

VII. Der Finanzsektor in den fortgeschrittenen Industrieländern

Schwerpunkte

Im Berichtszeitraum litt der Finanzsektor in den fortgeschrittenen Industrieländern unter allgemeinen Spannungen.

Mehrere Jahre des Wachstums und erhöhter Rentabilität für die Finanzinstitute fanden 2007 ein jähes Ende, als sich Spannungen, die hauptsächlich von Engagements am Wohnimmobilienmarkt ausgingen, auf das gesamte Finanzsystem ausweiteten. Steigende Kreditausfälle am US-Subprime-Hypothekenmarkt führten bei zahlreichen Finanzinstituten zu außergewöhnlich hohen Abschreibungen auf die Portfolios verbriefter Hypothekenkredite. Die Situation verschlechterte sich nach den Sommermonaten in mehreren Wellen, wobei viele Institute Schwierigkeiten hatten, sich am Interbankmarkt zu refinanzieren. Die Spannungen kulminierten im Beinahezusammenbruch bedeutender Finanzinstitute, der den öffentlichen Sektor zum Eingreifen veranlasste, um mögliche systemweite Störungen infolge eines unkontrollierten Kollabierens zu verhindern.

Das Ausmaß der Spannungen und die Geschwindigkeit, mit der sie sich ausbreiteten, stellten einen ernsthaften Stresstest für die Robustheit vieler innovativer Strukturen dar, die in den letzten Jahren im Finanzsektor eingeführt worden waren, und machten auch den Grad der Verflechtung von Märkten und Finanzinstituten deutlich. Was als Problem eines einzelnen Segments am US-Hypothekenmarkt begonnen hatte, entwickelte sich zu einer Verlustquelle für Finanzinstitute auf der ganzen Welt, die derartige Wertpapiere hielten. Die Unsicherheit über die Höhe und Verteilung der Verluste wurde durch die Komplexität der im Verbriefungsprozess verwendeten neuen Strukturen noch verstärkt. Eine Einschränkung der Risikoübernahme hatte Illiquidität zur Folge, wodurch Schwachstellen in den Refinanzierungsvorkehrungen vieler Finanzinstitute sichtbar wurden.

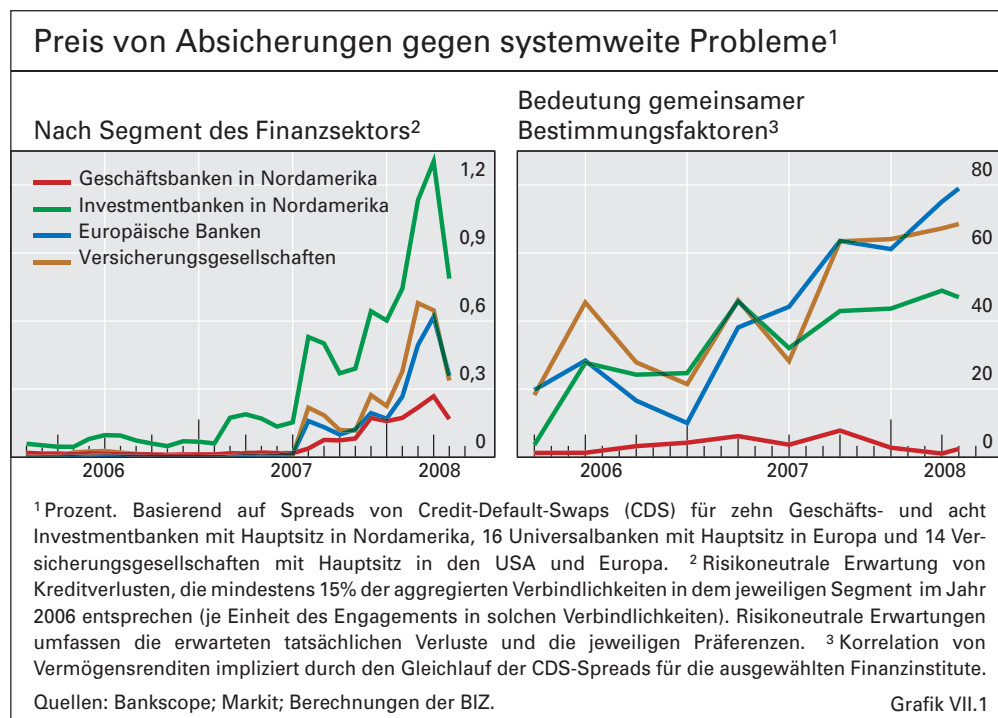
Da sich zahlreiche Finanzinstitute um eine Sanierung ihrer geschwächten Bilanzen kümmern müssen – noch dazu bei einem sich verschlechternden gesamtwirtschaftlichen Umfeld –, dürfte eine Wende im Kreditzyklus nachhaltigen Gegenwind für die Konjunktur bedeuten. Wie sich die Lage weiter entwickeln wird, hängt maßgeblich von den dynamischen Wechselwirkungen zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft ab. Eine geringere Verfügbarkeit von Krediten, hervorgerufen durch die Bemühungen des Finanzsektors um die Erhaltung seiner Eigenkapitalbasis, könnte über eine Beeinträchtigung der gesamtwirtschaftlichen Ausgaben, der Wirtschaftsaktivität und der Qualität der Vermögenswerte die Phase schwacher Rentabilität verlängern. Diese Folgen können sich auch grenzübergreifend bemerkbar machen, da geschwächte Bankensysteme zu einem Abbau ihres internationalen Engagements tendieren.

Über die zyklischen Auswirkungen hinaus ist diese Phase starker Anspannungen zudem Vorbote struktureller Verschiebungen. Die Finanzinstitute überprüfen die Annahmen, die sie zur Einführung des sog. Originate-to-distribute-Modells veranlassten – eines Geschäftsmodells, das darauf beruht, Kredite zu vergeben und in verbriefteter Form zu veräußern. Die öffentlichen Entscheidungsträger ihrerseits überdenken bestimmte Aspekte der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen, die die beabsichtigte Wirkung verfehlten.

Finanzsektor unter Anspannung

Persistente und komplexe Markt-turbulenzen ...

Die Turbulenzen erfassten Finanzinstitute in praktisch allen Segmenten des Finanzsektors der fortgeschrittenen Industrieländer, wenn auch in unterschiedlichem Maße. Im Vergleich zu anderen Episoden der jüngeren Geschichte haben sie sich als persistenter und komplexer erwiesen. Sowohl die Marktteilnehmer als auch die öffentlichen Entscheidungsträger wurden davon überrascht, wie viele Finanzinstitute und Märkte von den Anspannungen ergriffen wurden und wie begrenzt die Wirkung der von den offiziellen Stellen eingesetzten Standardinstrumente war. Einen Anhaltspunkt dafür, in welchem Maße die Marktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit systemweiter Probleme neu bewerteten und ihre Bereitschaft, systemweite Risiken zu tragen, nachließ, liefert der Preis für die Absicherung gegen einen erheblichen Rückgang des Substanzwerts der größten Finanzinstitute. Die Näherungswerte für diesen Preis, die auf Kreditderivatepreisen basieren, stiegen im Sommer 2007 sprunghaft auf neue Höchststände an und verharren im restlichen Berichtszeitraum in allen Bereichen des Finanzsektors auf hohem Niveau (Grafik VII.1). Der rasante Anstieg lässt sich darauf zurückführen, dass die Marktteilnehmer das Ausfallrisiko als schwerwiegender empfanden und zu der Einschätzung



gelangt waren, dass in den verschiedenen Segmenten des Finanzsektors gemeinsame Bestimmungsfaktoren dieses Risikos von Bedeutung waren.

Diese Phase starker Anspannungen wies drei miteinander verbundene Merkmale auf. Erstens lagen die Ausfallquoten bei Wohnimmobilienkrediten deutlich über den eingepreisten Erwartungen. Zweitens unterschätzten viele Marktteilnehmer die den hochstrukturierten Kreditinstrumenten innewohnende Komplexität und Intransparenz, die eine Bewertung der Engagements schwieriger gestalteten. Als die Institute die Risiken in ihren Bilanzen mühevoll neu zu bewerten versuchten, erkannten sie die Reagibilität der Bewertungen gegenüber Änderungen der Annahmen in ihren Bewertungsmodellen. Drittens schließlich führte die Unsicherheit der Marktteilnehmer über das Ausmaß der zugrundeliegenden Verluste und deren Verteilung innerhalb des Finanzsystems zu einem allgemeinen Versiegen der Marktliquidität, was wiederum die Bewertungsunsicherheit erhöhte und die Refinanzierung zunehmend erschwerte.

... erhöhen das wahrgenommene Risiko im Zusammenhang mit Finanzinstituten

Geschäftsbanken

Die Banken – ob Geschäfts- oder Universalbanken – waren von den Anspannungen mit am stärksten betroffen. Die im Berichtszeitraum ausgewiesenen Abschreibungen in Verbindung mit dem Engagement in US-Hypothekenkrediten beeinträchtigten die Rentabilität des Bankensektors erheblich. Im Kalenderjahr 2007, in dem die erste Abschreibungswelle stattfand, waren die Gewinne der Banken bestenfalls unverändert, gingen in den meisten Ländern im Vergleich zu den Vorjahren aber zurück (Tabelle VII.1).

Rentabilität von Großbanken ¹												
In Prozent der durchschnittlichen Bilanzsumme												
	Gewinn vor Steuern			Wertberichtigungen für Kreditausfälle			Nettozinsmarge			Betriebskosten		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Österreich (3)	0,85	1,64	1,29	0,30	0,38	0,28	1,64	1,90	2,24	2,10	2,40	2,40
Australien (4)	1,52	1,62	1,67	0,14	0,13	0,15	1,92	1,96	2,01	1,70	1,64	1,63
Kanada (5)	1,01	1,32	1,27	0,10	0,10	0,14	1,79	1,64	1,68	3,00	2,56	2,57
Schweiz (6)	0,66	0,87	0,31	0,00	0,00	0,01	0,63	0,53	0,45	1,67	1,73	1,70
Deutschland (7) ²	0,38	0,55	0,28	0,06	0,07	0,04	0,65	0,68	0,52	0,96	1,32	0,98
Spanien (5)	1,15	1,51	1,65	0,23	0,33	0,41	1,55	1,78	1,94	1,70	1,91	1,96
Frankreich (5)	0,76	0,87	0,41	0,06	0,06	0,09	0,93	0,76	0,47	1,47	1,43	1,28
Vereinigtes Königreich (8)	0,87	0,97	0,67	0,23	0,27	0,23	1,23	1,26	0,94	1,59	1,70	1,36
Italien (4)	1,23	1,12	0,88	0,23	0,26	0,25	1,95	1,93	1,71	2,34	2,34	2,01
Japan (13) ²	0,66	0,67	0,50	0,12	0,15	0,13	0,89	0,97	0,75	1,05	1,15	0,80
Niederlande (4)	0,58	0,57	0,38	0,05	0,10	0,10	1,09	1,17	0,99	1,29	1,48	1,37
Schweden (4)	0,90	1,06	0,98	0,01	-0,03	0,01	1,03	1,08	1,07	1,07	1,11	1,07
USA (11)	1,93	1,82	1,02	0,20	0,20	0,56	2,72	2,50	2,47	3,44	3,12	3,51

¹ Daten auf IFRS-Basis; Zahl der einbezogenen Banken in Klammern. ² Daten basierend auf lokalen und US-GAAP.
 Quellen: Bankscope; FitchRatings. Tabelle VII.1

Erheblicher Gewinnrückgang bei US-Banken ...

Hinter dem deutlichen Rückgang der Bankgewinne in den USA verbarg sich eine allgemeine Verschlechterung bei den einzelnen Ertragskomponenten. Während die Nettozinsmargen sanken, erhöhten sich die Betriebskosten, wodurch ein jahrelanger Trend zur Kosteneindämmung beendet wurde. Sämtliche Indikatoren für die im Zusammenhang mit der Kreditvergabe stehenden Kosten stiegen an. Die Wertberichtigungen für Kreditausfälle verzeichneten die stärkste Zunahme seit 20 Jahren, worin sich die Probleme an den Hypothekemärkten und möglicherweise auch die allmähliche Konjunkturabschwächung sowie die höheren Ausfallquoten widerspiegelten. Dennoch konnten die Rückstellungen nicht mit den notleidenden Krediten Schritt halten, sodass die Deckungsquote erstmals seit 1993 auf einen Wert unter 1 sank.

... ebenso wie bei schweizerischen und deutschen Banken

In Europa war das Bild weniger einheitlich. Während die Gewinne generell fielen, setzten die Betriebskosten in einer Reihe von Ländern ihren Abwärtstrend der letzten Jahre fort. Die Wertberichtigungen für Kreditausfälle waren in den meisten Ländern stabil, und die niedrigere Rentabilität hing offenbar eher mit einem Rückgang der Nettozinsmargen zusammen. Letzterer lässt sich wahrscheinlich u.a. dadurch erklären, dass sich die europäischen Banken zunehmend am Markt und über das Großkundengeschäft refinanzieren, wo die Preise gewöhnlich stärker auf Bewegungen der Renditenstrukturkurve und auf Risiken reagieren als bei der Refinanzierung über Einlagen aus dem Retail-Geschäft. Etwas aus dem Rahmen fallen die spanischen Banken, die trotz eines erheblichen Anstiegs der Wertberichtigungen für Kredite höhere Gewinne verzeichneten, darunter auch aus Zinsmargen. Bei den schweizerischen und den deutschen Banken verringerten sich die Gewinne beträchtlich, obwohl die Wertberichtigungen weitgehend stabil blieben, was wohl darauf zurückzuführen ist, dass die Spannungen hauptsächlich in den

Eigenkapital- und Liquiditätsquoten von Großbanken ¹									
	Kernkapital/risikogewichtete Aktiva			Notleidende Kredite/Bilanzsumme			Nettokredite/Gesamteinlagen		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Österreich (3)	7,7	8,9	8,1	2,3	2,1	1,8	56,4	58,1	63,2
Australien (4)	7,5	7,2	6,8	0,1	0,2	0,2	88,3	89,8	85,1
Kanada (5)	9,9	10,4	9,6	0,3	0,2	0,2	58,3	56,2	57,2
Schweiz (4)	11,7	11,7	9,8	0,2	0,2	0,1	25,2	26,1	27,3
Deutschland (7)	8,4	8,4	8,0	1,0	0,6	0,8	36,2	30,4	25,4
Spanien (5)	7,9	7,6	7,9	0,5	0,5	0,6	69,9	76,7	76,1
Frankreich (4)	8,1	7,9	7,4	1,2	1,2	1,3	32,3	36,5	25,8
Vereinigtes Königreich (7)	7,5	7,9	7,6	0,8	0,7	0,8	54,8	54,5	51,1
Italien (4)	4,7	5,0	6,6	4,0	3,2	3,1	42,7	49,6	70,9
Japan (10)	7,3	7,9	7,4	1,1	1,0	0,9	53,1	55,1	62,5
Niederlande (4)	10,4	9,4	10,0	0,6	0,6	0,4	54,1	55,8	55,1
Schweden (4)	7,1	7,2	7,1	0,4	0,4	0,3	71,7	74,2	74,9
USA (11)	8,4	8,6	8,0	0,3	0,3	0,6	63,4	63,6	61,5

¹ Mit der Bilanzsumme der Banken gewichteter Durchschnitt; Prozent; Zahl der einbezogenen Banken in Klammern.
Quelle: Bankscope. Tabelle VII.2

Wertpapierportfolios dieser Institute zum Ausdruck kamen und nicht in ihrem Kreditbestand. Die Aufdeckung des bisher größten Falles von Händlerbetrug in einer führenden französischen Bank legte Mängel im internen Kontrollsystem offen; der Verlust von € 4,9 Mrd. führte allerdings nicht zum Zusammenbruch des Instituts.

Im Vereinigten Königreich kündigten die Banken zwar beträchtliche Abschreibungen auf ihr Engagement in US-Immobilien an, meldeten jedoch für das Jahr insgesamt keine großen Verluste. Der Run der Retail-Einleger auf Northern Rock, als Schwierigkeiten dieser Bank bei der Refinanzierung ihres Hypothekenportfolios am Geldmarkt bekannt wurden, zeichnete jedoch ein bleibendes Bild von einem unter Anspannung stehenden Bankensystem. Die rasche Verschlechterung der Liquiditätslage der Bank löste eine Intervention der nationalen Aufsichtsbehörden aus. Diese erfolgte anfänglich in Form einer Liquiditätsspritze, die durch illiquide Wertpapiere besichert war. Letztendlich aber war eine Verstaatlichung unumgänglich, um den Wert des Kreditinstituts bis zu einer Verbesserung der Marktbedingungen zu erhalten. Um eine weitere Ausbreitung der Panik unter den Einlegern zu verhindern, verkündete die Regierung, sie werde für alle Einlagen bei britischen Banken bürgen. Die zuständigen britischen Stellen nahmen die Ereignisse auch zum Anlass, ihre institutionellen Vorkehrungen zum Umgang mit in Not geratenen Banken umfassend zu überprüfen.

Britisches Finanzinstitut wegen Refinanzierungsproblemen verstaatlicht

Die japanischen Banken verzeichneten im Berichtszeitraum zwar rückläufige Gewinne, waren von den Turbulenzen aber weniger betroffen als die Banken in Europa und Nordamerika. Der Anteil notleidender Kredite an den Aktiva schrumpfte abermals. Allerdings hielt sich der Rückgang der Wertberichtigungen vor allem wegen Engagements gegenüber Anbietern von Verbraucherkrediten in Grenzen. Insgesamt litt die Eigenkapitalausstattung der japanischen Banken nicht allzu stark, und ihr Zugang zu Refinanzierungen wurde nicht beeinträchtigt, was teilweise auf ihre große Einlagenbasis zurückzuführen war.

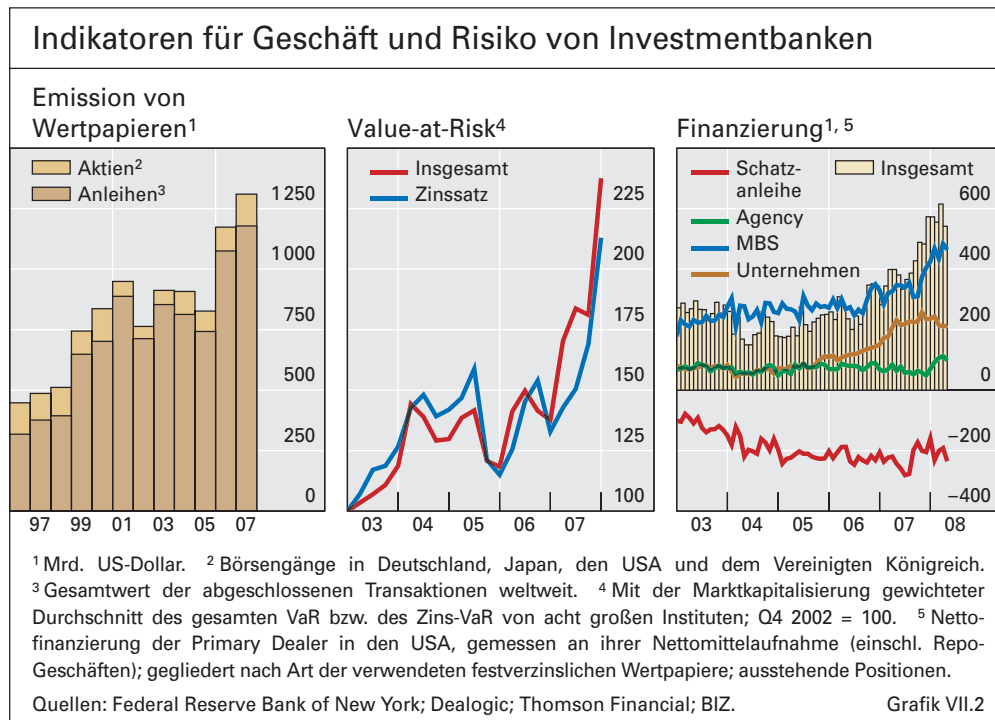
Japanische Banken von den Turbulenzen dagegen weniger stark betroffen

Investmentbanken

Das Investment-Banking-Geschäft war von den Turbulenzen wohl am stärksten betroffen. Die Gewinneinbußen waren dramatisch, und eine Reihe von Finanzinstituten sahen sich gezwungen, in erheblichem Umfang neues Eigenkapital aufzunehmen. Der Beinahezusammenbruch eines der größten Finanzinstitute der Wall Street markierte einen Tiefpunkt im Verlauf der Ereignisse. Gleichzeitig signalisierte die Reaktion der US-Behörden im Hinblick auf den Liquiditätsbestand für diesen Sektor eine Handlungsänderung, die langfristige Auswirkungen auf den Umgang mit Investmentbanken haben könnte.

Akute Probleme der Investmentbanken ...

Nach August 2007 erlitten die Investmentbanken einen Einbruch ihrer Rentabilität. Die Eigenkapitalrendite der größten Institute in den USA und Europa sank im Kalenderjahr 2007 auf rund 7,4% bzw. 4,6% und damit auf weniger als ein Drittel des 2006 erreichten Rekordniveaus. Einige Institute wiesen für das Gesamtjahr sogar einen Verlust aus. Hinter dieser deutlichen Ergebnisverschlechterung standen vor allem Verluste aus Engagements in Wertpapieren, die durch Hypotheken, Verbraucherkredite und damit verbun-



dene Derivate besichert waren. Durch die Auswirkungen der Turbulenzen an vielen Wertpapiermärkten halbierten sich die Handelserträge. Dagegen wurden die Ergebnisse zumindest bis zum Jahreswechsel generell durch Erträge aus der Vermögensverwaltung sowie Gebühreneinnahmen aus Börsengängen und Beratungen in Bezug auf Fusionen und Übernahmen gestützt (Grafik VII.2). Allerdings gab es im ersten Quartal 2008 in beiden Geschäftsfeldern eindeutige Hinweise auf eine Abschwächung, da die Übernahmeaktivitäten nachließen und viele Börsengänge zurückgestellt wurden.

... wegen hoher Kontrahenten- und Liquiditätsrisiken

Aufgrund der Art ihrer Geschäfte bekommen Investmentbanken ungünstige Marktbedingungen deutlicher zu spüren als Geschäftsbanken. Sie operieren mit einer dünneren Eigenkapitaldecke und sind in der Regel risikofreudiger. Mangels einer Einlagenbasis aus dem Retail-Geschäft sind die Investmentbanken bei ihrer Mittelbeschaffung mehr auf die Kapitalmärkte und in ihrem kurzfristigen Liquiditätsmanagement stärker auf gut funktionierende Geldmärkte angewiesen. Während der Finanzmarkturbulenzen kam es zu einer akuten Liquiditätsknappheit, weil die Kontrahenten unsicher waren, in welchem Maße die Investmentbanken in den sich unterdurchschnittlich entwickelnden Anlagekategorien engagiert waren und wie sich ihre Engagements verteilten. Davon am meisten betroffen waren unabhängige Investmentbanken, die nicht Teil eines Finanzkonzerns mit Geschäftsbankaktivitäten waren. Wegen der Schwere der Finanzierungsprobleme wurde der Zugang zu den Refinanzierungsfazilitäten der Federal Reserve ausnahmsweise auf die Wertpapierhäuser ausgedehnt, die als Primary Dealer an ihren Offenmarktgeschäften teilnehmen (Kapitel IV). Die Investmentbanken nutzten diese Fazilitäten in großem Umfang, um ihre Bestände an mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren (MBS) gegen staatliche Schuldtitel einzutauschen und diese als Sicherheit für ihre Repo-Geschäfte einzusetzen (Grafik VII.2 rechts).

In dieser Phase anhaltender Spannungen im Finanzsektor war der Beinahezusammenbruch von Bear Stearns ein entscheidender Augenblick. Wegen seiner führenden Rolle in der Hypothekenverbriefung stand dieses wichtige Wall-Street-Institut bereits in der Frühphase der Turbulenzen im Zentrum der Ereignisse. Im Sommer 2007 sah es sich gezwungen, mit ihm verbundene Hedge-Fonds zu stützen, die aus ihrem Engagement in Subprime-Hypotheken hohe Verluste erlitten hatten. Im März 2008 verschlechterte sich die Liquiditätsposition des Instituts rapide, woraufhin die Federal Reserve intervenierte. Die Zentralbank wurde in einer Weise tätig, wie es seit der Weltwirtschaftskrise nicht mehr der Fall gewesen war: Zunächst vergab sie über eine Geschäftsbank einen Kredit an das Institut, und einige Tage später stellte sie Finanzmittel und Garantien bereit, um die vollständige Übernahme des Instituts durch diese Geschäftsbank zu ermöglichen. Diese außergewöhnliche Intervention zielte darauf ab, eine ungeordnete Abwicklung der umfangreichen Positionen von Bear Stearns an den Kassa- und Derivatmärkten zu vermeiden, die die Marktunsicherheit und die Illiquidität noch verstärkt hätte. Besonderen Anlass zur Sorge gaben Engagements im Zusammenhang mit der Rolle des Instituts als Marktmacher am CDS-Markt und als Intermediär am Markt für dreiseitige Repo-Geschäfte. Die demonstrative Entschlossenheit der Behörden und ihr entschiedenes Handeln, um die Situation zu stabilisieren, trugen zu einer Stimmungsaufhellung am Markt bei und ließen Spreads und Risikoprämien sinken (Grafik VII.1 und Kapitel VI). Zugleich aber warf die unkonventionelle Art der Intervention Fragen hinsichtlich ihrer langfristigen Anreizwirkungen auf. Die offensichtliche Bereitschaft, das Sicherheitsnetz der Zentralbank – wenn auch nur unter extremen Umständen – auf Investmentbanken auszudehnen, dürfte Folgen für die Ausgestaltung der Finanzaufsicht über diese Institute haben, die nicht der Aufsicht der Zentralbank unterliegen.

Umfangreiche Interventionen der Behörden

Versicherungsgesellschaften

Die Versicherungsgesellschaften bekamen die Auswirkungen der Turbulenzen an den Finanzmärkten insgesamt weniger deutlich zu spüren als die Banken. Die meisten von ihnen erzielten positive Ergebnisse, und die Prämieinnahmen entwickelten sich erneut gut. Außer bei den sog. Monoline-Versicherern hielten sich die Engagements in den Anlagekategorien, die von den Turbulenzen am stärksten betroffen waren, in Grenzen. Einige große Versicherungsgesellschaften nahmen zwar hohe Abschreibungen auf mit Hypotheken verbundene Positionen vor, doch waren diese bis auf wenige Ausnahmen zu verkraften und führten – anders als bei den Banken – nicht zu Refinanzierungsproblemen.

Trotz allgemeiner Widerstandsfähigkeit des Versicherungsektors ...

Da es keine größeren Naturkatastrophen gab, blieben die Kosten aus Leistungsansprüchen in der Gebäude- und Schadenversicherung niedrig, was sich günstig auf die Ergebnisse und die aufsichtsrechtlichen Kennzahlen der Versicherungsgesellschaften auswirkte. Allerdings legt die stetig zunehmende Häufigkeit kleinerer Naturkatastrophen nahe, dass die Kostenschätzungen künftig wohl nach oben revidiert werden müssen.

Die Versicherungsunternehmen, die darauf spezialisiert sind, Kreditgarantien für Anleiheemittenten anzubieten, waren von den Turbulenzen am

... stark
fremdfinanzierte
Monoline-
Versicherer unter
Druck

meisten betroffen. Diese sog. Monoline-Versicherer, deren traditionelles Geschäft in der Gewährung von Anleihegarantien hauptsächlich für lokale Gebietskörperschaften besteht, haben ihre Tätigkeit immer mehr auf die Bereitstellung von Bonitätsverbesserungen (Credit-Enhancements) für strukturierte Finanzprodukte ausgeweitet. Wegen des Einbruchs der Wertentwicklung dieser Produkte wurden die Garantien in unerwartet hohem Umfang in Anspruch genommen, wodurch die stark fremdfinanzierten Bilanzen der Monoline-Versicherer an die Grenzen ihrer Belastbarkeit stießen. Daraufhin wurden deren Bonitätseinstufungen in Frage gestellt, und die Preise ihrer Schuldtitel gingen stark zurück (Grafik VI.8 links). Das Rating einiger kleinerer Versicherungsgesellschaften wurde herabgestuft, während andere sich gezwungen sahen, zusätzliches Eigenkapital zu beschaffen, da sie nur so das AAA-Rating aufrechterhalten konnten, das für ihr Geschäftsmodell unabdingbar ist. Angesichts der Probleme, die sich ihnen bei der Aufnahme neuen Kapitals stellten, intervenierten die Aufsichtsinstanzen, um ein Übergreifen auf andere Bereiche des Anleihemarktes oder andere Finanzinstitute zu verhindern.

Fremdfinanzierte Anleger

Bei sich
verschärfenden
Finanzierungs-
bedingungen ...

Fremdfinanzierte Anleger waren von den Anspannungen im Finanzsystem ebenfalls betroffen, wenn auch überwiegend indirekt. Marktmacher und Kreditgeber reagierten auf die Verschlechterung der Bilanzen und den Rückgang der Gewinne mit einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen. Infolgedessen mussten Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds ihre Risikoübernahme an die höheren Fremdfinanzierungskosten anpassen.

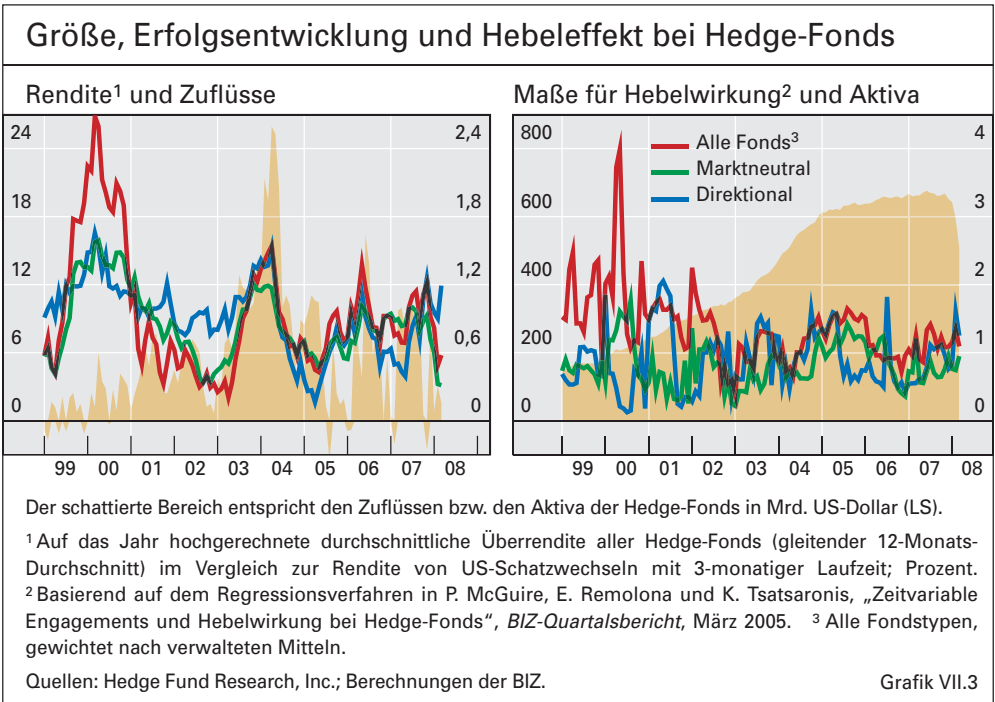
Obgleich sich die Anspannungen als Erstes bei Hedge-Fonds bemerkbar machten, die mit großen Investmenthäusern verbunden waren, erwies sich die Branche insgesamt anfangs als relativ robust. So entwickelten sich die Renditen der meisten Hedge-Fonds-Strategien 2007 günstiger als 2006 (Grafik VII.3). Wichtigste Ausnahme waren die auf festverzinsliche Instrumente spezialisierten Fonds, deren Performance 2007 abrutschte. Im Kalenderjahr 2007 blieben die Nettomittelzuflüsse von Anlegern in allen Fondstypen etwa auf dem gleichen Niveau wie in der jüngeren Vergangenheit.

... schließlich
Rückgang des
Hedge-Fonds-
Geschäfts ...

In den ersten Monaten 2008 verzeichneten zahlreiche Hedge-Fonds in einem anspruchsvollen Marktumfeld enttäuschende Ergebnisse, woraufhin Anleger ihre Mittel abzogen. Hinzu kam das Bestreben der Prime Broker, ihr Engagement zu verringern, indem sie die Nachschussforderungen und die Finanzierungsbedingungen verschärften. Viele Fonds, insbesondere aus den hinteren Reihen, hatten Probleme, ihre Positionen offen zu halten, und mussten Teile ihres Portfolios liquidieren.

... und steigender
Druck auf Private-
Equity-Fonds ...

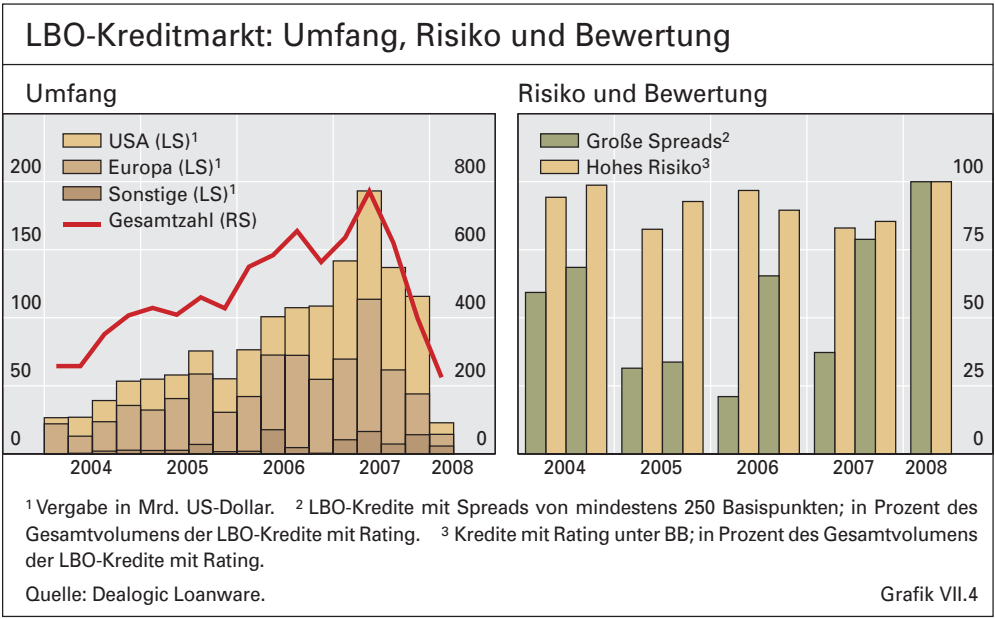
Private-Equity-Fonds standen während des Berichtszeitraums unter erheblichem Druck, da die Finanzierungsbedingungen straffer und die Anlagemöglichkeiten knapper wurden. Durch die erfolgreiche Mittelbeschaffung der letzten Jahre entstand ein Überhang an Anlegergeldern, der nicht fondstypisch investiert wurde. So führten Portfolioinvestitionen in strukturierten Finanzinstrumenten für einige Private-Equity-Fonds zu hohen Verlusten und in einem vielbeachteten Fall, nämlich für ein kürzlich an die Börse gebrachtes



Unternehmen, das mit einer erstklassigen Private-Equity-Gesellschaft verbunden war, zum Konkurs.

Das mit fremdfinanzierten Übernahmen (Leveraged Buyouts, LBO) verbundene Kreditgeschäft ging im zweiten Halbjahr 2007 deutlich zurück und stockte im ersten Quartal 2008 beinahe ganz (Grafik VII.4). Die Verbriefung dieser Kredite wurde für die Originatoren zunehmend schwieriger, da die Risikobereitschaft anderer Kreditgeber nachließ. Bedenken wegen eines gestiegenen Ausfall- und Konzentrationsrisikos infolge der unfreiwilligen Anhäufung solcher Engagements brachten den Finanzierungsfluss für diese Transaktionen zum Erliegen.

... letztlich verbunden mit Schrumpfen des LBO-Marktes



Immobilienmarkt und Abschreibungen der Finanzinstitute

Abschwächung
des Immobilien-
marktes ...

Die Entwicklungen am Immobilienmarkt spielten für die Entstehung und die Dynamik der Turbulenzen an den Finanzmärkten eine zentrale Rolle. Verluste aus direkten Hypothekenbeständen und mit Hypotheken verbundenen Wertpapierbeständen ergaben sich hauptsächlich aus Engagements in US-Hypotheken für Wohneigentum, insbesondere in den risikoreicheren Marktsegmenten. Die weitere Entwicklung am Immobilienmarkt wird wahrscheinlich auch die künftige Entwicklung der Gesamtsituation maßgeblich bestimmen.

... führt zu hohen
Abschreibungen bei
Finanzinstituten ...

Die meisten Abschreibungen der Finanzinstitute im Berichtszeitraum standen im Zusammenhang mit dem rückläufigen Wert ihrer mit Hypotheken verbundenen Positionen. Ab August 2007 wurden sehr hohe Verluste verbucht (Tabelle VII.3). Die Abschreibungen waren sowohl durch steigende Ausfallquoten bei Hypothekenkrediten als auch eine massive Neubewertung der Portfolios verbrieftter Hypothekenkredite bedingt. Die Höhe der Verluste veranlasste viele Finanzinstitute, eine aktive Sanierung ihrer Bilanzen zu betreiben, indem sie neues Eigenkapital aufbrachten.

In den USA nahmen die Verluste im Zusammenhang mit Hypotheken sprunghaft zu. Bis September 2007 stiegen die Ausfallquoten für erstklassige Kredite auf 3,1% und für Subprime-Kredite auf 16%. Die neueren Subprime-Kredite wiesen weit höhere Ausfallquoten auf, was auf eine fortschreitende Lockerung der Kreditvergabestandards im Laufe des Booms am Wohnimmobilienmarkt hindeutet (Grafik VII.5).

... und einer
Überprüfung der
Bewertungsmodelle

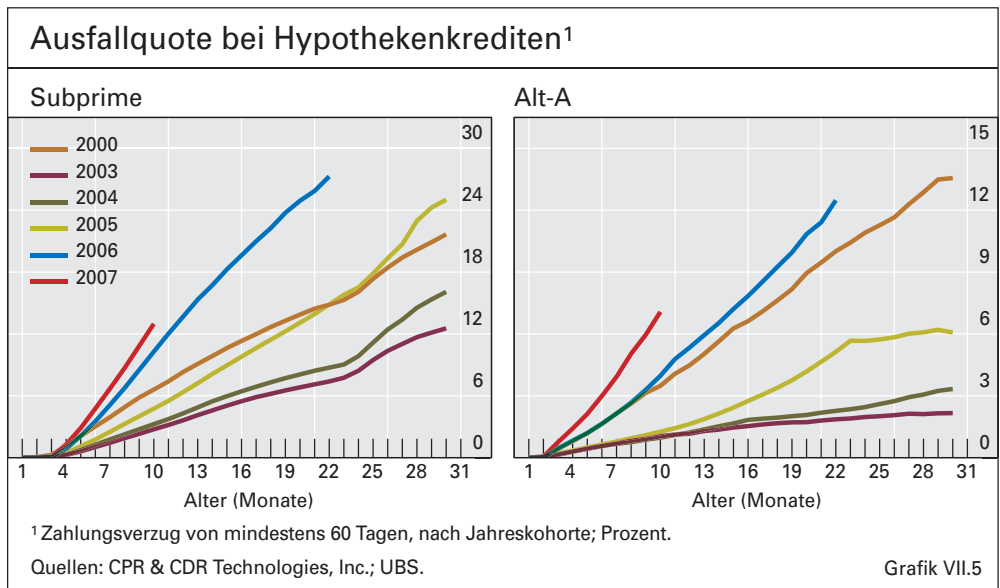
Der Anstieg der Zahlungsausfälle bei Hypotheken löste eine Neueinschätzung der Annahmen aus, die der Bewertung von mit Hypotheken verbundenen Wertpapieren zugrunde liegen. Die niedrigen Spreads für Pools verbrieftter Hypotheken spiegelten teilweise die Erwartung wider, dass hochverschuldete Kreditnehmer in der Lage sein würden, Immobilien an einem boomenden Wohnimmobilienmarkt problemlos neu zu finanzieren bzw. zu verkaufen, und es somit zu keinen kostspieligen Zwangsvollstreckungsverfahren käme. Außerdem basierten die Bewertungen von mit Hypotheken verbundenen strukturierten Finanzprodukten auf optimistischen Annahmen über den Grad des Zusammenhangs zwischen Zahlungsausfällen und „systematischen“ Risikofaktoren. Im Ergebnis führten Hinweise auf höhere Risiken zu umfangreichen Ratingherabstufungen von verbrieften Hypotheken und zu

Subprime-Probleme: Abschreibungen und Eigenkapitalaufnahme ¹				
	Abschreibungen			Eigenkapital- aufnahme ²
	Betrag ²	in % des Gewinns ³	in % des Eigenkapitals ⁴	
Geschäftsbanken ⁵	197	102	21	169
Investmentbanken ⁶	64	163	24	37

¹ Stand von Mitte Mai 2008. ² Mrd. US-Dollar. ³ Gewinn vor Steuern 2007 (für zwei Geschäftsbanken: 2006). ⁴ Kernkapital 2007; Investmentbanken: Eigenkapital insgesamt. ⁵ 20 größte Geschäftsbanken. ⁶ Fünf größte Investmentbanken.

Quellen: Bankscope; Bloomberg.

Tabelle VII.3



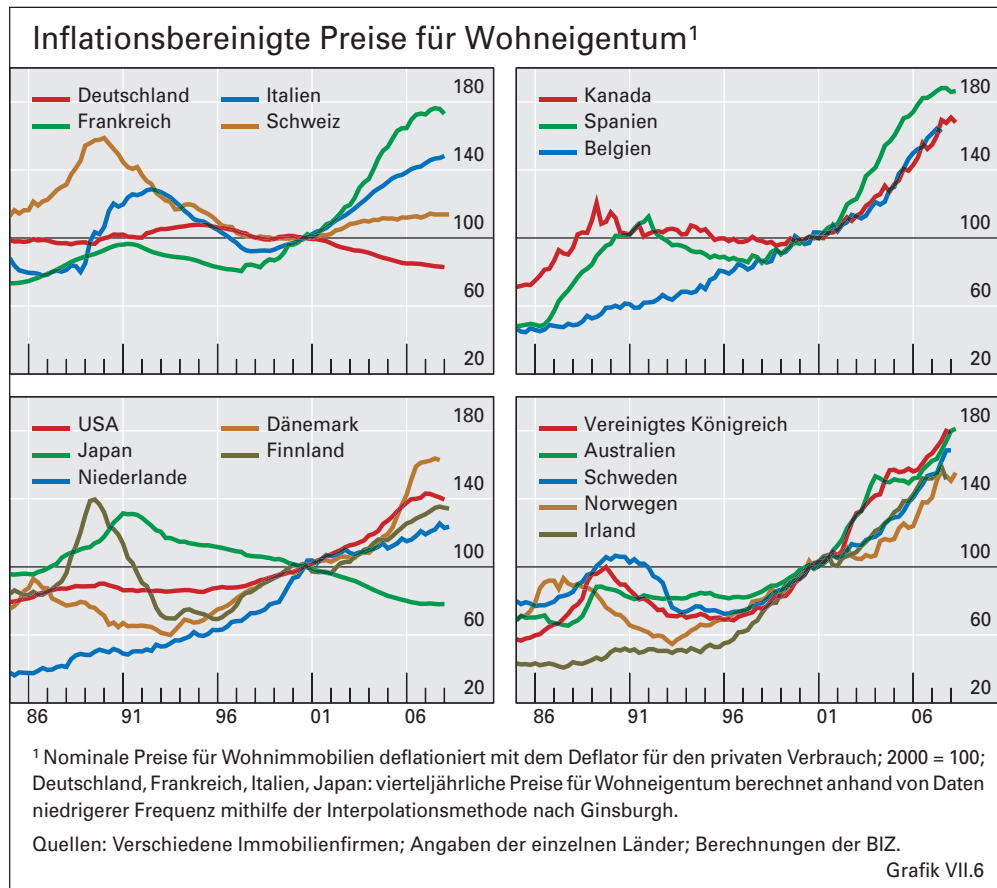
einem kräftigen Rückgang im Marktwert von damit verbundenen strukturierten Finanzinstrumenten.

Zwei Eigenschaften strukturierter Finanzprodukte verstärkten die Preisrückgänge noch. Erstens wurde die Verteilung der Zahlungsströme an die unterschiedlichen Anleger durch eine sehr komplexe Struktur bestimmt. Die Verbriefung war so ausgelegt, dass sie Risiken verlagerte, indem sie sie in nachrangigen Tranchen konzentrierte. Die höherrangigen Tranchen wiesen zwar einen niedrigen erwarteten Verlust auf, reagierten dafür aber stärker auf die zugrundeliegenden Bewertungsannahmen. Zweitens basierten die Bewertungen dieser Wertpapiere wegen der weitgehenden Illiquidität der entsprechenden Sekundärmärkte zunehmend auf in jüngerer Zeit am Primärmarkt platzierten vergleichbaren strukturierten Produkten bzw. auf Risikomodellen – und nicht auf neuen Informationen über die Wertentwicklung des zugrundeliegenden Forderungspools. Als die Nachfrage nach neuen Wertpapieren austrocknete und die anfänglichen Bewertungsannahmen revidiert werden mussten, bedingte der nicht lineare Charakter der strukturierten Produkte sehr ausgeprägte Anpassungen der ausgewiesenen Bewertungen. Dies erklärt, warum die von Finanzinstituten gemeldeten Abschreibungen erheblich größer sind als die tatsächlich realisierten Verluste aus notleidenden Hypotheken.

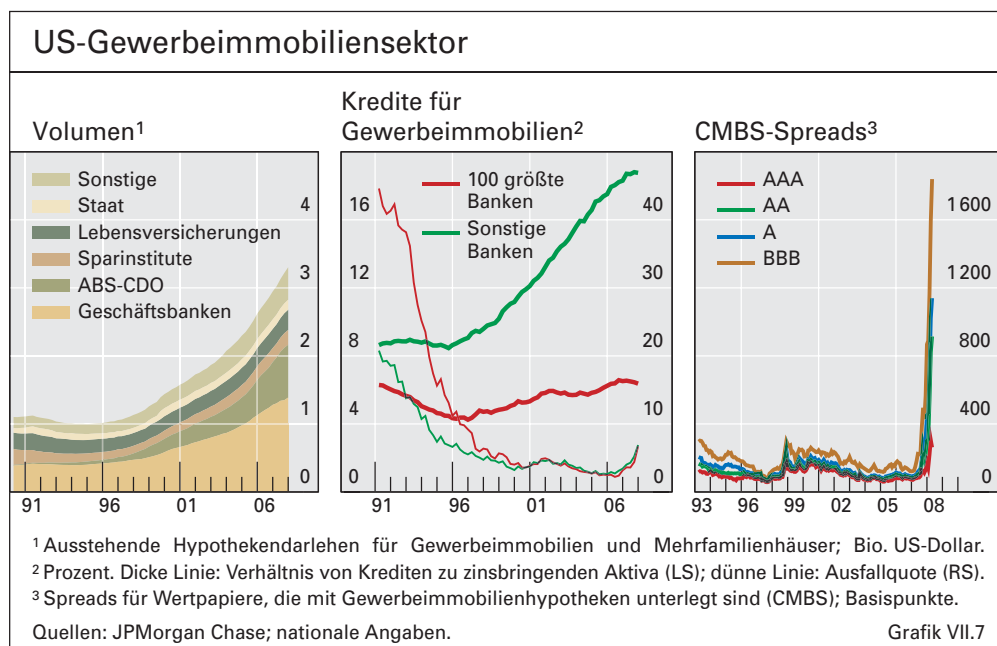
Abschreibungen auch aufgrund der Komplexität der Transaktionen

Die Trends am Immobilienmarkt haben den Verlauf des gegenwärtigen Zyklus maßgeblich beeinflusst. Der Aufwärtstrend der Preise für Wohnimmobilien kam im Berichtszeitraum zum Stillstand (Grafik VII.6). In den meisten Ländern stabilisierten sich die Wohnimmobilienpreise, oder ihr Anstieg schwächte sich erheblich ab. In den USA fielen sie, doch der Rückgang des nationalen Preisindex verdeckt erhebliche Unterschiede an den lokalen Märkten. Wo die Preise in den vergangenen Jahren am meisten gestiegen waren, sanken sie in jüngster Zeit auch am stärksten. Außerdem weisen Preisindizes für Wohnimmobilien mit erhöhter Gewichtung von Immobilien in großen Ballungszentren sowie von Immobilien, die mit hohen oder nicht voll-

Erhebliche Abschwächung des Preisanstiegs für Wohnimmobilien ...



ständig dokumentierten Hypotheken belastet sind, Preisrückgänge in der Größenordnung von 12% im Vorjahresvergleich aus. Insgesamt gesehen kann die weltweite Abflachung des Preisanstiegs bei Wohnimmobilien hauptsächlich auf einen Nachfragerückgang zurückgeführt werden, der in einigen Ländern dicht auf einen in letzter Zeit verzeichneten Bauboom folgte. Zu



diesem Nachfragerückgang trugen in den einzelnen Ländern in jeweils unterschiedlichem Maße höhere Hypothekenzinsen, eine einsetzende Konjunkturabkühlung und eine hohe Verschuldung der privaten Haushalte bei.

Die Abschwächung der Immobilienpreise zog auch den Gewerbeimmobiliensektor in Mitleidenschaft. Die Preise für Gewerbeimmobilien hatten sich in den vergangenen Jahren in einer Reihe von Ländern beschleunigt, allerdings von einem niedrigeren Niveau aus als die Wohnimmobilienpreise und mit größeren Unterschieden zwischen den Ländern (Tabelle VII.4). Das Engagement der Banken in diesem Sektor hat ebenfalls zugenommen. Der Anteil direkter Engagements in Gewerbeimmobilien an den Vermögenswerten der US-Banken liegt bei fast 14%; bei den mittelgroßen Banken hat er sich in den letzten sechs Jahren sprunghaft von 19% auf 33% erhöht (Grafik VII.7).

Allerdings mehrten sich während des Berichtszeitraums die Hinweise auf ein gestiegenes Risikobewusstsein der Anleger bei Gewerbeimmobilien. So kehrte sich die trendmäßige Expansion des Emissionsvolumens von mit Gewerbeimmobilienanlagen unterlegten Wertpapieren im vergangenen Jahr um. Gleichzeitig weiteten sich die Spreads auf diese Wertpapiere ganz erheblich aus (Grafik VII.7 rechts). Dies steht im Gegensatz zu Berichten über eine allmähliche Lockerung der Kreditvergabestandards in den letzten Jahren,

... greift auf
Gewerbe-
immobilienmarkt
über

Preise gewerblicher Immobilien ¹							
	Nominale Veränderung ²			Niveau ³	Nachrichtlich: Büroleerstände ⁴		
	1998–2006	2006	2007	2007	2005	2006	2007
USA	3,2	12,3	15,9	47,1	13,9	12,6	12,8
Japan	-3,1	19,6	11,9	21,4	3,9	3,0	2,1
Deutschland	-2,1	-5,1	-1,3	34,9	11,6	9,9	9,8
Vereinigtes Königreich	5,4	17,2	-4,8	64,7	7,3	5,7	4,2
Frankreich	6,0	15,0	11,8	78,0	6,5	5,1	5,2
Italien	10,2	1,3	3,9	86,0	6,1	6,1	5,8
Kanada	3,3	12,9	11,6	64,7	12,1	10,5	7,2
Spanien	10,0	10,7	5,9	76,1	6,1	3,4	4,3
Niederlande	2,4	4,3	4,6	83,1	13,6	11,7	10,6
Australien	2,7	10,8	14,9	50,6	9,0	8,1	4,7
Schweiz	1,3	-0,0	0,6	60,2	11,5	10,9	10,2
Schweden	3,0	9,8	9,4	51,4	16,8	15,4	11,7
Norwegen	2,8	10,7	12,4	69,7	9,0	8,2	4,5
Dänemark	8,4	9,6	5,6	100,0	7,9	5,0	4,3
Finnland	0,5	1,8	3,3	56,9	9,0	8,1	7,0
Irland	10,5	21,7	6,1	100,0	15,2	12,0	11,3

¹ Australien, Italien, Spanien: erstklassige Lage in den größten Städten; Japan: Grundstückspreise. ² Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ³ Hochphase der realen Preise gewerblicher Immobilien = 100. ⁴ Sofort verfügbarer Büroraum (einschl. Untervermietung) in sämtlichen fertiggestellten Gebäuden an einem Markt in Prozent des Gesamtbestands. Schweiz und USA: landesweit; Australien, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande, Spanien: Durchschnitt der größten Städte; übrige Länder: größte Stadt.

Quellen: Catella Property Consultants; CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd.; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle VII.4

vergleichbar mit der Aufweichung an den Märkten für Wohnimmobilienhypotheken.

Die Turbulenzen unter diversen Gesichtspunkten

Die Anspannungen, die ab Mitte 2007 die Finanzlandschaft beherrschten, gehören wohl zu den schwersten der jüngeren Zeit. Sie betrafen eine große Zahl von Finanzinstituten und erwiesen sich im Vergleich zu vielen früheren Phasen allgemeiner Instabilität im Finanzsektor als persistenter. Aus Sicht der öffentlichen Entscheidungsträger werfen die Turbulenzen vor allem auch hinsichtlich der Wechselbeziehungen zwischen dem Finanzsektor und der Realwirtschaft wichtige Fragen auf. Eine wesentliche Frage ist, ob der Kreditzyklus möglicherweise dem Konjunkturzyklus vorausläuft, wenn die Finanzinstitute auf ihre geschwächten Bilanzen mit einer Straffung des Kreditangebots reagieren. Die Ausbreitung der Anspannungen über das internationale Bankgeschäft deutet außerdem darauf hin, dass es zu umfassenderen Spillover-Effekten auf die Realwirtschaft kommen könnte, als es die ursprünglichen Anspannungsherde vermuten lassen. Schließlich stellen sich Fragen nach dem systemweiten Risiko und danach, wie es durch das Originate-to-distribute-Modell der Finanzintermediation beeinflusst wird.

Der Kreditzyklus

Banken durch große Verluste gezwungen ...

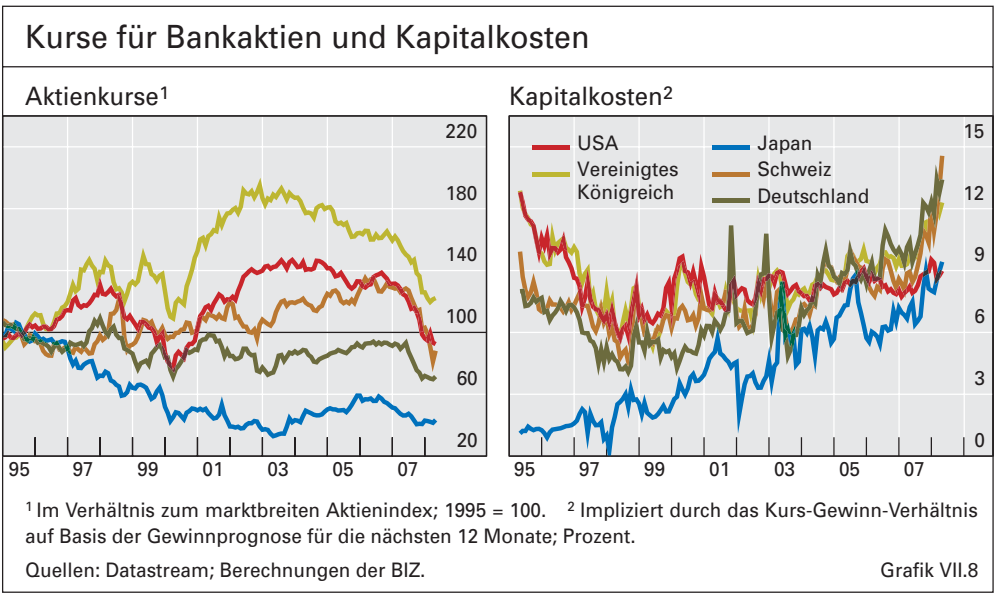
Die starken Anspannungen während des Berichtszeitraums zwangen die Finanzinstitute, ihre Geschäftspläne zu überdenken. Vielfach mussten Institute, die ihre Eigenkapitalausstattung schwinden sahen, über Notmaßnahmen neues Eigenkapital zuführen, um ihren Franchise Value im jeweiligen Tätigkeitsbereich zu erhalten. Für die Zukunft stellt sich jedoch die entscheidende Frage, inwieweit die Auswirkungen der Turbulenzen die Kreditversorgung der Realwirtschaft beeinträchtigen werden.

... neues Kapital zu beschaffen ...

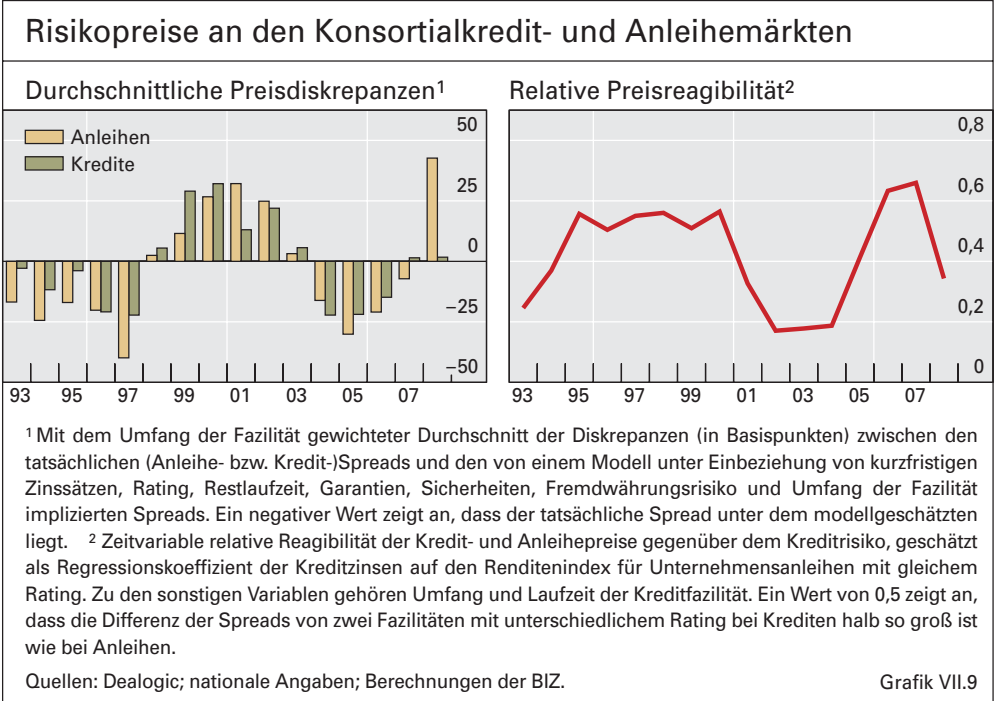
Abschreibungen auf mit Hypotheken verbundene Aktiva sowie die Aussicht auf eine weitere Verschlechterung der Qualität der Vermögenswerte veranlassten viele Banken, sich um eine Sanierung ihrer Bilanzen zu bemühen. Konkret beschafften sich zahlreiche große Finanzinstitute durch Hereinnahme von Beteiligungen oder durch Neuemission von Anteilen zusätzliches Eigenkapital in der Größenordnung von \$ 200 Mrd. (Tabelle VII.3). Das war besonders kostspielig in einem ungünstigen Marktumfeld, in dem die Bedenken der Anleger hinsichtlich der labilen Entwicklung der Finanzinstitute deren Aktienkurse belasteten (Grafik VII.8). Trotzdem wurden für eine Reihe von Finanzinstituten die finanziellen Kosten und der Imageschaden, die mit diesem raschen Handeln verbunden waren, dadurch aufgewogen, dass sie eine weitere Verknappung des verfügbaren Eigenkapitals vermeiden und ausreichend Kapitalreserven zur Stützung ihres Franchise Value wahren konnten. Diese Bemühungen wurden auch von Aufsichtsinstanzen begrüßt, die die Banken aufgefordert hatten, ihre Eigenkapitalausstattung kritisch zu überprüfen und eventuelle Mängel rasch zu beheben.

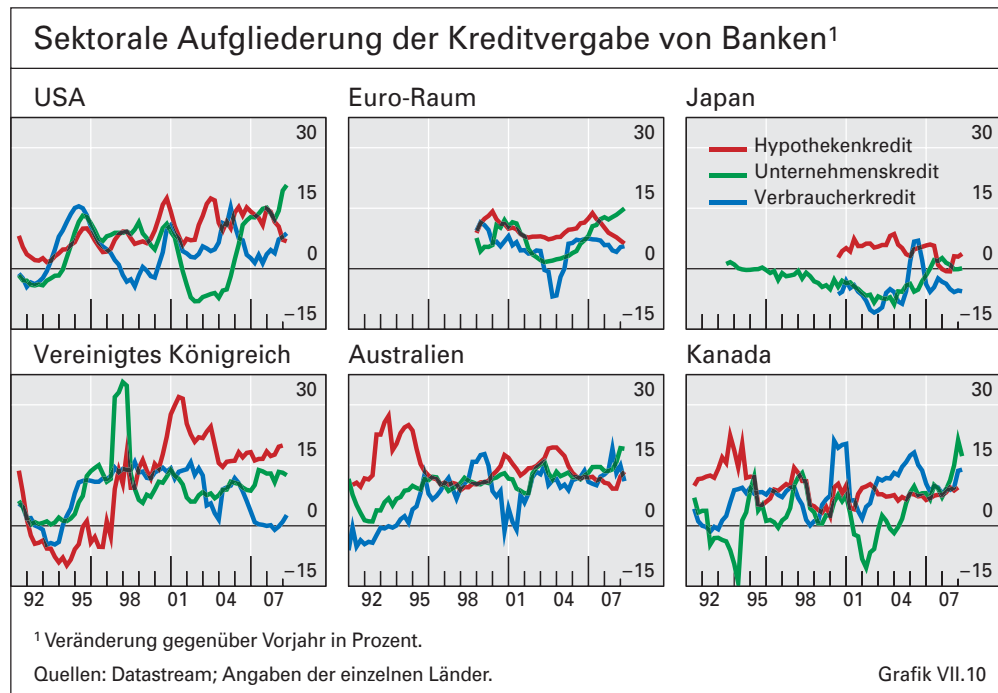
... und die Kreditvergabe einzuschränken

Auf breiterer Front reagierten die Finanzinstitute auch, indem sie sich hinsichtlich der Aufstockung ihrer Aktiva defensiver positionierten. Der



Wertverlust ihrer Aktiva veranlasste die Kreditgeber, sich aus den am stärksten betroffenen Marktsegmenten – wie Hypotheken- und Verbraucherkrediten – zurückzuziehen. Ergebnisse von Befragungen weisen einhellig auf eine Verschärfung der Kreditkonditionen in diesen Bereichen hin. Dies gilt nicht nur für die USA, wo sich die Wertentwicklung dieser Kredite deutlich verschlechtert hat, sondern auch für Europa, wo die Probleme mit solchen Krediten wesentlich geringfügiger waren (Kapitel II und Grafik II.12 rechts). Es gibt Hinweise darauf, dass auch die Kreditversorgung des Unternehmenssektors unter Druck geraten ist, da die Banken bei den Kreditkonditionen anspruchsvoller geworden sind. Besonders bemerkenswert war das Verschwinden von Krediten mit weniger strengen Auflagen, die im vorangegangenen Fremdfinanzierungsboom zuneh-





ment angeboten worden waren. Die Spreads vergrößerten sich im Allgemeinen ebenfalls, an den Anleihemärkten allerdings stärker als an den Kreditmärkten (Grafik VII.9).

Die Zuwachsrate des Gesamtkreditvolumens ist in vielen Ländern gegenüber den zuvor erreichten Höchstständen etwas zurückgegangen (Grafik VII.10). Aus verschiedenen Gründen dürfte die Statistik die Verringerung des Kreditangebots jedoch in einigen Fällen zu niedrig ausweisen. Ein Grund hierfür ist, dass die Trägerbanken Portfolios, die im Rahmen der Verbriefungsstruktur in rechtlich eigenständige Gesellschaften ausgelagert worden waren, infolge der ungünstigen Entwicklung bei verbrieften Instrumenten wieder in ihre Bilanzen zurückführten. Dies geschah zum Teil wegen bestehender Finanzungsverpflichtungen gegenüber den eigenständigen Gesellschaften und zum Teil aus dem Bestreben heraus, den Imageschaden für das verbundene Institut zu minimieren, der ansonsten durch den Zusammenbruch solcher Gesellschaften entstünde. Ein zweiter Grund ist, dass zahlreiche Großbanken, die in den letzten Phasen des Fremdfinanzierungsbooms Übernahmen durch Kredite finanziert hatten, sich im Besitz eines beträchtlichen Teils dieser Kredite sahen, als der entsprechende Sekundärmarkt im Sommer 2007 austrocknete. Der Überhang an derartigen Krediten, den Marktbeobachter in der Spitze auf knapp \$ 250 Mrd. schätzten, belastete die Bilanzen der Banken. Die allmähliche Wiedereröffnung des Marktes gegen Ende des Berichtszeitraums erfolgte zum Teil dank dem Interesse von Private-Equity-Fonds. Ein dritter Grund für die mögliche Überzeichnung des Volumens neuer Kredite in den Gesamtzahlen ist, dass die Schuldner bei einer einsetzenden Verknappung des Kreditangebots normalerweise erst einmal auf die vorhandenen Kreditlinien bei ihren Banken zurückgreifen.

Die Entwicklung des Kreditangebots auf kurze und mittlere Sicht hängt von einer Reihe verschiedener Einflussfaktoren ab. Zwei wichtige Faktoren

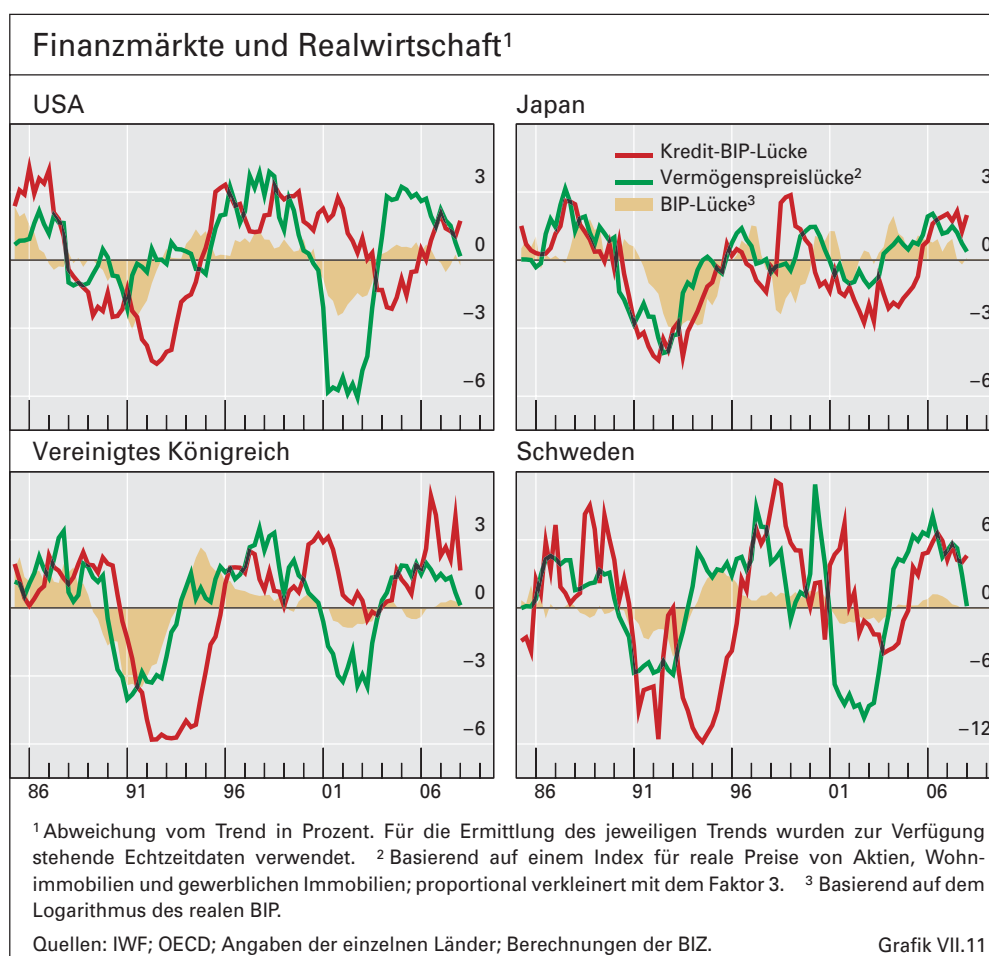
Kredityklus eng
verknüpft mit ...

sind eng miteinander verknüpft, nämlich inwieweit es den Banken gelingt, ihre Kapitalreserven wieder aufzufüllen, und wie sich die Qualität ihrer Aktiva entwickelt. Letzteres ist wiederum eng mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung verbunden.

Frühere Phasen von Anspannungen im Finanzsektor lassen einige Rückschlüsse auf die Zukunft zu, wenngleich keinerlei exakte Vorhersagen getroffen werden können. Die Ähnlichkeiten zwischen dem Wendepunkt im jüngsten Kreditzyklus und entsprechenden Wendepunkten in den letzten 20 Jahren veranschaulicht ein Blick auf die Entwicklung der Kreditexpansion, der Vermögenspreise und der Konjunktur (Grafik VII.11). Unabhängig von den spezifischen Merkmalen früherer Anspannungen gingen ihnen in der Regel ein überdurchschnittliches Kreditwachstum und ein starker Anstieg der Vermögenspreise – häufig angeführt von den Immobilienpreisen – voraus. Diese Phasen des Kreditwachstums waren mit gelockerten Kreditvergabe-standards und niedrigeren Risikopreisen verbunden (Grafik VII.9 links) und zumeist Ausdruck eines starken Wirtschaftsaufschwungs.

... Entwicklung der Realwirtschaft

In der Abschwungphase kehrte sich dieser Prozess oft recht abrupt um. Die Indikatoren für den Finanzsektor eilten häufig der Realwirtschaft voraus: Das Kreditwachstum und die Vermögenspreise gaben früher nach als das BIP und die Ausgaben. Die rückläufigen Ertragskennzahlen deuten darauf hin, dass sich die Verfassung der Finanzinstitute in der Abschwungphase jeweils



verschlechterte. Aus diesen Beobachtungen lassen sich zwar kaum allgemeingültige kausale Verknüpfungen ableiten, doch zeigt die Dynamik zwischen der Stärke des Finanzsektors, der Zunahme des Kreditvolumens, dem Vermögenspreisanstieg und der realwirtschaftlichen Aktivität, dass all diese Faktoren eng miteinander verwoben sind.

Blickt man über den kurzfristigen Horizont hinaus, so scheinen die größten Risiken mit der Reaktion der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auf die geschwächte Position der Banken und die restriktivere Kreditvergabe zusammenzuhängen. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist in vielen Ländern nach wie vor hoch, und das eingeschränkte Kreditangebot dürfte die Ausgabenentwicklung beeinflussen (Kapitel II). Das Niveau, gegen das die Wohnimmobilienpreise letztlich konvergieren, und die Dauer der entsprechenden Stabilisierungsphase sind vermutlich von großer Bedeutung für die Volkswirtschaften, in denen der Boom des Wohnimmobilienmarktes am ausgeprägtesten war.

Das internationale Bankgeschäft und die Ausbreitung der Anspannungen

Mögliche internationale Konsequenzen der Spannungen ...

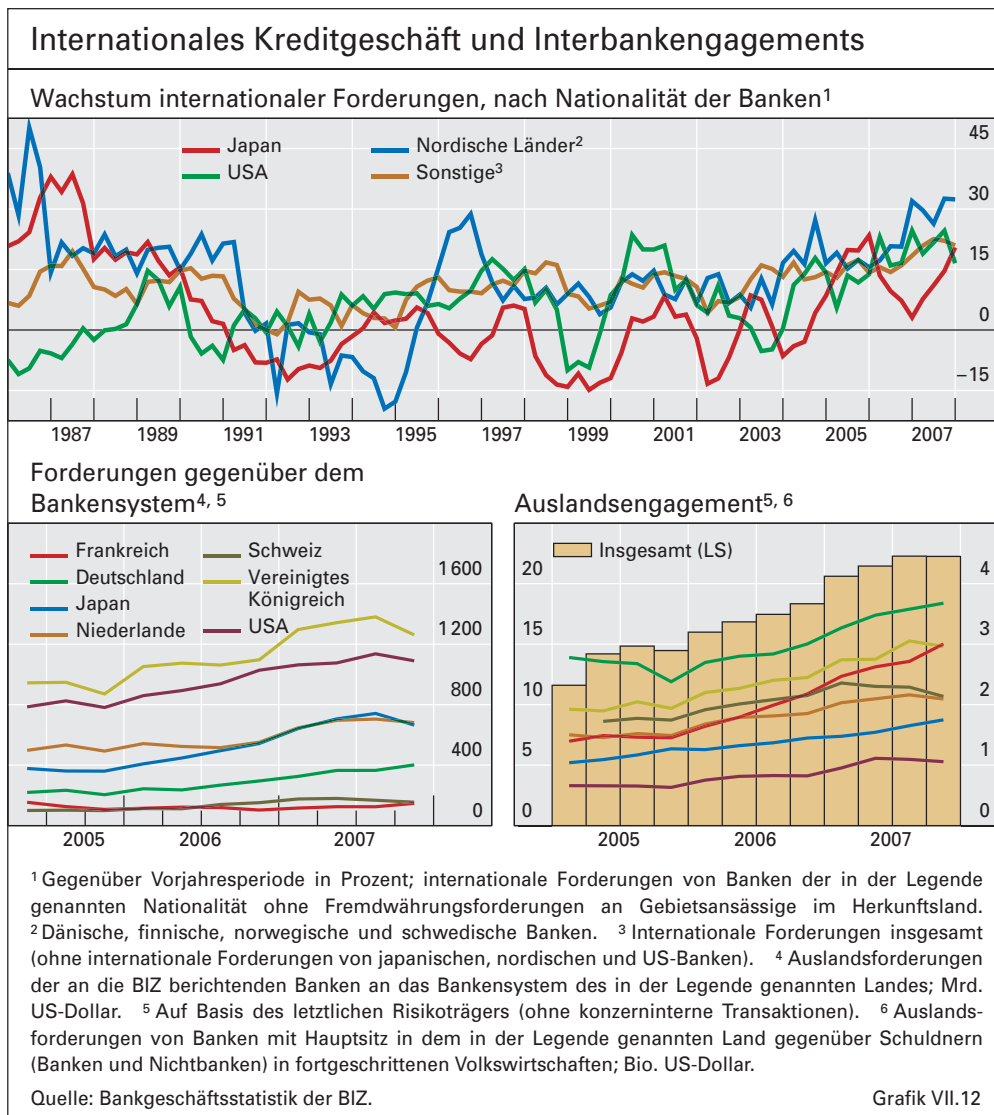
Die zunehmende Internationalisierung der Finanzwelt bringt es mit sich, dass sich der Zustand des Bankensystems eines Landes nicht nur auf die Binnenwirtschaft auswirkt, sondern möglicherweise auch über die Landesgrenzen hinaus. Im Zentrum des internationalen Bankgeschäfts stehen eine Reihe großer Finanzinstitute, deren anhaltende Schwierigkeiten das Finanzumfeld in verschiedenen Ländern beeinträchtigen können.

In den 1990er Jahren beispielsweise zogen Banken Krisen in fortgeschrittenen Industrieländern unmittelbare internationale Konsequenzen nach sich. So reduzierten die japanischen Banken ihr internationales Geschäft als Reaktion auf das Problem notleidender Kredite infolge der geplatzten Preisblase bei den Vermögenswerten (Grafik VII.12 oben). In der anschließenden, länger anhaltenden Phase überwiegend negativen Wachstums ging der Anteil der japanischen Banken an den internationalen Forderungen von 38% im Jahr 1990 auf unter 8% im Jahr 2007 zurück. Die Bankenkrise in den nordischen Ländern hatte ähnliche Auswirkungen auf die internationalen Forderungen der dort ansässigen Banken, wenn auch von einem wesentlich geringeren Ausgangsniveau aus. Darüber hinaus fielen Phasen, in denen das internationale Geschäft von US-Banken abnahm, mit Perioden finanzieller Anspannungen im Inland zusammen, insbesondere Ende der 1980er Jahre, Anfang der 1990er Jahre und im Herbst 1998.

... infolge verringerter grenzüberschreitender Kreditvergabe ...

In all diesen Fällen verringerten die betroffenen Banken an vielen Standorten das über ihre lokalen Niederlassungen vergebene Kreditvolumen. So kam es zu einem negativen Schock für das Kreditangebot im Aufnahmeland, der durch die Situation des Mutterinstituts im Herkunftsland verursacht wurde. Im Gegensatz hierzu entwickelten sich die grenzüberschreitenden Kredite von anderen international tätigen Banken die meiste Zeit über gleichmäßiger. Nur 1992 war kurzzeitig ein negatives Wachstum zu verzeichnen.

Das internationale Bankgeschäft hat sich seitdem erheblich ausgeweitet, und daher könnte ein ähnlicher Rückzug heute auch entsprechend größere globale Auswirkungen haben. Die internationalen Forderungen der an die BIZ



berichtenden Banken stiegen von \$ 6 Bio. 1990 auf \$ 37 Bio. 2007 (mehr als 70% des globalen BIP), wobei die Forderungen gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt – d.h. grenzüberschreitende Kredite sowie durch lokale Niederlassungen vergebene Kredite – mehr als \$ 4 Bio. betragen. Der Rückzug der Finanzinstitute eines großen nationalen Bankensystems aus dem internationalen Kreditgeschäft könnte sowohl die Volkswirtschaften der fortgeschrittenen Industrieländer als auch die Finanzierungsmöglichkeiten der aufstrebenden Volkswirtschaften beeinträchtigen (Kapitel III). Mehrere aufstrebende Volkswirtschaften in Europa und Lateinamerika sind inzwischen verstärkt von ausländischen Bankkrediten abhängig, entweder im Rahmen grenzüberschreitender Transaktionen oder über lokale Niederlassungen. Allerdings zeigen die vorliegenden Daten bis Ende 2007, dass die Vergabe von Bankkrediten an Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften – anders als das Bankgeschäft zwischen fortgeschrittenen Industrieländern – weiterhin zunimmt.

Auch wenn die Lage international tätiger Banken heute weniger problematisch erscheinen mag als Anfang der 1990er Jahre, ist ihr Engagement

... und
Verflechtungen
zwischen Banken

gegenüber den Finanzmärkten (darunter auch dem Markt für mit US-Hypotheken verbundene Wertpapiere) insgesamt doch größer geworden, und die Finanzinstitute sind durch Interbankgeschäfte, Kreditzusagen und Bürgschaften heute stärker miteinander verflochten. Erste Anzeichen für eine Verringerung des Kreditangebots sind bereits sichtbar. Die international tätigen Banken haben ihr direktes Engagement gegenüber diversen nationalen Bankensystemen zu reduzieren begonnen. Die Interbankforderungen an britische, französische und US-Banken sind am stärksten zurückgegangen, gefolgt von denen an deutsche und schweizerische Banken (Grafik VII.12 links unten). Zudem gibt es Hinweise darauf, dass mehrere große Bankensysteme, darunter die Finanzinstitute in der Schweiz, in den USA und im Vereinigten Königreich, ihr Auslandsengagement insgesamt eindämmen (Grafik VII.12 rechts unten). Die umfangreichen internationalen Verflechtungen der Banken unterstreichen grundsätzlich den Eindruck, dass anhaltende Anspannungen in international tätigen Banken zu einem Rückzug aus der internationalen Kreditvergabe führen könnten, der noch weit jenseits der wichtigsten Finanzplätze zu spüren sein dürfte.

Das Originate-to-distribute-Modell

Neues Originate-to-
distribute-Modell ...

Viele Aspekte der jüngsten Turbulenzen an den Kreditmärkten waren auch in früheren Finanzzyklen zu beobachten und sind als solche Teil der Mechanismen, die den Wechsel von Boomphasen und abrupten Abschwüngen im Finanzsektor bewirken. Ein relativ neuartiger Aspekt, der den jüngsten Turbulenzen eigen ist, besteht in der zentralen Rolle des sog. Originate-to-distribute-Modells (OTD-Modell), in dessen Rahmen Bankkredite verbrieft und veräußert werden. Dabei werden die ursprünglichen Kreditrisiken unter Zuhilfenahme von Risikotransfermärkten gestreut, und in den einzelnen Phasen des Prozesses – von der Kreditvergabe über die Neubündelung bis hin zum letztlichen Tragen des Risikos – sind diverse Akteure auf mehreren Ebenen involviert. Zwar ist die Verbriefung nicht neu, ihr Wachstum hat sich aber in den letzten Jahren beträchtlich verstärkt, was größtenteils mit der Einführung komplexerer Strukturen zusammenhängt.

... erleichtert Risiko-
übertragung ...

Das Wachstum der Märkte für Verbriefungen war ein wesentliches Merkmal der Expansionsphase des aktuellen Kreditzyklus. Finanzinnovationen in Gestalt neuer Strukturen, die die Verteilung der durch die verbrieften Forderungen generierten Zahlungsströme zum letztlichen Anleger steuern, waren maßgeblich am überreichlichen Kreditangebot für private Haushalte und Unternehmen beteiligt. Die Neubündelung von Hypothekendarlehen in Wertpapiertranchen mit jeweils spezifischen Risikomerkmale begünstigte den Zufluss von Mitteln verschiedenster Anleger mit unterschiedlicher Risikotoleranz. Außerdem hat die breitere Verteilung der Risiken über das Finanzsystem vermutlich zur Verringerung der Risikoprämien beigetragen, da die Anleger sich besser in der Lage sahen, die Zusammensetzung ihrer Portfolios an ihre Risikobereitschaft anzupassen.

... birgt jedoch
strukturelle
Schwächen ...

Allerdings haben die Marktturbulenzen, die die Abschwungphase des Zyklus einläuteten, einige der Schwachstellen des OTD-Modells und insbesondere mancher in jüngster Zeit eingeführter Praktiken aufgedeckt. Diese

Schwachstellen betreffen vor allem die Wechselbeziehungen zwischen den Anreizen für die einzelnen Beteiligten in der Verbriefungskette und die Qualität des Informationsflusses. Bei einem erfolgreichen Verbriefungsprozess müssen die Rollen der verschiedenen Teilnehmer einander ergänzen, damit die Entscheidungen in jeder Phase auf angemessenen Informationen basieren und zu einer besseren Allokation der Risiken und wirtschaftlichen Ressourcen beitragen.

Von entscheidender Bedeutung für den Erfolg einer Verbriefungsstruktur sind die Originatoren. Informationen, die an nachfolgenden Stellen der Verbriefungskette generiert werden, sind bestenfalls ein unvollständiger Ersatz für die Beurteilung der Kreditqualität durch den Originator. Informationsdefizite aufgrund mangelnder Sorgfalt oder zu laxer Kriterien bei der ursprünglichen Kreditvergabe lassen sich später nur sehr schwer beheben. Diese Schwächen wurden am Markt für Verbriefungen von Subprime-Hypotheken offenkundig. Der Wettbewerb zwischen Originatoren, die niemals die Absicht hatten, das Risiko zu tragen, und deren einzige Motivation ihre nach Abschlussvolumen berechneten Einkünfte waren, trug dazu bei, dass sich die Qualität der Bonitätsprüfung und der Dokumentation bei Hypotheken verschlechterte. Im Extremfall wurden Hypotheken an Schuldner vergeben, die ganz eindeutig nicht in der Lage sein würden, ihre Kredite zurückzuzahlen, es sei denn, höchst optimistische Annahmen zum zukünftigen Preisanstieg bei Wohnimmobilien würden sich bewahrheiten.

... im Kredit-
vergabeprozess ...

Für Finanzintermediäre, die sich auf die Schaffung und das Management von Verbriefungsvehikeln spezialisieren, gelten ähnliche Anreize wie für Originatoren. Ihre Einkünfte werden hauptsächlich durch ihr Umsatzvolumen bestimmt und nicht durch das zugrundeliegende Risiko-Ertrags-Profil der verbrieften Forderungen. Sie tragen in der Regel nur einen geringen Teil des Risikos, und in der zu Boomzeiten vorherrschenden Euphorie konnten sie ihr Engagement deutlich reduzieren. Außerdem lassen die komplexen Strukturen, bei denen zwischen der ursprünglichen Forderung und dem Zahlungsstrom zu den letztlichen Risikoträgern mehrere Verbriefungsebenen eingeschoben werden, oft nicht erkennen, welches Risiko diejenigen tragen, die für das Management der Strukturen verantwortlich sind.

Der letzte Anleger und Risikoträger hat die wichtige Aufgabe, den Verbriefungsprozess zu disziplinieren, indem er einschlägige Informationen über die zugrundeliegenden Risiken einfordert und erhält, bevor er eine Position eingeht. Der Anreiz hierfür wurde jedoch dadurch geschwächt, dass durch die neuen und komplizierten Verbriefungstransaktionen ein überaus großer Teil der Forderungen höherrangig gestaltet wurde und von den Ratingagenturen die oberste Bonitätsstufe zugesprochen bekam. Die Prämie für die Anleger in dieser Forderungskategorie ist im Vergleich zu anderen Instrumenten mit ähnlichem Rating zwar attraktiv, aber nicht hoch genug, um den Aufwand einer vollständigen Prüfung der zugrundeliegenden Risiken im Falle hochkomplexer Transaktionsstrukturen zu rechtfertigen. Vielmehr verlassen sich die Anleger auf externe Risikoeinschätzungen und die Sorgfaltpflicht der sog. Mezzanine-Anleger, die nachrangigere und höher rentierende Forderungen halten. Allerdings war deren Fähigkeit, Prüfungen vorzunehmen

... bei der
Verbriefung ...

und für Finanzdisziplin zu sorgen, beeinträchtigt, weil das enorm hohe Volumen an Verbriefungen, die in den letzten Jahren auf den Markt kamen, ihre Ressourcen überforderte. Auch die Praxis der Verbriefung auf mehreren Ebenen, bei der durch Neuverbriefung von Mezzanine-Tranchen verbrieft Forderungen wieder neue Strukturen und höherrangige Forderungen geschaffen wurden, machte es diesen Anlegern schwerer, die Risiken verlässlich zu beurteilen und zu überwachen.

... und bei der
Bonitätsbeurteilung

Die Zunahme komplexerer Formen der Verbriefung dürfte die Anreize für Originatoren und Manager von Verbriefungsvehikeln, ihre Sorgfaltspflicht wahrzunehmen, geschwächt und die Bedeutung von Ratings für das Funktionieren des Marktes gestärkt haben. Anleger in höherrangigen Tranchen schenken den Ratings immer mehr Beachtung und übersahen dabei oft, dass diese hauptsächlich die durchschnittlichen (oder erwarteten) Kreditverluste widerspiegeln und die potenzielle Bandbreite solcher Verluste nicht im Einzelnen beschreiben. Durch die Komplexität der mehrstufigen Verbriefungsstrukturen war diese Bandbreite der potenziellen Verluste in der Tat wesentlich größer als bei ähnlich bewerteten Krediten oder Anleihen. Ratings berücksichtigen auch nicht die möglichen Verluste infolge der Wechselbeziehungen zwischen den Einflussgrößen für das Markt- und das Kreditrisiko, die im Zusammenhang mit einigen dieser Strukturen ebenfalls ausgeprägter sind. Die Lehren aus den jüngsten Turbulenzen scheinen die Anleger in der Tat veranlasst zu haben, Komplexität zu meiden, und die Ratingagenturen haben begonnen, nach Wegen zu suchen, wie sie die wichtigen Nuancen ihrer Beurteilungen besser vermitteln können.

Initiativen zur
Überwindung
dieser Schwächen

Trotz seiner festgestellten Schwächen, wie sie sich in dieser Anspannungsphase nur zu deutlich zeigten, behält das OTD-Modell seinen potenziellen Nutzen für die einzelnen Finanzinstitute wie auch für die Effizienz des Finanzsystems als Ganzes. Die Herausforderung für die Marktteilnehmer und die öffentlichen Entscheidungsträger besteht vor allem darin, die Schwächen zu beheben und den Nutzen weiter zur Entfaltung zu bringen. Hierzu sind verschiedene Vorstöße gemacht worden. Der private Sektor bemüht sich beispielsweise um eine umfassendere Dokumentation bei der ursprünglichen Kreditvergabe und um eine bessere Weitergabe von Informationen entlang der gesamten Verbriefungskette. Auch wird zunehmend erkannt, dass die Disziplin größer ist, wenn die Akteure in allen Phasen des Prozesses einen angemessenen Teil des Gesamtrisikos selbst tragen. Hinzu kommen Ansätze zu einer Verfeinerung der Beurteilungen durch die Ratingagenturen. Die öffentlichen Entscheidungsträger wollen außerdem die Erkenntnisse über die inhärenten Risiken komplexerer Verbriefungsstrukturen in die Gestaltung und Umsetzung der Aufsichtsregelungen einbeziehen und die Schwächen angehen, die angesichts der Verbindungen zwischen der Markt- und Refinanzierungsliquidität und dem Gesamtrisiko der Finanzinstitute offenkundig wurden.

Eine allgemeine Erkenntnis aus den Finanzmarkturbulenzen ist die starke gegenseitige Abhängigkeit von Märkten und Instituten mit Blick auf die Funktionstüchtigkeit und die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems. Das OTD-Modell der Finanzintermediation beruht auf der Prämisse, das Risiko über Markttransaktionen letztlich auf die Anleger zu verlagern. Die Ereignisse im

Berichtszeitraum haben jedoch gezeigt, dass im Endeffekt das Eigenkapital der Finanzinstitute die Grundlage für die Stabilität all dieser Transaktionen bildet. Wie oben erwähnt, gerieten sowohl Originatoren als auch Manager verbriefter Forderungen unter Druck, ihre jeweiligen Verbriefungsstrukturen und Investmentvehikel zu unterstützen. Die Unsicherheit, ob die Institute Verluste aus derartigen Engagements absorbieren können, führte zu einem allgemeinen Misstrauen gegenüber verbrieften Forderungen und lähmte nicht nur die Sekundärmärkte, sondern auch den Primärmarkt für neue Transaktionen. Angesichts der versiegenden Liquidität an den Geldmärkten hing die Finanzierung von außerbilanziellen Investmentvehikeln schließlich völlig davon ab, ob die Trägerinstitute ihren Verpflichtungen zur Bereitstellung von Auffangliquidität nachkommen konnten.

Aus der Sicht der öffentlichen Entscheidungsträger spricht diese gegenseitige Abhängigkeit von Finanzinstituten und Märkten für eine Stärkung der systemorientierten Aspekte in der Gestaltung des aufsichtsrechtlichen Rahmenkonzepts und der Kalibrierung der Aufsichtsinstrumente. Die Schwächen des OTD-Modells sind in erster Linie darauf zurückzuführen, dass die einzelnen Akteure nicht die Risiken insgesamt im Blick hatten, weil sie sich zu stark auf ihre eigene enge Perspektive konzentrierten und systemweite Risikofaktoren und Wechselwirkungen übersahen. Besteht bei den öffentlichen Entscheidungsträgern eine ähnlich eingeengte Sichtweise, wird es ihnen womöglich auch nicht gelingen, rechtzeitig Präventivmaßnahmen zu ergreifen, wenn das Risiko folgeschwerer Wechselbeziehungen steigt. Gleichzeitig hat der Umgang mit den Anspannungen bereits gezeigt, dass die Maßnahmen der Entscheidungsträger nur wirksam sein dürften, wenn sie darauf abzielen, sowohl den Druck am Markt zu verringern als auch den Instituten zu helfen, ihre Schwierigkeiten zu bewältigen.