

## VII. Finanzsektor

### Schwerpunkte

Vor einem insgesamt günstigen wirtschaftlichen Hintergrund verbesserte sich auch im vergangenen Jahr die Ertragslage der Finanzunternehmen überall in den Industrieländern. Die Bilanzen des Bankensektors und der Versicherungsbranche profitierten von anhaltenden Gewinnen, günstigen Finanzierungsmöglichkeiten und geringeren Kreditverlusten. Dank einer Reihe struktureller Fortschritte hellten sich auch die Aussichten in den Ländern auf, die unter Druck geraten waren.

Obwohl sich der Finanzsektor allgemein als widerstandsfähig gegenüber dem Abschwung nach dem Platzen der Technologieblase erwies, wirkten die Geschehnisse der späten 1990er Jahre in der Verfassung und im Verhalten der Finanzunternehmen nach. Auf der einen Seite wurden die Erwartungen der Anleger teilweise durch die Erinnerung an sehr hohe Renditen beeinflusst, und ihr Renditestreben führte zu einer großzügigeren Risikobewertung. Auf der anderen Seite konfrontierte die kritischere Aufmerksamkeit der Behörden für die Geschäftspraktiken eine Reihe von Unternehmen mit den Konsequenzen ihres früheren Verhaltens, das oftmals auf die Boom-Jahre zurückging.

Die anspruchsvollsten zukünftigen Herausforderungen sind nach wie vor makroökonomischer Natur. Eine solide Kapitalausstattung sorgt zwar dafür, dass die Finanzsysteme gegen unmittelbare Risiken aus ihrer Gewinnentwicklung gut abgeschirmt sind. Längerfristige Herausforderungen könnten jedoch von höheren Zinssätzen ausgehen, denn sie gefährden profitable Strategien, die sich niedrige Refinanzierungskosten zunutze machen und auf einem starken Konsumwachstum aufbauen. Ein verstärktes Engagement in Immobilien könnte künftig ebenfalls eine potenzielle Ursache von Anspannungen sein, vor allem wenn eine Preiskorrektur mit einem allgemeinen Rückgang der Ausgaben der privaten Haushalte verbunden wäre.

Diese generellen wirtschaftlichen Trends unterstreichen die Bedeutung eines systemorientierten Aufsichtsansatzes für die Finanzstabilität. Während sich das Risikomanagement der einzelnen Institute verbessert und sich niedrige und stabile Inflationserwartungen immer mehr festigen, könnten die größten Gefahren für den Finanzsektor von Übersteigerungen aufgrund einer allgemeinen Unbekümmertheit gegenüber Risiken ausgehen, die durch einen günstigen kurzfristigen Ausblick noch verstärkt wird. Das Erkennen solcher Risiken und die Kalibrierung der Reaktionen durch die Finanzaufsicht stehen im Mittelpunkt derzeitiger Bemühungen der für die Finanzstabilität verantwortlichen Entscheidungsträger.

## Ertragslage des Finanzsektors

Anhaltende Stärke des Finanzsektors

Die Ertragslage des Finanzsektors war in den letzten Jahren ein Lichtblick in der Gesamtwirtschaft. In den meisten Ländern waren die positiven Ergebnisse der Finanzunternehmen, besonders der Banken, ein unerwarteter Gegenpol zu der allgemeinen Wirtschaftsschwäche zu Beginn dieses Jahrzehnts, der starken Zunahme von Konkursen und dem Rückgang der Aktienkurse (Grafik VII.1). Vor dem Hintergrund verbesserter makroökonomischer Aussichten und reichlich vorhandener Liquidität überrascht das derzeitige Rentabilitätsniveau weniger. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt bleibt ein belastbarer Finanzsektor besonders wichtig.

### Geschäftsbanken

Höhere Bankgewinne in den USA und in Europa aufgrund von ...

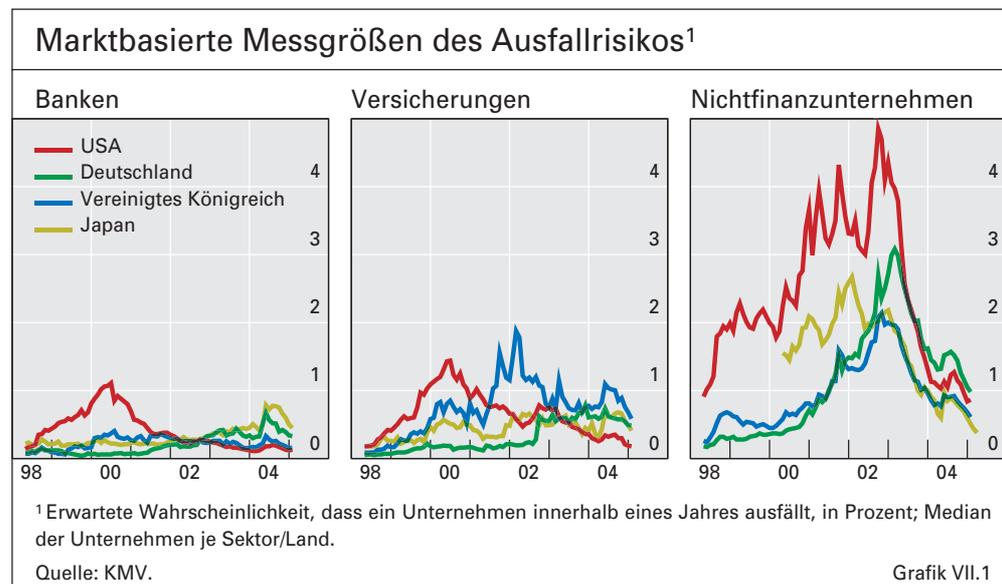
Die jüngste positive Entwicklung der Ertragslage der Geschäftsbanken in Nordamerika und Europa setzte sich im Berichtszeitraum fort. Die Rentabilität verbesserte sich, wenn auch in leicht vermindertem Tempo (Tabelle VII.1). Die Kurse der Bankaktien, die in den vergangenen Jahren marktweite Aktienindizes übertroffen hatten, hielten ihren Vorsprung auch dann noch, als der Markt sich erholte (Grafik VII.2).

... lebhafter Finanzierungstätigkeit der privaten Haushalte ...

Die Dynamik der Erträge variierte je nach Geschäftsbereich. Die Finanzierungstätigkeit der privaten Haushalte stellte weiterhin eine stabile Quelle für Zins- und Gebührenerträge der Banken dar. Hingegen blieb die Kreditvergabe an Unternehmen verhalten, da diese sich weiter bemühten, ihre Bilanzen zu stärken und den Kapitalüberhang aus der Zeit der Technologieblase abzubauen.

... geringeren Kosten ...

Geringere Kosten waren nach wie vor ein wichtiger Motor der Rentabilität. Ein günstigeres Kreditumfeld führte zu abnehmenden Wertberichtigungen, während die Abschreibungen in vielen Ländern auf das niedrigste Niveau in der jüngsten Geschichte zurückgingen. Die Rationalisierung der Kostenstrukturen, flexiblere Strategien und der Einsatz technischer Mittel erhöhten die Effizienz weiter. Viele Banken kündigten eine erneute



Rentabilität großer Banken <sup>1</sup>												
In Prozent der durchschnittlichen Aktiva insgesamt												
	Gewinn vor Steuern			Wertberichtigungen			Nettozinsspanne			Betriebskosten		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
USA <sup>2</sup> (12)	1,89	2,10	1,99	0,84	0,47	0,36	3,45	3,21	3,12	3,28	3,16	3,48
Kanada (5)	0,61	1,00	1,19	0,58	0,23	0,06	2,07	1,99	1,92	2,75	2,78	2,77
Japan (11)	-0,55	-0,47	0,29	1,14	0,75	0,56	1,13	1,21	1,11	1,20	1,35	1,12
Australien (4)	1,49	1,49	1,46	0,26	0,21	0,17	2,16	2,13	2,05	2,04	2,30	2,55
Vereinigtes Königreich <sup>3</sup> (9)	1,06	1,22	1,15	0,37	0,33	0,23	2,15	1,96	1,56	2,26	2,04	2,07
Schweiz <sup>4</sup> (5)	0,12	0,59	0,68	0,15	0,03	-0,01	1,02	0,97	0,82	2,55	1,96	1,65
Schweden (4)	0,69	0,77	0,98	0,09	0,10	0,03	1,48	1,44	1,35	1,44	1,37	1,24
Österreich (2)	0,46	0,53	0,69	0,39	0,36	0,31	1,80	1,71	1,80	1,92	1,85	1,84
Deutschland <sup>5</sup> (9)	-0,01	-0,12	0,09	0,48	0,30	0,15	0,80	0,81	0,71	1,37	1,26	1,35
Frankreich <sup>6</sup> (7)	0,45	0,59	0,67	0,15	0,17	0,08	0,62	0,80	0,72	1,49	1,50	1,41
Italien (6)	0,67	1,03	1,03	0,91	0,68	0,49	3,07	2,82	2,24	3,33	3,22	2,73
Niederlande (3)	0,46	0,65	0,72	0,26	0,20	0,10	1,62	1,62	1,53	1,98	1,85	1,82
Spanien (5)	1,01	1,29	1,17	0,50	0,44	0,35	2,73	2,45	2,17	2,36	2,13	1,79

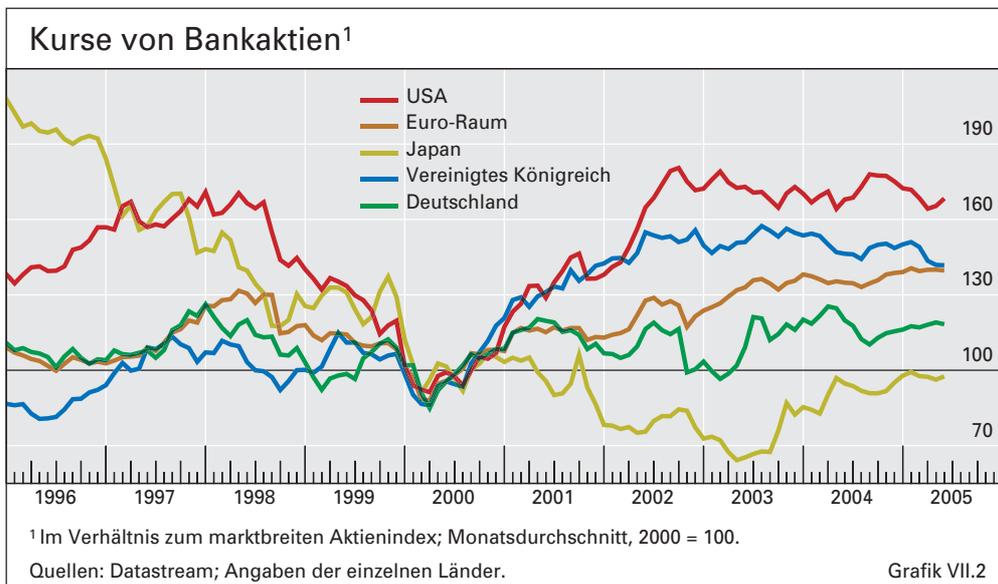
<sup>1</sup> Anzahl der einbezogenen Banken in Klammern. <sup>2</sup> 2004: nur 11 Banken. <sup>3</sup> 2004: nur 7 Banken. <sup>4</sup> 2004: nur 3 Banken. <sup>5</sup> 2004: nur 6 Banken. <sup>6</sup> 2004: nur 3 Banken.

Quelle: Fitch Ratings. Tabelle VII.1

Reduzierung ihrer Mitarbeiterzahlen durch Outsourcing bzw. das Zusammenlegen von Geschäftsbereichen an.

Die Konsolidierung verstärkte sich, gestützt durch die strategischen Ziele einer Steigerung der Kosteneffizienz und einer Stärkung des Privatkundengeschäfts. Die Mehrzahl der Konsolidierungsaktivitäten betraf kleine und mittlere Institute, die eine Vergrößerung anstrebten, um Technologien effizienter einsetzen und Kosten von Überlappungen reduzieren zu können. Branchenbeobachter sind im Hinblick auf die Tauglichkeit des

... und  
Konsolidierung



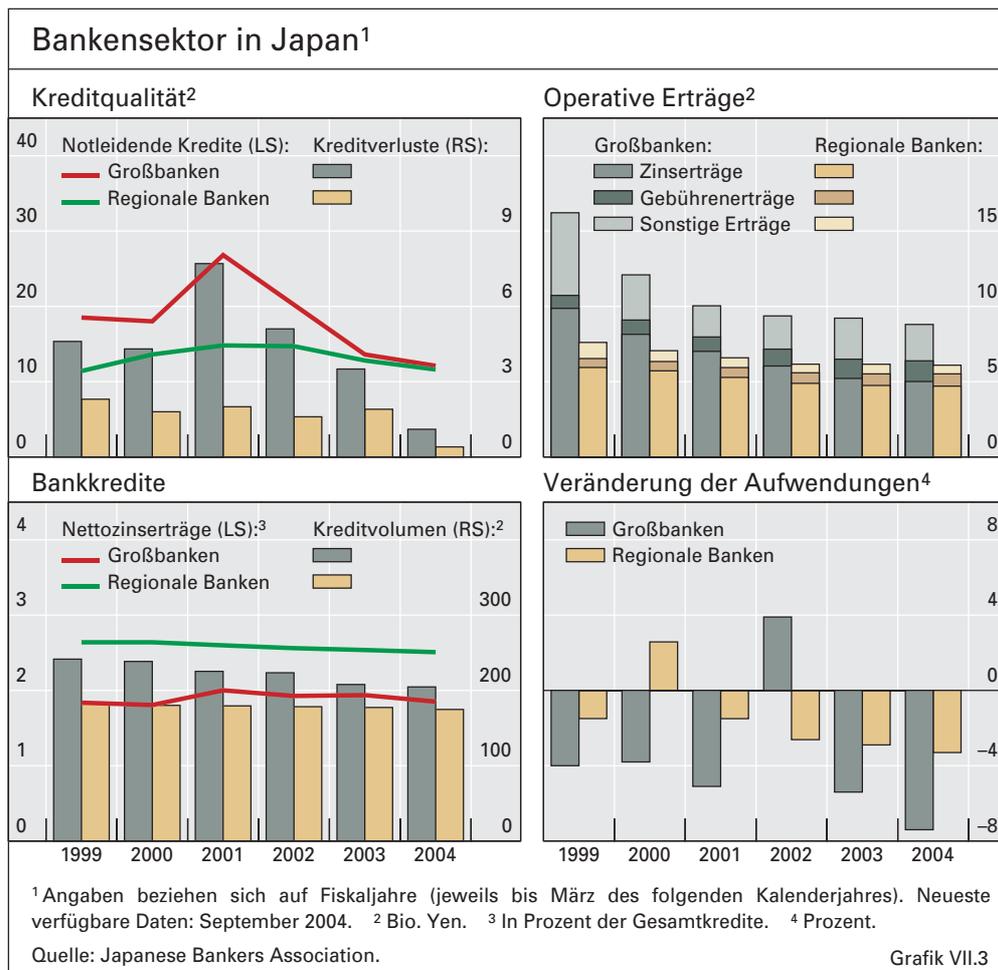
Konglomeratmodells skeptischer geworden, durch das Synergien zwischen verschiedenen Geschäftsbereichen genutzt und Möglichkeiten für das Cross-Selling von Produkten geschaffen werden sollten. Für das Management solcher in den späten 1990er Jahren gegründeten Unternehmen stellte die Aufgabe, unterschiedliche Unternehmenskulturen zusammenzuführen und eine aus vielen verschiedenen Bestandteilen bestehende Organisation zu überschauen und zu leiten, eine größere Herausforderung dar als erwartet. In Europa verstärkte sich das Interesse der Banken an der internationalen Konsolidierung. Grenzüberschreitende Fusionen fanden vor allem an den Außengrenzen des Euro-Raums statt, d.h. unter Beteiligung von Banken in den nordischen Ländern, dem Vereinigten Königreich und Irland. In jüngster Zeit wurden eine Reihe von Zusammenschlüssen von Banken innerhalb des Euro-Raums angekündigt, und es wird erwartet, dass dadurch eine neue Welle der Konsolidierung in dieser Region ausgelöst wird.

In Japan weniger Systemrisiken ...

Der japanische Bankensektor erzielte im vergangenen Jahr vielversprechende Fortschritte. Zum ersten Mal seit 1993 konnten die japanischen Banken wieder Reingewinne verbuchen. Ihre Bemühungen, die notleidenden Kredite durch Abschreibungen und Verkäufe aus ihren Bilanzen zu streichen, wurden durch die verbesserte Lage der Unternehmen und die damit verbundene Zunahme der Kreditqualität bisher zweifelhafter Engagements unterstützt. Bei den Großbanken war das Verhältnis notleidender Kredite zum Gesamtvermögen bis März 2005 auf 2,9% zurückgegangen und lag damit unter dem Ziel der Aufsichtsinstanz von 4,2%. Auch das operative Ergebnis verbesserte sich, und so konnten die Großbanken ihre Eigenkapitalbasis stärken, indem sie öffentliche Mittel zurückzahlten und die Höhe der vorgetragenen Steuerrückerstattungen senkten. Letztere haben sich von 55% des Kernkapitals im Jahr 2003 auf weniger als 30% vermindert.

... doch weiterhin geringe Gewinne ...

Trotz dieser positiven Entwicklungen sieht sich der japanische Bankensektor immer noch einer Reihe großer Herausforderungen gegenüber. Der Sanierungsprozess verlief bisher uneinheitlich, da die regionalen Banken beim Abbau ihrer notleidenden Kredite und bei der Stärkung ihres Eigenkapitals weniger Fortschritte verzeichneten als die Großbanken (Grafik VII.3). Auch wenn diese Entwicklung teilweise den geringeren Anreizen aufgrund der vergleichsweise stabileren Einnahmen und höheren Margen der regionalen Banken zuzuschreiben ist, zogen diese Banken doch die Aufmerksamkeit der Aufsichtsinstanzen auf sich. Die größte Herausforderung für den Bankensektor als Ganzes ist nach wie vor die im internationalen Vergleich geringe langfristige Rentabilität. Selbst die Großbanken, die bisher ihre Kosten besonders energisch gesenkt haben, waren kaum in der Lage, ihre Erträge auf eine solide Basis zu stellen. Seit der großen Konsolidierungswelle im Jahr 2000 ist es den japanischen Banken gelungen, die Zahl der Geschäftsstellen um rund 10% und den Personalbestand um über 20% zu reduzieren. Allerdings ist die Kreditvergabe der Banken angesichts einer schwachen Nachfrage des Unternehmenssektors erneut zurückgegangen. Außerdem hatte der verstärkte Wettbewerb unter den Finanzinstituten eine weitere Verringerung der Nettozinssmargen zur Folge.



Um die anhaltende Schwäche in den traditionellen Geschäftsfeldern zu kompensieren, begannen japanische Großbanken sich neue Geschäftsmöglichkeiten zu erschließen, indem sie ihre gebührenpflichtigen Geschäfte, das Privatkundengeschäft sowie die Kreditvergabe an Kleinunternehmen ausweiteten. Die jüngsten Übernahmen von führenden Verbrauchercreditfirmen und Wertpapierhäusern durch japanische Großbanken dürften Vorboten eines Trends hin zu riesigen Finanzkonglomeraten sein. Ebenso war das Interesse von zwei der größten japanischen Banken, mit einer dritten Großbank zu fusionieren, hauptsächlich durch die umfangreiche Privatkundenbasis der Letzteren motiviert. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob dieser Trend zu Synergien führen und die operativen Ergebnisse verbessern wird.

... mit veränderten Geschäftsstrategien als Folge

#### Weniger Unterstützung durch öffentlichen Sektor

Eine Reihe von Entwicklungen in letzter Zeit bestätigten den allgemeinen Trend geringerer Einflussnahme des öffentlichen Sektors auf die Führungsmechanismen der Finanzinstitute. Gesetzliche und aufsichtsrechtliche Initiativen in Japan, Deutschland und den USA ließen eine Reduzierung der staatlichen Unterstützung erkennen, die zuvor das Bilanzwachstum der unterstützten Institute gefördert und den Wettbewerb beeinträchtigt hatte.

Privatisierung von Japan Post

Die japanische Regierung genehmigte im September 2004 einen Plan, der die allmähliche Privatisierung von Japan Post, dem Banken- und Versicherungsgeschäft des Postwesens, über einen Zeitraum von 10 Jahren ab 2007 zum Ziel hat. Japan Post ist mit einem Vermögen von ¥ 400 Bio. das größte Finanzinstitut der Welt und hält einen Großteil der Privatkundeneinlagen, was zum Teil mit seinem öffentlich-rechtlichen Status zusammenhängt. Großzügige Zugeständnisse in Form von Befreiungen von der Körperschaftsteuer und von Einlagensicherungsprämien stärkten seine Wettbewerbsfähigkeit an den Kreditmärkten, was zu den niedrigen Kreditmargen in Japan beigetragen hat. Japan Post spielt für die Staatsfinanzen eine wichtige Rolle, da es mehr als ¥ 160 Bio. der Einlagen beim staatlichen Fiscal Loan Fund und ungefähr ein Viertel des Gesamtumsatzes an japanischen Staatsanleihen hält (mehr als doppelt so viel wie der private Bankensektor). Die Privatisierung wird ein wichtiger Fortschritt bei der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des japanischen Finanzsystems sein, doch es ist noch nicht klar abzusehen, wie die Bilanzstruktur von Japan Post durch die Umwandlung in ein Privatunternehmen beeinflusst wird.

Wegfall der Staatsgarantien für deutsche Landesbanken

In Deutschland werden die ab Juli 2005 emittierten Schuldtitel der Landesbanken nicht mehr mit einer staatlichen Kreditgarantie ausgestattet sein. Dadurch werden diese Institute ihre Aufgabe als Kreditgeber im Großkundengeschäft und als zentrale Clearing-Institute für die Sparkassen des Landes auf der Grundlage von Refinanzierungskosten wahrnehmen, die ihre innere Finanzkraft besser widerspiegeln. Im Hinblick auf die angekündigten Maßnahmen haben sich einige kleinere Institute zusammengeschlossen, und andere haben Schritte zur Stärkung ihrer Bilanzen eingeleitet. Allerdings verändert der Wegfall der Staatsgarantien selbst noch nicht die Eigentümerstruktur dieser Institute. In vielen Fällen wird die Stärkung der Bilanzen nämlich in Form von Kapitalzuführungen durch die staatlichen Eigentümer erfolgen, und die Märkte werden wahrscheinlich weiterhin von einer impliziten Unterstützung der öffentlichen Hand ausgehen. Der Wegfall der Staatsgarantien stellt allerdings den Bestand des auf niedrige Finanzierungskosten gegründeten Geschäftsmodells dieser Institute infrage, da die Ratings für Anleihen ohne Staatsgarantie niedriger sind als für diejenigen, für die noch die staatliche Garantie gilt.

Genauere Überprüfung der staatlich unterstützten Finanzinstitute in den USA

Die staatlich unterstützten Finanzinstitute in den USA waren im vergangenen Jahr vermehrt Überprüfungen durch die Aufsichtsinstanzen ausgesetzt. Fannie Mae musste nach der Untersuchung seiner Rechnungslegungspraktiken seine Gewinne neu darlegen und das ausgewiesene Bilanzwachstum nach unten korrigieren. Erneut zur Diskussion standen zudem Veränderungen des Regelwerks für staatlich unterstützte Finanzinstitute, die darauf abzielen, die öffentliche Überwachung zu verstärken. Die Vorschläge beinhalten die Schaffung einer neuen Aufsichtsinstanz, die das Recht hat, ein staatlich unterstütztes Finanzinstitut aufzulösen, die Eigenkapitalvorschriften zu verschärfen und neue Produkte zu genehmigen. Darüber hinaus müssten sich die staatlich unterstützten Finanzinstitute unter den neuen Regelungen stärker auf ihre gesetzlich festgelegte Aufgabe der Liquiditätsversorgung für den Markt für verbriefte Hypotheken beschränken und Verzerrungen aufgrund

ihrer Geschäftstätigkeit am Primärmarkt für Hypothekenkredite vermeiden. Wenn die Hypothekenbestände der staatlich unterstützten Institute wie vorgeschlagen begrenzt würden, könnte dies anderen Akteuren den Marktzugang erleichtern.

### *Versicherungsgesellschaften*

Die Entwicklung der Versicherungsbranche war im Berichtszeitraum eher uneinheitlich. Generell war das Jahr für den Bereich Nichtleben schwieriger als für den Bereich Leben, doch beide Branchen zeigten sich Risiken besser gewachsen.

Die Finanzkraft der Lebensversicherungsgesellschaften erhöhte sich. Was die Versicherungsprämien betraf, so stieg der Ertrag aus dem Underwriting erheblich. Außerdem konnte die Rentabilität durch bessere Anlageergebnisse aufgrund der Erholung an den Aktienmärkten, erfolgreiche Kostensenkungen sowie geringere garantierte Renditen auf neue Policen gesteigert werden. Wegen des niedrigen Zinsniveaus stand die Solvenz der Gesellschaften aber weiterhin unter Druck. Eine längerfristige Herausforderung bringt die steigende Lebenserwartung mit sich. Die Versicherungsgesellschaften sind immer mehr bestrebt, dieses Risiko z.B. durch den Erwerb langfristiger Anleihen und sogenannter Longevity Bonds wirksam abzusichern.

Lebensversicherungsgesellschaften in soliderer Verfassung

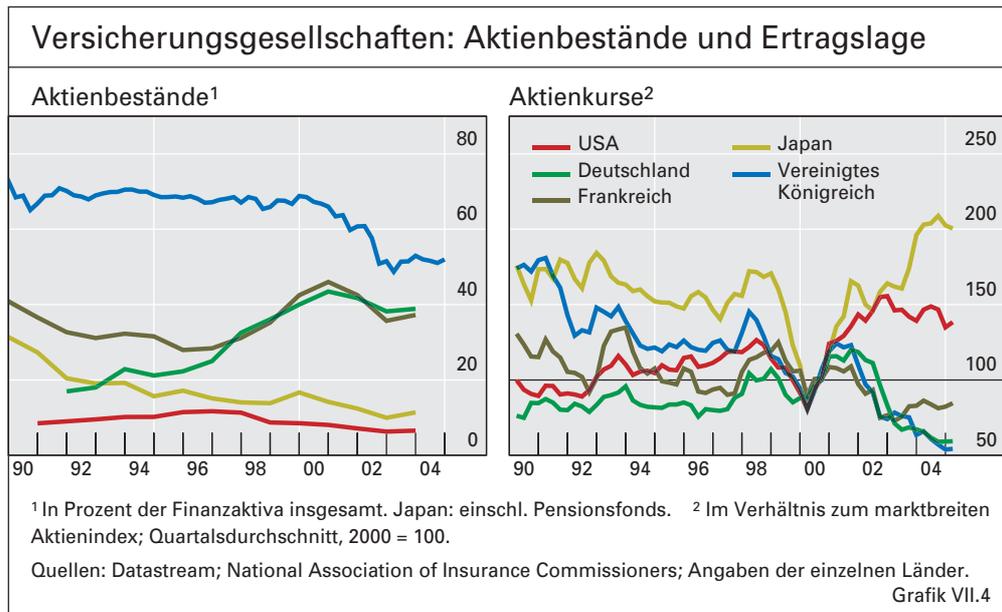
Der größere Wettbewerb in der Versicherungsbranche verstärkte die Konsolidierung. Insbesondere in der US-Lebensversicherungsbranche und im US-Gesundheitswesen waren Übernahmen 2004 weit verbreitet. In Kanada ist der Marktanteil der drei größten Gesellschaften infolge der anhaltenden Konsolidierung in der Lebensversicherungsbranche während der letzten zehn Jahre auf mehr als 70% gewachsen.

Die Nichtlebensversicherungsbranche sah sich aufgrund einer Reihe von Naturkatastrophen 2004 mit Ansprüchen in Rekordhöhe konfrontiert. Ein Großteil der Ansprüche gegenüber Sach- und Haftpflichtversicherern in den USA kam durch vier karibische Wirbelstürme zustande. Dennoch konnte die Branche das Underwriting-Ergebnis 2004 im Vergleich zu 2003 etwas verbessern, was zum Teil daran lag, dass sie sich die Anspruchslast mit zwei Staatsfonds in Florida teilen konnte. Außerdem standen den höheren Kosten bis zu einem gewissen Grad größere Erträge infolge des Prämienanstiegs der letzten Jahre gegenüber. Analog dazu verzeichnete die Rückversicherungsbranche 2004 allgemein eine leichte Verschlechterung des Underwriting-Ergebnisses im Sach- und Haftpflichtbereich. Höhere Anlageerträge und bessere Ergebnisse im Bereich Leben führten jedoch insgesamt zu leicht erhöhten Gewinnen.

Nichtlebensversicherungsgesellschaften widerstandsfähig

Bei jüngsten Überprüfungen von Versicherungsmaklern wurden viele etablierte Praktiken infrage gestellt. Das hatte zur Folge, dass einige Makler Verluste verbuchten und andere ihr Geschäftsmodell neu überdenken mussten. Ebenso haben Untersuchungen der Rechnungslegungspraxis von Versicherungsgesellschaften zur Überprüfung der Frage geführt, ob Rückversicherungsverträge mit begrenztem Risikotransfer unzulässigerweise zur Ertragsglättung der Versicherer genutzt wurden. Der Franchise Value der Versicherungsbranche dürfte durch diese Untersuchungen jedoch nicht

Herausforderungen durch aufsichtsrechtliche Prüfungen ...



allzu stark beeinträchtigt werden, was an den Aktienkursen erkennbar ist (Grafik VII.4).

... neue Rechnungslegungsgrundsätze ...

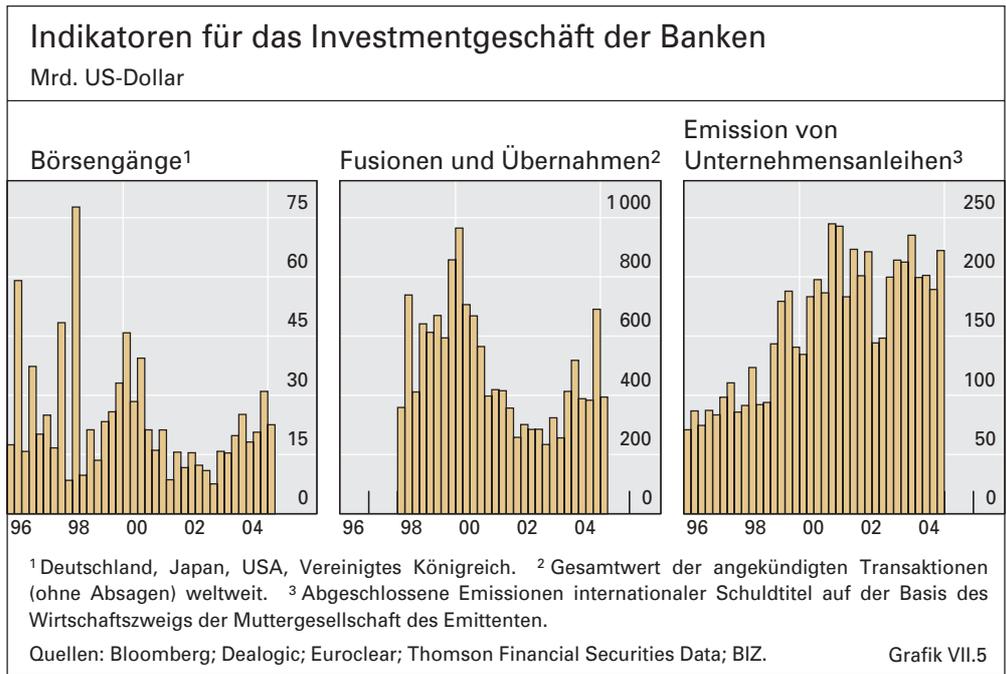
Die potenziellen Auswirkungen der Veränderungen der Rechnungslegungs- und Aufsichtsvorschriften stellen die Versicherungsbranche vor einige Herausforderungen. In Phase I der Einführung der Rechnungslegungsstandards des International Accounting Standards Board (IASB) werden die Aktiva der Versicherungsgesellschaften zum Zeitwert ausgewiesen, während die Verbindlichkeiten weiterhin zum Einstandswert bilanziert werden. Diese Inkongruenz kann in bestimmten Fällen zu einer erhöhten Volatilität der Finanzausweise führen. In Phase II wird die Zeitwertmethode dann auch auf die Verbindlichkeiten der Versicherungsgesellschaften ausgedehnt werden. Für Lebensversicherungsgesellschaften bedeutet dies, dass die Berücksichtigung der in langfristigen Policen enthaltenen Optionen und Garantien den Wert von Verbindlichkeiten erheblich beeinflussen könnte. Das Solvabilität-II-Regelwerk für Versicherungsunternehmen in der EU stellt eine risikobasierte Mindestkapitalausstattung in den Mittelpunkt. Das neue Regelwerk wird europäische Versicherungsgesellschaften wahrscheinlich dazu anhalten, ihr Eigenkapital zu erhöhen, sich stärker auf kapitaleffiziente Geschäftsbereiche zu konzentrieren und sich höher rückzuversichern. In Bezug auf die Umsetzung dieser Regelungen muss eine klare Verbindung zwischen der Rechnungslegung auf der Grundlage der IASB-Standards und der aufsichtsrechtlichen Rechnungslegung nach dem Solvabilität-II-Regelwerk geschaffen werden, was im Übrigen auch für die entsprechenden Regelungen in der Bankenaufsicht gilt.

... und neue Eigenkapitalregelungen

### *Investment Banking*

Rekordgewinne

Erstklassige Investmentbanken erzielten im Berichtszeitraum erneut Rekordgewinne. Zunächst trugen die Einnahmen aus dem Handel besonders zum Wachstum der Erträge bei. Doch in den folgenden Monaten führten ein geringeres Geschäftsvolumen und eine niedrigere Preisvolatilität zu



geringeren Einnahmen aus dem Handel, vor allem an den Märkten für festverzinsliche Instrumente. In den letzten Quartalen glich der Umsatzanstieg bei anderen Kapitalmarktgeschäften, wie z.B. der Emission von Wertpapieren und dem Beratungsgeschäft bei Fusionen und Übernahmen, die geringeren Erträge aus dem Handel wieder aus. Es wird damit gerechnet, dass die Zunahme von Fusionen und Übernahmen, die in den USA besonders ausgeprägt war, anhält, da die Unternehmen ihre höheren liquiden Mittel gewinnbringend einsetzen wollen (Grafik VII.5).

Ein zunehmend internationaler Markt kommt Teilnehmern mit einer starken internationalen Präsenz entgegen, die eine breite Palette von Unternehmensdienstleistungen, von der Finanzierung bis zur Kapitalstrukturberatung für Großunternehmen, anbieten. Angesichts dessen haben sich kleinere Investmenthäuser erneut bemüht, ihre Präsenz gezielt auszubauen, wie z.B. im Bereich Kapitalmärkte oder beim Maklerservice. Beispielsweise wurden die Prime-Broker-Dienstleistungen für den boomenden Hedge-Fonds-Sektor erweitert (s. weiter unten). Marktbeobachter schätzen, dass Hedge-Fonds aufgrund ihres aktiven Anlagestils für mehr als ein Achtel der Kapitalmarktgewinne der wichtigsten Anbieter von Prime-Broker-Dienstleistungen verantwortlich waren.

Wettbewerb

*Hedge-Fonds*

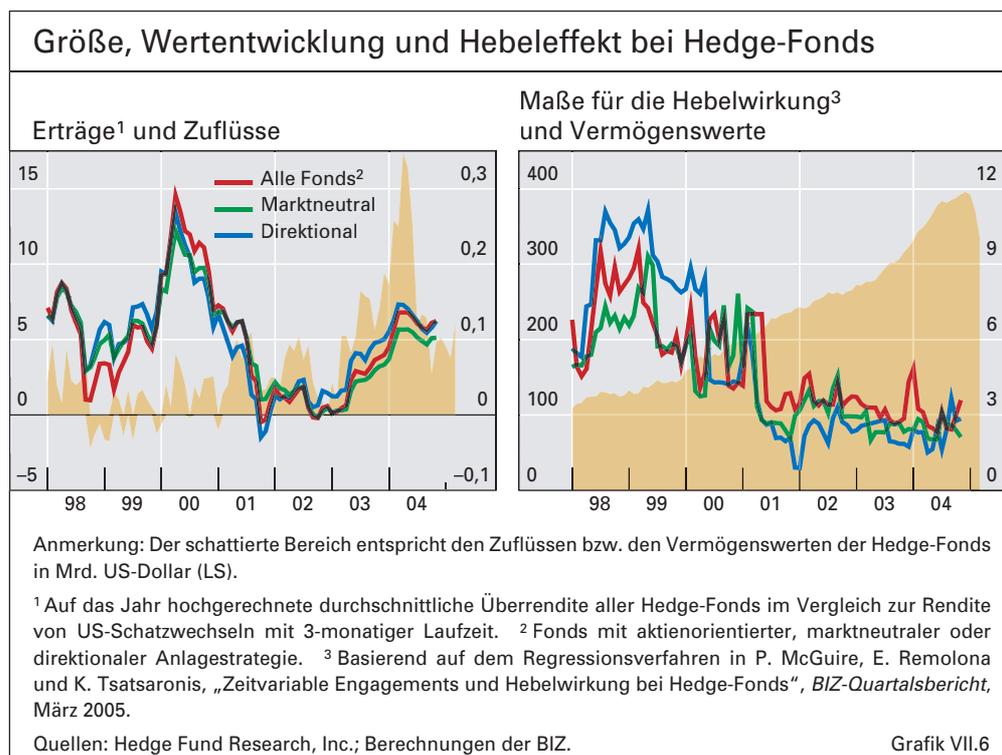
Das Umfeld hoher Marktliquidität und niedriger Renditen bei einer Reihe traditioneller Anlagekategorien, das nach den Rückgängen am Aktienmarkt im Jahr 2000 entstanden ist, kam den Hedge-Fonds sehr entgegen. Die Werbung für flexible Investmentstrategien, die auch in einer Baisse potenziell positive Renditen erzielen können, verschaffte dem Sektor Kapitalzuflüsse in Rekordhöhe. Vermögende Privatanleger, Pensionsfonds und Stiftungen erhöhten ihre Engagements in sogenannten alternativen Anlageinstrumenten, um den Rück-

Hohe Kapitalzuflüsse in Hedge-Fonds ...

gang ihrer Portfoliowerte einzudämmen und ihre Diversifizierung zu erhöhen. Die sich dadurch ergebende Zunahme der Hedge-Fonds setzte sich im Berichtszeitraum weitgehend fort. Im Zuge dieses Wachstums wurden viele ausgewiesene Anlagespezialisten von etablierteren Finanzunternehmen und traditionellen Portfoliomanagern abgeworben, da die Hedge-Fonds größere Unabhängigkeit und eine hervorragende Entlohnung für einen guten Geschäftssinn versprachen. Einige traditionelle Investmenthäuser sahen Hedge-Fonds auch als Gelegenheit, einen gewissen Kontakt zu begabten Händlern aufrechtzuerhalten und gleichzeitig von höheren Renditen zu profitieren sowie ihre Palette an Produkten zur Vermögensverwaltung zu erweitern.

... doch niedrigere Renditen

Während Hedge-Fonds in den Jahren direkt nach dem Einbruch des Aktienmarktes bessere Ergebnisse als der Markt erzielten, ist ihnen dies in letzter Zeit nicht mehr durchgängig gelungen (Grafik VII.6). Außerdem legt die bemerkenswert ähnliche Entwicklung von Fonds mit angeblich unterschiedlichen Investmentstrategien nahe, dass die Vorteile der Diversifizierung für den Anleger in der Praxis bedeutend geringer sind, als die Fondsmanager behaupten. Die schlechtere Entwicklung ist teilweise für den deutlichen Rückgang der Kapitalzuflüsse zu den Hedge-Fonds in den vergangenen Monaten verantwortlich. Als Nebeneffekt der Zunahme der verwalteten Vermögenswerte verschwanden profitable Anlagemöglichkeiten an den traditionelleren Märkten für Hedge-Fonds-Geschäfte, wie z.B. Aktien- und Staatsanleihemärkten. Dies nahmen die Fondsmanager zum Anlass, in neue, weniger gehandelte Anlagekategorien wie z.B. Unternehmensanleihen, Kreditderivate und strukturierte Finanzierungen vorzudringen, wodurch sich die Liquidität dieser Kategorien insgesamt weiter erhöhte. Ein verbessertes Risikomanagement für



das Kontrahentenrisiko hatte zur Folge, dass – im Vergleich zu der Zeit des Beinahezusammenbruchs von LTCM 1998 – die Risiken der Prime Broker heute stärker überwacht werden und die Hebelwirkung der Fonds geringer ist. Angesichts der raschen Zunahme der verwalteten Vermögenswerte und des wachsenden Wettbewerbs um die Prime Brokerage ist jedoch das gesamte Engagement der Banken in diesem Sektor wohl höher und der Informationsfluss weniger transparent.

## Potenzielle Schwachstellen

Die derzeit robuste Verfassung der Finanzinstitute spricht dafür, dass diese auch weiterhin in der Lage sein werden, das Wirtschaftswachstum zu stützen. Die unmittelbaren Risiken für den globalen Finanzsektor scheinen gering, da die Finanzinstitute über genügend Reserven verfügen, um den meisten der in näherer Zukunft zu erwartenden Risiken begegnen zu können. Zudem dürften die Umstrukturierungsbemühungen in vielen Ländern die nationalen Systeme mittelfristig weiter stärken.

Finanzsektor widerstandsfähig gegenüber kurzfristigen Risiken ...

Die längerfristigen Risiken sind schwerer zu beurteilen. Die Herausforderungen konjunktureller Art hängen davon ab, ob der Abbau der Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft längere Anpassungsprozesse der Zinssätze und der Preise von Vermögenswerten erfordert. Im Verbund mit einem schwächeren Wirtschaftswachstum könnten höhere Markt- und Kreditrisiken die derzeit günstige Situation der Finanzinstitute verändern. Weitere Herausforderungen ergeben sich aus dem strukturellen Druck auf die Bankgewinne. Bei nachlassendem Wirtschaftswachstum dürften darüber hinaus die längerfristigen Auswirkungen des Risikotransfers auf die privaten Haushalte deutlicher werden.

... aber auch gegenüber längerfristigen Herausforderungen?

### *Druck auf die Bankgewinne*

Der Bankensektor hat von den Umstrukturierungsbemühungen und der Expansion in neue Geschäftsfelder profitiert. Dennoch bleibt der Druck auf die Gewinne der Banken durch den gestiegenen Wettbewerb bestehen. Der internationale Trend geht allgemein dahin, die herkömmlichen Zinserträge durch Gebührenerträge zu ersetzen (Kapitel III). Diese Ertragsdiversifizierung zeigt sich z.B. im Vereinigten Königreich in Form von unter dem Strich höheren Gebührenerträgen und Händlerprovisionen, in Frankreich und Japan durch einen größeren Anteil der Verbraucherkredite mit höheren Margen und vielerorts auch durch einen Boom bei der Hypothekenkreditvergabe. Doch die Zinserträge sind in einer Reihe von Ländern rückläufig, und bei höheren kurzfristigen Zinsen und flacheren Zinsstrukturkurven ist mit einem weiteren Rückgang zu rechnen. In Deutschland und Japan sind die Margen – teils aufgrund der schleppenden Kreditnachfrage, aber auch wegen des Wettbewerbs durch staatseigene Finanzintermediäre (s. oben) – besonders eng.

Mehr Gewicht auf Gebührenerträge ...

Die Nachhaltigkeit dieses neuen Ertragsmix und seine Merkmale werden die längerfristige Stabilität des Bankensystems bestimmen. Ein zentraler Aspekt dabei ist, dass die Banken stärker dem umfassenderen Marktrisiko ausgesetzt sind, nicht mehr nur dem ihnen eher vertrauten Zinsänderungs-

... um den Preis höherer Volatilität?

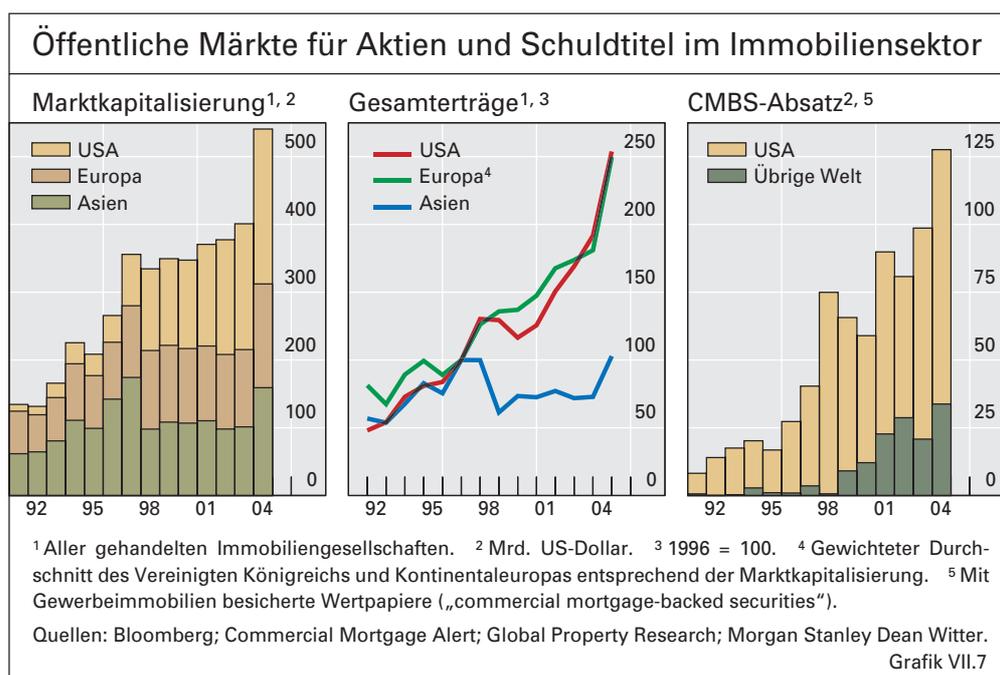
risiko. Für die Investmentbanken waren Brokergebühren und Händlergewinne immer schon volatile Ertragsbestandteile, doch sie haben flexiblere Kostenstrukturen als Geschäftsbanken. Ebenso weist das Wachstum der Verbraucherkredite in vielen Ländern zwar eine ausgeprägte strukturelle Komponente auf, die mit einem liberalisierten Umfeld und niedrigerer Inflation in Zusammenhang steht, doch teilweise ist es auch auf die außergewöhnlich niedrigen kurzfristigen Zinssätze zurückzuführen. Darüber hinaus zeigt der boomende Markt für Wohneigentum in einigen Ländern bereits Zeichen einer Trendumkehr (s. weiter unten). Die Sicherung der jetzigen Ertragslage der Banken scheint in gleichem Maße von Entwicklungen beim Risikomanagement und bei der Risikominderung wie auch vom Erfolg der Bemühungen um eine weitere Diversifizierung der Erträge abzuhängen.

### Immobilienmärkte

Die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors ist zu einem großen Teil auf die solide Entwicklung an den Immobilienmärkten zurückzuführen. Dennoch ergeben sich aus dem verstärkten direkten und indirekten Engagement der Banken in Immobilien auf längere Sicht gewisse Bedenken, insbesondere mit Blick auf die Erfahrungen in der Vergangenheit.

Das Interesse der Anleger an Gewerbeimmobilien hat in den vergangenen Jahren zugenommen. Niedrige Zinsen, enttäuschende Renditen am Aktienmarkt und ein leichter Zugang zum Markt für Gewerbeimmobilien durch die weiter zunehmende Verbreitung von öffentlich handelbaren Instrumenten (Grafik VII.7) haben dabei eine Rolle gespielt. Das Interesse wurde ferner durch die geringere Schwankungsbreite während der jüngsten Preiszyklen bei den Gewerbeimmobilien (Tabelle VII.2) und sehr niedrige Ausfallquoten bei gewerblichen Immobilienkrediten angeregt. Entsprechend hat sich das Engagement der Banken im Gewerbeimmobiliensektor wesentlich erhöht. In den USA z.B. hat die Vergabe von Krediten für gewerbliche Immobilien in den

Mehr gewerbliche  
Immobilien-  
kredite ...



Preise gewerblicher Immobilien und Büroleerstände							
	Preise gewerblicher Immobilien <sup>1</sup>				Büroleerstände <sup>4</sup>		
	Nominale Veränderung <sup>2</sup>			Niveau <sup>3</sup>	2002	2003	2004
	1995–2003	2003	2004	2004			
USA	2,5	-2,5	4,0	35,7	15,6	16,7	16,0
Japan	-8,9	-10,2	-9,6	31,2	8,0	8,5	7,2
Deutschland	1,0	-18,4	-13,2	43,2	7,1	9,8	11,4
Vereinigtes Königreich	1,9	-4,0	7,6	34,0	8,0	11,3	9,8
Frankreich	1,0	0,0	1,5	60,3	5,9	6,0	6,6
Italien	9,4	-5,1	-3,2	73,8	4,7	5,4	7,5
Kanada	3,0	-2,7	2,2	46,8	13,7	15,6	14,4
Spanien	9,2	-10,9	13,5	46,5	4,8	7,7	8,4
Niederlande	6,1	-3,0	6,2	85,9	7,4	9,7	12,0
Australien	4,2	4,0	1,0	50,5	8,3	10,3	11,5
Schweiz	-0,1	-2,2	-2,3	56,9	8,0	10,8	9,0
Belgien	4,8	10,9	15,0	94,9	8,8	9,5	10,7
Schweden	3,2	-8,0	5,6	49,7	12,5	18,3	17,6
Norwegen	5,6	-2,1	1,5	56,3	8,3	11,0	11,0
Dänemark	6,1	-1,2	4,9	85,4	2,5 <sup>5</sup>	9,0	10,3
Finnland	2,9	0,0	-2,3	57,2	1,7 <sup>5</sup>	7,0	9,5
Irland	13,4	0,2	1,3	82,5	18,4	17,5	16,7

<sup>1</sup> Australien, Belgien, Italien, Spanien: erstklassige Lage in den größten Städten; Japan: Grundstückspreise. <sup>2</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>3</sup> Hochphase der realen Preise gewerblicher Immobilien = 100. <sup>4</sup> Sofort verfügbarer Büroraum (einschl. Untervermietung) in sämtlichen fertiggestellten Gebäuden an einem Markt in Prozent des Gesamtbestands. Schweiz, USA: landesweit; Australien, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande, Spanien: Durchschnitt der größten Städte; übrige Länder: Hauptstadt. <sup>5</sup> 2001.

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.2

letzten fünf Jahren um rund 70% zugenommen und macht nunmehr etwa ein Achtel der gesamten Vermögenswerte von Geschäftsbanken aus; bei Banken mittlerer Größe beträgt dieser Anteil 30%. Im Vereinigten Königreich entfällt ein Drittel der Bankausleihungen an Nichtfinanzunternehmen auf Immobiliengesellschaften, verglichen mit etwa 20% vor vier Jahren.

Ihr größeres Engagement im Gewerbeimmobiliensektor scheint für die Banken keine unmittelbare Gefährdung darzustellen, doch längerfristig könnten sich daraus potenzielle Schwachstellen ergeben. In der Vergangenheit gehörten Kredite für Gewerbeimmobilien zu den volatilsten Komponenten im Portfolio der Banken. Obwohl eine drastische Verschlechterung der Kreditqualität – wie sie in vielen Industrieländern zu Beginn der 1990er Jahre zu beobachten war – in der nahen Zukunft nicht wahrscheinlich ist, könnte allein die Rückkehr der Ausfallquoten auf Werte, die eher dem historischen Durchschnitt entsprechen, zu Anspannungen führen. Da das Geschäft in der letzten Zeit eher durch Anlageinteressen als durch einen echten Bedarf an Gewerbeimmobilien angetrieben wurde, bestehen darüber hinaus gewisse Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit der hohen

... als Risiko für  
einzelne Institute

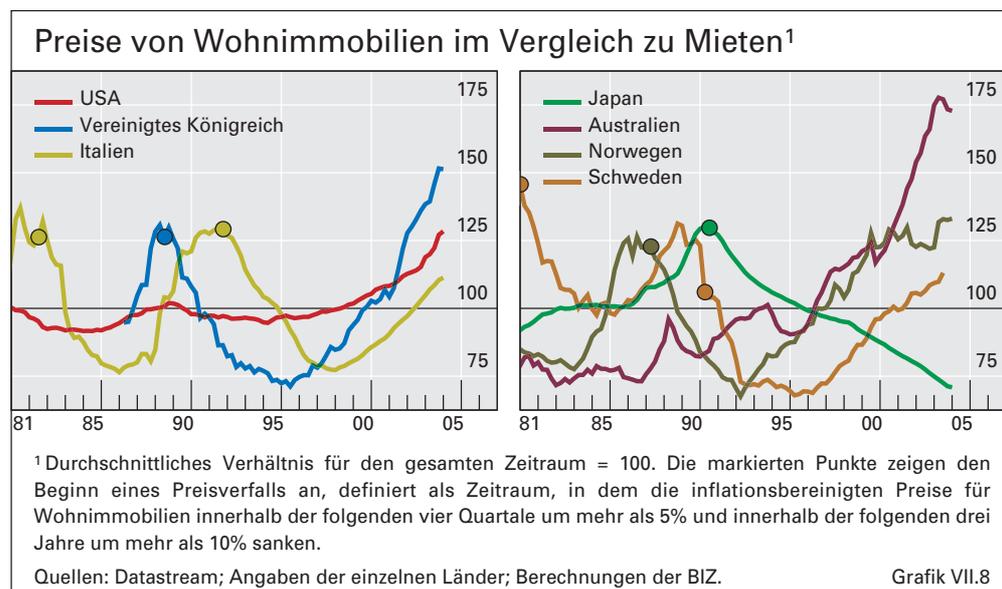
Anlagerenditen. Die immer noch hohen Leerstände lassen vermuten, dass solide Fundamentaldaten fehlen (Tabelle VII.2), und die Renditen für Büroraum an erstklassiger Lage haben bereits erste Anzeichen von Schwäche erkennen lassen.

Engagement in  
Wohnimmobilien ...

Das rasante Wachstum des Engagements der Banken am Markt für Wohnimmobilien war in den letzten Jahren eine der wichtigsten Gewinnquellen der Banken. Das Hypothekenkreditgeschäft ist in den vergangenen fünf Jahren in den meisten Volkswirtschaften sprunghaft gestiegen – u.a. im Vereinigten Königreich (kumulierter Anstieg von 160%), in Australien (100%), in den USA (75%), im Euro-Raum (50%) und in Japan (30%).

... impliziert Risiken  
für das gesamte  
Finanzsystem

Unsicherheiten in Bezug auf den Wohnimmobilienmarkt könnten aber auch gewisse direkte und indirekte Risiken für das Finanzsystem zur Folge haben. In vielen Ländern, darunter im Vereinigten Königreich, in den USA, in Australien, Norwegen und Spanien, sind die Preise für Wohnimmobilien viel schneller gestiegen als die Mieten, und die Mieterträge befinden sich auf einem historischen Tiefstand (Grafik VII.8). Dies könnte entweder auf eine Abwärtskorrektur der Preise für Wohneigentum oder auf eine Erhöhung der tendenziell eher starren Mieten hindeuten. Sollte sich der Anstieg der Preise für Wohnimmobilien abflachen oder umkehren, könnte das Hypothekengeschäft (wie vor Kurzem in Australien und im Vereinigten Königreich) einbrechen, was einen entsprechenden Rückgang der Gebühren-erträge der Banken zur Folge hätte. Darüber hinaus könnten sich die Verluste aus immobiliengestützten Krediten erhöhen, insbesondere an den Märkten mit einer hohen Verschuldung der privaten Haushalte und hohen Beleihungsquoten. Ferner könnte ein Rückgang der Vermögen der privaten Haushalte einen allgemeinen wirtschaftlichen Abschwung infolge sinkenden Konsums ankündigen. Sollte es tatsächlich so weit kommen, könnten sich aus diesen indirekten, aber umfassenderen und nachhaltigeren systemweiten Entwicklungen beträchtliche Herausforderungen für den Bankensektor ergeben.



### Erhöhte Dynamik des Renditestrebens

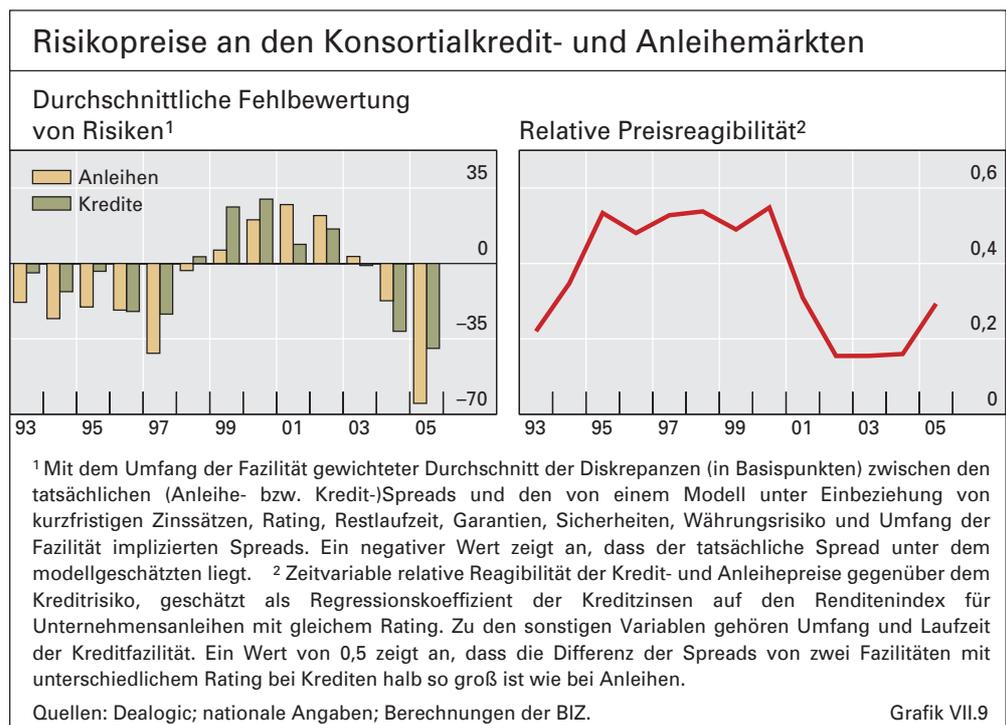
Die anhaltend niedrigen Zinssätze und reichlich vorhandene Liquidität haben die Anleger ermutigt, in risikoreicheren Anlagen höhere Renditen zu suchen. Dieses Renditestreben hat nahezu während des gesamten Berichtszeitraums an Bedeutung gewonnen (Kapitel VI).

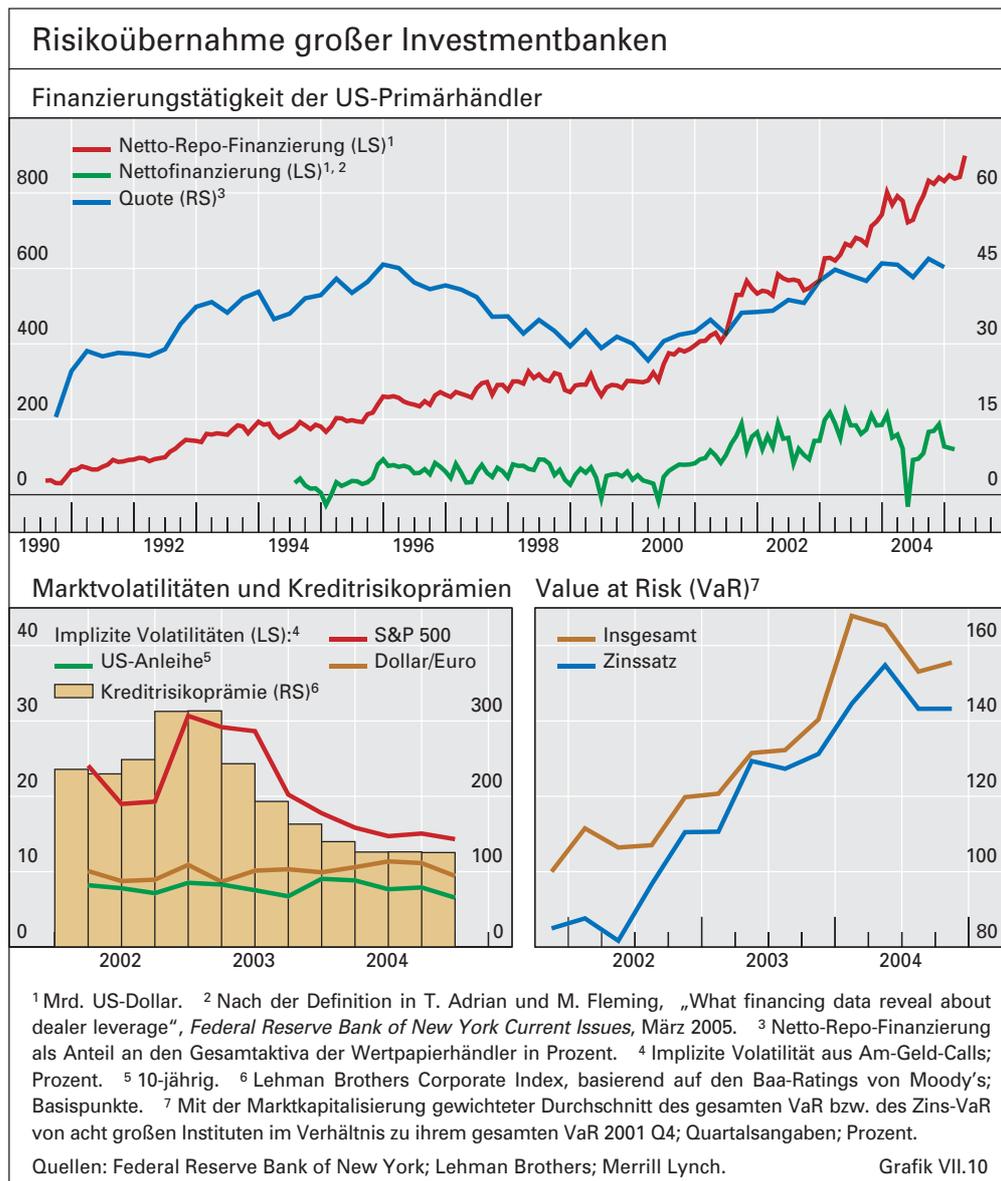
Sowohl am Markt für Konsortialkredite als auch am Anleihemarkt gibt es Anzeichen für eine anhaltend großzügige Preisgestaltung für Kreditrisiken. 2004 ist das Zeichnungsvolumen der Konsortialkredite in den USA sprunghaft auf einen historischen Höchststand von \$ 1,3 Bio. gestiegen, wovon 46% auf Unternehmen unterhalb von „investment grade“ entfielen. Zugleich schienen die Risikoprämien an den Märkten für Anleihen und Konsortialkredite eine niedrigere Entschädigung für das Kreditrisiko widerzuspiegeln, als es aufgrund historischer Beziehungen zu erwarten gewesen wäre (Grafik VII.9 links). In der letzten Zeit scheint diese Unterbewertung des Kreditrisikos am Anleihemarkt ausgeprägter gewesen zu sein, während die Reagibilität der Risikoprämien von Konsortialkrediten gegenüber dem Ausfallrisiko leicht gestiegen ist (Grafik VII.9 rechts).

Kreditrisiko  
potenziell  
unterbewertet

Der Trend zu größerer Risikobereitschaft ist auch bei den Investmentbanken festzustellen. Der Value at Risk (VaR) insgesamt stieg in den drei Jahren bis Ende Dezember 2004 um über 50%. Da die Volatilität an den Aktien- und Kreditmärkten im selben Zeitraum zurückging, weist dies auf eine erhebliche Zunahme der offenen Positionen hin (Grafik VII.10 unten). Der leichte Rückgang des gesamten Risikoengagements im Jahr 2004 könnte mit einer verzögerten Anpassung der Risikobereitschaft durch die Investmentbanken oder mit einer Verknappung der Marktliquidität in Verbindung stehen (Grafik VII.10 oben).

Hohe Marktrisiken

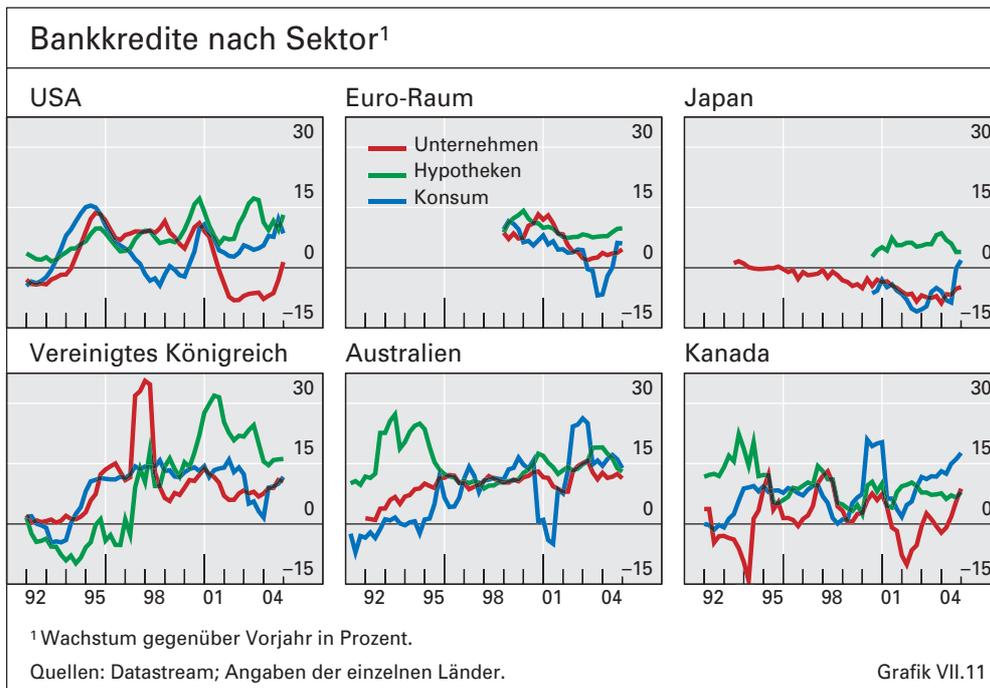




### Verlagerung der Risiken auf die privaten Haushalte

Höhere Risiken aufgrund von Hypotheken ...

Jüngste Strukturtrends deuten auf eine Verlagerung der Risiken von den Finanzinstituten und Märkten auf die privaten Haushalte hin. Diese Verlagerung erfolgt teilweise freiwillig. Mit dem leichteren Zugang zu verschiedenen Finanzierungsinstrumenten ist die Verschuldung der privaten Haushalte gemessen an ihrem Einkommen gestiegen (Kapitel II). Insbesondere nahmen 2004 die Hypotheken- und Verbraucherkredite von Banken in den USA, Europa und Japan stärker zu als die Unternehmenskredite (Grafik VII.11). Daneben haben die privaten Haushalte ihre Finanzanlagen zu marktreakibleren Instrumenten verlagert. Variable Hypothekenzinsen, die in Australien, Irland, Spanien, dem Vereinigten Königreich und den meisten nordischen Ländern traditionell dominieren, sind in der jüngsten Zeit auch in den USA populärer geworden. Außerdem spiegelt die steigende Zahl von fondsgebundenen Produkten (sogenannten Unit-Linked-Produkten) der Lebensversicherer eine größere Risikobereitschaft der privaten Haushalte wider.



Darüber hinaus setzen institutionelle Veränderungen die privaten Haushalte größeren finanziellen Risiken aus. Erstens fördern die in den USA und im Vereinigten Königreich vorgeschlagenen Rentenreformen die Verlagerung von leistungs- zu beitragsorientierten Systemen, was die privaten Haushalte größeren Marktrisiken aussetzt. Der Trend zu betrieblichen Rentenplänen mit Beitragsprimat hat sich unter dem Finanzierungsdruck für die Unternehmen, der von der höheren Lebenserwartung, den schwachen Aktienmärkten und den niedrigen Zinsen ausgeht, noch verstärkt. Zweitens dürfte die Einführung der Zeitwertbilanzierung garantierte Mindestrenditen in Versicherungskontrakten augenfälliger werden lassen. Die Versicherungsbranche wird sich deshalb gezwungen sehen, die Garantien teilweise zu reduzieren. Drittens hat die zunehmende Angst vor dem Verlust des Arbeitsplatzes in vielen entwickelten Ländern die Unsicherheit über das Einkommen der privaten Haushalte vergrößert, und auch das stellt eine mögliche Schwachstelle für sie dar.

Diese Trends werfen die Frage auf, ob diese Risikoverlagerung die Kapazität der Volkswirtschaft zur Übernahme von Risiken beeinträchtigen könnte. Die privaten Haushalte sind die letztendlichen Risikoträger, weil sie in letzter Konsequenz auch die eigentlichen Nutznießer aller wirtschaftlichen Unternehmungen sind. Allerdings wird die Höhe des finanziellen Gesamtrisikos von der Struktur des Finanzsystems, besonderen institutionellen Merkmalen und der Verteilung der zu tragenden Risiken beeinflusst. Die privaten Haushalte sind typischerweise liquide, da sie über ein regelmäßiges Arbeitseinkommen und über relativ umfangreiche liquide Vermögenswerte verfügen. Auch haben idiosynkratische Vermögensverluste von privaten Haushalten nur in begrenztem Umfang negative externe Effekte. Charakteristisch für den Sektor der privaten Haushalte sind dagegen seine eingeschränkte Fähigkeit, Risiken zu verstehen, zu handhaben und zu diversifizieren, seine größere Abhängigkeit

... und Altersrenten ...

... können die Risikoübernahmekapazität der Volkswirtschaft beeinträchtigen

von besicherten Krediten und seine im Vergleich zu Finanzinstituten höheren Transaktionskosten. Diese Merkmale legen nahe, dass ein höheres unmittelbares Risikoengagement der privaten Haushalte nicht unbedingt effizient sein dürfte.

Der verbesserte Zugang zu Finanzprodukten hat den privaten Haushalten den Erwerb von Wohneigentum erleichtert und bietet ihnen bei der langfristigen Gestaltung ihres Konsums mehr Flexibilität. Doch wie oben dargestellt, hat ein Einbruch der Preise für Wohneigentum potenzielle Auswirkungen auf den Finanzsektor und die Gesamtwirtschaft. Bei steigenden Zinssätzen erhöhen sich für die privaten Haushalte, die Verbindlichkeiten mit variablem Zinssatz aufweisen, außerdem die Kreditkosten. Wenn der private Verbrauch beeinträchtigt wird oder sich die Ausfallquoten bei Hypothekenkrediten erhöhen, könnte die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft und des Finanzsystems gemindert werden.

### Auf dem Weg zu einer systemorientierten Aufsichtspraxis

Systemrisiken  
verlangen nach ...

Die vorausgegangene Erörterung der Aussichten für die Finanzstabilität macht die zentrale Bedeutung der Schwachstellen aus den Wechselbeziehungen zwischen dem Finanzsektor und der Realwirtschaft deutlich. Die größten Herausforderungen ergeben sich aus der Korrektur der Ungleichgewichte, die sich während des Aktienbooms Ende der 1990er Jahre und im seither entstandenen gesamtwirtschaftlichen Umfeld herausgebildet haben. Um auf diese Herausforderungen wirksam reagieren zu können, ist eine Finanzaufsicht erforderlich, die diese Wechselbeziehungen in den Mittelpunkt stellt und die Finanzstabilität von einem systemorientierten Blickwinkel aus betrachtet. Der allgemeine Trend zur Stärkung einer auf das System als Ganzes ausgerichteten Aufsicht zeigt, dass diese Notwendigkeit erkannt wird.

... systemorientierten  
Ansätzen

Der systemorientierte Aufsichtsansatz betont sowohl die Beziehungen zwischen einzelnen Finanzinstituten als auch diejenigen zwischen dem Finanzsystem an sich und der Gesamtwirtschaft. Als Ergänzung zum eher traditionellen Ansatz, der vom einzelnen Institut als Analyseeinheit ausgeht, berücksichtigt er insbesondere Konzentrationen von Engagements sowie risikobestimmende Faktoren, die für alle Systemkomponenten von Bedeutung sind. Die Analyse von potenziell destabilisierenden Rückwirkungen der Komponenten auf das System ist ein wesentliches Merkmal dieses Ansatzes.

In der Praxis spiegeln eine Reihe unterschiedlicher Aspekte diese vermehrte Systemorientierung in der Aufsicht wider. Am sichtbarsten zeigt sie sich wohl in der institutionellen Architektur und im Mandat der Gremien, die mit der Sicherung der Finanzstabilität beauftragt sind. Daneben zeigt sich eine größere Systemorientierung konkret auch darin, wie diese Einrichtungen ihre Aufgaben wahrnehmen, z.B. durch Verbesserungen der Risikomessung, damit systemweite Schwachstellen leichter erkannt werden können, und durch eine stärker auf das System als Ganzes ausgerichtete Kalibrierung der Aufsichtsinstrumente für die Prävention und Behebung von Mängeln.

### *Institutionelle Architektur*

Die institutionelle Architektur der für die Finanzstabilität zuständigen Gremien wird zunehmend nach systemorientierten Grundsätzen gestaltet. Auf nationaler wie auch internationaler Ebene wird dabei immer mehr berücksichtigt, wie wichtig es ist, die Wechselwirkungen zwischen den einzelnen Instituten zu überwachen und einheitliche Konzepte, die den Ähnlichkeiten bei der Behandlung von Risiken in den verschiedenen Bereichen des Finanzsektors Rechnung tragen, zu entwickeln.

Seit der Entscheidung Norwegens Ende der 1980er Jahre, eine einzige Einrichtung für die Aufsicht über Banken, Versicherungen und andere Arten von Finanzintermediären einzuführen, hat sich auf nationaler Ebene der Trend zu einem vereinheitlichten System verstärkt. Synergieeffekte im Zusammenhang mit dem Aufkommen von Finanzkonglomeraten und die Konvergenz der Geschäftspraktiken von Finanzgesellschaften als Folge der Entwicklung neuer Märkte und Technologien haben zu diesem Trend beigetragen.

Vereinheitlichte  
Aufsichtsinstanzen

Zugleich wurden oftmals explizitere Finanzstabilitätsziele für die Zentralbanken festgelegt. Häufig wurden dann in den Zentralbanken spezielle Stellen eingerichtet, die für Fragen der Finanzstabilität zuständig sind und regelmäßige Berichte veröffentlichen, in denen sie die Leistungsfähigkeit des Finanzsystems und potenzielle Schwachstellen beurteilen. In vielen Fällen haben die Zentralbanken solche Aufgaben auch ohne ausdrückliches Mandat übernommen, wobei sie sich auf ihre Erfahrung bei der Erstellung herkömmlicher gesamtwirtschaftlicher Beurteilungen stützen.

Zentralbanken für  
Finanzstabilität  
zuständig

Auf internationaler Ebene wurden eine Reihe von Gremien eingerichtet, um Kommunikation und Kooperation zwischen den Aufsichtsinstanzen verschiedener Länder zu fördern. Die Beobachtung der Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten und die Beurteilung möglicher Schwachstellen im internationalen Finanzsystem zählen zu den Aufgaben der Ausschüsse, die unter der Leitung der G10-Zentralbanken und verschiedener regionaler Zentralbankgruppen tätig sind. Im Forum für Finanzstabilität (Financial Stability Forum, FSF) sind sämtliche einschlägige nationale Instanzen, internationale Finanzorganisationen und andere internationale Gremien vertreten. Das FSF fördert den Dialog und dient der Koordinierung der Maßnahmen zur Beseitigung von Systemschwachstellen. Ein Ergebnis der Bemühungen des FSF sind die Empfehlungen für Reaktionen der zuständigen Instanzen auf die mögliche Bedrohung für die systemweite Stabilität, die von den Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation („highly leveraged institutions“, HLI) ausgeht. In jüngerer Zeit führte das FSF die globalen Bemühungen der Aufsichtsinstanzen an, die Überwachung der Rückversicherungsgesellschaften zu stärken (s. S. 194/95 des vorliegenden Berichts).

Internationale  
Gremien

### *Diagnose von Schwachstellen*

Eine richtige Diagnose ist Voraussetzung für eine erfolgreiche Behandlung. Die Einführung von Techniken zur Messung systemweiter Stabilitätsrisiken bildet deshalb die Grundlage für eine funktionsfähige systemorientierte Finanzaufsicht.

Modelle für Systemrisiken

Die Technik zur Messung finanzieller Risiken ist generell noch in einer relativ frühen Entwicklungsphase. Selbst auf Institutsebene ging es zunächst vor allem um die Messung spezifischer Aspekte finanzieller Risiken. Erst in der letzten Zeit wurde begonnen, einheitliche Konzepte für die Risikomessung im Institut als Ganzes zu entwickeln. Beispielsweise wird der VaR-Ansatz – über die Beurteilung des Portfoliomarktrisikos hinaus – auch auf andere Arten von Engagements angewandt. Auf Systemebene sind Modelle zur Abbildung der Wechselwirkungen zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft noch jung, gemessen an der älteren makroökonomischen Tradition, Modelle zur Beschreibung der Beziehungen zwischen Produktion, Ausgaben und Preisen aufzustellen.

Systemorientierte Indikatoren

Was die Entwicklung von Instrumenten zur Messung von Systemrisiken und deren Einsatz in unterschiedlichen Zusammenhängen betrifft, so wurde vor Kurzem ein wesentlicher Schritt nach vorn getan. Der IWF und die Weltbank haben eine Liste von Indikatorvariablen für die Finanzstabilität erstellt und die nationalen Behörden aufgefordert, diese Variablen systematisch zu erfassen und zu veröffentlichen. Das so erhobene Datenmaterial soll den Grundstock für weitergehende Analysen bilden. Im Rahmen des von diesen beiden Organisationen gemeinsam durchgeführten Financial Sector Assessment Program werden regelmäßige Analysen hinsichtlich potenzieller Systemschwachstellen struktureller oder konjunktureller Natur durchgeführt.

Stresstests auf Systemebene

In Anlehnung an die in Einzelinstituten entwickelten Stresstests arbeiten viele Zentralbanken derzeit am Aufbau einer Infrastruktur, mit der unter Verwendung von Mikro- und Makro-Indikatoren die Stabilität des Finanzsektors als Ganzes getestet werden kann. Dabei werden oft drei Elemente einbezogen: makroökonomische Modelle zur Unterstützung geldpolitischer Entscheidungen, Modelle zur Darstellung der Finanzlage der privaten Haushalte und des Unternehmenssektors sowie Erhebungen über die potenziellen Auswirkungen verschiedener Szenarien auf das Verhalten der Finanzinstitute und Märkte. In einigen Ländern werden mit dieser Infrastruktur nicht nur routinemäßige Bewertungen von Schwachstellen des Finanzsektors für Aufsichtszwecke vorgenommen, sondern die Ergebnisse der Analysen fließen auch in den geldpolitischen Entscheidungsprozess ein. Wenn diese Technologie einmal vorhanden ist, kann sie auch für Ad-hoc-Analysen spezifischer Risiken – z.B. der Risiken von Preiseinbrüchen bei Vermögenswerten – eingesetzt werden.

#### *Kalibrierung der aufsichtsrechtlichen Instrumente*

Die Verantwortlichen für die Finanzstabilität berücksichtigen in ihren Reaktionen auf festgestellte Risiken zunehmend systemorientierte Überlegungen. Dies gilt sowohl für die Gestaltung der Aufsichtsstandards als auch für die der Maßnahmen bei sich abzeichnenden Anspannungen.

Systemorientierter Ansatz ...

Die explizite Einbeziehung systemorientierter Ziele in die Gestaltung der Aufsichtsstandards ist relativ neu, wenn auch schon immer anerkannt wurde, dass Standards, die den Spielraum für das Eingehen übermäßiger Risiken auf Institutsebene begrenzen, auch die Systemrisiken mindern. Die neueren, systembezogenen Ansätze der Finanzaufsicht berücksichtigen vor allem, dass

gewisse Verhaltensmuster und Vorschriften, die im Einzelfall sinnvoll sind, in der Summe zu unerwünschten Ergebnissen führen können. Beispielsweise mag der Rückzug aus risikoreichen Positionen als Reaktion auf hohe Messwerte für das Marktrisiko aus dem Blickwinkel eines einzelnen Instituts, das an der Erhaltung seines Eigenkapitals interessiert ist, eine umsichtige Entscheidung sein. Doch eine allgemeine Verkaufswelle könnte eine Eigendynamik auslösen, die eine höhere Marktvolatilität und letztlich ein Überschießen der Preise von Vermögenswerten zur Folge hat.

Die im vergangenen Jahr vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht publizierte neue Eigenkapitalregelung stellt einen großen Schritt nach vorn dar. Damit wird ein Standard gesetzt, der insbesondere dem Anliegen des privaten Sektors, Instrumente für das Risikomanagement zu entwickeln und zu verwenden, entgegenkommt. Indem die Neuregelung die Ergebnisse interner Modellrechnungen für die Bestimmung der Mindestkapitalanforderungen akzeptiert, erkennt sie die Bedeutung von Anreizen zur Einhaltung der Best Practice durch alle Marktteilnehmer an. Bei einer übermäßigen Risikosensitivität der Eigenkapitalanforderungen könnte jedoch die Gefahr steigen, dass das inhärent prozyklische Verhalten des Kreditangebots unbeabsichtigt verstärkt wird. Teils um dieser Gefahr zu begegnen, wurde in der endgültigen Fassung der Neuregelung – gestützt auf weitere empirische Untersuchungen – der Satz gesenkt, um den sich das Mindestkapital bei einer sich abzeichnenden Verschlechterung der Kreditqualität erhöht. Darüber hinaus wird berücksichtigt, dass auch Stresstests der Engagements im Portfolio einer Bank bei der Berechnung des erforderlichen Eigenkapitals in Betracht zu ziehen sind, damit die jeweiligen wirtschaftlichen Bedingungen die Eigenkapitalanforderungen nicht unangemessen beeinflussen. Noch wichtiger ist, dass die neue Eigenkapitalregelung hilft, bisherige Erfolge im Risikomanagement in der Unternehmenskultur zu verankern, um so eine frühere Erkennung und Korrektur von Problemen zu fördern und prozyklische Tendenzen zu verringern.

Eine ähnliche Logik liegt dem in Spanien umgesetzten System der statistischen Rückstellungen zugrunde. Nach diesem Standard ist die Bildung von Bankrückstellungen an einen über den Konjunkturzyklus geschätzten Durchschnittswert gekoppelt. In der Aufschwungphase wird so eine Kreditreserve aufgebaut, und es entsteht ein statistisch messbarer Puffer, der dann in der Abschwungphase, wenn sich die Kreditbedingungen verschlechtern, abgebaut wird. Durch die Glättung des Kreditkostenverlaufs wird die Tendenz, die Kreditvergabe bei sich verschlechternden wirtschaftlichen Aussichten allzu stark zu reduzieren, gedämpft und damit das Risiko gemildert, dass ein durch aufsichtsrechtliche Vorschriften begründetes Verhalten der Banken zur gesamtwirtschaftlichen Volatilität beiträgt.

Systemorientierte Überlegungen werden nicht nur bei der Gestaltung von Aufsichtsstandards vermehrt berücksichtigt, sondern sie beeinflussen auch zunehmend die diskretionären Maßnahmen von Aufsichtsinstanzen. Derartige Maßnahmen werden gelegentlich bei auftretenden Spannungen oder sich herausbildenden Schwachstellen ergriffen. Ein Beispiel aus jüngerer Zeit ist die Reaktion der britischen Finanzaufsicht auf die angespannte Lage der Versicherungsgesellschaften, als deren Vermögensbestände durch den Kursrückgang

... beeinflusst  
Standards ...

... diskretionäre  
Entscheidungen ...

am Aktienmarkt schwer beeinträchtigt wurden. Vorübergehend wurden die Mindestreserveverpflichtungen gelockert, um die Stop-Loss-Aktienverkäufe einzudämmen und eine Abwärtsspirale der Aktienkurse zu verhindern, die die Bilanzen der beaufsichtigten Firmen noch zusätzlich belastet hätte. Ähnliche Überlegungen standen hinter den in einigen Ländern vorgenommenen Änderungen der regulatorischen Parameter für die Vergabe von Hypothekenkrediten (wie z.B. Beleihungsobergrenzen); es wurde befürchtet, dass ein starkes Kreditwachstum die gesamtwirtschaftlichen Aussichten trüben könnte. Solche Ex-post-Maßnahmen der Aufsicht sind zwar nur ein unvollkommener Ersatz für eine systematische Bildung von Rückstellungen zur Abfederung solcher Belastungen ex ante, können es – sofern sie sorgfältig kalibriert und sparsam eingesetzt werden – dem System aber dennoch erleichtern, auf besondere Umstände zu reagieren, ohne dass die Anreizstruktur allzu sehr beeinträchtigt wird.

... und die Aufsicht  
über große Institute

Beim Umgang der Aufsichtsinstanzen mit großen und komplexen Finanzinstituten schließlich spielen Überlegungen hinsichtlich der Stabilität des Gesamtsystems eine sichtbar wichtige Rolle. In vielen Ländern gibt es für die aufsichtsrechtliche Behandlung dieser Institute explizite Vorschriften, die beim Auftreten von Problemen ein bestimmtes Vorgehen sowie eine intensivere Aufsicht und Überwachung vorsehen. Insbesondere stehen auf das ganze System bezogene Aspekte weit oben auf der Liste der Fragen, die vor der Genehmigung einer Fusion geprüft werden. Über die Wahrung einer angemessenen Zugangsfreiheit zum Markt hinaus beschäftigt sich die Finanzaufsicht auch vermehrt mit potenziellen Gefahren, die sich ergeben, wenn sich ein größerer Anteil des Gesamtengagements auf eine kleine Anzahl miteinander in Verbindung stehender Institute konzentriert. Darüber hinaus sind Notfallpläne vorhanden, um auf den Zusammenbruch eines solchen Instituts reagieren zu können. Deren Schwerpunkt liegt auf der geordneten Abgabe der Kontrolle über das Institut durch Aktionäre und Geschäftsleitung, während die Funktionsfähigkeit und der Wert des Instituts mit Blick auf die Fortführung der Geschäfte aufrechterhalten und die Störungen im System auf ein Minimum beschränkt werden.

#### *Zukünftige Herausforderungen*

Zu den  
Herausforderungen  
gehören:

Die vorstehende Analyse lässt den Schluss zu, dass bei der Stärkung des systemorientierten Ansatzes im Bereich der Finanzaufsicht beträchtliche Fortschritte gemacht wurden, und zwar sowohl hinsichtlich der Bewusstseinsförderung als auch in der konkreten Umsetzung. Doch eine Reihe großer Herausforderungen bleibt.

– genauere  
Messungen

Eine erste Herausforderung ist die Verbesserung der Techniken für die Risikomessung. Trotz der jüngsten Fortschritte sind die derzeitigen Verfahren noch immer eher dafür geeignet, das Verhältnis der Risiken – z.B. für bestimmte Schuldner oder bestimmte Anlagekategorien – zu einem gegebenen Zeitpunkt zu messen, als die Entwicklung von Risiken, vor allem von systemweiten Risiken, im Zeitverlauf zu beurteilen. Viele dieser Messverfahren liefern insbesondere keine vorausschauenden Risikoindikatoren für längere Zeithorizonte, wie sie für stabilitätspolitische Überlegungen von

Bedeutung sind, sondern zeigen tatsächlich eingetretene Risiken vielmehr zeitgleich an. Hinzu kommt, dass die Messungen auf der Basis von Marktpreisen nicht unbedingt zwischen einer Veränderung der Risikobereitschaft und einer Veränderung der Risikoeinschätzung unterscheiden (Kapitel VI). Diese beiden Eigenheiten der Messverfahren könnten ungewollt dazu führen, dass die Risikobewertung und die sich daraus ergebenden Maßnahmen übermäßig prozyklische Tendenzen aufweisen.

Die zweite Herausforderung besteht darin, sicherzustellen, dass die Finanzaufsicht über die notwendigen Mittel und Anreize verfügt, um die ihr zur Verfügung stehenden aufsichtsrechtlichen Instrumente systemorientiert einsetzen zu können. Trotz der oben aufgeführten Beispiele bestehen verständlicherweise noch große Vorbehalte, dies zu tun, wenn die Ursache der Probleme in der Gesamtwirtschaft gesehen wird. Darin spiegelt sich teilweise wohl auch fehlende einschlägige Erfahrung wider, und das umso mehr, wenn die Aufsicht nicht bei der Zentralbank liegt. In manchen Fällen lässt sich diese Haltung vermutlich auch mit einer Auffassung von Aufsicht erklären, bei der eher Ziele des Verbraucherschutzes im Vordergrund stehen als die Prävention von Systemkrisen.

– aufsichtsrechtliche Anreize

Die dritte Herausforderung betrifft die Koordinierung der staatlichen Ansätze hinsichtlich der Finanzstabilität auf Systemebene. Mit einer besseren Koordinierung würden die großen wechselseitigen Abhängigkeiten zwischen den Tätigkeiten einer breiteren Palette unterschiedlicher Einrichtungen berücksichtigt – dazu zählen u.a. die Währungsbehörden, die Finanzministerien und auch die Normierungsgremien für die Rechnungslegung. Natürlich ergänzen sich die Erfahrung und das Instrumentarium dieser verschiedenen Einrichtungen teilweise. Rechnungslegungsstandards z.B. haben potenziell einen Einfluss erster Ordnung auf die Möglichkeit, Bewertungen der Finanzkraft vorzunehmen, auf die Anreize zur Risikoübernahme und darauf, ob das Verhalten einzelner Akteure stabilisierende oder destabilisierende Auswirkungen hat. Ebenso werden finanzielle Anspannungen, die bedeutende gesamtwirtschaftliche Kosten nach sich ziehen, nicht immer durch den Zusammenbruch von Finanzinstituten verursacht. Sie können durch die Marktdynamik oder durch störende Einflüsse auf die Vermögenspositionen der privaten Haushalte und die Unternehmensbilanzen zustande kommen, während regulierte Finanzinstitute vielleicht nicht einmal betroffen sind. Ein Beispiel hierfür sind die derzeitigen Risiken im Zusammenhang mit Hypothekenkrediten. Dies unterstreicht die Bedeutung einer engen Zusammenarbeit der verschiedenen Einrichtungen auf der Grundlage einer übereinstimmenden Problemdiagnose.

– koordiniertes Vorgehen