, die Verzerrungen zu verringern. Eine Reihe von Studien<sup>5)</sup> beziffert den Wert einer möglichen Überschätzung der tatsächlich durch Hedgefonds erzielbaren Rendite aus Survivorship Bias auf 1,3 % bis 4,0 % pro Jahr<sup>6)</sup> und aus Instant History Bias auf 0,5 % bis 4,0 % pro Jahr, während zum Selection Bias keine Schätzungen verfügbar sind.

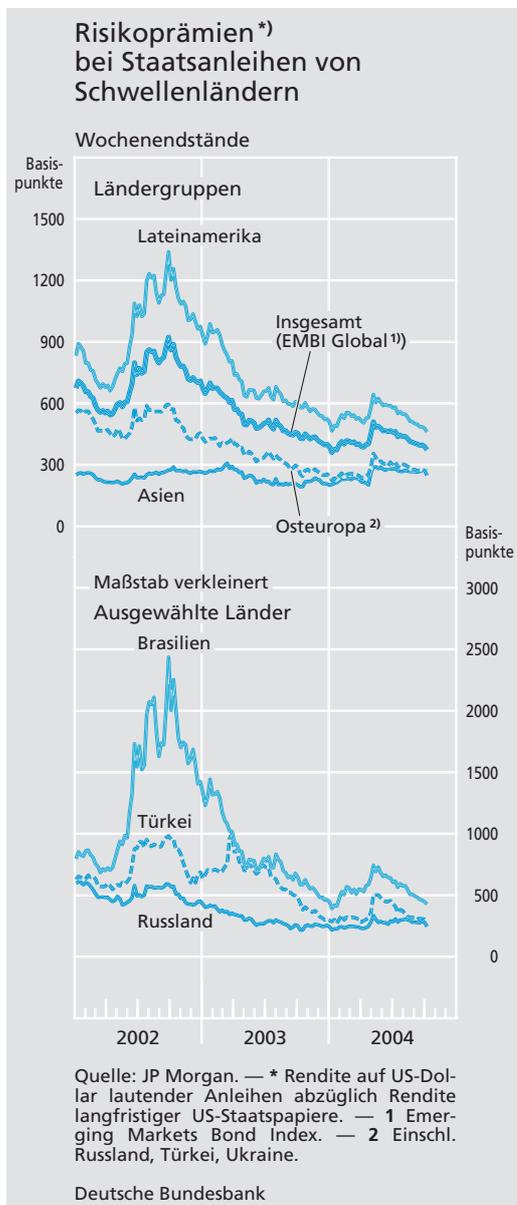
Ein weiteres Problemfeld stellen so genannte „**managed prices**“ dar. Hedgefonds sind oftmals

beispielsweise Dach-Hedgefonds weniger stark vom Survivorship Bias betroffen als Single-Hedgefonds. — 5 Vgl.: A. Signer, a.a.O.; Posthuma/van der Sluis (2003), A Reality Check on Hedge Fund Returns, Amsterdam; Fung/Hsieh (2000), Performance characteristics of hedge funds and CTA funds: Natural versus spurious biases, in: Journal of Quantitative and Financial Analyses, 35, S. 291–307; Amin/Kat (2002),

in nicht börsennotierten oder illiquiden Werten investiert, für die es keine gängigen Marktpreise gibt, so dass bei der Bewertung Ermessensspielräume bestehen. So zielt die kürzlich von der US-Aufsichtsbehörde SEC gestartete Regulierungsoffensive unter anderem auf das Problem der Ertragsglättung ab, wonach Fondsmanager dazu neigen, die Renditeschwankungen künstlich zu glätten und so die Volatilität ihrer Erträge günstig zu beeinflussen versuchen. Dies kann auch dadurch erreicht werden, dass eine einmal bestimmte Bewertung mangels zeitnaher Neubewertung über einen längeren Zeitraum unverändert fortgeschrieben wird. Im Ergebnis kann dies dazu führen, dass sowohl Angaben zur Volatilität als auch zur Korrelation mit traditionellen Anlageformen tendenziell zu niedrig ausfallen.

Die potenziellen Verzerrungen legen eine vorsichtige Interpretation der berichteten Performanceentwicklung von Hedgefonds-Indizes nahe. Die zuletzt schwächere Wertentwicklung fast aller Strategien deutet zudem darauf hin, dass sich auch diversifizierte Dach-Hedgefonds nicht dauerhaft von bestimmten Marktgegebenheiten abkoppeln können. Daher ist es bei Hedgefonds noch wichtiger als bei anderen Anlageformen, dass die Anleger ihre Renditeerwartungen nicht ausschließlich aus historischen Indexvergleichen ableiten, sondern sich auch eine genaue Kenntnis der verschiedenen Produkte und Strategien verschaffen.

Welcome to the dark side – Hedge Fund Attrition and Survivorship Bias over the Period 1994–2001, working paper, Cass Business School; B. Liang (2000), Hedge Funds: the living and the dead, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 35(3), S. 309–360. — 6 Zum Vergleich: Der Survivorship Bias bei Investmentfondsanlagen wird auf 0,5 % bis 1,5 % geschätzt.



Volatile  
Entwicklung  
der Risiko-  
aufschläge bei  
Schwellen-  
ländern

lenländer, vor allem aber auch die reichliche Liquidität und die höhere Bereitschaft internationaler Investoren, Risiken einzugehen, zu einem kräftigen Anstieg der privaten Netto-Kapitalzuflüsse in diese Länder (von 44 Mrd US-\$ im Jahr 2001 auf 115 Mrd US-\$ im Jahr 2003)<sup>21</sup> und zu einem Rückgang der Risikoaufschläge am Markt für Staatsanleihen auf zum Teil historische Tiefstände. Im Zuge von Spekulationen über eine anstehende Zinswende an den US-

Märkten setzte bei den Risikoaufschlägen bereits im Januar 2004 eine Gegenbewegung ein, die den durchschnittlichen Spread bis Anfang Mai um mehr als 150 Basispunkte ansteigen ließ. Seitdem bildeten sich die Risikoprämien für Anleihen der Schwellenländer nahezu bis auf das Niveau von Anfang des Jahres zurück. Maßgeblich hierfür war, dass die Marktteilnehmer kaum mehr mit einem sprunghaften Anstieg des Weltzinsniveaus rechneten. Von der volatilen Entwicklung der Risikoaufschläge waren Länder wie Brasilien und die Türkei besonders betroffen, während vor allem die Risikoprämien asiatischer Schwellenländer weniger stark schwankten.<sup>22</sup> Es spricht viel dafür, dass die Märkte inzwischen wieder stärker zwischen einzelnen Ländern differenzieren, so dass ein weiterer Anstieg der globalen Zinssätze die Schwellenländer unterschiedlich treffen wird. Für Länder mit großen Anpassungsfortschritten wird ein Anstieg der Risikoaufschläge wohl so lange kein großes Problem darstellen, wie die Aussicht auf steigende Exporte und kräftiges Wachstum günstig bleibt.

Trotz erzielter Anpassungsfortschritte bleibt vor allem Brasilien wegen der Höhe und der ungesunden Struktur der öffentlichen Verschuldung krisengefährdet. Ein Vorteil ist jedoch, dass der Umfang wechselkursindexierter Staatsverbindlichkeiten inzwischen gesunken ist und die Regierung bereits einen großen Teil ihres externen Refinanzierungsbedarfs für dieses Jahr gedeckt hat. Ein hohes

*Brasilien, Türkei  
und Philippinen  
bleiben  
verwundbar*

<sup>21</sup> Gemäß Abgrenzung des World Economic Outlook des IWF, September 2004. Hierin sind auch die Netto-Kapitalzuflüsse in Entwicklungsländer und nach Hongkong, Israel, Korea, Singapur und Taiwan enthalten.

<sup>22</sup> Eine Rolle dürfte dabei auch spielen, dass liquidere Marktsegmente in höherem Maße zu Positionsveränderungen kurzfristig orientierter Anleger genutzt werden.

Gefährdungspotenzial besteht auch für die Türkei. Die reduzierte, aber immer noch hohe Auslandsverschuldung bei wieder steigendem Defizit der Leistungsbilanz könnte zu Vertrauensverlusten führen, zumal ein hoher Anteil des Finanzierungsbedarfs nur kurzfristig aufgebracht werden kann. Für die Philippinen erweist sich die Finanzierung der andauernden Defizite der öffentlichen Haushalte als eine zunehmende Belastung. Die hohe öffentliche Verschuldung ist zu einem Großteil in fremder Währung denominated. Der hieraus folgende hohe externe Finanzierungsbedarf macht das Land gegenüber plötzlichen Änderungen der Einschätzungen internationaler Anleger verwundbar. Die aktive Leistungsbilanz stellt jedoch ein Gegengewicht dar. Die ungelösten Verschuldungsprobleme Argentiniens bringen eine hohe Verantwortung des IWF mit sich, eine Prolongation seiner eigenen Finanzhilfe nur auf der Basis eines durchgreifenden Anpassungsprogramms in Betracht zu ziehen. Eine solche Stringenz ist erforderlich, um ein faires Verhalten der argentinischen Behörden gegenüber ihren privaten Gläubigern zu fördern und einen möglichst raschen Abbau der Verbindlichkeiten gegenüber dem Fonds zu erreichen. Nachgiebigkeit des IWF könnte nicht zuletzt den Anpassungswillen anderer Schuldnerländer schwächen.

*Förderung der heimischen Finanzmärkte ein wichtiges Anliegen bei der Krisenvermeidung*

Um die Krisenfestigkeit der Schwellenländer weiter zu stärken, kommt es längerfristig darauf an, die Voraussetzungen dafür zu schaffen, dass sie Auslandskapital zunehmend in eigener Währung aufnehmen beziehungsweise Fremdwährungsfinanzierungen zurückdrängen können. Zu diesem Zweck müssen Anstrengungen unternommen werden, stabile und

effiziente heimische Finanzsektoren zu entwickeln, damit diese als Kanal für den Zufluss ausländischer Ersparnisse dienen können. Die Verschuldung in fremder Währung verliert zugleich an Attraktivität, wenn den Wechselkursen mehr Spielraum gegeben wird, da das Risikobewusstsein der Kreditnehmer dann zunehmen dürfte. Insbesondere die G20 hat sich der Förderung heimischer Finanzmärkte als einem wichtigen Anliegen angenommen (vgl. Erläuterungen auf S. 32 f.).

Die Finanzsysteme der neuen EU-Staaten sind in erster Linie bankbasiert, während Aktien- und Anleihemärkte noch verhältnismäßig klein sind. Die Mehrzahl der heimischen Banken wurde in den letzten Jahren von westlichen Instituten, meist aus dem alten EU-Raum, übernommen. Daher sind die Finanzmärkte der neuen EU-Staaten bereits intensiv mit dem internationalen Finanzsystem verflochten, wengleich hieraus resultierende Risiken für das deutsche Finanzsystem gering sind. Durch den EU-Beitritt und damit die volle Integration in den europäischen Finanzmarkt dürften sich der Bankenwettbewerb, der Druck auf die Ertragsmargen sowie die Tendenz zur Konsolidierung weiter verstärken.

*Bankbasierte Finanzsysteme in den neuen EU-Staaten*

In der Mehrzahl der neuen EU-Länder geht der Anstieg der Bankkredite über das gesamtwirtschaftliche Wachstum deutlich hinaus. Die Tendenz zu intensiverer Finanzintermediation hängt freilich mit günstigen Wirtschaftsperspektiven der Region im Zuge des EU-Beitritts zusammen, aber auch mit den erreichten Zinskonditionen, die sich im historischen Vergleich zumeist auf einem nied-

*Starkes Kreditwachstum auf Grund guter Wirtschaftsentwicklung und niedriger Zinsen*

## Stabile und leistungsfähige Finanzsysteme der Schwellenländer als Mittel der Krisenverhütung

Die informelle Gruppe der 20 (G20)<sup>1)</sup> befasst sich insbesondere mit Fragen des internationalen Währungs- und Finanzsystems und der weltwirtschaftlichen Integration (Globalisierung). In den letzten beiden Jahren standen die erforderlichen institutionellen Grundlagen für stabile und effiziente Finanzsektoren im Mittelpunkt der Diskussion. Zahlreiche G20-Mitglieder erstellten öffentlich verfügbare Studien über eigene Erfahrungen beim Aufbau des institutionellen Rahmens (vgl.: [www.G20.org](http://www.G20.org)). Die Studien betonen Deregulierungs- und Liberalisierungsbestrebungen als Triebkräfte für die Verbesserung der institutionellen Fundamente. Darauf aufbauend setzte sich ein G20-Seminar unter Beteiligung des Privatsektors und der Wissenschaft vertieft mit der Frage auseinander, wie die nationalen Finanzmärkte in Schwellenländern gestärkt werden können, um deren Ersparnisbildung zu steigern, Kapitalflucht zu verhindern und den Kapitalimport zunehmend in eigener Währung anstatt in Fremdwährung zu bewerkstelligen.<sup>2)</sup> Fortschritte in diesem Sinne würden die Krisenresistenz der Schwellenländer entscheidend erhöhen. Die nachfolgenden Ausführungen geben die wichtigsten Ergebnisse des Seminars wieder.

Die seit Mitte der neunziger Jahre eingetretenen internationalen Verschuldungskrisen zeigen, dass Währungsinkongruenzen („currency mismatches“) meistens den Kern der Krisenursachen bildeten. Viele Schwellenländer hatten gravierende Währungsinkongruenzen hingenommen, indem sie heimische Vorhaben in großem Umfang mit Fremdwährungskrediten finanzierten, ohne gleichzeitig entsprechende Währungsreserven aufzubauen. Dies führte bei einem Vertrauensverlust nicht nur zu Zahlungsbilanzschwierigkeiten, sondern machte die betreffenden Länder auch anfällig gegenüber Abwertungen. Wenn sich der Schuldendienst in heimischer Währung gerechnet schlagartig erhöhte, waren explodierende Staatsausgaben, Unternehmensinsolvenzen und Banken Krisen zwangsläufig die Folge. Die von Zahlungsbilanzschwierigkeiten erfassten Länder gerieten somit in eine umso gravierendere Wirtschaftskrise.

Währungsinkongruenzen werden mitunter darauf zurückgeführt, dass die auf Kapitalimporte angewiesenen Schwellenländer kaum in der Lage sind, sich auf den internationalen Märkten in eigener Währung zu

verschulden.<sup>3)</sup> Hieran wird dann die Forderung geknüpft, internationale Stellen sollten großvolumige Kredite in Einheiten eines Korbes aus Währungen der Schuldnerländer aufnehmen. Mit einer Weiterreichung dieser Mittel an die Schwellenländer würden folglich Währungsinkongruenzen weitgehend vermieden. Dabei wird aber übersehen, dass auch kleinere Industrieländer selten in der Lage sind, sich auf den internationalen Märkten in eigener Währung zu verschulden. Ebenso wie große Industrieländer verfügen diese jedoch über stabile und effiziente heimische Finanzsysteme, die auch für ausländische Investoren attraktiv sind und Kapitalimporte in eigener Währung ermöglichen. Diesen Weg sollten auch Schwellenländer zur dauerhaften Krisenvermeidung beschreiten.

Tatsächlich haben wichtige Schwellenländer in den letzten Jahren große Anstrengungen unternommen, ihre einheimischen Finanzmärkte zu stärken. Kumulativ beliefen sich nach Angaben des IWF die staatlichen und privaten Emissionen von 13 ausgewählten Schwellenländern (China, Hong Kong, Korea, Malaysia, Singapur, Thailand; Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko; Tschechien, Ungarn und Polen) im Zeitraum 1997 bis 2003 auf 3 271 Mrd US-\$. Davon wurden 90 % auf den eigenen Märkten begeben (und damit überwiegend in eigener Währung). Ausländern steht somit im Prinzip ein beachtliches Feld für Finanzanlagen in lokalen Währungen zur Verfügung.

Vor diesem Hintergrund diskutierten die Teilnehmer des Seminars, welche Rahmenseetzungen entscheidend zur Stärkung der heimischen Finanzmärkte beitragen können. Nachfolgend werden die identifizierten Anforderungen zusammengefasst.

### Geld- und fiskalpolitische Disziplin

Bei hohen und volatilen Inflationsraten kann sich ein breiter und tiefer Finanzmarkt in heimischer Währung nicht entwickeln, da Kapitalgeber langfristige Instrumente meiden oder Fremdwährungsforderungen den Vorzug geben würden. Eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik, unterstützt von disziplinierter Fiskalpolitik, ist daher eine Grundvoraussetzung für einen leistungsfähigen Finanzmarkt. Darüber hinaus sollte die Fiskalpolitik auch die Höhe des Schuldenstandes und den Fremdwährungsbestandteil in der öf-

1 Der G20 gehören neben den größten Industriestaaten die weltwirtschaftlich wichtigsten Schwellenländer sowie die EU und Vertreter von IWF und Weltbank an. Träger der Zusammenarbeit sind die Finanzministerien und Zentralbanken. — 2 Das von der Bank of Canada

und der Bundesbank organisierte Seminar unter dem Titel „Entwicklung leistungsfähiger inländischer Finanzmärkte“ fand im April 2004 in Ottawa (Kanada) statt. Das englischsprachige Protokoll des Seminars kann unter [www.G20.org](http://www.G20.org), eine deutsche Übersetzung ebenfalls

fentlichen Verschuldung im Blick haben, um die Krisenanfälligkeit und Gefährdung der Geldwertstabilität möglichst gering zu halten.

### **Implementierung internationaler Standards und Kodizes**

Die von internationalen Finanzinstitutionen und anderen Gremien erarbeiteten Standards und Kodizes für transparente, stabile und effiziente Finanzsysteme geben wertvolle Hilfestellungen für Länder, die die institutionellen Rahmensetzungen für ihren Finanzsektor stärken wollen. Diese Leitlinien zielen auf verbesserte Transparenz der Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsdaten sowie auf Schaffung einer effizienten Aufsicht und Infrastruktur für den Finanzsektor. IWF und Weltbank haben inzwischen gemeinsame Verfahren entwickelt, mit denen die Implementierung von Standards und Kodizes spürbar vorangebracht wird.

### **Solider Rechtsrahmen**

Ein transparentes, berechenbares und effizientes Vertrags- und Eigentumsrecht ist Voraussetzung für einen funktionstüchtigen und stabilen Finanzsektor. Die Bereitstellung langfristigen Kapitals kann insbesondere mit einem Sicherheiten- und Insolvenzrecht verbessert werden, das Anleger vorrangig schützt.

### **Umsichtige Deregulierung**

Der Finanzsektor sollte auf der Grundlage einer soliden Geld- und Fiskalpolitik zunächst verstärktem heimischen Wettbewerb ausgesetzt werden. Anschließend wären diese Maßnahmen durch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs zu ergänzen, wobei der langfristige Kapitalverkehr – insbesondere die ausländischen Direktinvestitionen – vor den kurzfristigen Transaktionen freigegeben werden sollte. Der vollständigen Deregulierung und Liberalisierung sollte die Schaffung einer wirkungsvollen Banken- und Finanzmarktaufsicht vorausgehen.

### **Kapitalverkehrsliberalisierung mit zunehmender Wechselkursflexibilität verbinden**

Die internationalen Verschuldungskrisen zeigen, dass die Krisenanfälligkeit rapide steigt, wenn die Liberali-

sierung des Kapitalverkehrs unter Beibehaltung eines Regimes fester Wechselkurse mit dem Aufbau von Währungsinkongruenzen einhergeht. Die Kapitalverkehrsliberalisierung sollte daher mit zunehmender Wechselkursflexibilität kombiniert werden. Dies mindert nicht nur die Gefahr abrupter Wechselkursanpassungen, sondern stärkt auch den Anreiz der Marktteilnehmer, Währungsinkongruenzen gering zu halten, nicht zuletzt durch Absicherung von Währungspositionen gegen Wechselkursveränderungen.

### **Robuster Bankensektor wichtig für Entwicklung der Märkte**

Für die Entwicklung von Wertpapiermärkten ist ein stabiler Bankensektor unentbehrlich. Kreditinstitute spielen bei der Emission eigener und fremder Wertpapiere eine wichtige Rolle und sind eine entscheidende Schnittstelle zwischen Investoren und dem Wertpapiermarkt. Um ausländisches Know-how nutzen zu können, sollten Hemmnisse für Direktinvestitionen im Finanzsektor abgebaut werden.

### **Zielgenaue Finanzmarktpolitik**

Die Finanzmarktpolitik kann die Entwicklung der langfristigen Wertpapiermärkte entscheidend vorantreiben. Auf der Nachfrageseite können kapitalgedeckte soziale Sicherungssysteme der Marktentwicklung wesentliche Impulse geben.<sup>4)</sup> Auf der Angebotsseite spielt das staatliche Schuldenmanagement eine wichtige Rolle, da liquide Staatspapiere, die ein breites Laufzeitenspektrum abdecken, Benchmark-Funktionen übernehmen können. Des Weiteren können besicherte Schuldverschreibungen den Aufbau des heimischen Marktes stützen. Die Bundesbank stellte dabei die Vorzüge des deutschen Pfandbriefs heraus. Strenge gesetzliche Auflagen sichern hohen Anlegerschutz und machen den Pfandbrief zu einer attraktiven langfristigen Kapitalanlage. Die Entwicklung eines Pfandbriefmarkts ist daher besonders für Länder interessant, deren Markt für Staatsanleihen noch unterentwickelt ist. Hinzu kommt, dass der Pfandbrief über die Indekungnahme von Sicherheiten auch solchen Kreditnehmern indirekt die Tür zum Kapitalmarkt öffnet, die ihn ansonsten gar nicht oder nur unter sehr viel schlechteren Bedingungen in Anspruch nehmen könnten.

dort oder unter [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de) abgerufen werden. — 3 Vgl.: Eichengreen, Hausmann, Panizza (2003), Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why it

matters, NBER Working Paper No. 10036, Cambridge, Mass. — 4 Vgl.: IWF, Institutional Investors in Emerging Markets, Global Financial Stability Report, April 2004, Washington D. C.

rigen Niveau bewegen. Im Allgemeinen gilt der Bankensektor dieser Länder als profitabel, liquide und ausreichend kapitalisiert. Die dynamische Kreditexpansion fordert allerdings sowohl von den bankinternen Kontrollinstanzen als auch von den staatlichen Aufsichtsbehörden besondere Aufmerksamkeit, um mögliche Fehlentwicklungen zu vermeiden. Gleichzeitig sind vom Bankensektor teils noch erhebliche Altlasten an zweifelhaften und uneinbringlichen Kreditforderungen zu bewältigen. In Polen waren Ende 2003 immerhin 22 % aller Bankkredite als problembehaftet klassifiziert, wobei erst Mitte 2003 ein fallender Trend erkennbar wurde. Bei dieser hohen Quote, die wesentlich über den Vergleichswerten der anderen Länder liegt, spielen zwar relativ stringente Klassifizierungsvorschriften eine Rolle, doch könnte sie auch auf unbewältigte Strukturprobleme im Unternehmenssektor sowie auf Lücken beim bankinternen Risikomanagement hindeuten.

*Deutlicher  
Zuwachs der  
Wohnungs-  
und Devisen-  
kredite*

Darüber hinaus lassen sich in zweifacher Hinsicht besondere Risiken im laufenden Kreditgeschäft erkennen, die das heimische Finanzsystem in Mitleidenschaft ziehen könnten. Dies betrifft zum einen die steigende Kreditinanspruchnahme von Privathaushalten in einigen Ländern Zentraleuropas sowie des Baltikums, die damit Wohnungskäufe und andere Anschaffungen finanzieren. Bereits Ende 2003 hat die ungarische Regierung ihre Wohnungsbauförderung revidiert, um einem möglichen Überschießen des Marktes entgegenzuwirken. Besondere Beobachtung erfordert zum anderen die steigende Bedeutung der Devisenkredite in der Region. Nach der konsolidierten BIZ-Statistik erhöhten sich die

grenzüberschreitenden Forderungen gegenüber den neuen EU-Mitgliedern sowie fremdwährungsdenominierte Forderungen dortiger Banken im Jahr 2003 um 36 Mrd US-\$ auf 141 Mrd US-\$. Zwar dürfte dieser kräftige Anstieg teilweise auch Reflex der veränderten Wechselkursrelation zwischen US-Dollar und Euro sein, auf den diese Forderungen wohl überwiegend lauten. Im Ergebnis war der von der BIZ registrierte Bestand an Devisenkrediten Ende 2003 um 7 Mrd US-\$ höher als die Bankforderungen in lokaler Währung, soweit sie von dortigen Filialen und Tochtergesellschaften ausländischer Banken gemeldet wurden. Die Präferenz für Devisenkredite hängt primär mit Zinsvorteilen gegenüber Mittelaufnahmen in Landeswährung zusammen, basiert aber letztlich auch auf der Erwartung der Kreditnehmer, dass sich die Wechselkursrelation zum Euro nicht wesentlich verschieben wird. Sollten sich allerdings wesentliche Kursveränderungen am Devisenmarkt ergeben, könnte dies zu Problemen bei der Kreditbedienung führen und damit auch zu erheblichen Implikationen für die betroffenen Banken.

## Finanzintermediäre in Deutschland

---

### Deutsche Kreditinstitute auf gutem Weg

Die deutschen Kreditinstitute befinden sich nach notwendigen Anpassungsmaßnahmen an veränderte Geschäftsbedingungen auf einem guten Weg. Vielen Banken ist es gelungen, ihre Kostenseite nachhaltig zu entlasten, die Risiken in den Kreditportfolios signifikant abzubauen und zugleich durch strategische Neuorientierung und Fokussierung einen

Grundstein für – wenn auch derzeit noch verhalten fließende – Erträge zu legen. Deutlich rückläufige – wenngleich immer noch hohe – Risikovorsorgezuführungen weisen darauf hin, dass der Höhepunkt der Risikosituation im Kreditgeschäft überschritten sein dürfte. Die konsequente Rückführung beziehungsweise Veräußerung riskanter Engagements wird ergänzt durch qualitativ verbesserte Kreditwürdigkeitsprüfungen beim Neugeschäft und das Bestreben, risikoadjustierte Konditionen durchzusetzen. Zugleich unterstützen gesunkene Ausfallwahrscheinlichkeiten sowohl im inländischen Firmenkundengeschäft als auch auf vielen Auslandskreditmärkten den Rückgang der Kreditrisiken. Allerdings haben die Risiken aus Immobilienkrediten bemerkenswert an Bedeutung gewonnen.

#### **Aktuelle Tendenzen bei großen, international tätigen Banken<sup>23)</sup>**

*Risikoaktiva nur noch leicht gesunken*

Bei einer Reihe von großen Instituten wurde die eingeleitete Stärkung der Ertragskraft im vergangenen Jahr durch hohe Abschreibungen auf Unternehmensbeteiligungen zur Bereinigung stiller Lasten überlagert. Diese teilweise als Befreiungsschlag apostrophierten Wertkorrekturen haben aber neue geschäftspolitische Spielräume geschaffen. Entsprechend ist der seit dem Jahr 2002 zu beobachtende Prozess der Rückführung der gewichteten Risikoaktiva praktisch abgeschlossen. Die gesamten Risikoaktiva in der Gruppe großer, international tätiger Banken sanken im ersten Halbjahr 2004 nur noch um knapp 2 % auf einen Bestand per Ende Juni 2004 von 1 035 Mrd €, wobei drei der acht Banken in der Referenzgruppe die Risiko-

aktiva sogar wieder erhöhten. Im zweiten Halbjahr 2003 waren die gewichteten Risikoaktiva noch um fast 12 % zurückgegangen. Dies deutet darauf hin, dass der Prozess der Bilanzbereinigung zum Ende kommt und sich die Institute wieder verstärkt auf die im Kreditgeschäft liegenden Ertragspotenziale besinnen.

Die international tätigen deutschen Banken konnten ihre Vorsteuerergebnisse im ersten Halbjahr klar verbessern (siehe Tabelle auf S. 37).

*Ergebnisverbesserung im ersten Halbjahr 2004*

Den zentralen Beitrag zur Ergebnisverbesserung steuerte der deutlich verminderte Abschreibungs- und Wertberichtigungsbedarf auf Forderungen aus dem Kreditgeschäft und bei Wertpapieren bei. Die Halbierung der Risikovorsorge im Vergleich zum Vorjahrszeitraum spiegelt vor allem die erhebliche Bereinigung der Kreditportfolios wider. Nach der ebenfalls vorgenommenen umfangreichen Bereinigung des Beteiligungsportfolios durch Verkäufe und Wertkorrekturen dürften zur Jahresmitte 2004 alle acht Banken per Saldo wieder über stille Reserven – zumeist auch kurzfristig liquidierbar – verfügen.

*Risikovorsorge halbiert*

Auch die Verwaltungsaufwendungen sind im ersten Halbjahr 2004 weiter gesunken. Offenkundig wirken die umfangreichen Umstrukturi-

*Weiterer Rückgang der Verwaltungsaufwendungen*

---

<sup>23)</sup> Das Aggregat umfasst eine Gruppe von acht deutschen Banken aus allen drei Sektoren, deren Konzernbilanzsumme jeweils 250 Mrd € (per 30. Juni 2004) übersteigt. Alle Banken der Gruppe sind nicht nur in Deutschland aktiv, sondern betreiben ihre Geschäfte in größerem Umfang auch auf internationalen Märkten. Als Maßstab für die internationale Ausrichtung wurde auf die Höhe ihrer Auslandsaktiva – in absoluten Werten und in Relation zur Bilanzsumme – abgestellt. Für Zwecke der folgenden Analyse werden jeweils Konzerndaten der Institute verwendet.

## Bilanzentwicklung großer, international tätiger deutscher Banken

Stand Ende	Bilanzsummen	darunter: Forderungen an Nichtbanken	Gewichtete Risikoaktiva 1)	Gewichtete Risikoaktiva 1)/ Bilanzsumme	Kernkapital- quote 1)
	Mrd €			in %	
2000 4. Vj.	3 383	1 588	1 397	41	6,49
2001 2. Vj.	3 749	1 741	1 472	39	6,63
4. Vj.	3 817	1 742	1 436	38	6,98
2002 2. Vj.	3 622	1 693	1 407	39	6,91
4. Vj.	3 336	1 441	1 278	38	6,94
2003 2. Vj.	3 490	1 540	1 204	35	7,66
4. Vj.	3 102	1 379	1 067	34	8,37
2004 2. Vj.	3 301	1 419	1 049	32	8,04

1 Gemäß zusammengefasstem Grundsatz I nach §§ 10, 10a Kreditwesengesetz (ohne Berücksichtigung der Markt- risikopositionen).

Deutsche Bundesbank

rierungsprogramme, die viele große Banken in den letzten Jahren auflegten, nach. Für die weitere Entwicklung der Leistungsfähigkeit der Banken ist es unerlässlich, dass sich die Kostenreduzierung als nachhaltig erweist.

Im Gegensatz zu den Aufwendungen zeichnet sich eine Stärkung der operativen Erträge<sup>24)</sup> bislang nur ansatzweise ab. Die absoluten Beträge sanken im Vorjahresvergleich um knapp 2 %, allerdings bei gleichzeitigem Rückgang der risikogewichteten Aktiva<sup>25)</sup> um gut 13 %. Diese geringere Risikonahme erklärt insbesondere den Rückgang im Zinsüberschuss des ersten Halbjahres 2004 um rund 5 % gegenüber dem Vorjahrszeitraum. Der Provisionsüberschuss entwickelte sich mit einem Wachstum von 4 ½ % im ersten Halbjahr 2004 positiv. Beim Handelsergebnis

mussten die Banken im ersten Halbjahr 2004 wegen des gegenüber dem Vorjahrszeitraum unterschiedlichen Entwicklungsprofils an den internationalen Kapitalmärkten einen Rückgang um 5 % hinnehmen. Hinsichtlich der Zusammensetzung der operativen Erträge setzte sich damit die in den letzten Jahren zu beobachtende graduelle Verschiebung der relativen Anteile zu Lasten des Zinsüberschusses und zu Gunsten des zinsunabhängigen Geschäfts fort. Seit 1998 sank der Anteil des Zinsüberschusses an den operativen Erträgen um rund zwölf Prozentpunkte auf knapp 45 %.

24 Die operativen Erträge setzen sich aus dem Zinsüberschuss, dem Provisionsüberschuss und dem Handelsergebnis zusammen.

25 Gemäß zusammengefasstem Grundsatz I nach § 10, 10a Kreditwesengesetz (ohne Berücksichtigung der Markt- risikopositionen).

Nur ansatzweise Stärkung der operativen Erträge



Weitere  
Reduzierung  
der Cost-  
Income-Ratio

Der Rückgang bei den Verwaltungsaufwendungen hat geholfen, die Cost-Income-Ratio, das heißt das Verhältnis zwischen Verwaltungsaufwand und operativen Erträgen, abzusenken. Die Rate lag mit 73,5 % um gut zwei Prozentpunkte niedriger als der Halbjahreswert 2003. Betrachtet man beide Aufwandskomponenten, also Verwaltungsaufwand und Risikovorsorge, zusammen, so liegen diese in den ersten sechs Monaten des Jahres 2004 bei rund 83 % der operativen Erträge, was im Vergleich zu den Jahren 2002 und 2003 (108 % bzw. 98 %) eine deutliche Verbesserung darstellt.

Weiterhin  
Aufholbedarf  
im  
internationalen  
Vergleich

Für die großen deutschen Banken besteht im internationalen Vergleich weiterhin Aufholbedarf. Ihre Eigenkapitalrentabilität – berechnet als Ergebnis vor Steuern im Verhältnis zum bilanziellen Eigenkapital – bleibt mit rund 13 % weiterhin hinter den Renditen ihrer internationalen Konkurrenten zurück, die zu meist deutlich über 20 % liegen. Zwar verringerte sich damit der Rückstand zum internationalen Renditestandard im Bankgewerbe; ein gewisser Aufholprozess der deutschen Institute ist in Gang gekommen. Gleichwohl bedarf es weiterer Anstrengungen, um im internationalen Bankenwettbewerb wieder eine stärkere Position einnehmen zu können.

Eigenkapital-  
anforderungen  
erfüllt

Die Erfüllung der nationalen und internationalen regulatorischen Kapitalanforderungen war bei einer nahezu unveränderten Kapitalbasis im bisherigen Verlauf 2004 stets gegeben. Die Kernkapitalquote der in die Betrachtung einbezogenen Banken liegt mit durchschnittlich 8 % weiterhin auf einem komfortablen Niveau.

### Zentrale Ergebniskomponenten großer, international tätiger deutscher Banken

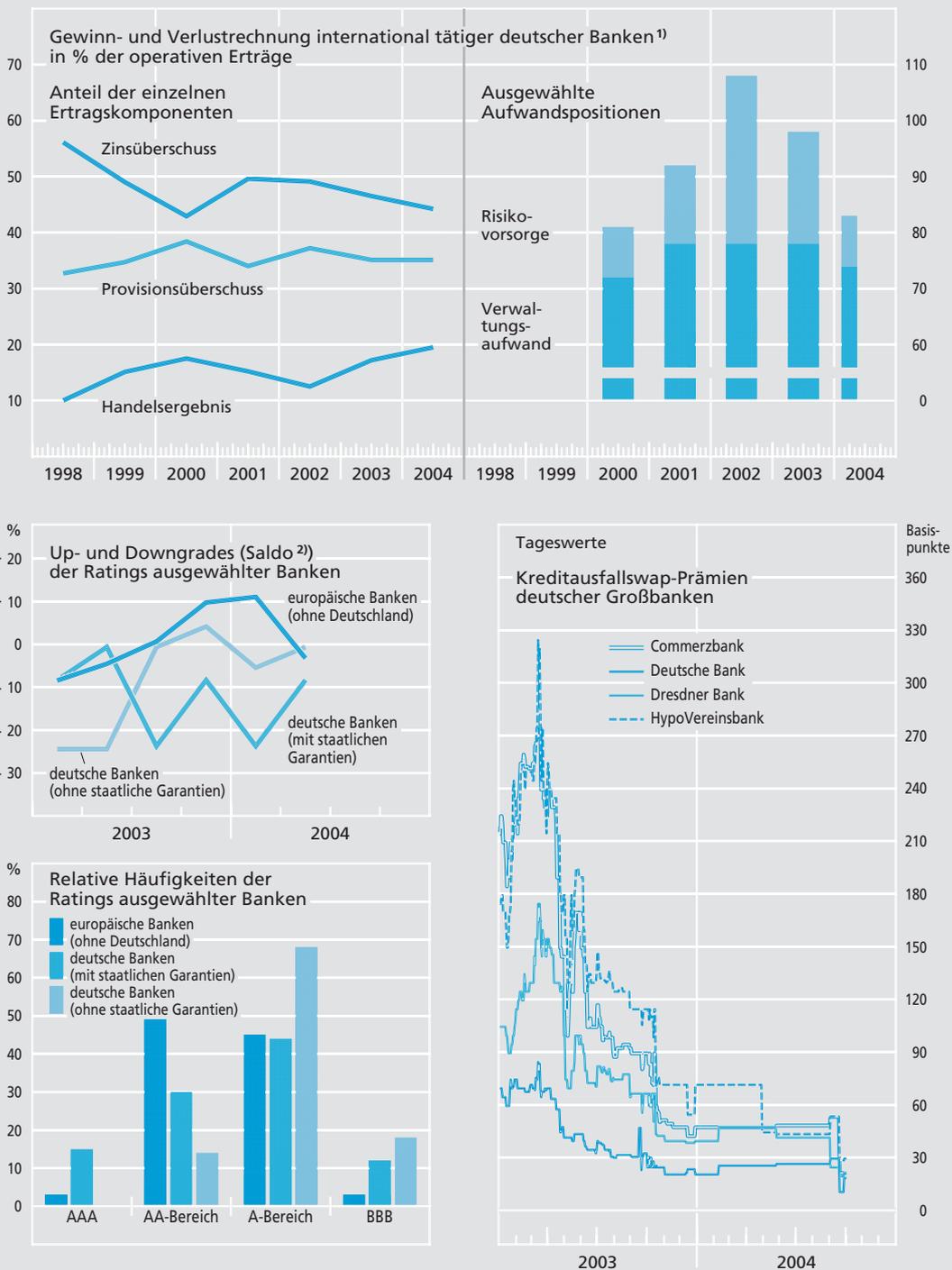
Position	Beträge in % der Bilanzsumme		Veränderung der absoluten Beträge des 1. Hj. 2004 gegenüber 1. Hj. 2003 in %
	1. Hj. 2003	1. Hj. 2004	
Zinsüberschuss	0,35	0,34	- 5,2
Provisionsüberschuss	0,25	0,27	4,5
Handelsergebnis	0,15	0,15	- 5,0
operative Erträge	0,76	0,76	- 1,9
Verwaltungsaufwand	0,57	0,56	- 4,6
Risikovorsorge	0,14	0,07	- 52,9
Ergebnis vor Steuern	0,04	0,16	> 100

Deutsche Bundesbank

Im bisherigen Jahresverlauf 2004 blieben die Ratings der deutschen Banken weitgehend unverändert. Im ersten Quartal 2004 stand den Herabstufungen zweier Hypothekenbanken die Heraufstufung einer Kreditbank gegenüber. Die Ratings der deutschen Großbanken bewegten sich im ersten Halbjahr 2004 nicht; die Ausblicke haben sich zum Teil jedoch verbessert. Der Median der Ratings der deutschen Banken liegt bei A-, während der Median für die Banken in anderen europäischen Ländern derzeit einen Ratingwert von AA- aufweist. Dieser Stand ist auch Folge der Entwicklung Anfang 2003, als – in relativer Betrachtung – deutlich mehr deutsche Banken ohne staatliche Garantien Herabstufungen hinnehmen mussten als Banken in anderen Staaten.

Ratings  
weitgehend  
unverändert

## Ertragslage und Marktindikatoren ausgewählter Banken



Quellen: Bloomberg, S&P, Moody's, db research, Morgan Stanley, eigene Berechnungen. — 1 Das Aggregat umfasst acht deutsche Banken aus allen drei Sektoren, deren Konzernbilanzsumme jeweils 250 Mrd € übersteigt und die in größerem Umfang auch auf internationalen Märkten tätig sind. — 2 Saldo der Auf- und Abstufungen in % der Anzahl der in der jeweiligen Gruppe erfassten Banken.

Deutsche Bundesbank

*Kreditausfall-  
swap-Prämien  
auf niedrigem  
Niveau*

Die Kreditausfallswap-Prämien deutscher Großbanken befinden sich gegenwärtig auf niedrigem Niveau. Die Marktteilnehmer stufen die Risiken der Institute demnach deutlich geringer ein als noch im Vorjahr. Auffällig ist die Stabilität dieser Einschätzung seit Herbst 2003. Gleichzeitig haben sich die Prämien für die einzelnen Institute seit einigen Monaten einander angenähert. Mit Ausnahme der Deutschen Bank sind die Prämien im europäischen Vergleich aber noch erhöht. Insgesamt lassen die Kreditausfallswap-Prämien der Großbanken kein erhöhtes Risikopotenzial erkennen.

#### Die Stabilität der Landesbanken im Vorfeld des Wegfalls von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung

*Ergebnis-  
verbesserung  
im ersten  
Halbjahr 2004*

Die Landesbanken konnten zum überwiegenden Teil ihre Ergebnisse im ersten Halbjahr 2004 steigern. Dies beruhte insbesondere auf einer weiteren Reduzierung der Risikovorsorge und einer leichten Senkung der Verwaltungsaufwendungen. Die operativen Erträge waren hingegen teilweise rückläufig. So fiel im ersten Halbjahr 2004 bei den Landesbanken der Zinsüberschuss um rund 1½ %, allerdings bei gleichzeitiger Reduzierung der risikogewichteten Risikoaktiva um über 10 %. Das Provisionsergebnis fiel sogar um rund 9 % gegenüber dem Vorjahrszeitraum. Dies belegt die fortbestehende operative Ertragschwäche der Landesbanken.

Durch die Einigung über die für die Einbringung von Wohnungsbauvermögen zu vergütenden Zinsen dürften die anhängigen EU-Beihilfverfahren gegen einige Landesbanken

#### Stand-Alone-Ratings der Landesbanken im Überblick

Bank	Bilanzsumme per 31.12.2003 in Mrd €	Veröffentlichtes Individualrating	
		S&P	Fitch
Landesbank Baden-Württemberg	323,3	A+	A+
Bayerische Landesbank	313,4	A-	A+
WestLB AG	256,2	A-	A-
Norddeutsche Landesbank	193,1	-	A
HSH Nordbank AG	171,7	A	A
Landesbank Hessen-Thüringen	139,4	A	A+
Landesbank Berlin	92,6	-	BBB+
Landesbank Sachsen	76,1	BBB+	A-
Landesbank Rheinland-Pfalz	64,2	A-	A
Bremer Landesbank Kreditanstalt Oldenburg	32,4	-	A
Landesbank Saar	16,6	-	A

Quelle: Ratingagenturen

Deutsche Bundesbank

bald abgeschlossen sein und damit Rechtssicherheit eintreten. Die fälligen Barleistungen in zum Teil beträchtlicher Höhe dürften – auch vor dem Hintergrund der Fähigkeit und Bereitschaft der Anteilseigner zur kompensatorischen Einbringung von Kapital – tragbar sein.

Mitte des Jahres veröffentlichten verschiedene Ratingagenturen so genannte Stand-Alone-Ratings für die Landesbanken nach dem Wegfall der Staatsgarantien. Diese Ratings liegen in einem Bereich, der den Landesbanken die Möglichkeit offen hält, den begonnenen notwendigen Transformationsprozess zu bewältigen. Die getroffenen Grandfathering-

*„Stand-Alone-Ratings“*

## Exkurs: Value at Risk und eigene Marktrisikomodelle

Neben dem Kreditgeschäft ist der Eigenhandel mit Wertpapieren, Derivaten und anderen marktpreisbezogenen Finanzmarktprodukten für überregional tätige Banken ein bedeutendes Geschäftsfeld. Risiken in diesem Bereich werden zum einen durch Ausfallrisiken der Kontraktpartner und zum anderen durch Änderungen von Zinssätzen und Kursschwankungen hervorgerufen. Verglichen mit den Risiken aus dem Anlagebuch, vor allem den Ausfallrisiken bei Krediten, sind die Marktpreisrisiken des Eigenhandels von untergeordneter Bedeutung. Bei einer typischen Großbank entfallen derzeit etwa 4% des regulatorisch notwendigen Eigenkapitals auf die Unterlegung von Marktpreisrisiken im Eigenhandel.<sup>1)</sup> Dieser relativ geringe Anteil liegt nicht alleine darin begründet, dass das Kreditgeschäft dominiert. Auch die Tatsache, dass Marktpreisrisiken sehr gut modelliert werden können, erlaubt eine relativ sparsame Eigenkapitalunterlegung dieser Risiken.

Die Banken dürfen unter gewissen Voraussetzungen die Marktpreisrisiken im Eigenhandel mit eigenen Risikomodelle abbilden. Derzeit erfüllen 15 Banken die bankenaufsichtlichen Voraussetzungen und berechnen die regulatorisch notwendige Eigenkapitalunterlegung für Marktpreisrisiken mit einem eigenen Risikomodelle. Als Risikokennzahl wird der Value at Risk (VaR) verwandt. Diese Größe benennt denjenigen Verlust (in Euro), der bei einer Haltezeit von zehn Tagen mit einer Wahrscheinlichkeit von 99% nicht überschritten wird.

Auch wenn Banken VaR-Modelle derzeit als Standardinstrumente in der Risikosteuerung verwenden, darf nicht übersehen werden, dass die Modelle in Extremsituationen (z. B. am 11. September 2001) Risiken unterzeichnen.

<sup>1</sup> Die Kontrahentenrisiken des Handelsbuches sind in den erwähnten 4% nicht enthalten. Ebenso bleiben die Marktpreisrisiken des Anlagebuchs, sofern es sich um Zinsänderungs- und Aktienkursrisiken handelt, unberücksichtigt.

Deutsche Bundesbank

Regelungen<sup>26)</sup> führen dazu, dass die veränderten Ratinggrundlagen erst allmählich auf die Refinanzierungskosten durchschlagen.

Ein gemeinsames Strategiemerkmal der Anpassungsprozesse der Landesbanken besteht in der engeren Verknüpfung mit den Primärinstituten: zum einen über die Neuadjustierung der Geschäftsmodelle, die stärker auf Dienstleistungen für die Sparkassen abstellen; zum anderen über verstärkte Regeln gegenseitigen Beistands und Haftung. Hinsichtlich der Finanzstabilität sollte die engere Verzahnung von Sparkassen und Landesbanken im Allgemeinen positiv wirken, da die Landesbanken direkt oder indirekt stärker von der Stetigkeit des Massengeschäfts profitieren. Die stärkere Fokussierung auf die effiziente Bündelung von Aufgaben sowie ein erfolversprechender Vorstoß, weiterhin im internationalen Investment- und Großkundengeschäft mit nennenswerten Marktanteilen vertreten zu bleiben, dürften indessen eine Konzentration der Kräfte verlangen.

## Risikolage der deutschen Kreditwirtschaft

Im Fokus der internationalen Diskussion um Finanzstabilität steht seit längerem die Beobachtung zunehmender Marktpreisrisiken. Tatsächlich haben die Marktpreisrisiken im Handelsbuch der deutschen Banken in den letzten ein-

*Künftig enger  
Verbund mit  
Sparkassen als  
Sicherheitsstütze*

*Marktpreis-  
risiken haben  
zugenommen*

<sup>26</sup> Die Brüsseler Vereinbarung sieht folgende Übergangsregelungen vor: Verbindlichkeiten, die vor dem 18. Juli 2001 begründet wurden, sind zeitlich unbeschränkt bis zum Ende der Laufzeit von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung gedeckt. Vom 19. Juli 2001 bis 18. Juli 2005 begründete Verbindlichkeiten sind durch Anstaltslast und Gewährträgerhaftung gedeckt, wenn die Laufzeit spätestens am 31. Dezember 2015 endet.

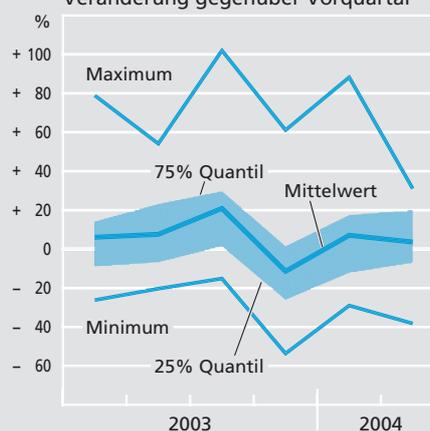
einhalb Jahren deutlich zugenommen.<sup>27)</sup> Die Konstellation einer expandierenden Weltwirtschaft bei vergleichsweise niedrigem Zinsniveau dürfte die Bereitschaft der Banken gestärkt haben, größere Risiken im Handel mit Wertpapieren und Derivaten einzugehen. So ist die Summe der Value-at-Risk-Zahlen aller hier untersuchten Banken im Zeitraum von Ende 2002 bis Mitte 2004 um über 40 % gestiegen (siehe Erläuterungen auf S. 40).<sup>28)</sup> Zwei Effekte lassen den Anstieg des Risikos im Handelsbuch bemerkenswert erscheinen. Zum einen liegt das Geschäftsvolumen der Banken Mitte 2004 weitgehend auf demselben Niveau wie Ende 2002. Folglich sind die Risiken des Handelsbuches nicht nur absolut gewachsen, sondern auch im Vergleich zum Anlagebuch. Betrug der Anteil der Unterlegung von Marktpreisrisiken des Handelsbuches am regulatorisch notwendigen Eigenkapital im Dezember 2002 noch 2,7 %, so stieg dieser Anteil zum Jahresende 2003 auf 3,5 % und zur Jahresmitte 2004 auf 4,3 %. Zum anderen ist die Volatilität an den Kapitalmärkten zumindest im ersten Halbjahr 2004 zurückgegangen. Die gegenläufige Zunahme des Value at Risk zeigt, dass viele Banken gezielt Positionen in die Handelsbücher aufgenommen haben dürften, um Ertragschancen zu nutzen.

*Geringe Korrelation der Handelsergebnisse dämpft systemisches Risiko*

Allerdings deuten die individuellen Unterschiede im Aufbau von Marktpreisrisiken darauf hin, dass die einfache Addition der VaR-Werte das Risiko deutlich überzeichnet. Das nebenstehende Schaubild zeigt die Verteilung der relativen Veränderungen der Value-at-Risk-Beträge. Die dargestellte Spannbreite der Banken ist beträchtlich. Diese Heterogenität

### Marktrisiko: Value at Risk (VaR) ausgewählter deutscher Banken\*)

Veränderung gegenüber Vorquartal



\* VaR stellt für ein Portfolio oder auch das gesamte Handelsbuch einer Bank den Verlustbetrag dar, welcher innerhalb eines vorgegebenen Zeitrahmens (hier: zehn Tage) mit einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit (hier: 99%) nicht überschritten wird. Daten liegen für die Banken vor, die über ein für regulatorische Zwecke zugelassenes Risikosteuerungsmodell verfügen.

Deutsche Bundesbank

im zeitlichen Profil von Auf- und Abbau der Marktpreisrisiken sowie die eher geringe Korrelation der Handelsergebnisse der Banken dämpfen das systemische Risiko aus dem Marktbereich.

Das Kreditrisiko ist das bedeutendste Einzelrisiko für deutsche Banken. Die Höhe der Vorsorge wird nicht unerheblich von der

*Kreditrisiken im inländischen Großkunden-Geschäft sinken leicht*

27 Alle 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. Gegebenenfalls sind Banken mit Brüchen in den Zeitreihen aus der Untersuchung entfernt worden.

28 Die Summe einzelner Value at Risk entspräche allerdings nur dann dem aggregierten Value at Risk, wenn die Ergebnisse des Eigenhandels der einzelnen Banken vollständig positiv korreliert wären. Untersuchungen zeigen, dass diese Korrelationen aber eher gering ausfallen. Demnach liegt der aggregierte Value at Risk deutlich unter dem Wert, der sich rechnerisch durch simple Addition der einzelnen Größen ergibt.

## Verbindungen zwischen Hedgefonds und Banken

Mit zunehmenden Anlagevolumina der Hedgefonds nimmt ihre Bedeutung auch für die deutsche Kreditwirtschaft zu. Dabei entstehen Verflechtungen zwischen Hedgefonds und Banken insbesondere über deren Tätigkeit als Prime Broker, Kreditgeber, Investor und Beteiligungspartner.

Neben den führenden amerikanischen Investmenthäusern treten zunehmend auch deutsche Großbanken als Prime Broker am Hedgefonds-Markt auf. Die Tätigkeit eines Prime Brokers dient als Schnittstelle zwischen dem Hedgefonds und seinen Anlegern. Dabei beschränkt sich die Aufgabe der Banken nicht nur auf eher technische Aufgaben wie die Berechnung von Risikokennziffern, die Transaktionsabwicklung und die Depotverwaltung; vielmehr agieren Banken gegenüber Hedgefonds auch als Kreditgeber, Wertpapierverleiher und Kontrahenten bei Derivategeschäften und gehen damit selbst bedeutende Risiken ein. Dennoch dürfte sich der Wettbewerb um Prime-Broker-Mandate weiter verschärfen, da sich die Tätigkeit immer mehr zu einem Wachstumsfeld für Provisionserträge entwickelt.

Banken können auch direkt, das heißt nicht unter der Dienstleistung des Prime-Brokerage, als Kontrahenten von Hedgefonds agieren. Sie vergeben Bankkredite, die zur Erzielung eines hohen Leverage dienen, und sind Geschäftspartner bei derivativen Geschäften wie zum Beispiel Swaps oder OTC-Optionen.

Unter Risikogesichtspunkten ist darüber hinaus vor allem die Eigenanlage der Banken in Hedgefonds von Bedeutung. Grundsätzlich können Hedgefonds auf Grund ihrer niedrigen Korrelation mit traditionellen Anlageformen und ihrer besonderen Handelsstrategien, die auf die Nutzung von Wettbewerbsvorsprüngen in ausgewählten Marktsegmenten zielen, zur Portfoliooptimierung sowie zur Erzielung neuer Rendite-Risiko-Kombinationen eingesetzt werden. Im Falle eines Hedgefonds-Ausfalls können bei einem unzureichenden Risikomanagement, überhöhten Positionen oder einer Gleichläufigkeit der Hedgefonds mit sonstigen Eigenhandelspositionen der Bank jedoch erhebliche Verluste entstehen. Das Risikomanagement einer Bank steht hier insbesondere vor dem Problem, dass wegen der Komplexität der Hedgefonds-Strategien und ihrer meist geringen Transparenz unter Umständen nur ein eingeschränkter Einblick in die tatsächliche Risikolage möglich ist.

Banken treten ferner als Beteiligungspartner von Hedgefonds auflegenden Gesellschaften auf, um an deren Markterfolg zu partizipieren. Bisher ist zu beobachten, dass

deutsche Großbanken diese Gesellschaften nicht unmittelbar, sondern vorwiegend über Töchter gründen. Die Höhe der Beteiligungen ist – verglichen mit dem gesamten Beteiligungsbestand der Banken – nach wie vor gering. Allerdings wollen die deutschen Großbanken ihre Aktivitäten im Vertrieb und bei der Auflage von Hedgefonds sowohl über Tochterunternehmungen als auch durch strategische Partnerschaften verstärken.

Die genannten Verbindungen zwischen Banken und Hedgefonds konzentrieren sich in Deutschland letztlich auf wenige große Kreditinstitute. Umso mehr kommt es darauf an, dass diese über ein Risikomanagement verfügen, das alle Ansteckungskanäle angemessen und im Einklang mit den sonstigen Risikopositionen des jeweiligen Instituts beachtet.

Der Vertrieb von Hedgefonds ist in Deutschland durch das Investmentmodernisierungsgesetz seit Anfang dieses Jahres erlaubt. Trotz der im internationalen Vergleich relativ liberalen Anforderungen an die Fonds läuft der Vertrieb eher schleppend an. Bei den privaten Anlegern dürfte dies unter anderem auf den noch geringen Bekanntheitsgrad der für sie relevanten Dach-Hedgefonds zurückzuführen sein. Obwohl die anfänglich bestehenden Unsicherheiten bezüglich der Investitionsmöglichkeiten von Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen und -fonds inzwischen beseitigt wurden, ist zunächst nicht zu erwarten, dass sich deren bisher geringes Interesse an Hedgefonds deutlich erhöht.<sup>1)</sup> So dürfen Versicherungsunternehmen nur bei ausreichender Risikotragfähigkeit bis zu 5% ihres gebundenen Vermögens in Hedgefonds investieren, wobei nicht mehr als 1% dieser Anlagegelder in einen Single-Hedgefonds fließen kann.

Bisher wurden in Deutschland – vorwiegend durch Töchter heimischer Banken – vier Dach-Hedgefonds und vier Single-Hedgefonds aufgelegt. Für einen weiteren Single-Hedgefonds ist das Antragsverfahren im Gange. Obwohl auch deutschen Single-Hedgefonds die Zusammenarbeit mit einem Prime Broker erlaubt ist, machte von dieser Möglichkeit bisher nur ein Hedgefonds Gebrauch. Gestiegen ist das Interesse ausländischer Hedgefonds-Anbieter am deutschen Markt. So wurden drei Dach-Hedgefonds zum Vertrieb zugelassen; drei weitere Vertriebsanzeigen ausländischer Anbieter liegen bereits vor. Unter ihnen befinden sich mehrere Fonds, die von Tochtergesellschaften deutscher Banken bereits zu einem früheren Zeitpunkt im Ausland aufgelegt wurden. Insgesamt betrug das Fondsvermögen der deutschen Hedgefonds im August dieses Jahres 819,4 Mio €. Der Mittelzufluss ist in den Sommermonaten jedoch deutlich zurückgegangen.<sup>2)</sup>

<sup>1</sup> Laut einer Studie über das Anlageverhalten institutioneller Investoren in Deutschland betrug der Hedgefonds-Anteil am Gesamtportfolio aller befragten Investoren 2003 nur etwa 0,7%. Vgl.: Invesco, BVI: German Institutional Asset Management Survey 2004, Ergebnisse der 5. Studie

zum Anlageverhalten institutioneller Investoren in Deutschland, Juli 2004. — <sup>2</sup> Während im Mai noch 409,1 Mio € in Hedgefonds investiert wurden, sank der Mittelzufluss zuletzt deutlich (Juni 39,2 Mio €, Juli 17,2 Mio €, August 30,7 Mio €). Quelle: BVI-Fondsstatistiken.

konjunkturellen Lage beeinflusst. Bei den Risiken für das inländische Kreditgeschäft mit Großkunden zeichnet sich eine leichte Entspannung ab. Zwar stuft Moody's KMV die Ausfallrisiken deutscher, börsennotierter Unternehmen weiterhin hoch ein. Doch haben die Ausfallwahrscheinlichkeiten (EDF)<sup>29</sup> im Vergleich zum Vorjahr etwas nachgegeben, wenngleich sich der rückläufige Trend der mittleren EDF im zweiten Quartal teilweise umgekehrt hat. Der leichte Rückgang der EDF im Vergleich zum Vorjahr hat alle Branchen ungefähr gleichermaßen erfasst; eine Ausnahme stellt allerdings die Sparte Grundstücks- und Wohnungswesen dar, bei der die EDF-Entwicklung keine eindeutige Richtung aufweist und deren Einzelunternehmenswerte stark streuen. Das nebenstehende Schaubild zeigt das auf einzelne Branchen entfallende Kreditvolumen. Es hat sich im Jahresverlauf kaum verändert, so dass der Rückgang der mittleren EDF zu leicht verminderten Risikokreditvolumina<sup>30</sup> in allen Branchen geführt hat.

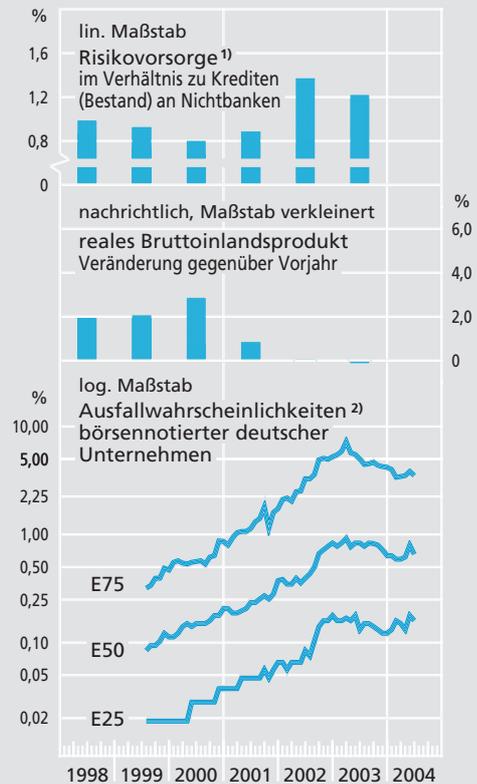
*Kreditrisiken im Mittelstandsgeschäft*

Die Kreditrisiken im Mittelstandsgeschäft bleiben auf recht hohem Niveau. Nachdem vor allem in den Jahren 2001 und 2002 vergleichsweise viele große Unternehmen insolvent wurden, spiegelt das derzeitige Insolvenzmuster eher die deutsche Wirtschaftsstruktur wider. Gut 70 % der im Jahr 2003

29 EDF (Expected Default Frequency) bezeichnet ein von Moody's KMV entwickeltes Maß für die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens.

30 Das Risikokreditvolumen wird hier definiert als das Produkt aus dem Kreditvolumen (nach Millionenkreditmeldung) und der zugehörigen Ausfallwahrscheinlichkeit einer Branche. Als Ausfallwahrscheinlichkeit werden die Expected Default Frequencies (EDF) von Moody's KMV herangezogen.

**Kreditrisiken deutscher Banken**



**Ausleihungen nach Branchen<sup>3)</sup>**



1 Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Forderungen sowie Zuführung zu Rückstellungen im Kreditgeschäft; Institutskreis: alle Kreditinstitute. — 2 Expected Default Frequency nach Moody's KMV. E75 bedeutet, dass 25 % aller Unternehmen eine höhere und 75 % eine niedrigere Ausfallwahrscheinlichkeit (EDF) haben. Für E50 und E25 gilt Entsprechendes. — 3 Nur Kredite an Unternehmen, ohne Kredit- und Versicherungsgewerbe (nach Millionenkreditmeldung).

Deutsche Bundesbank

### Insolvenzen und voraussichtlich betroffene Forderungen

Position	Anzahl	Veränderungen gegenüber Vorjahreszeitraum in %	Voraussichtlich betroffene Forderungen in Mrd €
Gesamtinsolvenzen 1)			
2004 1. Hj.	56 836	+ 14,8	19,9
2003	100 723	+ 19,3	41,9
darunter:			
Verbraucherinsolvenzen			
2004 1. Hj.	21 856	+ 39,5	1,7
2003	33 609	+ 56,8	3,1
Unternehmensinsolvenzen			
2004 1. Hj.	19 939	- 0,1	13,8
2003	39 320	+ 4,6	30,5

Quelle: Destatis. — 1 Neben Verbraucher- und Unternehmensinsolvenzen sind in den Gesamtinsolvenzen noch natürliche Personen als Gesellschafter o.Ä., ehemals selbständig Tätige und Nachlass-Insolvenzen enthalten.

Deutsche Bundesbank

insolvent gewordenen Unternehmen (gegenüber knapp 64 % im Jahr 2002) beschäftigten nicht mehr als fünf Mitarbeiter.<sup>31)</sup> Diese Größenstruktur der Insolvenzen im Unternehmensbereich dürfte dazu beigetragen haben, dass das Volumen der tangierten Forderungen leicht zurückgegangen ist.

Die Steigerung der Gesamtzahl an Insolvenzen in Deutschland auf die Höchstmarke von 57 000 im ersten Halbjahr 2004 ist auf einen weiteren Anstieg der Verbraucherinsolvenzen zurückzuführen. Doch bleibt die Bonität der privaten Haushalte in Deutschland weiterhin auf hohem Niveau. Außerdem weisen typische Retailportfolios ein hohes Maß an Granularität auf. Deshalb ist in der näheren Zukunft aus Verbraucherinsolvenzen kein systemisches Risiko für deutsche Banken erkennbar.

Kreditrisiko gegenüber Verbrauchern

In Deutschland ist der Immobilienkredit die bedeutendste Kreditart. Rund 60 % des Kreditvolumens an inländische Unternehmen und Privatpersonen (alle Kredite: 2 230 Mrd € zur Jahresmitte 2004) werden für Wohnungs- oder gewerblichen Bau ausgereicht. Circa 84 % dieser Ausleihungen sind grundpfandrechtlich gesichert. Von diesen wiederum entfallen 23 % (260 Mrd €) auf gewerbliche Bauvorhaben.

Risiken aus Immobilien-geschäft, ...

Im Bereich des gewerblichen Baus kommen verschiedene Risiken für Kreditgeber zusammen, falls die Marktentwicklung negativ verläuft. In diesem Fall nimmt die Bonität gewerblicher Immobilienkreditnehmer ab und zugleich sinkt die Verwertungsquote der Immobiliensicherheiten. In fünf ausgewählten Ballungszentren gaben die Spitzenmieten im Zeitraum von 2001 bis Juni 2004 zwischen 12 % und 29 % nach. Gleichzeitig stieg die Leerstandsquote (ohne Untermietvereinbarungen) in zwei der fünf Städte auf über 10 % und erhöhte sich auch in den anderen Städten deutlich. Darüber hinaus werden in einigen Städten weiterhin Bürobauteile mit großer Nutzfläche errichtet.<sup>32)</sup> Der Markt durchläuft bereits seit einigen Jahren eine Preisanpassungsphase an die konjunkturell bedingt schwache Nachfrage, die nach Meinung von Marktteilnehmern noch nicht abgeschlossen ist.

... im gewerblichen Bau, ...

Auf gewerbliche (Immobilien-)Kreditnehmer, die Wohnraum schaffen, entfallen mit 329 Mrd € rund 30 % aller Wohnraumdarlehen. Auch dieser Markt hat bereits eine mehrjäh-

... im Wohnungsbau ...

31 Quelle: Creditreform.

32 Quelle: Jones Lang LaSalle.



rige Preisanpassungsphase nach unten durchlaufen, wodurch die Bonität der Kreditnehmer tendenziell gesunken ist. Durch das verhältnismäßig moderate Anpassungstempo blieb den Banken jedoch Zeit, den Entwicklungen entgegenzusteuern. Die Marktaussichten für Wohnimmobilien sind regional heterogen. Insbesondere Banken mit Geschäftsschwerpunkten in Regionen mit weiter fallenden Preisen sehen sich daher weiterhin Risiken ausgesetzt.

... und bei  
privaten  
Bauherren

Wesentlich geringer ist das Risiko aus der Kreditvergabe an private Bauherren für wohnwirtschaftliche Zwecke. Zwar übersteigt hier das Volumen der ausgereichten Kredite mit 749 Mrd € dasjenige an gewerbliche Bauherren. Daneben nahm parallel zum Anstieg der Verbraucherinsolvenzen die Zahl der Zwangsversteigerungen von Wohnimmobilien<sup>33)</sup> (über 60 000 im Jahr 2003 und über 30 000 Objekte im ersten Halbjahr 2004<sup>34)</sup>) zu, was generell auf ein erhöhtes Risiko aus der Kreditvergabe hindeuten könnte. Allerdings ist der Zusammenhang zwischen der Preisentwicklung der entsprechenden Immobilien, der Schuldendienstfähigkeit der Kreditnehmer und der Erlösquote bei Zwangsversteigerungen im wohnwirtschaftlichen Segment nicht so eng wie im gewerblichen Segment.

Risikokredit-  
volumen  
gegenüber  
Schwellen-  
ländern  
reduziert

Hinsichtlich des Kreditrisikos aus dem Auslandskreditgeschäft gilt das besondere Augenmerk den Ausleihungen an Schwellenländer. Dabei hat sich das Risikokreditvolumen seit Mitte 2003 gegenüber den Schwellenländern in Asien, Lateinamerika und Europa sichtbar reduziert. Diese Entwicklung ist hauptsächlich durch verbesserte makroökonomische Grund-

## Länderrisiko nach Regionen

Mrd €			
Zeit	Asien	Lateinamerika	Europa
Kreditvolumen nach Regionen			
Juni 2003	66,76	46,92	97,19
Juni 2004	68,59	45,83	121,54
Risikokreditvolumen <sup>1)</sup> nach Regionen			
Juni 2003	1,30	5,32	2,92
Juni 2004	1,01	4,19	1,41

<sup>1</sup> Das Risikokreditvolumen wird hier definiert als das Produkt aus dem Kreditvolumen (nach Millionenkreditmeldung) und der zugehörigen Ausfallwahrscheinlichkeit eines Landes. Diese ergibt sich aus den entsprechenden Ratings von Standard & Poor's, nachdem sie auf Grundlage der 2-Jahres-Ausfallraten von Unternehmen in eine kardinale Skala transformiert wurden.

Deutsche Bundesbank

bedingungen zu erklären, die sich in entsprechenden Ratingverbesserungen widerspiegeln.

Gleichzeitig beobachtet man, dass die Banken ihre Kreditvergabe nach Osteuropa umgeschichtet haben. Die Kreditvergabe an den lateinamerikanischen und asiatischen Raum blieb dagegen nahezu konstant.

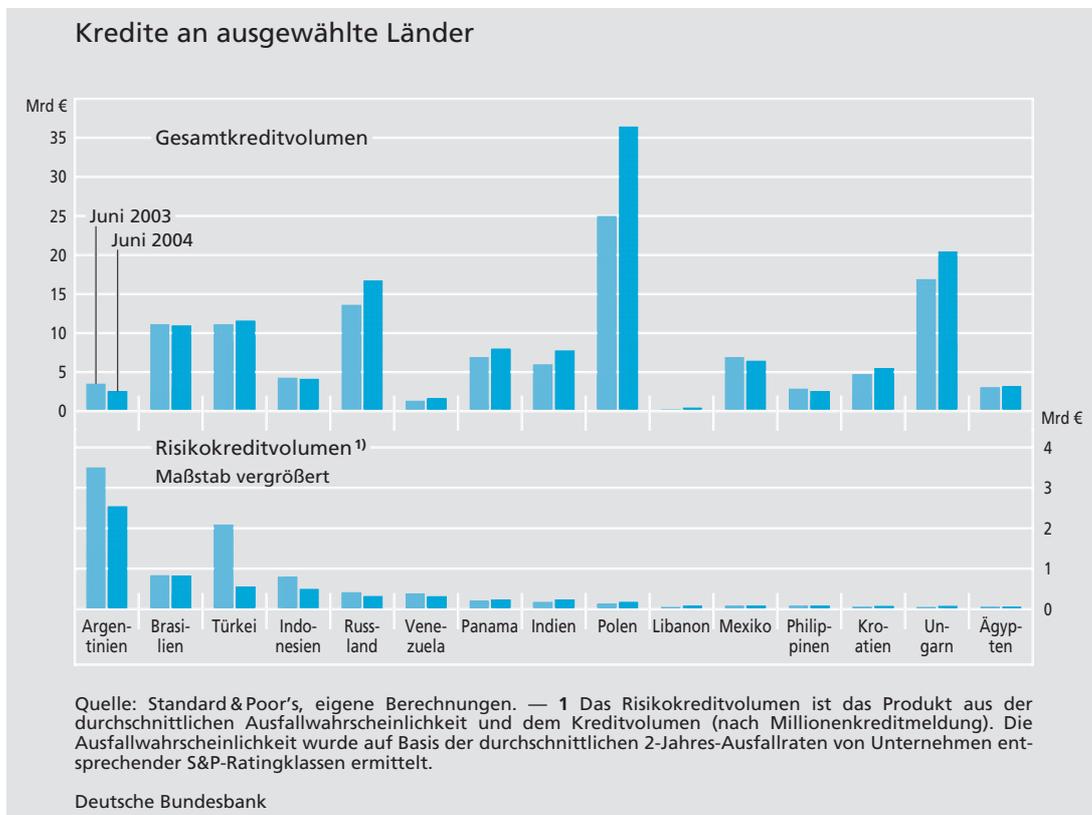
Umschichtung  
von Krediten  
nach Osteuropa

Hinsichtlich des Risikovolumentens dominiert jedoch weiterhin Lateinamerika. Argentinien weist hier mit 2,5 Mrd € den größten Einzelbetrag auf, stellt aber wegen des Zahlungsausfalls einen Sonderfall dar. Es folgen Brasilien mit 831 Mio €, Venezuela mit 307 Mio € und Panama mit 244 Mio € Risikokreditvolu-

Geographische  
Verteilung der  
Risiken

<sup>33</sup> Eigentumswohnungen, Ein- und Zweifamilienhäuser, Doppelhaushälften.

<sup>34</sup> Quelle: Argentra AG.



men (siehe oben stehendes Schaubild). Obwohl die Kreditvergabe nach Asien insgesamt stabil war, lassen sich Umschichtungen innerhalb dieser Region beobachten. Die Banken haben sich vor allem aus Ländern mit schlechten Ratings wie Indonesien und den Philippinen zurückgezogen.

Innerhalb der europäischen Länder konzentriert sich die Kreditvergabe vorrangig auf die beiden neuen EU-Mitgliedstaaten Polen und Ungarn sowie auf Russland. Polen wies im Sommer 2004 mit 36,4 Mrd € das größte Kreditvolumen aus; die Ausleihungen an Ungarn stiegen auf 20,4 Mrd €. Auch Russland verzeichnete im Sommer 2004 einen Anstieg in der Kreditvergabe auf 16,7 Mrd €. Trotz der Ratingverbesserung der Türkei für Schulden in Fremdwährung haben sich die

deutschen Banken mit weiteren Krediten an die Türkei zurückgehalten.

Die Kreditvolumina und die herrschende Kreditqualität bestimmen die aktuelle Risikolage. Interessant sind aber auch Informationen über den Umgang mit dem Kreditrisiko im Neugeschäft. Hierüber liefert der Bank Lending Survey<sup>35)</sup> wichtige Anhaltspunkte und Ergebnisse. Die Daten für Deutschland weisen auf eine weiter zunehmende Risikodifferenzierung hin. Insbesondere im Bereich des Privatkundengeschäfts deuten die Umfragedaten auf eine anhaltende, risikodifferenzierte Margenspreizung: Während die Margen für durchschnittliche Kredite teilweise rückläufig waren, weiteten die befragten Banken diese

*Bank Lending Survey*

35 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, August 2004, S. 27ff.

für risikoreichere Kredite zum Teil weiter aus. Im Bereich der Firmenkredite erhöhten die Banken dagegen sowohl die Margen für Kredite mit durchschnittlicher Bonität als auch für risikoreichere Kredite. Insgesamt jedoch scheinen die deutschen Banken ihre Kreditstandards im Unterschied zu den Anpassungen im Vorjahr dieses Jahr kaum noch zu verschärfen.

*Steigende  
operationelle  
Risiken ...*

In den letzten Jahren sind zunehmend die operationellen Risiken in den Fokus der Kreditwirtschaft gerückt. Diese Risikokategorie umfasst sowohl Verlustgefahren als Folge von Fehlern bei bankinternen Prozessen, bei menschlichem Handeln und in IT-Systemen (interne Faktoren) als auch Gefahren aus externen Ereignissen, zum Beispiel Naturkatastrophen. International üblich ist ferner die ausdrückliche Einbeziehung von Rechtsrisiken.<sup>36)</sup>

*... aus Rechts-  
fragen und ...*

Die Rechtsrisiken sind in jüngster Vergangenheit durch Urteile beziehungsweise Gesetzesänderungen zum Beispiel im Bereich des Verbraucher- und Anlegerschutzes in das Blickfeld gerückt.<sup>37)</sup> Auch Schadenersatzansprüche im Zusammenhang mit Großinsolvenzen, wie zum Beispiel im Fall Parmalat, bergen für die jeweils betroffenen Institute finanzielle Risiken. Insgesamt sind solche Risiken für die einzelnen Institute tragbar und

<sup>36</sup> Vgl.: Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Juni 2004.

<sup>37</sup> So hatten vor dem BGH kürzlich einige Klagen von Investoren Erfolg, die im Rahmen von kreditfinanzierten Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds Verluste erlitten hatten und sich, je nach Abwicklung des Geschäftes, auf einen Verstoß gegen das Verbraucherkreditgesetz oder gegen das Haustürwiderrufgesetz stützten.

## Auswirkungen von Basel II auf die Stabilität des Finanzsystems

Die im Juni 2004 veröffentlichten neuen Mindesteigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute (Basel II) wirken sich bereits heute auf das Risikomanagement der deutschen Banken aus. Ungefähr ein Drittel der deutschen Kreditinstitute plant, einen internen Ratingansatz umzusetzen, der eine wesentliche Weiterentwicklung der derzeitigen Regeln im Grundsatz I bedeutet. Zukünftig wird auch das operationelle Risiko explizit mit Eigenkapital zu unterlegen sein und die Risikogewichte für ausfallgefährdete Aktiva werden nicht mehr allein von der Forderungsklasse, sondern zusätzlich von dem bankinternen Rating abhängen.

Durch die verbesserte Risikosensitivität der Eigenkapitalanforderungen werden Anreize für eine risikogerechtere Ausgestaltung der Kreditkonditionen gegeben. Hierdurch sind für die Zukunft Effizienzgewinne des Bankensystems zu erwarten, welche die Stabilität des Finanzsystems weiter verbessern werden.

Eine stärker risikoorientierte Allokation des haftenden Eigenkapitals ist eng verbunden mit einem weiteren Kernziel von Basel II: der Annäherung des aufsichtlichen Risikogewichtungsschemas an die bankbetriebliche Risikomessung. Dadurch können Fehlentwicklungen, wie zum Beispiel Möglichkeiten zur Kapitalarbitrage, verhindert werden.

Bei der Vorgabe, die beiden Eigenkapitalbegriffe besser in Deckung zu bringen, spielt die Frage der „Kalibrierung“ der Eigenmittelanforderungen eine wichtige Rolle. Denn erst durch eine geeignete Anpassung der Risikogewichtsfunktionen wird gewährleistet, dass nicht nur die Risikosensitivität der Eigenmittelanforderungen erhöht wird und Anreize für die Auswahl eines risikosensitiveren Ansatzes gegeben sind, sondern auch dass das Gesamtkapital im Finanzsystem erhalten bleibt. Zu diesem Zweck wird die Kalibrierung kurz vor In-Kraft-Treten von Basel II im Jahr 2006 nochmals überprüft werden.

Deutsche Bundesbank

auch grundsätzlich nicht neu. Sie haben aber in letzter Zeit an Bedeutung gewonnen und müssen unter Stabilitätsgesichtspunkten in einer Gesamtschau zusammen mit dem Risikopotenzial aus Kredit-, Markt- und anderen operationellen Risiken bewertet werden.

... aus hoher IT-  
Abhängigkeit

Neben den Rechtsrisiken haben auch die weiteren Ursachenkomplexe des operationellen Risikos an Bedeutung zugenommen. Dazu zählen zum Beispiel menschliche Fehler oder Betrug, häufig im Zusammenhang mit unsachgemäßen Prozessen oder IT-Systemdefekten. So stellt die hohe und weiter zunehmende IT-Abhängigkeit der Bank- und Finanzkonzerne – vor allem in Kombination mit dem anhaltenden Trend zum Outsourcing, der verstärkten Abhängigkeit von oft wenigen Anbietern und den Schwachstellen bei e-Banking-Anwendungen – ein erhöhtes Risikopotenzial dar.<sup>38)</sup> Allerdings hat nicht zuletzt die Baseler Eigenmittelempfehlung, die erstmals eine eigenständige Kapitalunterlegung für operationelle Risiken implementiert, zu einer Schärfung des Bewusstseins in der Kreditwirtschaft beigetragen.

### Sparkassen- und Kreditgenossenschaftssektor

Für beide im Verbund organisierten Bankengruppen haben sich die Ertrags- und Risikolage sowie die Aussichten verbessert.

Weiter  
steigender  
Zinsüberschuss

Sowohl Sparkassen als auch Kreditgenossenschaften konnten im Jahr 2003 gegenüber dem Vorjahr einen um 0,04 % der durchschnittlichen Bilanzsumme (dBS) gestiegenen Zinsüberschuss erwirtschaften. Damit stieg

die Hauptertragsquelle dieser beiden Bankengruppen zum zweiten Mal in Folge an, nachdem die zweite Hälfte der neunziger Jahre durch einen deutlichen Verfall der Zinseinkommen gekennzeichnet war. Die Zinsüberschüsse summieren sich nunmehr bei Sparkassen auf 2,42 % der dBS und bei Kreditgenossenschaften auf 2,53 % der dBS. Hauptursache für den gestiegenen Zinsüberschuss waren die guten Möglichkeiten zur Fristentransformation, die aus einer steileren Zinsstrukturkurve resultierten. Die Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen hat sich in den letzten zwei Jahren wieder ausgeweitet, nachdem sich die Zinsstruktur in den Jahren zuvor eher abflachte.

Die hohe Liquiditätspräferenz der Einleger schuf beiden Bankengruppen Spielräume, um die gebotenen Möglichkeiten der Fristentransformation zu nutzen. Die Entwicklungen im Jahr 2004 geben jedoch keinen eindeutigen Hinweis darauf, ob die Erholung beim Zinsüberschuss anhalten wird. Einerseits hat sich die Liquiditätspräferenz der Einleger etwas abgeschwächt, so dass sich die Refinanzierung der Institute verteuern könnte. Außerdem ist die Nachfrage nach Krediten immer noch schwach; insbesondere hat auch die Nachfrage nach Immobilienkrediten, die das Geschäft der beiden Bankengruppen im Jahr 2003 trug, abgenommen. Andererseits

Hohe  
Liquiditäts-  
präferenz und  
steile  
Zinsstruktur  
begünstigen  
Fristen-  
transformation

---

<sup>38</sup> Viele der genannten Risikofaktoren sind gleichwohl nur die Kehrseite grundsätzlich positiver Entwicklungen, wie der Erzielung von Skaleneffekten durch Einsatz von IT und Outsourcing, der Erreichung optimaler Betriebsgrößen, der Forcierung notwendiger Strukturveränderungen sowie des effektiven Einsatzes komplizierter Verfahren zur Risikosteuerung. Diese positiven Effekte können jedoch nur dann ihre Wirkung entfalten, wenn die hiermit verbundenen operationellen Risiken sachgerecht gesteuert werden.

zeigt die Zinsstrukturkurve bislang weiterhin einen steil nach oben gerichteten Verlauf. Die Differenz der Renditen von Bundeswertpapieren mit Restlaufzeiten von sieben Jahren und solchen von drei Monaten liegt im bisherigen Durchschnitt des Jahres 2004 rund 30 Basispunkte über der durchschnittlichen Zinsdifferenz des Vorjahres.

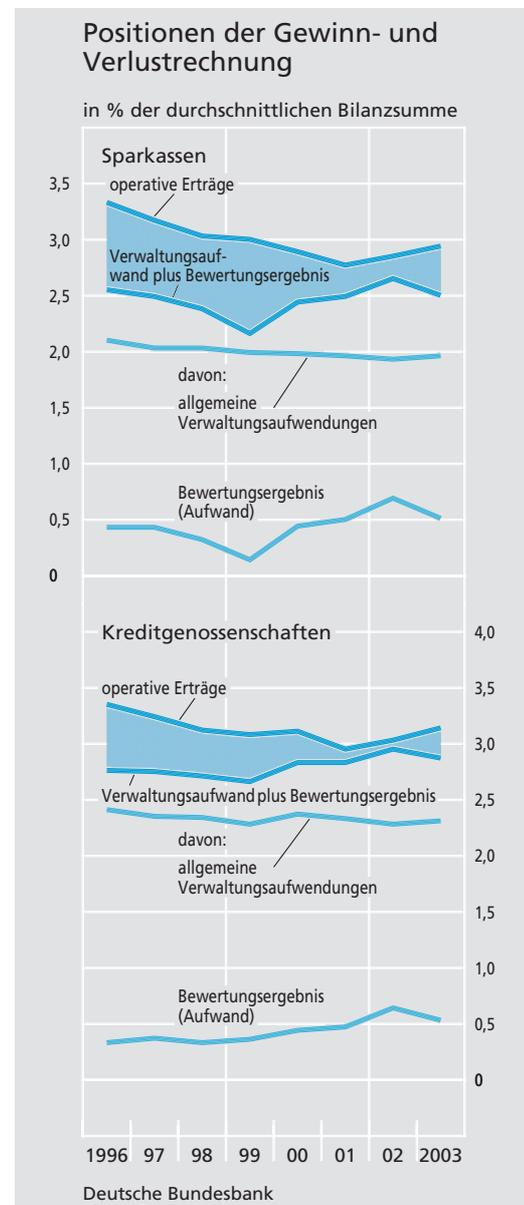
*Zunehmender  
Provisions-  
überschuss*

Neben dem gestiegenen Zinsüberschuss stützte die Zunahme des Provisionsüberschusses das Ergebnis, auch wenn das kurzfristige Potenzial aus dieser Ertragsquelle, die sich bei Sparkassen auf 22 % und bei Kreditgenossenschaften auf 24 % der Zinsüberschüsse summiert, beschränkt sein dürfte. Im internationalen Vergleich zeigt sich aber, dass das Cross-Selling-Potenzial in beiden Sektoren noch nicht völlig ausgeschöpft wird.

*Rückläufiger  
Verwaltungs-  
aufwand*

Auf der Betriebskostenebene dürften Institute beider Sektoren trotz fortschreitender Konsolidierung noch weitreichendes Sparpotenzial haben. Die Verbundstruktur beider Sektoren ermöglicht den Instituten die Balance zwischen konsequenter Arbeitsteilung einerseits und betriebswirtschaftlicher Selbstständigkeit andererseits. Hierzu müssen jedoch die Verbundvorteile konsequent genutzt und weitere Skaleneffekte durch Zusammenlegung erzielt werden. Zusammen schaffen Reduktion des Verwaltungsaufwands und Steigerung der Provisionseinkommen Möglichkeiten, den zum Ausgleich von Schwankungen des Bewertungsergebnisses dienenden Puffer auszuweiten.

Im Jahr 2003 führte die Kapitalmarktentwicklung zu einem positiven Bewertungssaldo im

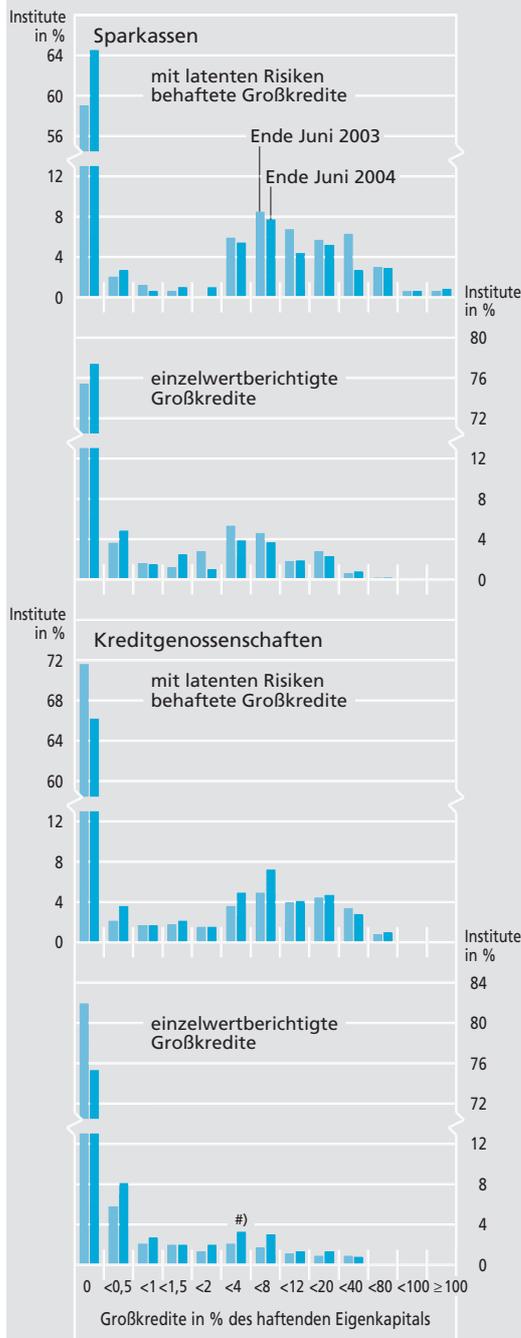


Wertpapierportfolio,<sup>39)</sup> der letztlich in einen Rückgang der gesamten Risikovorsorge mündete. Die Kreditrisikovorsorge als zweite Komponente des Bewertungsergebnisses

*Positives  
Bewertungs-  
ergebnis*

<sup>39</sup> Vorläufige Hochrechnung auf Basis von 90 % aller Sparkassen und 95 % aller Kreditgenossenschaften: Ergebnisbeitrag Wertpapierportfolio: Sparkassen: + 0,07 % der dBS; Kreditgenossenschaften: + 0,04 % der dBS. Ergebnisbeitrag Kreditportfolio: Sparkassen: - 0,53 % der dBS; Kreditgenossenschaften: - 0,47 % der dBS.

### Großkreditportfolios in Relation zum haftenden Eigenkapital



# Lesebeispiel: Ende Juni 2004 hatten knapp 4 % der Kreditgenossenschaften einzelwertberichtigte Großkredite zwischen 2 % und 4 % des haftenden Eigenkapitals.

Deutsche Bundesbank

stieg dagegen konjunkturell bedingt gegenüber dem Vorjahr leicht an.

Die Risikopositionen der Institute beider Bankengruppen konzentrieren sich weitgehend auf Kredite an inländische Unternehmen und Selbständige sowie Kredite an inländische private Haushalte.

Im Bereich der gewerblichen Kredite entfällt ein großer Teil auf den Immobilienbau oder -erwerb. Aus diesem Bestand können im derzeitigen Marktumfeld insbesondere Kredite für Büroimmobilien Abschreibungsbedarf hervorrufen, vor allem wenn ein Institut seinen – durch das Regionalprinzip vorgegebenen – Geschäftsschwerpunkt in Regionen mit negativer Immobilienmarktentwicklung hat.

*Überschaubare  
Risiken im  
gewerblichen ...*

Die Analyse der Großkreditdaten<sup>40)</sup> ergibt, dass sich die Qualität der Portfolios<sup>41)</sup> der Kreditgenossenschaften im Vergleich zum letztjährigen Stabilitätsbericht leicht verschlechtert, die der Sparkassen hingegen leicht verbessert hat. So erhöhte sich insbesondere der Anteil der Sparkassen, die weder mit latenten Risiken behaftete noch einzelwertberichtigte Großkredite im Portfolio haben.

<sup>40</sup> Großkredit gemäß §§ 13, 13a, 13b KWG ist eine Forderung einer Bank, die 10 % ihres haftenden Eigenkapitals übersteigt. Derartige Kredite werden in drei Risikoklassen unterteilt: Klasse 1: ohne erkennbare Risiken, Klasse 2: mit latenten Risiken behaftet, Klasse 3: bereits einzelwertberichtigt.

<sup>41</sup> Mit 26 % Anteil am durchschnittlichen Geschäftsvolumen (dGV) der Sparkassen bzw. 33 % am dGV der Kreditgenossenschaften sind die Großkredite keine vollständige, jedoch eine näherungsweise Abbildung der gewerblichen Portfolios der beiden Bankengruppen.

... und  
Privatkunden-  
Portfolio

In beiden Bankengruppen stellen private Immobilienkredite die volumenmäßig bedeutendste Kreditkategorie dar. Zwar mehren sich die Anzeichen, dass die Risiken aus diesem Portfolio leicht ansteigen dürften. Gleichwohl sprechen die nach wie vor hohen Bonitäten dieser Kreditnehmer sowie die in weiten Teilen gegebene Wertbeständigkeit der Sicherheiten dafür, dass der hohe Anteil privat finanzierter Immobilien im Portfolio von Sparkassen und Kreditgenossenschaften unter Stabilitätsaspekten keine besonderen Risiken zeitigt.

Es ist indes nicht auszuschließen, dass sich in beiden Bankengruppen einzelne Institute künftig mit erhöhtem Wertberichtigungsbedarf – in der Hauptsache verursacht durch das gewerbliche Kreditportfolio – konfrontiert sehen könnten.

Eigen- und  
Kernkapital  
erhöht

Positiv zu werten ist, dass die Verlustpuffer der Sparkassen und Kreditgenossenschaften durch die verbesserte Ertragslage im Jahr 2003 gestiegen sind. Das haftende Eigenkapital von Sparkassen erhöhte sich in den ersten acht Monaten des Jahres 2004 um 5,2 %, das von Kreditgenossenschaften um 6,0 %. Sowohl Eigenkapital- als auch Kernkapitalquote liegen deutlich über den regulatorischen Mindestanforderungen von 8 % beziehungsweise 4 %.

Ergebnisse  
eines  
Hazardraten-  
modells

Die insgesamt positive Einschätzung der Stabilität von Sparkassen und Kreditgenossenschaften wird gestützt durch die Ergebnisse eines von der Bundesbank zur Einschätzung der Bonität einzelner Banken eingesetzten Hazardratenmodells (siehe Erläute-

### Ausgewählte Bilanzpositionen von Sparkassen und Kreditgenossenschaften

Stand: 30. Juni 2004; Mrd €

Kredite an/für ...	Sparkassen	Kreditgenossenschaften
Inländische Unternehmen und Privatpersonen	574,7	338,9
darunter:		
inländische Unternehmen und Selbständige	279,6	154,4
inländische wirtschaftlich unselbständige und sonstige Privatpersonen	291,2	181,4
Kredite für Bauzwecke (gewerblich und privat)	352,4	216,9
darunter:		
Wohnungsbau an private Haushalte	217,9	133,3
Wohnungsbau an gewerbliche Kreditnehmer 1)	74,2	38,6
Kredite für gewerblichen Bau, grundpfandrechtl. gesichert 1)	60,3	45,0

1 Kredite für gewerbliche Bauvorhaben, die nicht grundpfandrechtl. besichert sind, werden von der Statistik nicht erfasst.

Deutsche Bundesbank

rungen auf S. 52). Verschiedene Kennziffern zur Ertragslage, Solvabilität und zum Risiko werden hier zu einer Ausfallwahrscheinlichkeit verdichtet. Die modellbasierte Bonitätseinschätzung für die Jahre 2004 und 2005 hat sich für beide Bankengruppen verbessert.

Eine wesentliche Komponente der Stabilitätslage der verbundartig organisierten Bankengruppen stellen die institutssichernden Haftungsverbände dar. Im genossenschaftlichen Sicherungssystem verursachte die mit der wirtschaftlichen Stagnation der letzten Jahre einhergehende Insolvenzwelle im Unternehmenssektor einen Anstieg des Beitragssatzes auf 2‰ der Bemessungsgrundlage. Sparkassen zahlen lediglich 0,3‰ einer ähnlich definierten Bemessungsgrundlage; allerdings

Instituts-  
sicherung

## Hazardratenmodell

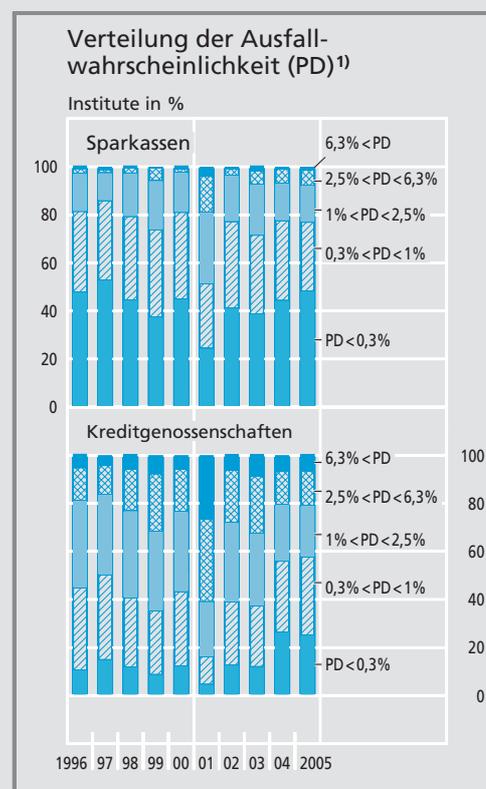
Hazardratenmodelle („Lebensdauermodelle“) werden zur Ermittlung von Ausfallwahrscheinlichkeiten im Zeitablauf eingesetzt. Gegenüber anderen Verfahren zur Schätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten zeichnen sie sich dadurch aus, dass sowohl über die Zeit als auch im Querschnitt erhobene Daten simultan verarbeitet werden (Paneldaten). Die Bundesbank hat ein Hazardratenmodell zur Schätzung der Ausfallwahrscheinlichkeiten von Sparkassen und Kreditgenossenschaften entwickelt.

Das Hazardratenmodell unterstützt die makroprudenzielle Aufsicht bei der Einschätzung der Risiken im Bankensektor. Das Verfahren ist auf einen Prognosehorizont von einem Jahr kalibriert und schätzt damit die einjährige Ausfallwahrscheinlichkeit. Dabei gelten Institute als ausgefallen, sofern sie innerhalb des kommenden Jahres ohne stützende Maßnahmen des Verbands im Bestand gefährdet sind. Die Wahrscheinlichkeit für dieses Ereignis wird anhand institutsspezifischer, regionaler und gesamtwirtschaftlicher Kennzahlen bestimmt. Die institutsspezifischen Kennzahlen beziehen sich auf die Kapitalausstattung, die Ertragslage, das Kreditrisiko und das Marktrisiko der jeweiligen Sparkasse oder Kreditgenossenschaft. Daneben bestimmen regionale und gesamtwirtschaftliche Faktoren die Entwicklung der mittleren Ausfallwahrscheinlichkeit über die Zeit.

Zur Kennzahlenauswahl und zur Bestimmung der Gewichte stand ein Panel historischer Daten über sämtliche Sparkassen und Kreditgenossenschaften seit 1993 (Vollerhebung) zur Verfügung. Der Ausfalldatenkatalog umfasste unter anderem Sanierungsfusionen und kapitalerhaltende Maßnahmen der Verbände. Das Hazardratenmodell wurde mit einer Logit-Linkfunktion unter Berücksichtigung der Panelstruktur der Daten geschätzt. Dabei ergibt sich eine gute Anpassung der geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeiten an die historischen Ausfallraten und eine gute Diskriminierung der Ausfälle und Nichtausfälle (Ginikoeffizient: 0,62). Die Schätzung zeigt, dass der Kapitalausstattung bei weitem die größte Bedeutung bei der Diskriminierung zukommt. Es folgen Ertragslage, Kredit- und Marktrisiko mit ungefähr gleichem Gewicht. Auch die regionalen und gesamtwirtschaftlichen

Faktoren liefern signifikante Beiträge zur Erklärung der Ausfallraten im Zeitablauf. Eine Ausdehnung des Modells auf die gesamte Kreditwirtschaft scheitert unter anderem an der größeren Heterogenität und der geringeren Institutsanzahl der anderen Bankengruppen.

Im unten stehenden Schaubild ist die Verteilung der Institute auf verschiedene Risikoklassen für einen Zeitraum von zehn Jahren wiedergegeben. Es zeigen sich erhebliche zeitliche Schwankungen der Besetzungshäufigkeiten. Im Jahr 2001 lag der Anteil der Institute in den hohen Risikoklassen deutlich über dem Durchschnitt. Seitdem hat die Besetzung der risikoarmen Klassen wieder relativ zugenommen. Der Anteil der Kreditgenossenschaften in den risikoarmen Klassen liegt am aktuellen Rand sogar höher als in den anderen Jahren des Betrachtungszeitraums.



<sup>1</sup> Basierend auf den Daten des Jahres t (beispielsweise 2003) ordnet das Hazardratenmodell jedem Institut eine Ausfallwahrscheinlichkeit für das Jahr t+2 (im Beispiel 2005) zu.



sichern dort derzeit neben den Fondsmitteln auch Anstaltslast und Gewährträgerhaftung den Bestand eines Instituts. Da diese beiden staatlichen Stützen künftig wegfallen, können sich auch die öffentlich-rechtlichen Institute zukünftig mit durchschnittlich höheren Belastungen konfrontiert sehen. Im Lichte dieser Entwicklungen sind die unlängst durchgeführten institutionellen Reformen beider Haftungsverbände zu begrüßen. So belegen erste Erfahrungen, dass bereits das Wissen um die zukünftig ratingabhängigen Beiträge und die verbundinternen Bonitätsmessungen ein gestiegenes Preis-Risiko-Bewusstsein der Mitgliedsbanken ausgelöst hat und so langfristig die Solidität der Sicherungseinrichtungen fördert. Gesamtwirtschaftlich liefern beide institutssichernden Haftungsverbände einen erkennbaren Beitrag für die Stabilität des Finanzsystems, da sie auf Gläubiger vertrauensbildend wirken. Ordnungspolitische Bedenken bestehen gegenüber privatrechtlich organisierten und finanzierten Systemen nicht.

### Regional- und sonstige Kreditbanken

Gegen den allgemeinen Trend expandierten einige Institute dieser recht heterogen zusammengesetzten Bankengruppe auch in den vergangenen Jahren wirtschaftlicher Stagnation. So konnten insbesondere Banken, die auf das Retailgeschäft spezialisiert sind, im Jahr 2003 ihre Kreditvergabe an inländische Privatpersonen überproportional ausweiten; diese Entwicklung setzte sich im ersten Halbjahr 2004 mit ähnlicher Dynamik fort. Zwar belastet die zunehmende Anzahl von Privatinsolvenzen die Ertragslage der Retailinstitute:

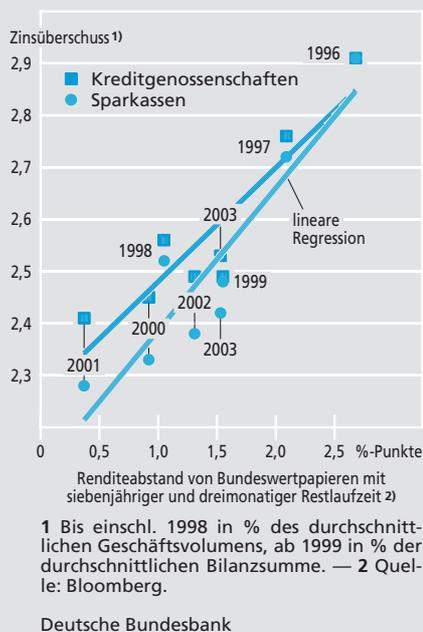
*Ertrags-  
potenziale  
spezialisierten  
Retailbanken*

Im Unterschied zu der allgemeinen Entwicklung waren diese mit einem sprunghaften Anstieg der Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Forderungen und der Zuführungen zu Rückstellungen im Kreditgeschäft konfrontiert. Gleichwohl ist die Lage dieser fokussierten Institute recht komfortabel. Zum einen ist das von ihnen verfolgte Geschäftsmodell wegen hoher Margen wirtschaftlich attraktiv. Zum anderen sind die Portfolios dieser Banken sehr granular und die Einzelrisiken wenig korreliert, so dass Klumpenrisiken und Dominoeffekte nicht auftreten. Gleichzeitig liefern die vielen Kundendaten eine gute statistische Basis zur Entwicklung von Bonitätsbeurteilungsverfahren.

Nicht nur im Massengeschäft war in der jüngeren Vergangenheit wirtschaftlicher Erfolg möglich. So konnten Institute, die auf die Vermögensverwaltung von Privatkunden spezialisiert sind, ihren Jahresüberschuss vor Steuern im letzten Jahr spürbar steigern. Die genannten Beispiele zeigen, dass ein klares Profil und einfache, für Kunden und Mitarbeiter verständliche Geschäftsmodelle in einem schwierigen Marktumfeld wirtschaftlich erfolgreich sein können. Vereinzelt Marktaustritte in dieser Bankengruppe gehören zum – durchaus wünschenswerten – Ausleseprozess einer Marktwirtschaft und stehen nicht im Widerspruch zum guten Ergebnis vieler Kreditbanken.

*Erfolg durch  
Fokussierung*

### Zusammenhang zwischen dem Renditeabstand bei Bundeswertpapieren und dem Zinsüberschuss



### Die Lage der privaten Hypothekenzentralbanken<sup>42)</sup>

Begrenzte Geschäftsmöglichkeiten

Insbesondere den reinen Hypothekenzentralbanken fällt es seit einigen Jahren schwer, ausreichende Erträge zu erwirtschaften. Trotz einiger Erweiterungen im Laufe der Zeit bleibt das Geschäftsspektrum dieser Banken weitgehend auf die Finanzierung von Immobilien beziehungsweise Grundstücken und auf die Staatsfinanzierung beschränkt. Zwar schuf der Gesetzgeber diesen Instituten im Rahmen des vierten Finanzmarktförderungsgesetzes erweiterte Geschäftsmöglichkeiten in Form von provisionstragenden Neben- oder Hilfgeschäften und erweiterte ihren regionalen Spielraum deutlich. Trotzdem ist es den Instituten in ihrer Gesamtheit bislang nicht gelungen, im provisionstragenden Geschäft erkennbare Über-

schüsse zu erzielen. Zinserträge machten im Jahr 2003 98 % der gesamten Erträge der Hypothekenzentralbanken, Zinsaufwendungen 91 % der gesamten Aufwendungen aus.

Die Zinsüberschüsse dieser Banken gehen jedoch seit Jahren zurück, weil die Margen sowohl im privaten als auch im staatlichen Hypothekengeschäft in den letzten Jahren deutlich geschrumpft sind. Darüber hinaus nahmen in Deutschland die Geschäftsvolumina der privaten Hypothekenzentralbanken im Einklang mit sinkenden Marktanteilen ab. So verringerten sich die Bestände der Kredite für den Wohnungsbau an inländische Unternehmer und Privatpersonen dieser Institute im Jahr 2002 um 2,8 %, um 1,7 % im Jahr 2003 und um weitere 1,4 % im ersten Halbjahr 2004. Ihr Anteil an allen Krediten für den Wohnungsbau an inländische Unternehmen und Privatpersonen betrug Anfang der neunziger Jahre noch 18 %; Ende 2003 belief sich dieser Anteil nur noch auf 13 %. Die Margen im „zweiten Standbein“ Staatsfinanzierung sind geschäftsartbedingt eng. Mögliche Ertragssteigerungen über wachsende Volumina sind trotz zunehmender staatlicher Verschuldung dadurch begrenzt, dass der Staat zunehmend verbrieft Verbindlichkeiten begibt und weniger auf klassische Bankkredite zurückgreift. Auch der Versuch einiger Hypothekenzentralbanken, zukünftige Zinserträge mittels derivativer Geschäfte vorzuziehen, kann nur temporär Abhilfe schaffen.

Sinkende Zinsüberschüsse ...

42 Die hier analysierten privaten Hypothekenzentralbanken – ohne Bayerische HypoVereinsbank – gehören nach der Institutssystematik der Bundesbank zu der Gruppe der Realkreditinstitute. Die privaten Hypothekenzentralbanken vereinigen per Juni 2004 über 96 % der durchschnittlichen Bilanzsumme aller Realkreditinstitute auf sich.

... bei hohen  
Risiken

Den gesunkenen Einnahmen der Hypothekenbanken stehen gestiegene Risiken beziehungsweise hohe Wertberichtigungen gegenüber. Die Bereinigung der im Zuge der deutschen „Wiedervereinigungseuphorie“ hohen Preise sowie steigende Leerstandsquoten insbesondere im ostdeutschen Immobilienmarkt führten zu steigenden Vorsorgeaufwendungen, so dass das operative Ergebnis nach Risikovorsorge deutlich geringer ist als in den späten neunziger Jahren.

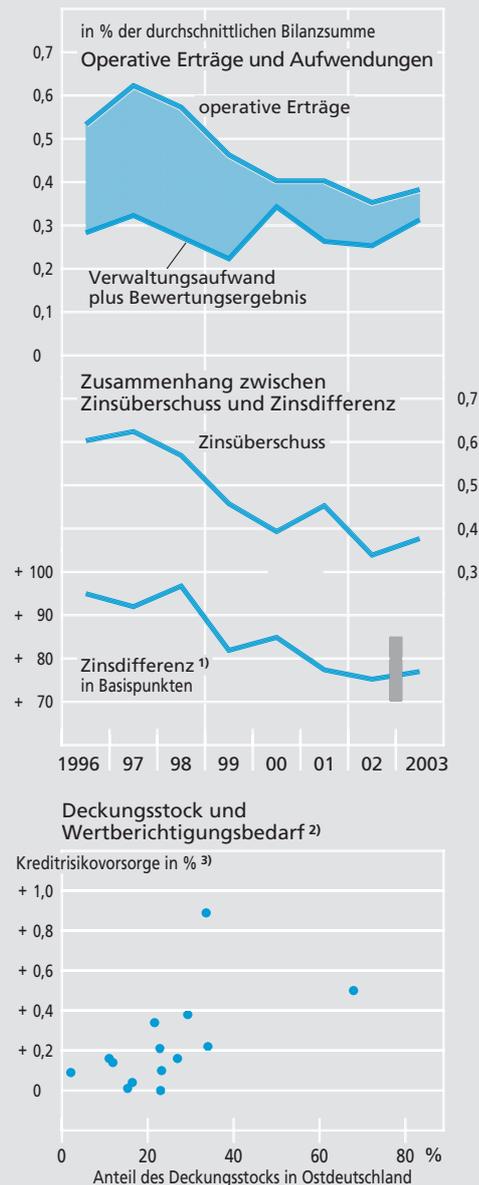
Weitreichende  
Reform-  
maßnahmen

Vor dem Hintergrund zunehmender Schuldendienstprobleme bei privaten Haushalten sowie der weiterhin schlechten Marktaussichten insbesondere für gewerbliche Immobilien ist daher sehr positiv zu werten, dass sich viele Hypothekenbanken tiefgreifenden Restrukturierungsprogrammen unterzogen haben. Im Zentrum der Aktivitäten standen und stehen die Bereinigung der Portfolios von „Altlasten“, die Erschließung neuer Ertragsquellen auch im provisionstragenden Geschäft und/oder auf Auslandsmärkten sowie die Weiterentwicklung des Risikomanagements. Insbesondere Letzteres ist im Hinblick auf die wachsenden Auslandsengagements sehr wichtig. Zwar lassen sich in anderen Ländern eventuell höhere Margen als in Deutschland erzielen; die Risiken sind jedoch auf Grund volatiler und/oder hoch bewerteter Märkte beachtlich.

Voraussichtliche  
Änderung des  
gesetzlichen  
Umfelds

Die Bundesregierung plant, das Hypothekendarlehenbankgesetz und das Gesetz über öffentliche Pfandbriefe durch ein allgemeines Pfandbriefgesetz zu ersetzen (siehe Erläuterungen auf S. 56). Somit würde das seit mehr als 100 Jahren bestehende Spezialbankenprinzip für Hypothekenbanken aufgegeben. Der Vorteil

### Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewählter privater Hypothekenbanken



1 Hypothekenzins (bis 2002 Festzinsen auf zehn Jahre für Hypothekarkredite auf Wohngrundstücke, Effektivzins; ab 2003 Wohnungsbaukredite an private Haushalte, Zinsbindung über zehn Jahre, Effektivzins) minus Umlaufrendite von Hypothekendarlehenpfandbriefen mit einer mittleren Restlaufzeit von über neun bis zehn Jahren. — 2 Werte 14 ausgewählter Hypothekenbanken. — 3 Betrag zuzügl. Aufwand für Rettungserwerb von Immobilien.

## Das geplante Pfandbriefgesetz

Die Bundesregierung hat einen Gesetzesentwurf zur Neuordnung des Pfandbriefrechts vorgelegt. Dieses Pfandbriefgesetz soll das Hypothekendarlehenbankgesetz (HBG) sowie das Gesetz über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten (ÖPG) ablösen. Ziel des neuen Gesetzes ist, allen Kreditinstituten, die die im Gesetz festgelegten strengen Qualitätsstandards für die Pfandbriefbegebung erfüllen, den Zugang zum Pfandbriefgeschäft zu öffnen. Gleichzeitig wird hierdurch das für die privaten Hypothekendarlehenbanken geltende Spezialbankprinzip, das heißt die Beschränkung der zulässigen Geschäfte auf risikoarme Hypothekendarlehen- und Kommunalanleihen und ihre Refinanzierung durch gedeckte Schuldverschreibungen, abgeschafft.

Die Restriktionen des HBG, die den privaten Hypothekendarlehenbanken enge Grenzen in Bezug auf eine Diversifizierung ihres Leistungsspektrums setzen, erwiesen sich in den letzten Jahren zunehmend als kontraproduktiv, da sie die Möglichkeiten der Institute zur Ertragsgenerierung begrenzen. Hinzu kommt, dass das Nebeneinander von dem HBG unterliegenden privaten Hypothekendarlehenbanken und den auf der Grundlage des ÖPG regulierten öffentlich-rechtlichen Emittenten von Pfandbriefen (i.V. Landesbanken, aber auch einige Sparkassen) im Interesse eines fairen Wettbewerbs verbesserungsbedürftig ist. Dies gilt umso mehr, als die Voraussetzungen der Pfandbriefemission in beiden Gesetzen nicht einheitlich geregelt sind und sich durch den Wegfall von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung für die Landesbanken und Sparkassen eine grundlegende Veränderung der Rahmenbedingungen ergeben wird.

Die Anforderungen an die Pfandbriefbegebung werden sich nach dem neuen Gesetz an hohen Standards orientieren, und zwar insbesondere hinsichtlich der Auswahl der Beleihungsobjekte, der Beleihungswertermittlung, der Einhaltung der Beleihungsgrenzen, dem Risikomanagement, erhöhten Anforderungen an den Treuhänder, der Insolvenzfestigkeit und einer intensiveren Beaufsichtigung. Durch das Pfandbriefgesetz soll die hohe Qualität des Pfandbriefs weiter verbessert und das Vertrauen der Investoren in diese Anlageform gestärkt werden. Es soll noch vor dem Wegfall von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung in Kraft treten.

Deutsche Bundesbank

für die reinen Hypothekendarlehenbanken bestünde darin, dass ihre Geschäfts- und damit Ertragsmöglichkeiten erweitert würden. Die Gefahr stärkerer Konkurrenz für die bestehenden Hypothekendarlehenbanken auf dem Pfandbriefmarkt ist überschaubar, da bereits heute praktisch alle Bankengruppen im Hypothekendarlehenmarkt vertreten sind und ein Markteintritt zusätzlicher Anbieter auf Grund niedriger Margen eher unattraktiv erscheint. Hinzu kommt, dass die Akzeptanz der Emittenten auf dem Pfandbriefmarkt nur über hohe Volumina und gute Bonität sichergestellt werden kann. Das begrenzt den Kreis potenzieller Emittenten. Auch wenn vereinzelte Fusionen und Marktaustritte nicht auszuschließen sind, so ist im Lichte der derzeit verfügbaren Informationen von einem geordneten Übergang zur neuen Gesetzeslage auszugehen. Aus bankenaufsichtlicher Perspektive ist es wichtig, dass Hypothekendarlehenbanken nicht auf Grund ihrer erweiterten Geschäftsmöglichkeiten und ohne genügend Expertise neue und unüberschaubare Risiken eingehen.

## Versicherungsgesellschaften

Neben Kreditinstituten sind auch Versicherungsunternehmen für die Stabilität des deutschen Finanzsystems von hoher Relevanz. Insbesondere Lebensversicherer weisen eine enge Verknüpfung mit dem Bankensektor auf; sie sind häufig über Konzernstrukturen mit Sachversicherern verbunden.<sup>43)</sup> Rückversicherungsgesellschaften haben auf Grund

43 Von den 50 größten Lebensversicherern gehören 46 einem „gemischten“ Konzern an.

ihres „Zweitversicherungsgeschäfts“ eine Netzwerkstellung<sup>44)</sup> in der Branche.

*Entspannung  
der Ertrags-  
und  
Solvenzlage*

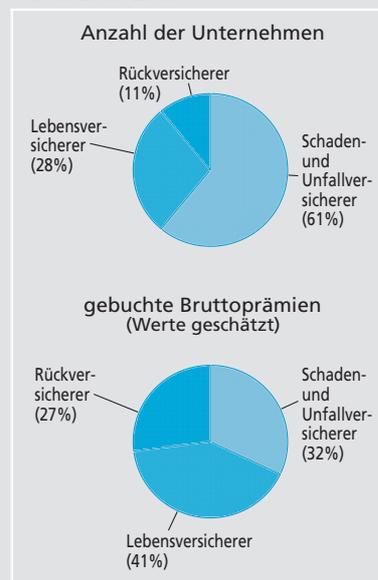
Die Ertragslage und die Solvabilität der deutschen Versicherungswirtschaft haben sich im Jahr 2003 stabilisiert. So verbesserte sich die Eigenkapitalrentabilität in den Sparten „Leben“ und „Sach“ dank der parallelen Stärkung der Ergebnisse aus dem Versicherungsgeschäft und der Kapitalanlage von 6,3 % beziehungsweise 7,9 % in 2002 auf 9,3 % beziehungsweise 15,8 % in 2003. Damit erreichen die Lebensversicherer noch nicht wieder das Niveau aus 1999 (12,1%),<sup>45)</sup> da die außerordentlichen Belastungen (Kapitalmarktentwicklung, zu großzügige Überschussbeteiligungen, etc.) der letzten drei Jahre noch nachwirken.

*Kapitalanlage-  
ergebnis  
heute ...*

Die Entspannung an den Kapitalmärkten führte 2003 zu einer deutlichen Verbesserung des Kapitalanlageergebnisses aller Versicherer (+ 13,8 % im Lebens-, + 7,4 % im Sachgeschäft). Darüber hinaus ist positiv zu werten, dass die stillen Lasten der im Anlagevermögen gehaltenen Aktien der Lebensversicherer durch Verkäufe und Abschreibungen nach Schätzungen des Gesamtverbands der deutschen Versicherungswirtschaft von 16 Mrd € in 2002 auf etwa 5 Mrd € Ende 2003 gesunken sind und damit weniger als 1% des gesamten Kapitalanlagebestandes betragen. Da dieser Rückgang jedoch teilweise auf Aktienverkäufe zurückzuführen ist, wird die Lebensversicherungsbranche an künftig möglichen Kursgewinnen – trotz des kursbedingt von 7 % in 2002 auf 8 % in 2003 gestiegenen Anteils der direkt und über Fonds gehaltenen

### Struktur des deutschen Versicherungssektors

Stand: Ende 2003



Quelle: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Deutsche Bundesbank

Aktien an den gesamten Kapitalanlagen – nur eingeschränkt partizipieren.

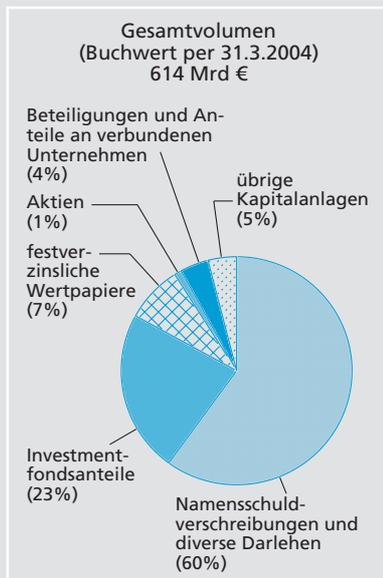
Lebensversicherer investieren im 5-Jahres-Vergleich verstärkt in Fonds mit Rentenpapieren, gefolgt von Schuldscheinen und Darlehen; der Anteil ihrer festverzinslichen Kapitalanlagen liegt nunmehr bei rund 80 %. Dadurch kann die Lebensversicherungsindustrie zum einen eine Annäherung der durchschnittlichen Bindungsdauer (Duration) von langfristigen, an den gesetzlichen Garantie-

*... und künftig*

<sup>44</sup> Die 50 größten Sachversicherer Deutschlands gaben 2003 25,9 % ihres Erstgeschäfts an Rückversicherungsgesellschaften ab. Bei den Lebensversicherern betrug die Quote 7,8 %.

<sup>45</sup> Diese und die folgenden Zahlen gelten für die 50 größten deutschen Lebensversicherer (Marktanteil: ca. 95 % der gebuchten Bruttoprämien 2003) und für die 50 größten deutschen Sachversicherer (Marktanteil: 92,6 % der gebuchten Bruttoprämien 2003).

## Kapitalanlagen deutscher Lebensversicherer



Quelle: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Deutsche Bundesbank

zins gebundenen versicherungstechnischen Rückstellungen auf der Passivseite und den im Durchschnitt kürzer laufenden Anlagetiteln auf der Aktivseite erreichen. Zum anderen wird durch die Umschichtung in festverzinsliche Anlagen die Volatilität der Aktiva verringert. So ist eine ausgeprägte Anlage in alternative Investments wie Unternehmensanleihen, Hedgefonds, Private Equity und strukturierte Produkte nur bei einer geringen Anzahl von Versicherern festzustellen, wenngleich die Engagements in Credit Linked Notes und Asset Backed Securities im letzten Jahr leicht zugenommen haben.

Die deutlich gestärkte Ertragslage der Lebensversicherer – gemessen an der Steigerung der Jahresüberschüsse (2002: 494 Mio €, 2003: 754 Mio €) – resultiert ferner aus der Verbes-

serung des versicherungstechnischen Ergebnisses. Das Wachstum der gebuchten Bruttoprämien nahm bei den 50 größten Gesellschaften um 4,1% auf 63,2 Mrd € zu. Das gute Neugeschäft ist ein Indiz dafür, dass weiterhin – auch mangels alternativer privater Altersvorsorgeprodukte – ein hohes Vertrauen der Bevölkerung in das Produkt Lebensversicherung besteht. Im Vergleich zu den Vorjahren fällt jedoch auf, dass die Spanne des unternehmensindividuellen Neugeschäftsgewinns auseinanderzudriften beginnt. Diese heterogene Branchenentwicklung deutet auf eine Intensivierung des ohnehin schon hohen Wettbewerbs hin, der durch das sich ändernde Umfeld – zum Beispiel teilweiser Wegfall des Steuerprivilegs beim Flaggschiff Kapitallebensversicherung sowie wachsende Bedeutung der privaten Altersvorsorge – noch verstärkt wird.

Die Lebensversicherungsbranche hat auf diese Entwicklung mit einer Neubeziehungsweise Umgestaltung ihrer Produkte reagiert. Dies geschieht zum einen mit Blick auf Nachfrageverschiebungen. So gründeten oder öffneten Lebensversicherer in den letzten Jahren Pensionskassen und – weniger bedeutend – Pensionsfonds, die das Prämienwachstum 2003 zwar deutlich stärkten, deren Geschäft im Vergleich zu Einzelpolicen allerdings relativ margenarm ist. Zum anderen favorisieren Versicherer Produkte, bei denen sie ihr eigenes Risiko verringern können. Hierzu gehört die fondsgebundene Lebensversicherung, die mangels Garantieverzinsung das Kapitalmarktrisiko auf die Kunden abwälzt und von diesen nur zögerlich angenommen wird (durchschnittlicher Anteil am regelmäßigen

*Stärkerer Wettbewerb im Neugeschäft der Lebensversicherer ...*

Prämienvolumen: 8,9%). Die im Zuge dieser – betriebswirtschaftlich notwendigen – Änderungen zunehmende Volatilität des Branchenergebnisses kann das Risiko von Schieflagen in der Branche grundsätzlich erhöhen.

... bei reduzierten Überschussbeteiligungen

Der starke brancheninterne Wettbewerb spiegelte sich in den vergangenen Jahren auch in den hohen Erwartungen der Versicherungsnehmer hinsichtlich der über den gesetzlichen Garantiezins hinausgehenden Überschussbeteiligungen wider. Ihre Bedienung war nur durch den kontinuierlichen Abbau der Ertragspuffer möglich. Mittlerweile zwingt die angeschlagene Finanzkraft jedoch die Branche zu einer Absenkung dieser Beträge. Die Gesamtverzinsung der Versicherungsguthaben konnte im Jahr 2003 wieder vollständig aus dem verbesserten Kapitalanlageergebnis bedient werden, so dass die Ertragspuffer der freien Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB) sowie der Bewertungsreserven aus Kapitalanlagen wieder zunahmen. Die Fortsetzung dieser nachhaltig tragbaren Ausschüttungen setzt jedoch die Erzielung stets ausreichender Kapitalanlagerträge auch in Niedrigzinsphasen voraus.

Gute Ergebnisse der Sachversicherer

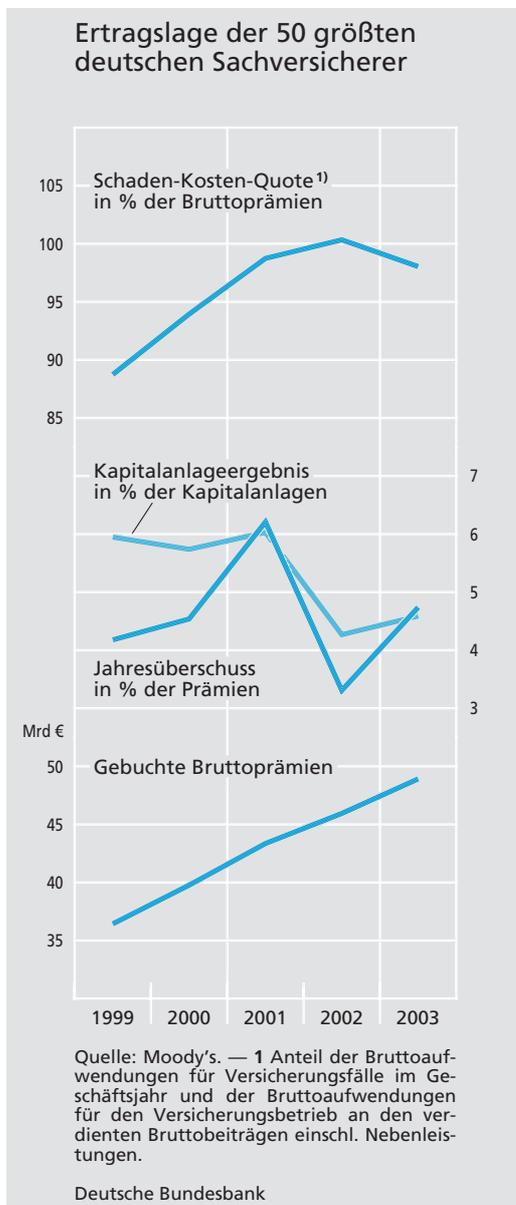
In der Schaden- und Unfallversicherung sorgte 2003 die Kombination aus sinkendem Schadenaufwand und steigenden Beitragseinnahmen erstmals seit 1998 für eine Schaden-Kosten-Quote von unter 100%. Mit einem Jahresüberschuss von 2,7 Mrd € (Vorjahr 2,4 Mrd €) erwiesen sich die Schaden- und Unfallversicherer als stabilste Sparte; dies erleichterte es gemischten Konzernen, ihre Lebensversicherungssparten kapitalmäßig zu unterstützen. Auch im laufenden Jahr könn-

### Daten der 50 größten deutschen Lebensversicherer



Quellen: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Moody's, Assekurata. — 1 Jahresüberschuss plus Zuweisung zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung. — 2 Quotient aus der Differenz zwischen Markt- und Buchwert aller Kapitalanlagen und dem Buchwert der Kapitalanlagen. — 3 Verzinsung der Versicherungsguthaben für das folgende Jahr.

Deutsche Bundesbank



ten die Sachversicherer wieder stabile Ergebnisse liefern: Zum einen nähert sich der weiterhin harte Markt<sup>46)</sup> – geprägt durch hohe Prämien und restriktivere Policen – erst langsam seinem Ende; zum anderen blieb die Anzahl der durch deutsche Sachversicherer abzudeckenden Großschäden sowie der durch Mensch und Natur verursachten Katastrophen bislang relativ gering.

Zwar sorgten in der Rückversicherungsindustrie – im Wesentlichen einmalige – Belastungen durch Verflechtungen mit Banken und Erstversicherern für einen Rückgang der Jahresergebnisse 2003. Jedoch führten insgesamt günstige Rahmenbedingungen im operativen Geschäft desselben Jahres auch bei den Rückversicherern – gemessen an den beiden weltweit tätigen deutschen Marktführern – zu einer Reduzierung der Schaden-Kosten-Quote auf deutlich unter 100 %. Dieses gute Verhältnis wird im laufenden Jahr wegen der Serie schwerer Hurrikane möglicherweise nicht wiederholt werden können.

*Entspannung bei Rückversicherern*

Für die Frage der Nachhaltigkeit einer grundsätzlich positiven Ertragsentwicklung ist neben dem Auftreten von Schäden und Schadenfolgezahlungen die Reaktion der Rückversicherer auf die sich abzeichnende Phase zyklisch bedingt niedrigerer Prämien entscheidend. Die deutschen Rückversicherer scheinen ihre vorsichtige Prämienpolitik zunächst fortzusetzen, was sich durch die Einbußen der letzten Jahre, die auch künftig auf niedrigem Niveau verharrenden Kapitalmarkterträge sowie den Wunsch zur Wiedererlangung der für Preisverhandlungen wichtigen hohen Ratings erklärt. Die deutsche Branche steht dabei jedoch vor dem Problem, dass insbesondere jüngst neu gegründete Konkurrenzunternehmen aus Offshore-Zentren unbelastet von den Kapitalmarkt- und Scha-

<sup>46</sup> Im Nicht-Lebengeschäft folgen die versicherungstechnischen Ergebnisse einem zyklischen Muster, das unter anderem durch (un-)günstige Schadenserfahrungen, die Rendite der Kapitalanlagen sowie das Streben der Versicherer nach höheren Marktanteilen hervorgerufen wird. Die Zyklen unterteilen sich in Phasen mit tiefen Prämienätzen („weiche Märkte“) und in solche mit hohen Prämienätzen („harte Märkte“).



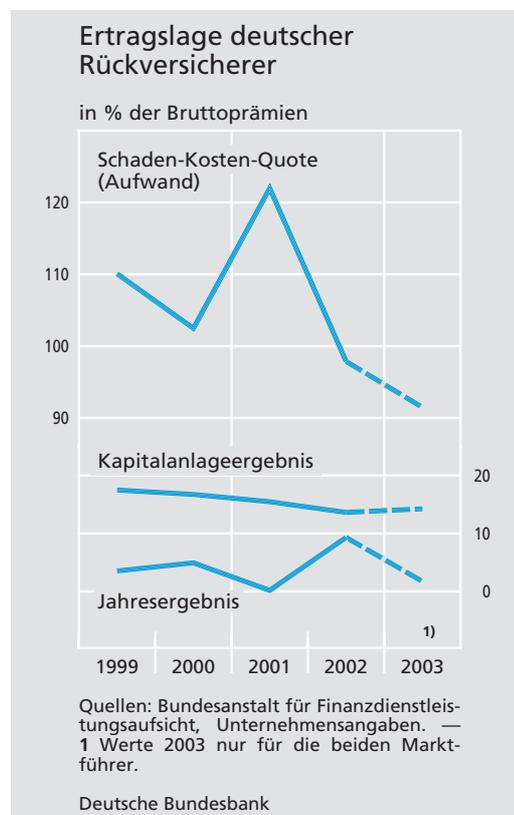
densentwicklungen der letzten Jahre agieren können und daher über einen größeren preispolitischen Handlungsspielraum verfügen.

*Stabilisierung  
der Finanzkraft:  
Ergebnisse der  
Stresstests ...*

Die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) seit 2003 durchgeführten Stresstests für Lebens- und Krankenversicherungsgesellschaften dienen als Frühwarnsystem im Kapitalanlagemanagement. Anhand aufsichtsseitig definierter Stresssituationen an den Kapitalmärkten<sup>47)</sup> wird überprüft, ob der Marktwert der Kapitalanlagen eines Unternehmens in bestimmten Extremfällen noch zur Deckung der Rückstellungen und Eigenmittel ausreicht. Zum Stichtag 31. Dezember 2003 haben insgesamt zwölf Lebensversicherer und zwei Krankenversicherer mindestens eines der drei Test-Szenarien „nicht bestanden“. Wegen der speziellen Annahmen des Tests bedeutet „nicht bestanden“ jedoch nicht zwingend, dass der entsprechende Versicherer sofort insolvent wäre, wenn das jeweilige Szenario einträte. So gilt beim Test zum Beispiel als Prämisse, dass alle Verpflichtungen einer Versicherungsgesellschaft sofort und gleichzeitig fällig werden. Tatsächlich verteilen sich die Verpflichtungen von Lebensversicherern aber über 20 und mehr Jahre. Aus dem Ergebnis sind somit keine unmittelbaren Gefahren für die Finanzstabilität abzuleiten; es kann allerdings auf eine noch nicht vollständig wiedergewonnene Finanzkraft der Branche hindeuten.<sup>48)</sup>

*... und der  
Solvabilitäts-  
kennzahlen*

Dieser Eindruck spiegelt sich in den Solvabilitätskennzahlen der Lebensversicherer wider. Zwar erholte sich die Solvabilität – ähnlich wie in den anderen Versicherungssparten – dank verbesserter Ertragslage und Eigenmittelerhö-

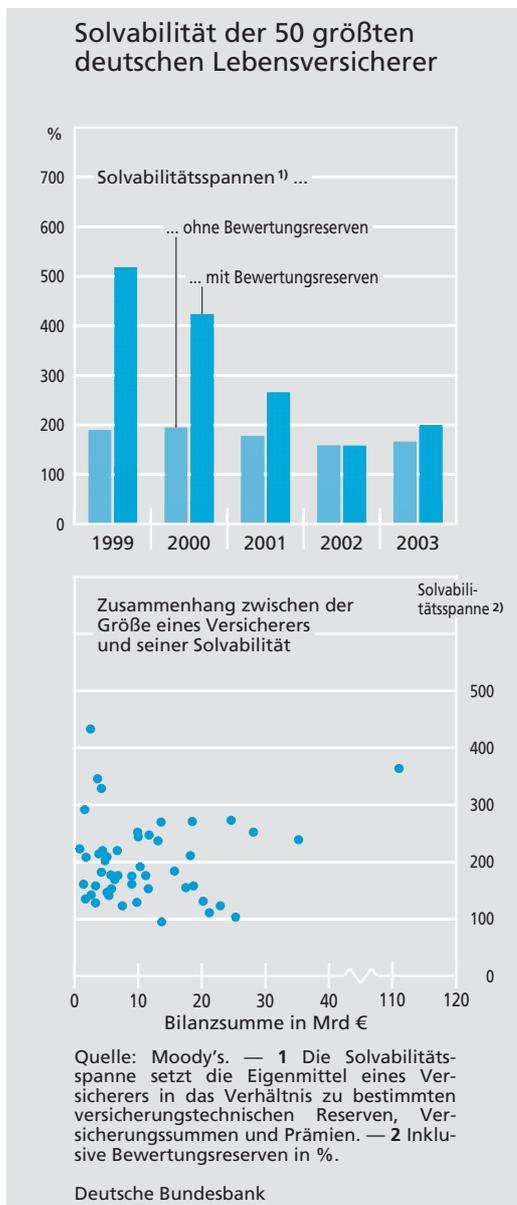


hungen (Anstieg der Solvabilitätsspanne<sup>49)</sup>, geschätzt aus Geschäftsberichten, von durchschnittlich 159% im Vorjahr auf 167% in 2003); trotzdem wird das frühere Niveau noch nicht erreicht. Auffallend ist, dass die Solvabilität mittelgroßer Gesellschaften nicht hinter der großer Konkurrenten zurückbleibt; vielmehr weisen einige kleinere Lebensversicherer – auch bedingt durch ihre recht konservative Kapitalanlagepolitik in den letzten Jahren – überdurchschnittliche Werte aus.

<sup>47</sup> Szenario A misst, wie sich ein Rückgang der Aktienkurse um 35% auswirkt. In Szenario R wird ein Verfall der Werte von festverzinslichen Papieren um 10% unterstellt. Im Szenario AR werden simultane Preisrückgänge bei Aktien um 25% und bei Renten um 5% untersucht.

<sup>48</sup> Ein Vergleich mit den Vorjahrsergebnissen ist nicht sinnvoll, weil die BaFin die den Tests zu Grunde liegenden Szenarien und Annahmen verfeinert und stark geändert hat.

<sup>49</sup> Die Solvabilitätsspanne setzt die Eigenmittel eines Versicherers ins Verhältnis zu bestimmten versicherungstechnischen Reserven, Versicherungssummen und Prämien.



Künftige  
Herausforderungen

Die Aussagekraft der Solvabilitätskennzahlen wird dadurch eingeschränkt, dass bei ihrer Ermittlung weder Kapitalanlagerisiken noch die vollen Marktwerte Berücksichtigung finden. Zudem werden die sich rasch ändernden Rahmenbedingungen nicht eingefangen, die die deutschen – aber auch andere europäische – Lebensversicherer dazu zwingen, künftig ihre regulatorischen und ökonomischen Eigenmittel deutlich zu stärken. Denn die 2005 schritt-

weise einzuführende Zeitwertbilanzierung nach IFRS nähert im Zusammenhang mit Solvency II, dem darauf aufbauenden risikoadäquateren EU-Solvabilitätsregime für Versicherungsunternehmen, das regulatorische Kapital stärker an das ökonomische an. Letzteres dürfte insbesondere durch die demographische Entwicklung steigen. So sind für das kommende Jahr wegen der längeren Lebenserwartung der Bevölkerung die Sterbetafeln aus dem Jahr 1994 überarbeitet worden. Außerdem wird durch das Ausscheiden der geburtenstarken Jahrgänge aus dem Erwerbsleben die Zahl der traditionellen Neugeschäftskunden tendenziell sinken. Damit in einem solchen Umfeld keine Gefahren für die Finanzstabilität aufkommen, ist auf eine Weiterentwicklung des Aktiv-Passiv-Managements ebenso wie auf das Wettbewerbsverhalten der Versicherer zu achten. Für diese wird entscheidend sein, das steigende Interesse der Bevölkerung an einer nicht staatlichen Altersvorsorge in eine hohe Anzahl von Neuverträgen mit betriebswirtschaftlich rentablen Konditionen umzuwandeln. Um hierbei langfristig Erfolg zu haben, muss einerseits die Finanzkraft als Wettbewerbsparameter für Kunden und freie Vermittler gestärkt und andererseits eine Überschussbeteiligung ausschüttet werden, die dem Wettbewerb mit der brancheneigenen Konkurrenz, aber auch mit den anders kalkulierenden Banken und Fondsgesellschaften standhalten kann.

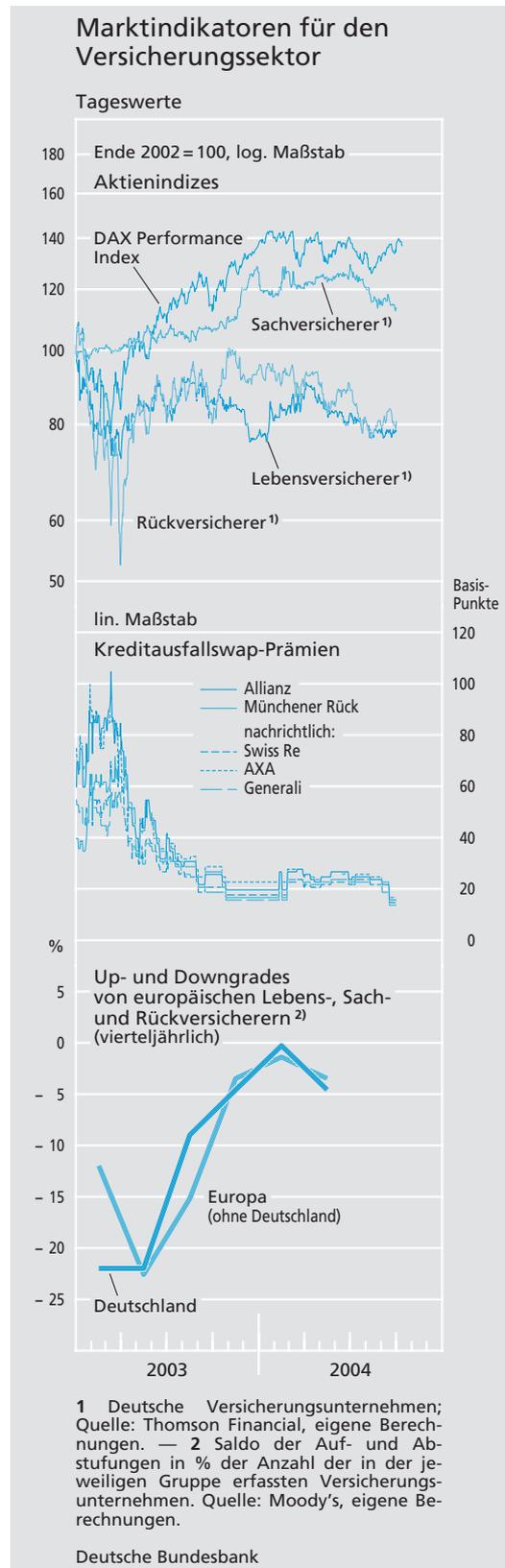
Die Versicherungsgesellschaften versuchen, diesem Dilemma mit Kapitalerhöhungen, großvolumigen Kostensparprogrammen und einer generellen Reduzierung der Risiken zu begegnen, sei es durch die oben beschrie-

Reaktionen der  
Versicherer

bene Verringerung der Aktienquote, ein überlegteres Wettbewerbsverhalten oder das Marketing von fondsgebundenen Versicherungen. Die Maßnahmen müssen beherzt fortgesetzt werden, zumal die Ertragslage in den kommenden Jahren nur bedingte Stärkung durch das Kapitalanlageergebnis erfahren dürfte. Zur Realisierung von Skalenerträgen wäre schließlich eine viel beschworene, aber bisher kaum einsetzende Konsolidierung innerhalb der Branche denkbar. Trotz finanzieller Schwächen und grundsätzlicher Bestrebungen der öffentlich-rechtlichen Unternehmen zu mehr Zusammenarbeit hat sich die Konzentration der stark fragmentierten Lebens- und Sachversicherungsmärkte in den letzten fünf Jahren kaum erhöht.

Marktindikatoren bestätigen Stabilisierung

Die Marktindikatoren für die Versicherungsbranche deuten insgesamt auf eine Stabilisierung der Situation hin. Die Kreditausfallswap-Prämien als Maß für das Ausfallrisiko in der Einschätzung der Märkte lassen für die beiden größten deutschen Versicherer im internationalen Vergleich keine besonderen Gefahren erkennen. Nachdem die Aktienkurse im späten Frühjahr 2003 Tiefstände erreicht hatten, haben sie sich mittlerweile auf niedrigem Niveau gefestigt. Trotzdem konnten Lebens- und Rückversicherer bisher kaum am Aufschwung des DAX-Index partizipieren. Die darin ausgedrückte Skepsis der Märkte über künftige Ertragsaussichten findet sich wieder in dem negativen Ausblick der Ratingagenturen auf die deutsche – wie auch auf die britische – Lebensversicherungsbranche sowie die Rückversicherungsindustrie. Die im September erfolgte Verbesserung des Ratingausblicks für Rückversicherer auf „stabil“ deutet jedoch



auf eine Stabilisierung der Branche hin. Darüber hinaus zeigt der europäische Vergleich der Ratingurteile, dass deutsche Versicherer in den letzten fünf Quartalen keine überdurchschnittliche Anzahl von Ratingherabstufungen hinnehmen mussten.

## Rechtliches Rahmenwerk und finanzielle Infrastruktur

### IAS-Bilanzierung

*Aktualität von  
Publizitäts-  
fragen*

Die Frage der Offenlegung von Unternehmensinformationen ist für Unternehmen des Finanzbereichs derzeit in zweifacher Hinsicht besonders aktuell. Zum einen ergeben sich aus der Säule III („Marktdisziplin“) der jüngst verabschiedeten neuen Baseler Rahmenvereinbarung („Basel II“) in der Zukunft erweiterte Anforderungen an die Unternehmenstransparenz. Zum anderen haben gemäß EU-Verordnung<sup>50</sup> alle kapitalmarktorientierten Unternehmen ab dem Jahr 2005 ihren Konzernabschluss gemäß den International Accounting Standards (IAS) – neue Standards werden künftig als International Financial Reporting Standards (IFRS) bezeichnet – aufzustellen und zu veröffentlichen. Eine Reihe deutscher Kreditinstitute macht bereits von dem im Jahr 1998 eingeräumten Wahlrecht Gebrauch, den Konzernabschluss gemäß § 292a HGB mit befreiender Wirkung nach international anerkannten Rechnungslegungsstandards aufzustellen.

*Konzeption  
der IAS*

Während hinter den traditionellen Bilanzierungsgrundsätzen des HGB das Gläubigerschutzprinzip und damit verbunden der Vorsichtsgedanke stehen, sind die IAS auf die

Informationsinteressen der Investoren als primäre Bilanzadressaten ausgerichtet. Daraus folgen für die IAS im Vergleich zu den HGB umfassendere Bilanzansatzregeln. So werden erstmals alle derivativen Instrumente in der Bilanz erfasst. Daneben zeichnen sich die IAS durch eine weitreichende Ausrichtung der Bewertung an den beizulegenden Zeitwerten in der Form von tatsächlichen Marktwerten beziehungsweise von geschätzten Verkehrswerten unabhängig von deren Realisierung aus. Ein solcher Übergang auf weniger von Vorsichtsgesichtspunkten geprägte Bilanzierungs- und Bewertungsregeln stößt seitens der Zentralbanken wegen seiner möglicherweise nachteiligen Auswirkungen auf die Stabilität der Finanzmärkte auf Vorbehalte. Dahinter steht die Befürchtung, dass die Aufgabe durchaus bewährter Grundsätze wie Anschaffungswertprinzip, Realisationsprinzip und Imparitätsprinzip insbesondere in Umschwungphasen an den Finanzmärkten zu einer Erhöhung der Systemrisiken beitragen könnte.

Noch heftig umstritten ist der für Banken bedeutsame IAS 39 (Ansatz und Bewertung von Finanzinstrumenten). Die uneingeschränkte Möglichkeit, jedwedes Finanzinstrument zum Fair Value zu bewerten, ohne dass es dazu des Nachweises einer Handelsabsicht bedarf (Fair Value Option), erscheint problematisch. So stellt sich bei Instrumenten, für die keine entsprechenden Marktwerte existieren, die Frage nach der Verlässlichkeit der Wertansätze, insbesondere beim hilfswaisen Rückgriff

*Fair Value  
Option*

<sup>50</sup> Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards (IAS-Verordnung); Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, L 243 vom 11. September 2002, S. 1.

auf modellhaft geschätzte Werte. Erste Untersuchungen haben gezeigt, dass die Banken in unterschiedlichem Umfang von der Möglichkeit der Fair-Value-Bewertung Gebrauch machen wollen. Ein geringerer Gleichlauf in der Bewertungspraxis hätte zur Folge, dass die Vergleichbarkeit der Abschlüsse künftig stärker eingeschränkt wäre. Des Weiteren ist bei einer unbeschränkten Fair-Value-Bewertung mit höheren Volatilitäten der bilanziellen Wertansätze zu rechnen. Dies könnte eine erhöhte Verunsicherung bei den Marktteilnehmern und eine mögliche Tendenz zu kürzerfristigen Finanzbeziehungen zur Folge haben. Unter Stabilitätsaspekten entscheidend wird letztlich die praktische Handhabung einer mehr oder weniger weiten Zeitwertbilanzierung für Finanzinstrumente sein. Bei einer sachgerechten Begrenzung der Fair Value Option und unter der Annahme einer risikogerechten Anwendung ist durchaus auch eine Verringerung der bilanziellen Volatilität möglich.

*Hedge  
Accounting*

Bei der Anwendung von IAS 39 sind zudem künstliche Volatilitäten aus der nicht sachgerechten bilanziellen Abbildung von Sicherungszusammenhängen (Hedge Accounting) zu befürchten. Das IAS-Regelwerk zielt primär auf die bilanzielle Abbildung von einzeln gehedgten Positionen (Mikro Hedge). Eine bilanzielle Abbildung von größeren Bewertungseinheiten (Makro Hedge) soll dagegen nur eingeschränkt möglich sein. Problematisch ist in diesem Zusammenhang die Nichtanerkennung von internen Kontrakten.<sup>51)</sup> Diese bilden bei den kontinentaleuropäischen Banken einen wichtigen Bestandteil der aufsichtlich anerkannten Risikomanagementverfahren und

sollten in der externen Rechnungslegung entsprechend Berücksichtigung finden. Letztlich schaffen unterschiedliche Vorgehensweisen im internen und externen Rechnungswesen nur Fehlerquellen und damit Gefahrenpotenzial im Rahmen der Risikosteuerung.

Neben der inhaltlichen Diskussion des IAS 39 kommt es darauf an, Sicherheit hinsichtlich der rechtlichen Umsetzung zu schaffen. Auf europäischer Ebene hat man sich nach langen Verhandlungen kürzlich auf eine nur teilweise Übernahme (partial endorsement) einigen können. Die umstrittenen Regeln zur Fair Value Option und zum Makro Hedge Accounting bleiben vorerst ausgeklammert. Es gilt, diesen Übergangszustand möglichst zügig zu beenden.

*Endorsement*

### **IWF-Projekt Financial Soundness Indicators**

Die in den letzten Jahren intensivierten internationalen Anstrengungen zur Stärkung der Stabilität von Finanzsystemen spiegeln sich unter anderem in dem vom Internationalen Währungsfonds (IWF) initiierten Projekt der Financial Soundness Indicators<sup>52)</sup> (FSI) wider. Als Teil eines umfassenden makroprudentiellen Analyserahmens sollen diese quantitativen Indikatoren der Finanzstabilität dazu beitragen, die Transparenz von Finanzsystemen zu erhöhen und die Marktdisziplin zu stärken. Darüber hinaus soll mittels einer

*FSI als Teil der  
makroprudentiellen  
Analyse*

---

51 Interne Kontrakte dienen einem Kreditinstitut dazu, Risiken aus den unterschiedlichen Geschäftsbereichen in einer zentralen Treasury zu bündeln und kostengünstig zu steuern.

52 Details unter: [www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm](http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm)

## Financial Soundness Indicators des IWF

### Core Set

Deposit-takers

Capital adequacy

Regulatory capital to risk-weighted assets  
 Regulatory Tier I capital to risk-weighted assets  
 Nonperforming loans net of provisions to capital

Asset quality

Nonperforming loans to total gross loans  
 Sectoral distribution of loans to total loans

Earnings and profitability

Return on assets  
 Return on equity  
 Interest margin to gross income  
 Noninterest expenses to gross income

Liquidity

Liquid assets to total assets (liquid asset ratio)  
 Liquid assets to short-term liabilities

Sensitivity to market risk

Net open position in foreign exchange to capital

### Encouraged Set

Deposit-takers

Capital to assets  
 Large exposures to capital  
 Geographical distribution of loans to total loans  
 Gross asset position in financial derivatives to capital  
 Gross liability position in financial derivatives to capital  
 Trading income to total income  
 Personnel expenses to noninterest expenses  
 Spread between reference lending and deposit rates  
 Spread between highest and lowest interbank rate  
 Customer deposits to total (non-interbank) loans  
 Foreign currency-denominated loans to total loans  
 Foreign currency-denominated liabilities to total liabilities  
 Net open position in equities to capital

Other financial corporations

Assets to total financial system assets  
 Assets to GDP

Nonfinancial corporate sector

Total debt to equity  
 Return on equity  
 Earnings to interest and principal expenses  
 Net foreign exchange exposure to equity  
 Number of applications for protection from creditors

Households

Household debt to GDP  
 Household debt service and principal payments to income

Market liquidity

Average bid-ask spread in the securities market <sup>1)</sup>  
 Average daily turnover ratio in the securities market

Real estate markets

Real estate prices  
 Residential real estate loans to total loans  
 Commercial real estate loans to total loans

1 Or in other markets that are most relevant to bank liquidity, such as foreign exchange markets.

Deutsche Bundesbank

auf diesen Indikatoren aufbauenden kontinuierlichen Lage- und Risikoeinschätzung die Möglichkeit der Krisenprävention verbessert werden. Vor diesem Hintergrund dient die Initiative des IWF auch dazu, derartige Indikatoren im Rahmen von Artikel-IV-Konsultationen und Financial-Sector-Assessment-Programmen (FSAP) zur Beurteilung der Stabilität von Finanzsystemen heranzuziehen.

*Indikatoren  
zum Bankensystem und ...*

Nach ersten Vorarbeiten, einschließlich einer Umfrage unter den Mitgliedstaaten, verabschiedete das Exekutivdirektorium des IWF im Jahr 2001 eine Übersicht von als relevant angesehenen FSI, die inzwischen in revidierter Fassung vorliegt. Das Indikatorenset umfasst aggregierte mikroprudentielle Daten des Bankensystems unter anderem zur Eigenkapitalausstattung, der Ertragslage, der Qualität der Aktiva, der Liquiditätsausstattung sowie zur Sensitivität für spezifische Marktrisiken. Dies trägt dem Umstand Rechnung, dass Kreditinstitute im Zentrum von Finanzsystemen stehen und deren finanzielle Lage beziehungsweise Schockresistenz für die Systemstabilität von maßgeblicher Bedeutung ist. Darüber hinaus zählen zu den FSI jedoch auch Strukturkennziffern zur Lage im Unternehmens- und privaten Haushaltssektor sowie Indikatoren, die die Entwicklung in für Finanzinstitute maßgeblichen Märkten (wie dem Kapital- oder Immobilienmarkt) abbilden. Um eine gewisse Flexibilität zu ermöglichen, die der unterschiedlichen Verfügbarkeit einzelner Indikatoren insbesondere in weniger entwickelten Ländern gerecht werden soll, und um gleichzeitig Prioritäten aufzuzeigen, ist die Indikatorenliste zweigeteilt. Sie besteht aus einem Kernkatalog (Core Set), dessen zwölf

*... zu maßgeblichen Sektoren und Märkten*

Indikatoren für die am Projekt teilnehmenden Staaten verbindlich sind, und einem empfohlenen Katalog (Encouraged Set), dessen 27 Indikatoren nach Möglichkeit und Verfügbarkeit berechnet werden sollen.

In einer weiteren Projektstufe hat der IWF im Frühjahr 2004 einen größeren Kreis von Ländern zu einem Testlauf (Coordinated Compilation Exercise) für die Zusammenstellung nationaler FSI eingeladen. Die methodischen Vorgaben hierzu werden in einem umfangreichen Handbuch (Compilation Guide on Financial Soundness Indicators<sup>53</sup>) dokumentiert, dessen abschließende Fassung Mitte des Jahres veröffentlicht wurde. Die Bundesbank hat nach Abstimmung mit dem Bundesministerium der Finanzen und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht dem IWF die Teilnahme Deutschlands an dieser Übung zugesagt und wird als nationaler Koordinator fungieren. Nach den Vorstellungen des IWF sollen erstmals Ende 2006 konkrete nationale Zahlen zu den FSI durch den IWF publiziert werden, die langfristig auch in den speziellen Veröffentlichungsstandard SDDS<sup>54</sup> aufgenommen werden könnten.

*Coordinated  
Compilation  
Exercise*

Mit diesem Vorhaben wird die internationale Verfügbarkeit und Vergleichbarkeit von Daten zur Beurteilung nationaler Finanzsysteme gefördert, wenngleich Einschränkungen zu beachten sein werden. Unterschiede bei der Konzeption des bankstatistischen und bankaufsichtlichen Meldewesens sowie divergie-

*Bedeutung der  
Metadaten*

<sup>53</sup> Abrufbar unter: [www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/guide/index.htm](http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/guide/index.htm)

<sup>54</sup> Special Data Dissemination Standard, siehe: <http://dsbb.imf.org>

rende nationale Rechtsrahmen (z.B. Rechnungslegungsvorschriften) lassen rein indikatorenbasierte Ländervergleiche weiterhin nicht sinnvoll erscheinen. Deshalb wird im Rahmen des FSI-Projekts besonderer Wert auf die mit den Zahlen zu veröffentlichenden sogenannten Metadaten zu legen sein, in denen vom IWF akzeptierte nationale Abweichungen von den methodischen Vorgaben des Handbuchs zu erläutern sind. Die FSI können zudem nur einen Baustein im Rahmen einer umfassenderen Stabilitätsanalyse darstellen. Diese umfasst darüber hinaus neben der Beobachtung weiterer makroökonomischer Daten zum Beispiel zu Inflation und Wechselkursen auch qualitativ ausgerichtete Analysen und Stress-tests zur Simulation von Schocks.

### Infrastruktur im Zahlungsverkehr und in der Wertpapierverrechnung

Für die Stabilität des Finanzsystems ist nicht zuletzt das Vorhandensein sicherer und effizienter Infrastrukturen für die Abwicklung von Zahlungstransaktionen von Bedeutung. Durch die fortgesetzte Weiterentwicklung und Verbesserung dieser Infrastrukturen haben sich die Risiken für die Finanzstabilität eher verringert.

*Untersuchung  
des ESZB zum  
Korrespondenz-  
bankgeschäft*

In ihrer Zuständigkeit für die Zahlungsverkehrsüberwachung<sup>55)</sup> untersuchte die Bundesbank im Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) in diesem Jahr das Korrespondenzbankgeschäft. Zu diesem Zweck wurden große Marktteilnehmer nach der Ausgestaltung ihres Zahlungsverkehrs in Euro sowie nach den Zahlungen befragt, die sie mit anderen Kreditinstituten direkt bilate-

ral abwickeln und verrechnen. Dabei wurde eine weite und vom üblichen bankbetrieblichen Verständnis abweichende Auslegung angewandt, indem nicht nur grenzüberschreitende, sondern auch inländische Beziehungen untersucht wurden. Ziel dieser Untersuchung war eine Analyse, ob das Geschäft mit Risiken behaftet ist, die das reibungslose Funktionieren des Zahlungsverkehrs gefährden könnten. Risiken könnten sich beispielsweise dadurch ergeben, dass die bilateral ausgetauschten ein- und ausgehenden Zahlungen erst am Tagesende endgültig verrechnet werden (Netting). Somit beständen bei der Insolvenz einer beteiligten Korrespondenzbank während eines laufenden Geschäftstages Rückabwicklungsrisiken für Transaktionen, aus denen Kredit- und Liquiditätsrisiken für die jeweiligen Empfängerbanken resultieren könnten. Die Datenerhebung sowie die mit den in diesem Geschäft umsatzstärksten deutschen Kreditinstituten geführten vertiefenden Gespräche haben allerdings gezeigt, dass der über Korrespondenzbeziehungen abgewickelte Euro-Zahlungsverkehr derzeit kein Risikopotenzial für die Finanzstabilität in Deutschland birgt.

Die Dienstleistungsgesellschaft S.W.I.F.T. (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication), eine Genossenschaft mit Hauptsitz in Belgien, stellt dem Kreditgewerbe Einrichtungen für den Austausch von Nachrichten zur Verfügung. Die S.W.I.F.T.-Teilnehmer, Finanzinstitute aus allen Konti-

*S.W.I.F.T. –  
Oversight*

---

<sup>55</sup> § 3 Satz 2 Gesetz über die Deutsche Bundesbank: „Sie ... sorgt für die bankmäßige Abwicklung des Zahlungsverkehrs im Inland und mit dem Ausland und trägt zur Stabilität der Zahlungs- und Verrechnungssysteme bei.“



zenten, nutzen die Leistungen unter anderem für die Abwicklung ihres Zahlungsverkehrs und die Durchführung von Wertpapiertransaktionen. S.W.I.F.T. definiert und fördert darüber hinaus aktiv globale Standards für den Finanzsektor (z. B. automationsgerechte Nachrichtenformate). Das deutsche Kreditgewerbe ist der drittgrößte S.W.I.F.T.-Nutzer weltweit. Die hohe Verfügbarkeit des S.W.I.F.T.-Netzes leistet einen wichtigen Beitrag zur Finanzstabilität. Auch das von der Bundesbank betriebene RTGS<sup>plus</sup>-System basiert auf S.W.I.F.T.-Standards und nutzt das S.W.I.F.T.-Kommunikationsnetz. Auf Grund entsprechender Vereinbarungen der G10-Zentralbanken erfolgt seit 1998 eine kooperative Überwachung von S.W.I.F.T. unter der Federführung der Nationalbank von Belgien. Sie ist verantwortlich für die fortlaufende Überwachungstätigkeit und wird bei einem Großteil der Basisarbeit von einer Arbeitsgruppe aus Mitgliedern verschiedener G10-Zentralbanken – darunter auch die Bundesbank – unterstützt. Gegenstand der Überwachung ist dabei unter anderem die Sicherheit und Verfügbarkeit der S.W.I.F.T.-Infrastruktur, die Widerstandsfähigkeit von S.W.I.F.T. gegenüber Krisen sowie die Implikationen strategischer Entscheidungen (z. B. Weiterentwicklung der S.W.I.F.T.-Netzwerkarchitektur).

*Continuous  
Linked  
Settlement  
(CLS)*

Das Continuous-Linked-Settlement (CLS)-System, das seit September 2002 zur globalen Abwicklung von Devisenhandelstransaktionen in Betrieb ist, schaltet durch seine Konzeption das Erfüllungsrisiko im Devisenhandel weitgehend aus. Es unterliegt der kooperativen Zahlungsverkehrsüberwachung unter der

Federführung der Federal Reserve Bank of New York, in welche auch die Bundesbank eingebunden ist. Gegenwärtig können elf Währungen über CLS verrechnet werden. Unter den derzeit 55 so genannten „settlement members“<sup>56)</sup> von CLS befinden sich fünf deutsche Kreditinstitute. Die Ende Mai 2004 implementierte neue IT-Plattform hat die Transparenz über den Verrechnungsprozess für die Teilnehmer verbessert und die Abwicklung der Transaktionen beschleunigt. Auf Grund der von der CLS-Gruppe angestrebten weiteren Steigerung der Abwicklungsvolumina durch neue Teilnehmer und die Aufnahme zusätzlicher Währungen kommt der hohen Verfügbarkeit des CLS-Systems eine noch größere Bedeutung zu.

Die Stabilität der Zahlungs- und Verrechnungssysteme wird von der Bundesbank durch verschiedene Präventivmaßnahmen im und für das Kreditgewerbe gefördert. So wurde beispielsweise in Abstimmung mit den im Zentralen Kreditausschuss (ZKA) vertretenen Spitzenverbänden des deutschen Kreditgewerbes und wichtigen Marktteilnehmern ein Kommunikationsnetzwerk aufgebaut, das auf der Basis schwerer Krisen- und Bedrohungsszenarien im Individualzahlungsverkehr im Krisenfall zum Austausch wichtiger Informationen und zur Abstimmung der weiteren Vorgehensweise genutzt wird. Dieses Kommunikationsnetzwerk wurde im ersten Halbjahr im Rahmen der regelmäßigen Überprüfungsaktivitäten erstmals erfolgreich getestet.

*Krisenvorsorge*

---

<sup>56)</sup> „Settlement members“ sind Anteilseigner der CLS-Gruppe und zugleich die Direktteilnehmer am CLS-System.

*Neues Geld-  
verrechnungs-  
modell von  
Clearstream*

Die geldseitige Verrechnung von Wertpapiertransaktionen besitzt auf Grund ihres Betragsvolumens eine große Bedeutung für die Stabilität des Finanzplatzes Deutschland. Im November 2003 hat die Clearstream Banking AG (Clearstream) mit Unterstützung der Bundesbank die erste Stufe des neuen Geldverrechnungsmodells erfolgreich eingeführt. Damit ist für die Nachtverarbeitung das Risiko einer Rückabwicklung der Transaktionen, falls ein Teilnehmer seinen geldlichen Verpflichtungen nicht nachkommen kann, beseitigt. Dieses Risiko kam bisher allerdings nie zum Tragen. Eine mögliche Rückabwicklung könnte negative Auswirkungen auf die Wertpapierverarbeitungszyklen und auf den Zahlungsverkehr (Dominoeffekte) haben.

*Erste Stufe ...*

Im Rahmen des neuen Geldverrechnungsmodells müssen Banken für die Nachtverarbeitung nunmehr sicheres Zentralbankgeld vorab bereitstellen. In einer weiteren Ausbaustufe ist vorgesehen, diese Methodik auch auf die Tagverarbeitung auszudehnen. Dann wird das beschriebene Risiko für alle Verarbeitungszyklen eliminiert sein und das Clearstream-Abwicklungssystem den Empfehlungen der G10-Notenbanken und der IOSCO<sup>57)</sup> voll entsprechen.

*... und Weiter-  
entwicklung*

*Nacht-  
verarbeitung  
von Bundes-  
emissionen*

Seit Einführung der neuen Methodik werden auch Neuemissionen sowie Zins- und Tilgungsleistungen des Bundes in der Nacht verarbeitet. Dies fördert über eine frühzeitige Verfügbarkeit der Zahlungseingänge aus Kapitaldiensten des Bundes, die zum Beispiel für die Finanzierung neuer (Anschluss-)Emissionen des Bundes genutzt werden können, eine reibungsfreie Platzierung der Emissionen

des Bundes und leistet so einen Beitrag zur Stabilität der Finanzmärkte.

Außerdem entwickelt die Bundesbank im Zuge der Einführung des neuen Settlementmodells in Zusammenarbeit mit Clearstream und interessierten Zentralbanken des Eurosystems ein Modell zur direkten Anbindung ausländischer Teilnehmer an die Clearstream-Nachtverarbeitung. Ausländische Teilnehmer können mittels einer Garantie ihrer Heimatzentralbank die dort verfügbare Zentralbankliquidität für die Besicherung von Wertpapiertransaktionen in der Clearstream-Nachtverarbeitung nutzen (sog. Garantiemodell). Diese grenzüberschreitende Nutzung von Zentralbankgeld außerhalb der Öffnungszeiten des Zahlungsverkehrssystems TARGET unterstützt einerseits die zentrale Liquiditätssteuerung europaweit agierender Banken und reduziert andererseits systemische Risiken, da die ausländischen Teilnehmer unmittelbar in Zentralbankgeld abwickeln können und nicht auf die Dienstleistungen von Geschäftsbanken angewiesen sind. Im Zuge einer weiteren Verbesserung der Liquiditätssteuermöglichkeiten können Clearstream-Kunden zudem ab November 2004 mehrere Liquiditätsquellen gleichzeitig für die Wertpapierabwicklung nutzen, was die Bereitschaft fördern wird, hohe Liquiditätsbeträge für eine sehr frühzeitige Abwicklung in der systemrisikofrei konzipierten Nachtverarbeitung bereitzustellen. Im Frühjahr 2005 wird ein weiterer Abwicklungszyklus in der Nachtverarbeitung eingeführt. Damit wird ein beträchtlicher Teil der Tagabwicklung, der

*Garantiemodell  
zur Anbindung  
ausländischer  
Teilnehmer*

---

57 International Organization of Securities Commissions

noch von den oben erwähnten Risiken bedroht ist, in die sichere Nachabwicklung verlagert werden. Die damit verbundene verbesserte Vernetzung mit den Systemen der beiden internationalen Zentralverwahrer wird zu einer Erhöhung der systemübergreifenden Abwicklungsgeschwindigkeit und zu einer Reduzierung der Anzahl der nicht abgewickelten Geschäfte führen. Dies ist zugleich ein wichtiger Beitrag zu den europäischen Zielen der Effizienzsteigerung bei der grenzüberschreitenden Abwicklung, der Vermeidung von operationellen und systemischen Risiken sowie der Integration des europäischen Kapitalmarkts.

*Europäische  
und internationale  
Initiativen*

Auf europäischer Ebene unterstützt die Bundesbank verschiedene Initiativen zur Steigerung der Effizienz und der Sicherheit der grenzüberschreitenden Wertpapierabwicklung, zum Beispiel durch Mitarbeit in einem gemeinsamen Gremium von ESZB und CESR<sup>58)</sup> oder durch Beratung der Bundesregierung bei Initiativen der EU-Kommission zu Clearing und Settlement von Wertpapieren. Im internationalen Kontext wirkt sie unter anderem an einer CPSS<sup>59)</sup>-IOSCO-Arbeitsgruppe mit, die Empfehlungen für zentrale Kontrahenten erarbeitet, welche in Kürze verabschiedet werden sollen. Zentrale Gegenparteien übernehmen für viele Finanz- und Warenterminmärkte eine risikosteuernde und -ausgleichende Funktion. Die Empfehlungen betreffen vor allem das Risikomanagement und sollen zur Stabilität der Finanzmärkte beitragen.

## Anlegerschutzverbesserungsgesetz

Stabile Finanzmärkte setzen das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Akteure, ein faires und ordnungsgemäßes Marktgeschehen sowie der Seriösität der gehandelten Produkte voraus. Mit dem bereits im Sommer 2002 vorgestellten und im Februar 2003 konkretisierten 10-Punkte-Programm zur Verbesserung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes hat sich die Bundesregierung eine umfassende Modernisierung und Verschärfung aller diesem Bereich zuzuordnenden gesetzlichen Vorschriften zum Ziel gesetzt. Das am 1. Juli 2004 vom Bundestag verabschiedete Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) ist ein wichtiger Bestandteil dieses Programms. Mit dem Gesetz, das im Oktober in Kraft getreten ist, wird die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>60)</sup> umgesetzt sowie eine Prospektpflicht für Anlagen des so genannten „Grauen Kapitalmarkts“ eingeführt.

*AnSVG  
Teil eines  
10-Punkte-  
Programms*

Das AnSVG führt zu einer bedeutenden Verschärfung des im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) normierten Verbots des Insiderhandels sowie zu einer beträchtlichen Ausweitung der Ad-hoc-Publizität und der Meldepflichten so genannter Directors' Dealings. Der bisher verwendete Begriff der Insider-tatsache wird durch den wesentlich weiter gefassten Begriff der Insiderinformation ersetzt, der in Zukunft auch für die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität maßgeblich ist. Als Insider-

*Änderungen  
beim Insider-  
handels-  
verbot, ...*

<sup>58</sup> Committee of European Securities Regulators

<sup>59</sup> Committee on Payment and Settlement Systems

<sup>60</sup> Richtlinie 2003/6/EG über Insiderhandel und Marktmanipulation.

informationen gelten danach bereits konkrete Informationen über nicht öffentlich bekannte Umstände oder Ereignisse, die im Falle ihres Bekanntwerdens geeignet sind, den Preis der entsprechenden Papiere erheblich zu beeinflussen. Als Umstände oder Ereignisse gelten ausdrücklich auch solche, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden. Als weitere Neuerung werden die Emittenten zur Führung von Insiderverzeichnissen verpflichtet.

*... bei Directors' Dealings, ...*

Der Kreis der Personen, die nach § 15a WpHG Geschäfte in Aktien des „eigenen“ Unternehmens, so genannte Directors' Dealings, melden müssen, wird in Zukunft weiter gefasst. Bisherige Ausnahmetatbestände entfallen. Zudem wird die Bagatellgrenze für die Meldepflicht von derzeit 25 000 € innerhalb von 30 Tagen je Meldepflichtigen auf 5 000 € pro Jahr reduziert.

*... beim Verbot der Kursmanipulation ...*

Auch das ebenfalls im WPHG normierte Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation wird konkretisiert und verschärft. Die Rechte und Befugnisse der BaFin zur Verfolgung von Insidergeschäften und der Marktmanipulation werden ausgeweitet.

Wesentliche Änderungen ergeben sich durch das AnSVG auch für das Wertpapier-Ver-

kaufsprospektgesetz, welches Privatkunden durch geeignete Informationspflichten der Anbieter vor dem Kauf unseriöser Kapitalmarktprodukte schützen soll. Diese bislang nur für Wertpapiere geltende Prospektspflicht wird mit dem AnSVG ab 1. Juli 2005<sup>61)</sup> auf bestimmte Produkte des so genannten Grauen Kapitalmarkts mit einer Anteilsgröße bis zu 200 000 €<sup>62)</sup> ausgedehnt. Die Neuregelung betrifft unter anderem Unternehmensbeteiligungen (z.B. GmbH-Anteile, Genossenschaftsanteile) sowie geschlossene Fonds (z.B. Immobilienfonds, Schiffs-, Windkraftfonds usw.). Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ist nach dem Gesetz verpflichtet, die vorgelegten Prospekte innerhalb einer Frist von 20 Tagen auf formale Richtigkeit zu prüfen. Verbessert wurde auch der Haftungsanspruch der Anleger, der in Zukunft nicht nur bei fehlerhaften, sondern auch bei nicht vorhandenen Prospekten eine Schadensersatzpflicht des Emittenten beinhaltet.

*... und im Verkaufsprospektgesetz*

---

<sup>61</sup> Durch diese lange Vorlaufzeit soll verhindert werden, dass für den laufenden Vertrieb nachträglich Prospekte erstellt werden müssen. Die übrigen Bestimmungen des AnSVG treten bereits mit dem Datum der Verkündung in Kraft.

<sup>62</sup> Damit werden deutlich mehr Anbieter von der Prospektspflicht betroffen als bei dem ursprünglich vorgesehenen Schwellenwert von nur 50 000 €, der von Verbraucherschützern als zu niedrig angesehen worden war.

## Anhang

### Indikatoren der Risikoaversion internationaler Anleger

*Risiko und Risikoneigung*

Für die Stabilität des Finanzsystems ist es oft entscheidend, inwieweit Kursschwankungen von Wertpapieren auf veränderte Risiken oder veränderte Risikoaufschläge zurückzuführen sind. Ein Beispiel hierfür ist der kräftige Rückgang der Zinsaufschläge für Unternehmensanleihen im Jahr 2003. Dieser könnte grundsätzlich sowohl auf eine niedrigere Ausfallwahrscheinlichkeit beziehungsweise eine höhere erwartete Rückzahlungsquote als auch auf eine erhöhte Risikobereitschaft der Marktteilnehmer zurückzuführen sein. Im ersten Fall signalisiert der Rückgang des Zinsaufschlags eine in den realwirtschaftlichen Fundamentaldaten begründete Entspannung an den Finanzmärkten; im zweiten Fall könnte er auch Ausdruck spekulativer Übertreibungen sein, die später zu schmerzhaften Korrekturen führen.

*Messgrößen für den Risikoappetit*

Da der zeitvariable Grad der Risikoaversion nicht direkt am Markt beobachtbar ist, versucht man ihn durch unterschiedliche Messgrößen zu approximieren. Dabei lässt sich zwischen einfachen Indikatoren und den mit Hilfe statistischer Methoden erstellten komplexeren Indikatoren unterscheiden.

*Einfache Indikatoren ...*

Die Aussagekraft einfacher Indikatoren basiert in der Regel auf der subjektiv wahrgenommenen „Sicherheit“ bestimmter Vermögenswerte. Die zu Grunde liegende Hypothese ist, dass in unruhigen Zeiten Anleger Mittel in „sichere Häfen“, wie zum Beispiel Gold, umschichten. Eine Zunahme der Risikoaversion wäre demnach mit steigenden Goldpreisen verbunden. Allerdings besteht das Problem, dass die einfachen Indikatoren auch von zahlreichen anderen von der Risikoaversion unab-

hängigen Faktoren beeinflusst werden und daher nur unzuverlässige Maße für den Risikoappetit der Marktteilnehmer darstellen.

Eine andere einfache Methode besteht darin, Fondsmanager nach ihren Risikopräferenzen zu befragen. So führt eine amerikanische Investmentbank jeden Monat einen Global Fund Manager Survey unter mehr als 200 institutionellen Investoren durch und erhebt den Grad des Risikos, das sie in ihrer Anlagestrategie eingehen. Dabei muss berücksichtigt werden, dass das Niveau des wahrgenommenen Risikos häufig mit dem zeitlichen Anlagehorizont ansteigt. Zudem sind auf Umfragen basierende Indikatoren nicht auf ähnlich hoher Frequenz verfügbar wie etwa aus Marktpreisen abgeleitete Indikatoren.

Weiter gefasste Indikatoren des „Risikoappetits“ können aus den Anleihemärkten gewonnen werden. Ein allgemein verwendetes Maß ist der Renditenabstand zwischen sicheren Staatsanleihen und risikobehafteten Unternehmensanleihen einer bestimmten Ratingkategorie. Allerdings muss ein veränderter Renditenabstand nicht notwendigerweise einer Veränderung der Risikoaversion der Investoren entsprechen, da die Ausfallwahrscheinlichkeiten der jeweiligen Ratingkategorien im Zeitablauf nicht konstant bleiben.

Auch die Aktienrisikoprämie (equity risk premium) unterliegt je nach dem Risikoappetit der Investoren Schwankungen. Dieser Aufschlag, den die Investoren für ein Engagement an den Aktienmärkten auf Grund der damit verbundenden Risiken über die Rendite der sicheren Anlagealternative hinaus fordern, kann nach dem Gordon-Modell zur Aktienbewertung als Summe aus Dividendenrendite

*... aus Umfragen ...*

*... sowie aus Preisen am Anleihemarkt, ...*

*... am Aktienmarkt ...*

... und am  
Derivatemarkt

(Dividenden-Kurs-Relation) und dem erwarteten Dividendenwachstum abzüglich der Rendite einer risikolosen Anleihe abgeschätzt werden.

Schließlich können die in Optionspreisen enthaltenen Informationen zur Messung des Risikoappetits verwendet werden. Insbesondere die implizite Volatilität<sup>63)</sup> und ihre Abweichung von historischen Daten können Aufschluss darüber geben, wieviel Investoren für die Absicherung gegen nachteilige Marktbewegungen zu zahlen bereit sind. Die Chicago Board of Exchange beispielsweise vermarktet ihren VIX-Index als einen „Maßstab für die Anlegerangst“ („investor fear gauge“). Doch bedeutet eine erwartete Änderung des Volatilitätsverlaufs nicht unbedingt eine gleichgerichtete Änderung des Risikoappetits. Eine hohe implizite Volatilität könnte anstatt der Risikoneigung auch tatsächliche Risiken widerspiegeln.<sup>64)</sup> Insgesamt scheint der Indikator aber wegen seiner hohen Reagibilität auf den täglichen Informationsfluss gut geeignet, Trendwenden in der Risikoneigung aufzuspüren.

Komplexere  
Indikatoren

Neben diesen „einfachen“ Indikatoren wurden in jüngster Zeit auch eine Reihe komplexerer Indikatoren erstellt. So konstruieren Kumar und Persaud einen auf einer Reihe verschiedener Devisenmärkte basierenden Index für den Risikoappetit.<sup>65)</sup> Ein weiteres Beispiel eines komplexen Indikators ist der State Street Investor Confidence Index, der auf den Portfolioumschichtungen einer großen Anzahl institutioneller Investoren basiert und dabei auf die Änderungen in der regionalen Zusammensetzung des Portfolios abstellt.

Außerdem wurden neue Verfahren zur Interpretation der in Optionspreisen enthaltenen Informationen entwickelt.<sup>66)</sup> Insbesondere können präferenzgewichtete Wahrscheinlichkeitsdichtefunktionen aus Optionskontrakten abgeleitet und mit der sta-

tistischen (oder risikoneutralen) Dichtefunktion verglichen werden.<sup>67)</sup> Empirische Untersuchungen von Optionspreisen zeigen die Neigung von Investoren, sehr negativen Ereignissen eine besonders hohe Wahrscheinlichkeit zuzuordnen. Daher gibt das Ausmaß der Abweichung von der „statistischen“ Wahrscheinlichkeit wertvolle Hinweise auf die im Zeitverlauf variierende Risikoaversion. Die Qualität solcher Indikatoren steht und fällt mit dem Erklärungsgrad des statistischen Modells für die künftige Kursentwicklung.

Eine weitere Möglichkeit besteht darin, durch die Aggregation mehrerer Einzelindikatoren für die Risikoneigung mit Hilfe der Hauptkomponentenanalyse einen zusammengesetzten Indikator zu bilden. Bei der Hauptkomponentenanalyse handelt es sich um eine statistische Methode, die aus mehreren miteinander in Wechselbeziehung stehenden Variablen einen gemeinsamen zeitvariablen Bestimmungsfaktor herausfiltert. Diese Vorgehensweise hat den Vorteil, dass sie im Idealfall den Einfluss der Risikoneigung, der sich in allen betrachteten Märkten beziehungsweise Variablen zeigt, von den zahlreichen anderen davon unabhängigen Einflussfaktoren, die nur für den einzelnen Markt beziehungsweise die einzelne Variable relevant sind, trennen kann. Sie geht daher stärker

Hauptkomponentenanalyse der Risikoaversion

63 Die von den Anlegern unterstellte Varianz zukünftiger Preisveränderungen. Zur näheren Erläuterung vgl. dazu: Deutsche Bundesbank, Zum Informationsgehalt von Derivaten für die Geld- und Währungspolitik, Monatsbericht, November 1995, S. 17 ff.

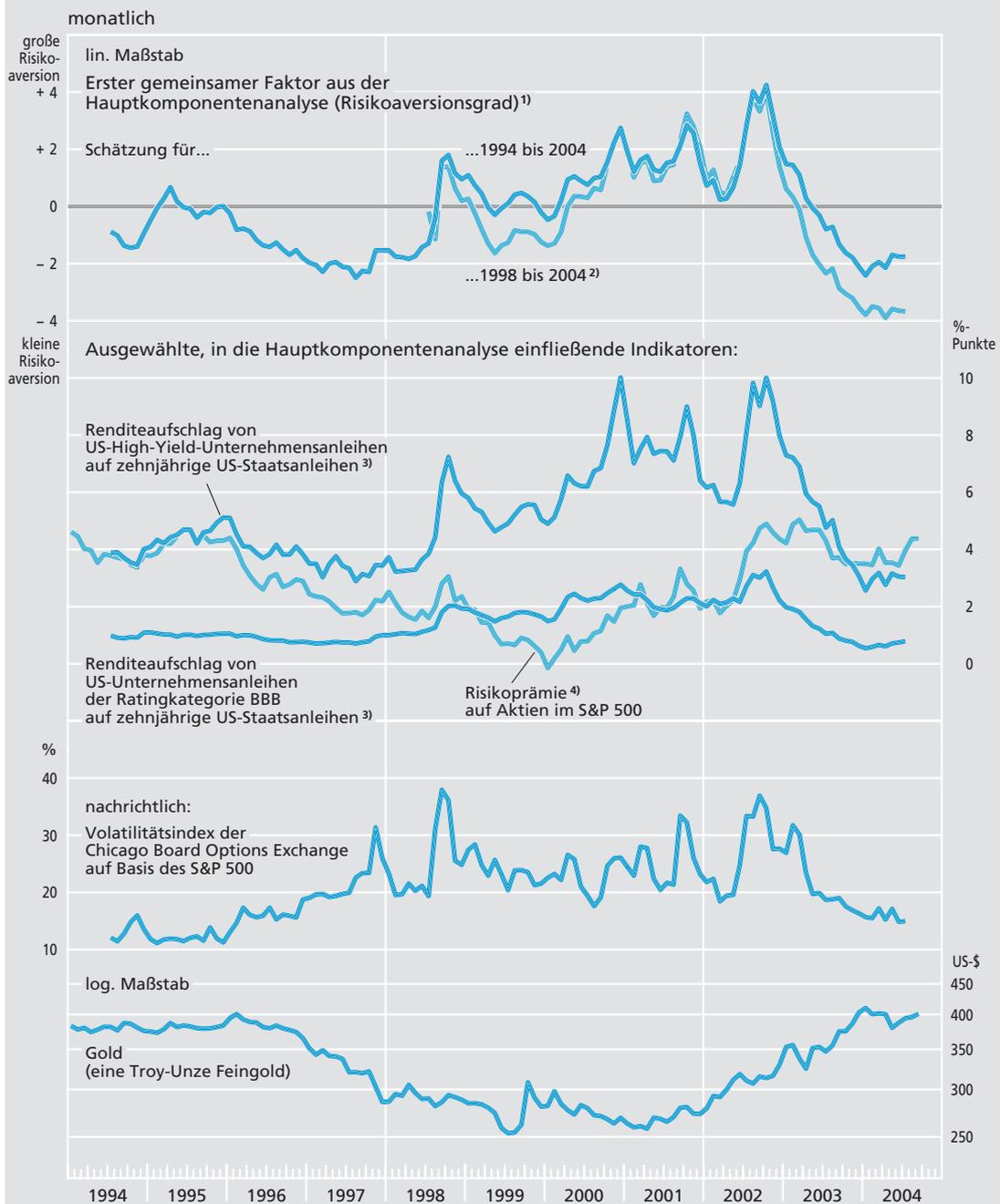
64 Außerdem wird die für die Zukunft erwartete Volatilität in Krisenzeiten erfahrungsgemäß besonders hoch eingeschätzt, was die Beurteilung der Risikoneigung verzerren könnte.

65 Vgl.: M. Kumar und A. Persaud (2001), Pure contagion and Investors' shifting risk appetite: analytical issues and empirical evidence, IMF Working Paper 01/134.

66 Vgl.: N. Tarashev, D. Tastsaronis und K. Karampatos (2003), Optionen und ihre Aussagekraft über die Risikoneigung der Anleger, BIZ-Quartalsbericht Juni 2003.

67 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Instrumente zur Analyse von Markterwartungen: Risikoneutrale Dichtefunktionen, Monatsbericht, Oktober 2001, S. 33 ff.

## Schätzung der Risikoaversion mit der Hauptkomponentenanalyse



1 Monatsdurchschnitte der Schätzungen mit Tagesdaten. Positive (negative) Werte kennzeichnen überdurchschnittlich große (kleine) Risikoaversion. Als weitere, hier nicht graphisch dargestellte Indikatoren wurden Renditeaufschläge asiatischer und lateinamerikanischer Staatsanleihen auf US-Staatsanleihen in der Hauptkomponentenanalyse berücksichtigt. — 2 In dieser Schätzung wurden zusätzlich zu den in diesem Schaubild und in Fußnote 1 aufgeführten Indikatoren die folgenden Indikatoren berücksichtigt: Renditenabstände sieben- bis zehnjähriger europäischer Unternehmensanleihen der Ratingkategorie BBB bzw. unterhalb BBB gegenüber Staatsanleihen sowie die Risikoprämie auf die DAX-Werte, gemessen als Quotient aus auf Jahresfrist erwarteten Gewinnen und dem DAX-Kursindex, abzügl. des Realzinsniveaus. — 3 Quelle: Lehman Brothers. — 4 Gemessen als Quotient aus auf Jahresfrist erwarteten Gewinnen (Quelle: I/B/E/S) und dem S&P 500 Aktienindex, abzügl. des Realzinsniveaus in den USA.

Deutsche Bundesbank

in Richtung einer „globalen“ Risikoneigung als andere Indikatoren. Die Hauptkomponentenanalyse wurde bisher etwa von McGuire und Schrijvers angewandt, die gemeinsame Variationen zwischen den Zinsaufschlägen mehrerer Schwellenländer untersuchen.<sup>68)</sup>

Auch Baker und Wurgler bedienen sich der Hauptkomponentenanalyse, um einen zusammengesetzten Indikator für die Risikoneigung zu erstellen.<sup>69)</sup> Im Gegensatz zu McGuire und Schrijvers extrahieren sie den gemeinsamen Faktor aus sechs verschiedenen Datenkategorien, von denen sie eine Entwicklung im Einklang mit der Stimmungslage der Anleger erwarteten: die Differenz zwischen dem Buchwert der Anteile geschlossener Aktienfonds und ihrem Marktwert, der Aktienumsatz an der New York Stock Exchange (NYSE), die Zeichnungsrendite bei Börsengängen, der Anteil der Aktienemissionen am Gesamtumsatz von Wertpapieren und der Dividendenaufschlag, das heißt die Differenz in den Markt-/Buchwert-Verhältnissen zwischen Dividenden abwerfenden und sonstigen Aktien. In einer weiteren Untersuchung identifizieren Sløk und Kennedy schließlich einen gemeinsamen Faktor aus Zeitreihen der Zinsaufschläge von Unternehmens- und Schwellenländeranleihen sowie aus den Aktienrisikoprämien jeweils für die USA und Europa.<sup>70)</sup>

*Risikoaversion  
als gemein-  
samer Faktor...*

Im Folgenden soll nun mittels der Analyse der Hauptfaktoren versucht werden, eine Zeitreihe für die Risikoaversion als gemeinsamen Faktor unterschiedlicher Finanzvariablen zu extrahieren. Für die hier zu Grunde liegende Stichprobe wurden Zeitreihen zu den Renditenabständen zwischen Investment Grade- und hochverzinslichen Unternehmensanleihen sowie Emerging-Market-Anleihen einerseits und sicheren Staatsanleihen (Treasuries) andererseits sowie geschätzte Angaben über die

*...von Rendite-  
aufschlägen, ...*

Aktienprämie in den Vereinigten Staaten zwischen 1994 und 2004 benutzt. Eine reduzierte Stichprobe ab Juli 1998 enthält zusätzlich entsprechende Angaben für Europa. Die zu Grunde gelegten Daten wurden um weitere potenzielle Erklärungsvariablen für die Risikobereitschaft, wie den Goldpreis und den VIX-Volatilitätsindex, ergänzt, die aber bezüglich der Entwicklung der sich daraus ergebenden gemeinsamen Komponente wenn überhaupt nur wenig zusätzliche Informationen liefern.

Auf die erste Hauptkomponente kann etwa die Hälfte der Gesamtvarianz zurückgeführt werden. Allerdings ist ihr Erklärungsgehalt für die Aktienprämie vergleichsweise niedrig. Dies dürfte vor allem auf die stark divergierende Kursentwicklungen an den Aktien- und Anleihemärkten seit Anfang 2002 zurückzuführen sein. Insofern stellt sie nur eine Annäherung an die Risikoaversion der Marktteilnehmer am Aktienmarkt dar und sollte daher nur im Zusammenhang mit anderen Variablen betrachtet werden.

Die anekdotische Evidenz der generellen Investorenstimmung anhand einzelner Ereignisse in den letzten Jahren scheint die Datenreihe des gemeinsamen Faktors deutlich besser nachzuzeichnen als Einzelindikatoren wie der Goldpreis (siehe Schaubild auf S. 75).

Der gemeinsame Faktor veranschaulicht 1994/95 zeitgleich mit der Währungskrise in Mexiko einen

*... Aktien-  
prämie, Gold-  
preis und  
Volatilitätsindex*

*Erste Haupt-  
komponente  
besitzt guten  
Erklärungs-  
gehalt*

*Entwicklung  
der Risiko-  
aversion*

<sup>68</sup> Vgl.: P. McGuire und M. Schrijvers (2003), Common factors in emerging market spreads, BIZ Quartalsbericht, Dezember 2003.

<sup>69</sup> Vgl.: M. Baker und J. Wurgler (2004), Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns, NBER Working Paper 10449.

<sup>70</sup> Vgl.: T. Sløk und M. Kennedy (2004), Factors Driving Risk Premia, OECD Economics Department, Working Paper No. 385.



merklichen Anstieg der Risikoaversion. Der eher von Investorenvertrauen geprägte Zeitraum zwischen 1996 und 1997 endete dann mit der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den Jahren 1997 und 1998, wobei die Krise in Russland sowie der anschließende Zusammenbruch des Hedgefonds LTCM im Sommer 1998 das Vertrauen der Investoren wohl besonders stark erschüttert haben. Zwischen 1999 und 2000 stieg es zunächst wieder leicht, wurde dann aber von einer Periode abgelöst, die von einer allgemeinen Risikoabneigung geprägt war; dabei konnte zeitweise eine extreme Vorsicht unter den Anlegern beobachtet werden. Drei solche Zeitpunkte können klar identifiziert werden. Die erste Phase einer hohen Risikoaversion lag zwischen Oktober und November 2000 und stand mit der Furcht vor Aktienkursverlusten vor allem im Technologiesektor in Zusammenhang. Eine weitere Spitze trat im Monat nach den Terroranschlägen vom September 2001 auf.

Schließlich erreichte die Besorgnis der Investoren in der zweiten Hälfte des Jahres 2002 nach den Unternehmensskandalen in den Vereinigten Staaten (vor allem der WorldCom- und Tyco-Skandale) ihren Höhepunkt. Die Risikoaversion blieb auch Anfang 2003 im Vorfeld des Irakkriegs hoch, im weiteren Jahresverlauf 2003 machte der Indikator dann aber eine deutliche Kehrtwende, was auch in der starken Verringerung der Renditenabstände zwischen risikoreichen Anleihen und Treasuries zum Ausdruck kam. Für das Jahr 2004 zeigt der Indikator im Hinblick auf das Risiko eine relativ entspannte Stimmung unter den Investoren an, die von den derzeit positiven Erwartungen für die Weltwirtschaft beflügelt wird. Die gegenwärtig am Markt für Unternehmensanleihen zu beobachtenden äußerst niedrigen Zinsaufschläge dürften dabei auch im Zusammenhang mit der hohen Risikoaversion der Anleger stehen.