

VII. Finanzsektor

Schwerpunkte

In den meisten Industrieländern geriet das Finanzsystem im Berichtszeitraum weiter unter Druck. Erwartungen einer baldigen wirtschaftlichen Erholung erwiesen sich als verfrüht, und die Aktienkurse fielen weiter. Die Finanzinstitute schienen jedoch den Konjunkturabschwung im Allgemeinen gut zu überstehen, und in den meisten Ländern verringerte sich trotz des Drucks auf den Finanzsektor das Kreditangebot nicht. Das japanische Finanzsystem hatte allerdings noch immer mit gravierenden Schwierigkeiten zu kämpfen, und in Deutschland stand die Rentabilität der Finanzinstitute infolge chronischer Strukturschwächen und konjunktureller Einflüsse zusätzlich unter Druck. In den meisten anderen Volkswirtschaften blieben die Banken rentabler, was zum Teil früheren Anstrengungen bei der Restrukturierung ihrer Kostenfaktoren zu verdanken war. Im Vergleich zum vorhergehenden Konjunkturabschwung hatten auf einer verschlechterten Kreditqualität beruhende Verluste nur begrenzte Wirkung auf die Gewinnlage, und die Eigenkapitalausstattung blieb solide. Die Versicherungsgesellschaften kamen wegen erheblicher Verluste bei ihren Aktien- und Anleihebeständen generell weniger glimpflich davon.

Grund für die beachtliche Widerstandsfähigkeit des Bankensektors, die im Gegensatz zu den deutlichen Verschlechterungen im Nichtfinanzsektor stand, waren sowohl konjunkturelle als auch strukturelle Faktoren. Für einen Konjunkturabschwung atypische Aspekte, u.a. der sehr akkommodierende geldpolitische Kurs, der anhaltende Anstieg bei den Ausgaben der privaten Haushalte und das Ausbleiben eines Preisverfalls im Immobiliensektor, hielten den Anstieg der Kreditausfälle im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen in Grenzen und ließen die Erträge aus dem Kreditgeschäft mit privaten Haushalten sprunghaft ansteigen. Strukturelle Entwicklungen milderten die Auswirkungen des Abschwungs, vor allem der vermehrte Einsatz von herkömmlichen handelbaren Schuldtiteln und von Konsortialkrediten zur besseren Verteilung des Kreditrisikos auf das gesamte Finanzsystem. Des Weiteren hat die Entwicklung neuer Mechanismen zur Übertragung von Kreditrisiken das Risikomanagement der Institute gestärkt. Zudem war die Eigenkapitalausstattung im Bankensektor zu Beginn des gegenwärtigen Konjunkturabschwungs höher als in der Vergangenheit, was auf die vorangegangene lange Expansionsphase und strengere Aufsichtsstandards zurückzuführen war.

Für die Zukunft weisen ausgerechnet die für die bisherige Widerstandsfähigkeit maßgeblichen Faktoren auf die wichtigsten Quellen potenzieller Schwachstellen hin. Eine längere Konjunkturschwäche ist zwar unwahrscheinlich, würde aber gegebenenfalls die Fähigkeit der Finanzinstitute und Märkte, Verluste zu absorbieren, von Neuem auf die Probe stellen. Ein weiterer Verfall

der Aktienkurse könnte die Solvenz der Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds untergraben, während ein Rückgang der Immobilienpreise sowohl die privaten Haushalte als auch den Gewerbeimmobiliensektor treffen und damit die Kreditgeber zusätzlich belasten würde.

Die jüngste Widerstandsfähigkeit kann als Anzeichen dafür verstanden werden, dass Finanzsysteme, in denen sich – sowohl bei der marktbasierteren als auch bei der bilanzwirksamen Intermediation der Finanzinstitute – alternative Finanzierungsformen etabliert haben, flexibler auf ungünstige wirtschaftliche Entwicklungen reagieren dürften. Vielfältige Finanzierungsmöglichkeiten stellen die Aufsicht jedoch vor neue Aufgaben, da die einzelnen Institute komplexer und die Verflechtungen zwischen den Instituten und den Märkten enger geworden sind.

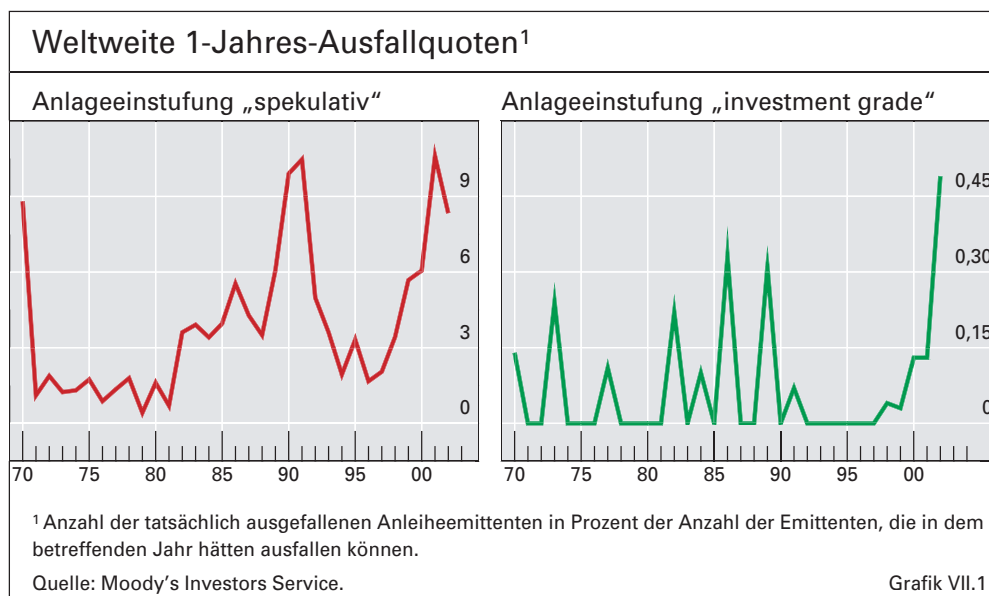
Gesamtwirtschaft und Ertragslage der Finanzinstitute

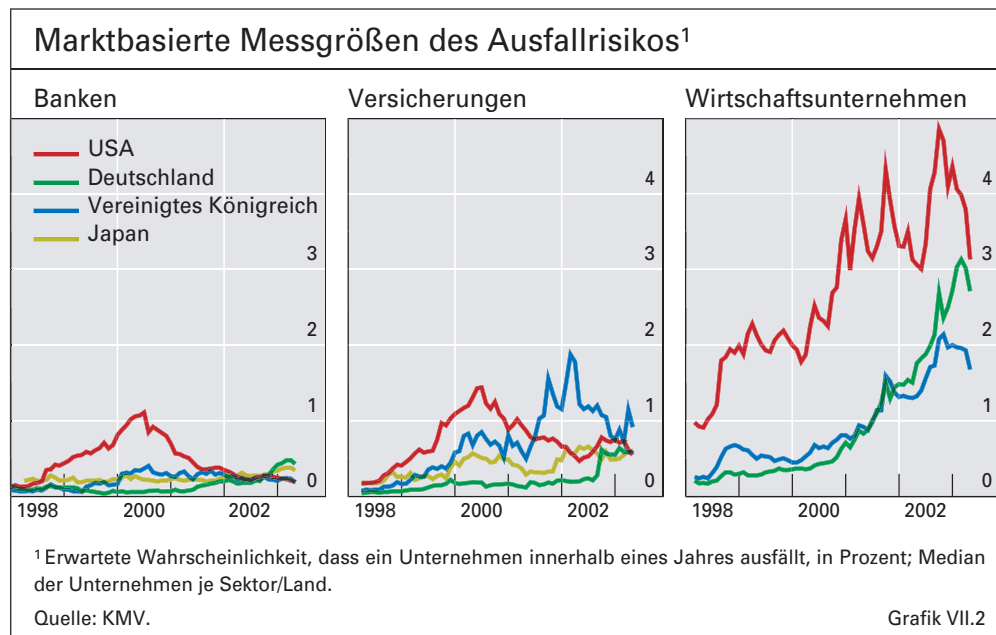
Der deutliche Konjunkturunbruch und die schleppende Erholung der Weltwirtschaft stellten eine erhebliche Belastung für die Bilanzen von Wirtschaftsunternehmen dar (Kapitel II und VI). Sowohl die Ausfälle bei Unternehmensanleihen als auch die ausfallbedingten Verluste haben in den letzten Jahren drastisch zugenommen, wobei die in den frühen neunziger Jahren verzeichneten Höchststände der Ausfälle eingestellt bzw. noch übertroffen wurden (Grafik VII.1). Dass in mehreren Ländern die marktbasierteren Risikomessgrößen für den Nichtfinanzsektor, die in den letzten Jahren steil anstiegen, heute immer noch hoch sind, deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer für die nahe Zukunft mit einem weiterhin ungünstigen Kreditumfeld rechnen (Grafik VII.2).

Wirtschaftsunternehmen durch Konjunkturschwäche belastet ...

Im Gegensatz zu den erheblichen Schwierigkeiten, mit denen Wirtschaftsunternehmen zu kämpfen hatten, blieb der Finanzsektor in den meisten Ländern vergleichsweise solide. Die Rentabilität der Banken sank geringfügig, war jedoch angesichts der schlechten gesamtwirtschaftlichen Lage im Allgemeinen immer noch angemessen. Bei den Versicherungsgesellschaften

... Finanzinstitute jedoch weniger ...





gab es hingegen stärkere Anzeichen von Anspannungen, wobei Portfolioverluste in einigen Fällen eine große Belastung darstellten. Dennoch blieben die marktbasieren Risikomessgrößen für den Bankensektor wie für die Versicherungsbranche im Vergleich zum Nichtfinanzsektor auf einem niedrigen Stand, auch wenn die Ausfallrisiken in der Versicherungsbranche im letzten Jahr zugenommen haben. In Japan dürften die niedrigen Risikomessgrößen für die Finanzinstitute angesichts der allgemein bekannten Schwierigkeiten dieses Sektors darauf hindeuten, dass mit staatlichen Maßnahmen gerechnet wird.

... auch im Vergleich zu früheren Zyklen

Die jüngste Widerstandsfähigkeit der Banken hebt sich positiv von ihrem Ergebnis in früheren Konjunkturabschwüngen ab, als Qualitätsverschlechterungen bei den Aktiva zuweilen weit reichende Schwierigkeiten verursacht hatten. In einigen Fällen waren namhafte Finanzinstitute in Konkurs gegangen, und selbst wenn es zu keinen bedeutenden Bankenkonkursen gekommen war, hatten die erforderlichen Anpassungen beim Kreditvergabe- und Anlageverhalten die wirtschaftlichen Aussichten zeitweise getrübt. Probleme im Finanzsektor hatten z.B. Anfang der neunziger Jahre die Wirtschaftstätigkeit in den USA, im Vereinigten Königreich und in Australien gebremst.

Geschäftsbanken

Unterschiedliche Ergebnisse der Banken nach Ländern ...

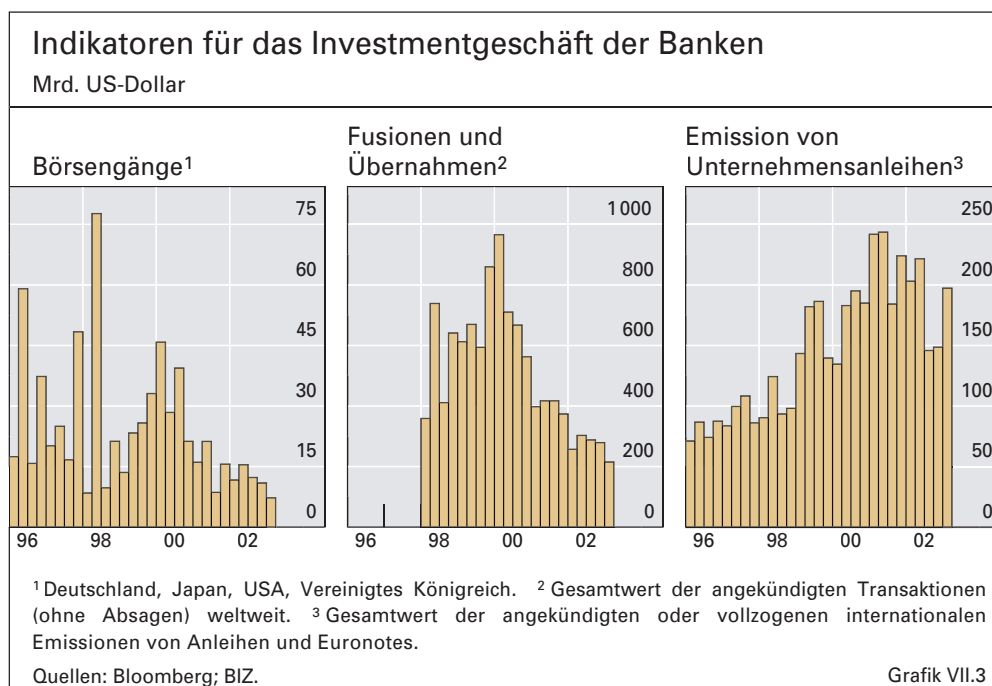
Auch wenn sich die Banken im Berichtszeitraum insgesamt gut behauptet haben, wiesen sie je nach Land und Geschäftsbereich erhebliche Unterschiede auf (Tabelle VII.1). Trotz beträchtlicher Anstrengungen bei der Abschreibung notleidender Kredite und der Begebung neuen Eigenkapitals waren die japanischen Banken weiterhin in ernsten Schwierigkeiten. In Deutschland erhöhte eine vergleichsweise schwache Konjunktur den Druck auf die Geschäftsbanken; aufgrund der strukturell bedingten Beeinträchtigung der Rentabilität des Privatkundengeschäfts stellte dieser Geschäftsbereich, im Gegensatz zu einigen anderen Ländern, zudem keinen Ausgleich dar. Die bedeutenderen, im Großkundengeschäft tätigen Institute verzeichneten überall geringere Erträge

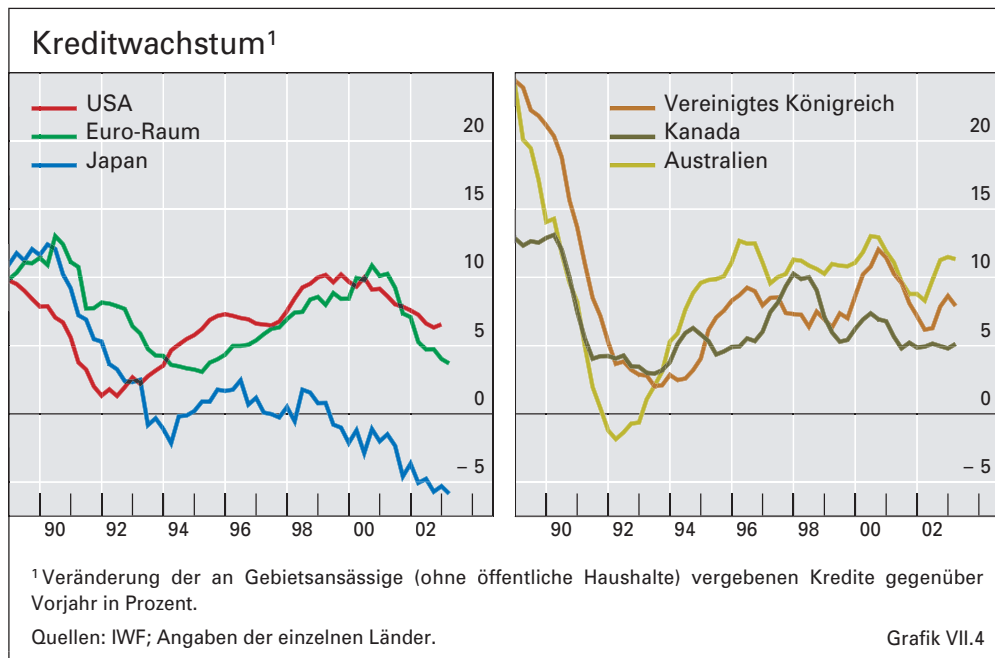
Rentabilität großer Banken ¹												
In Prozent der durchschnittlichen Aktiva insgesamt												
	Gewinn vor Steuern			Wertberichtigungen			Nettozinsspanne			Betriebskosten		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
USA (10)	1,86	1,49	1,66	0,56	0,71	0,72	3,07	3,10	3,11	4,45	4,06	3,46
Japan ² (12)	0,13	-0,93	0,04	0,81	1,36	0,28	1,08	1,14	0,81	1,14	1,20	0,82
Deutschland (4)	0,53	0,14	0,05	0,17	0,24	0,39	0,83	0,90	0,80	1,62	1,62	1,50
Vereinigtes Königreich (4)	1,65	1,27	1,11	0,29	0,31	0,36	2,36	2,07	2,02	2,68	2,48	2,40
Frankreich (4)	0,85	0,74	0,58	0,17	0,22	0,20	0,93	0,94	1,03	1,94	1,87	1,81
Italien (6)	1,15	0,81	0,48	0,44	0,55	0,67	2,06	2,04	2,16	2,37	2,39	2,61
Kanada (6)	1,26	0,92	0,61	0,29	0,41	0,59	1,89	1,95	2,06	2,76	2,84	2,76
Spanien (4)	1,33	1,20	0,93	0,35	0,44	0,49	2,65	2,86	2,66	2,63	2,60	2,37
Australien (4)	1,85	1,47	1,49	0,20	0,27	0,26	2,42	2,22	2,16	2,39	2,15	2,29
Schweiz (2)	0,96	0,42	0,08	0,04	0,14	0,21	0,73	0,68	0,84	2,87	2,91	2,47
Schweden (4)	1,16	0,82	0,70	0,06	0,10	0,09	1,60	1,49	1,48	1,72	1,51	1,44

¹ Anzahl der einbezogenen Banken in Klammern. Japan: 13 Banken bis zu einer Fusion 2002. ² Fiskaljahre; 2002: Zwischenstand vom September.
Quelle: Fitch Ratings. Tabelle VII.1

aus dem Kapitalmarktgeschäft. Niedrige Aktienkurse, geringe Investitionsausgaben und Bemühungen einiger Wirtschaftsunternehmen um die Konsolidierung ihrer Bilanzen verlangsamten das Tempo bei den Fusionen, Übernahmen und Börsengängen (Grafik VII.3). Positiv zu vermerken ist, dass die Kreditaufnahme der privaten Haushalte in vielen Ländern vergleichsweise hoch blieb, wodurch das Kreditwachstum insgesamt und die Gewinne aus dem Kreditgeschäft mit privaten Haushalten gestützt wurden (Grafik VII.4). Anhaltende Bemühungen der Banken um mehr Effizienz und niedrigere Kosten trugen ebenfalls zur Stärkung der Erträge bei.

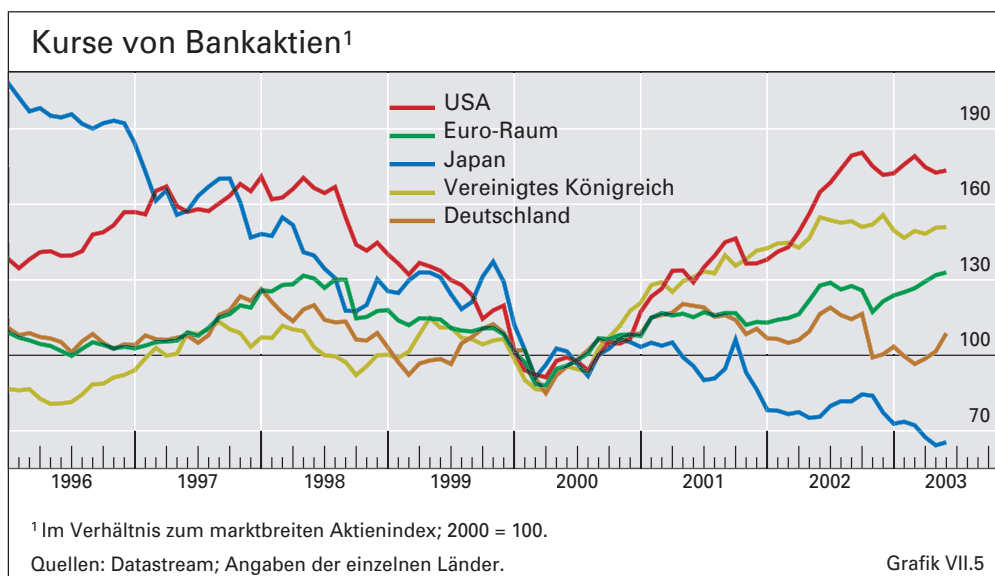
... und nach
Geschäftsbereichen

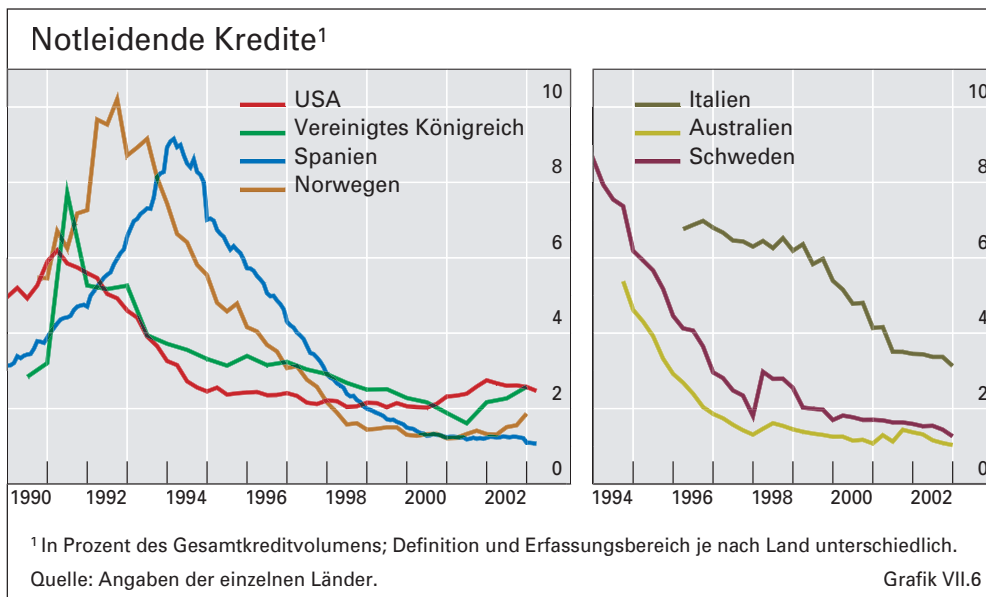




US-Banken
erfolgreich ...

In den USA erzielten die Geschäftsbanken trotz des schwierigen Umfelds ausgezeichnete Ergebnisse, was den Kurs ihrer Aktien im Vergleich zum Markt insgesamt in die Höhe trieb (Grafik VII.5). Da die Wirtschaft in den USA etwas schneller wuchs als in Europa und Japan, blieben die Kreditausfälle gegenüber 2001 praktisch unverändert, und die allgemeinen Messgrößen für die Kreditqualität verbesserten sich sogar geringfügig (Grafik VII.6). Kräftige Ausgaben der privaten Haushalte für Konsumgüter, insbesondere für Pkws, stützten die Vergabe von Verbraucherkrediten, und die anhaltende Stärke des Marktes für Wohneigentum begünstigte die Expansion der Hypothekendarlehen. Zudem verbesserte sich die Rentabilität des Hypothekenkreditgeschäfts durch Provisionseinnahmen aus dem florierenden Hypothekenrefinanzierungsgeschäft. Ein von niedrigen Renditen geprägtes Umfeld und ein höheres Risikobewusstsein führten zu vermehrten Einlagenzuflüssen, sodass die





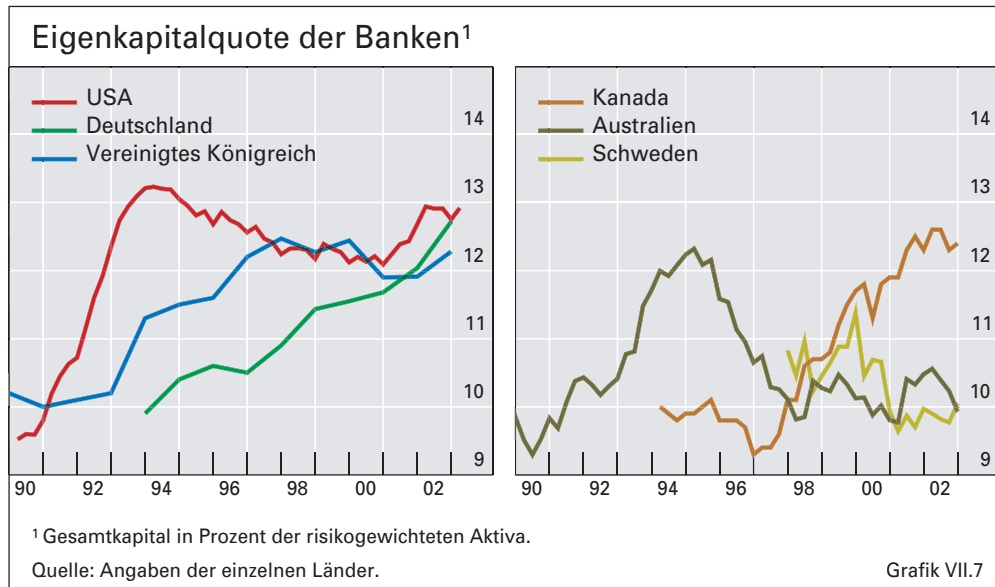
Refinanzierungskosten niedrig blieben und die Nettozinsmargen gestützt wurden. Schließlich sank im letzten Jahr auch der zinsfremde Aufwand gemessen an den Aktiva ganz erheblich. Dies ist wahrscheinlich auf Bemühungen um Kosteneinsparungen, teilweise aber auch auf die veränderten Rechnungslegungsvorschriften in Bezug auf den Firmenwert zurückzuführen.

Obwohl die europäischen Banken generell weniger gut abschnitten als die US-Banken, hielten sich die Zins- und sonstigen Erträge auf recht hohem Niveau, und die Risikovorsorge für Kreditausfälle stieg nur geringfügig. Etablierte Privat- und Firmenkunden im Inland ermöglichten eine kostengünstige Refinanzierung und steigerten die zinsunabhängigen Provisionseinnahmen. In einigen Fällen stiegen die Bankgewinne dank Fortschritten bei der Kostensenkung durch Technologieinvestitionen, Restrukturierungen und Rationalisierungen der betrieblichen Abläufe nach den Konsolidierungen in den späten neunziger Jahren. Mit der Neubewertung und Umschichtung ihrer Produktportfolios konnten viele Banken im Verhältnis zu den Kosten nachhaltig wachsende Einnahmen erzielen, wozu auch der Einnahmewachstum aus einem Spektrum neuer Produkte für die privaten Haushalte beitrug.

Die wichtigste Ausnahme war der deutsche Bankensektor, bei dem das Zusammentreffen konjunktureller und institutioneller Faktoren die seit langem bekannten Strukturprobleme in den Vordergrund rückte. Konjunkturelle Faktoren trafen die deutschen Banken, weil der Abschwung auf dem Inlandsmarkt besonders ausgeprägt war. Die chronisch niedrigen Margen infolge der Fragmentierung des Bankensystems und des intensiven Wettbewerbs vonseiten der staatlich unterstützten Landesbanken konnten die Kreditausfälle zudem nicht ausgleichen, sodass die in den neunziger Jahren geschaffenen Eigenkapitalpolster gefährdet waren. Im derzeitigen Umfeld dürfte es für einige Banken schwierig werden, die Erträge zu erzielen, die nötig wären, um eine erneute deutliche Verschlechterung der Qualität ihrer Aktiva zu bewältigen. Dennoch ist die Eigenkapitalausstattung des deutschen Bankgewerbes insgesamt nach wie vor angemessen (Grafik VII.7). Teilweise wegen der unter Druck stehenden Bankgewinne, aber auch im Rahmen von Bemühungen um eine

... wie auch Banken fast überall in Europa

Deutsche Banken vor größeren Herausforderungen



angemessene Risikobewertung bei Krediten an kleine und mittlere Unternehmen, haben deutsche Banken offenbar ihre Margen auf solche Kredite erhöht – mit möglicherweise negativen Konsequenzen für die betroffenen Unternehmen. Die für 2005 erwartete Beendigung der expliziten Staatsgarantien für Landesbanken und Sparkassen dürfte auf längere Sicht dazu beitragen, den Druck auf die Margen der deutschen Banken zu verringern.

Japanische Banken
noch immer in
Schwierigkeiten

In Japan blieb die Lage für das Bankgeschäft schwierig, da die Wirtschaftsschwäche und der weitere Preisrückgang die Banken zusätzlich belasteten. Unter dem Druck neuer aufsichtsrechtlicher Vorschriften für die Bewertung von Krediten an in Schwierigkeiten geratene Unternehmen widmeten sich die japanischen Banken dem großen Problem notleidender Kredite mit mehr Nachdruck. Im Fiskaljahr 2002 erlitten die größten japanischen Banken in ihren Aktienportfolios Verluste von über 3 Bio. Yen und bildeten Rückstellungen für Kreditausfälle in Höhe von über 5 Bio. Yen. Die tatsächlichen Verluste für das Jahr betragen mehr als 4 Bio. Yen. Zur Stützung ihrer Eigenkapitalausstattung begaben diese Banken Eigenkapitalinstrumente im Wert von etwa 2 Bio. Yen, darunter Stammaktien, Vorzugsaktien und Wandelschuldverschreibungen mit Pflichtwandlung (Kapitel VI). In einigen Fällen wurden diese Instrumente jedoch an verbundene Parteien oder an Kunden der Emissionsbank verkauft, weshalb das neue Kapital nicht unbedingt auf das Vertrauen außenstehender Anleger schließen lässt. Ungeachtet dieser Neuemissionen ging die Eigenkapitalquote bei mehreren der größten japanischen Banken erheblich zurück, sodass sie am Ende des Fiskaljahres in einigen Fällen trotz vorangegangener staatlicher Kapitalinjektionen deutlich unter 10% lag. Ihre tatsächliche Eigenkapitalausstattung könnte zudem wesentlich schwächer sein, als es den Anschein hat, da ein beträchtlicher Teil des Kapitals vorgetragene Steuerrückerstattungen sind, die nur dann vereinnahmt werden können, wenn die Banken in naher Zukunft erhebliche Gewinne erwirtschaften. Als Reaktion auf die Zweifel der Rechnungsprüfer an den Schätzungen für künftige Erträge senkte eine große Bank sogar den ausgewiesenen Betrag ihrer vorgetragenen Steuerrückerstattungen so weit, dass es zu einer staatlichen Intervention kam.

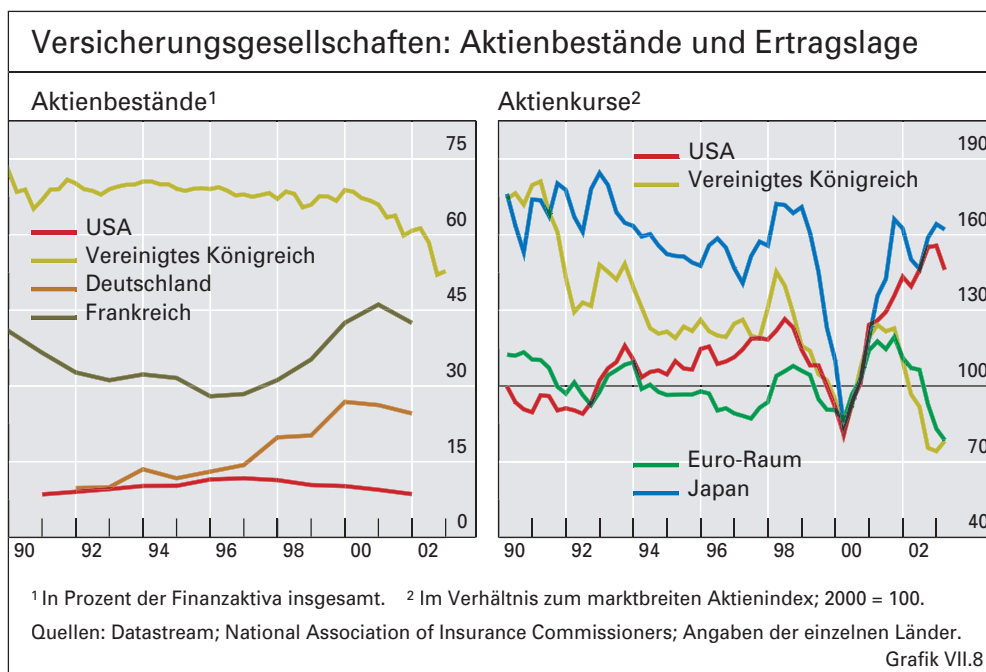
Versicherungsgesellschaften

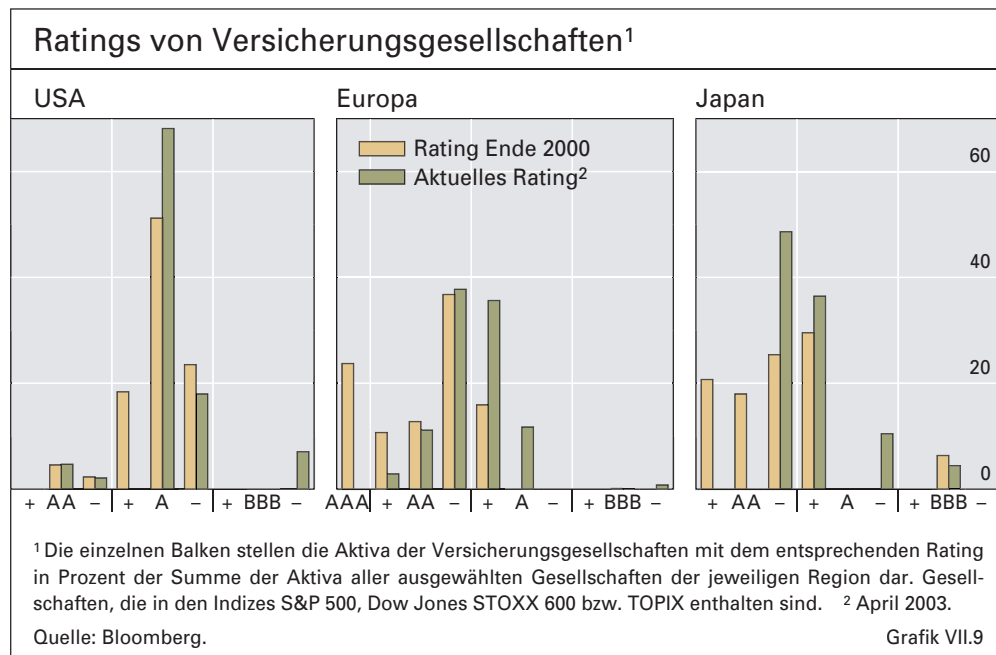
Die Versicherungsbranche erzielte im letzten Jahr wesentlich schwächere Ergebnisse als der Bankensektor. Diese Schwäche war größtenteils eine Folge der geringen Renditen auf Vermögensanlagen, die dazu führten, dass die Gewinne sanken oder sogar Verluste entstanden. Im Lebensversicherungsbereich wurden die Gewinne durch hohe garantierte Renditen auf Versicherungsverträge zusätzlich gedrückt. Im Sachversicherungsbereich, einschließlich Rückversicherungen, wurden die niedrigen Anlagerenditen teilweise durch Gewinne beim Betriebsergebnis ausgeglichen. Das Beitragsaufkommen stieg, und die Ansprüche, die sich 2001 aufgrund der Terroranschläge in den USA und mehrerer Naturkatastrophen sprunghaft erhöht hatten, gingen auf ein üblicheres Niveau zurück.

Die niedrigen Renditen auf Anlagen der Versicherungsgesellschaften beruhten auf zwei Faktoren. Erstens gingen die Renditen neuer festverzinslicher Instrumente infolge der deutlichen Lockerung der Geldpolitik erheblich zurück. Wichtiger ist jedoch zweitens, dass die Talfahrt der Kurse von Unternehmensaktien und -anleihen den Wert der Bestände der Versicherungsgesellschaften verringerte. Dabei wurden nach den in vielen Ländern geltenden Grundsätzen der Rechnungslegung für Versicherungsgesellschaften vermutlich noch nicht einmal alle diese Verluste in den Bilanzen ausgewiesen. Ein Vergleich der Regionen ergibt einen wahrscheinlichen Zusammenhang zwischen höheren Aktienengagements und einer unterdurchschnittlichen Kursentwicklung von Versicherungsaktien (Grafik VII.8). Ein Beispiel hierfür ist die unterschiedliche Wertentwicklung der Aktien der Versicherungsbranche im Vereinigten Königreich und in den USA. Die britischen Versicherungsgesellschaften halten traditionell große Aktienportfolios und haben unter der derzeitigen Marktlage am stärksten gelitten, während das Engagement der meisten US-Gesellschaften am Aktienmarkt durch regulatorische Vorschriften beschränkt wurde.

Versicherungen schwächer als Banken ...

... infolge von Anlageverlusten





Bonitätseinstufung von Versicherungen schlechter

Verluste im Anlagebestand und ein schwaches Betriebsergebnis setzten 2002 die Bonitätseinstufung mehrerer Versicherungsgesellschaften unter Druck. Zur Verbesserung ihrer Bilanz reagierten die Gesellschaften in einigen Fällen mit Dividendenkürzungen oder der Emission von neuem Eigenkapital. In anderen Fällen wurden Gesellschaften herabgestuft (Grafik VII.9), und einige kleinere Versicherungen gingen in Konkurs. In Europa und in Japan waren Herabstufungen häufiger als in den USA. Dennoch blieb die durchschnittliche Bonitätseinstufung der Versicherungsgesellschaften in Europa höher als in den USA.

Ursachen der Widerstandsfähigkeit

Konjunkturelle und strukturelle Faktoren verantwortlich für Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors

Zur jüngsten Widerstandsfähigkeit der Banken in den meisten Industrieländern haben sowohl konjunkturelle als auch strukturelle Faktoren beigetragen. Zu den konjunkturellen zählte, dass der kürzliche Abschwung atypisch war und Kreditausfälle in der Größenordnung vergangener Phasen deshalb ausblieben, auch wenn viele Wirtschaftsunternehmen mit erheblichen Problemen konfrontiert waren. Strukturelle Faktoren waren das in den letzten Jahren zweifellos wesentlich verbesserte Risikomanagement der Banken und die Tatsache, dass die Streuung der Kreditrisiken über den gesamten Finanzsektor durch die Weiterentwicklung der Finanzmärkte erleichtert worden ist.

Konjunkturelle Faktoren

Letzter Zyklus atypisch

Zwei atypische Merkmale des jüngsten Konjunkturabschwungs haben dazu beigetragen, die Auswirkungen auf die Intermediäre, und insbesondere auf die Banken, zu mildern. Erstens war der Abschwung, wie in Kapitel II erörtert, vor allem auf das plötzliche Ende eines investitionsgetriebenen Aufschwungs zurückzuführen, der von überhöhten Aktienbewertungen begleitet war, und nicht auf die Auswirkungen einer geldpolitischen Straffung infolge steigenden

Inflationsdrucks. Somit wurde die Geldpolitik deutlich gelockert, als sich die Konjunktur abschwächte. Niedrigere Zinssätze waren u.a. der Grund für das zweite atypische Merkmal des Konjunkturabschwungs: die relative Stärke der Immobilienpreise. Die Preise für Wohneigentum stiegen weiter, in einigen Ländern sogar sprunghaft (Kapitel VI). Die Preise für Gewerbeimmobilien schwächten sich ab, fielen im Allgemeinen jedoch nicht in dem Maße wie in vielen früheren Abschwüngen.

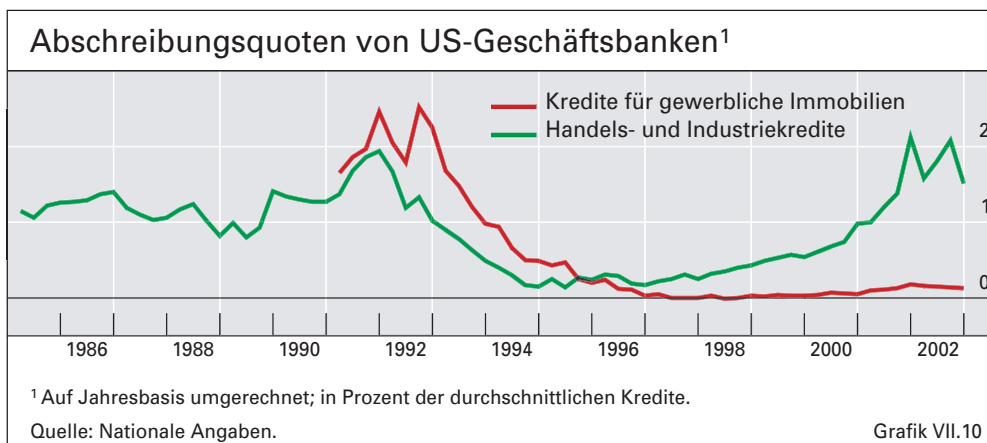
Da niedrigere Zinsen den Schuldendienstaufwand verringerten und hohe Immobilienpreise die Bilanzen stützten, verschlechterte sich die Kreditqualität weitaus weniger als in vergangenen Konjunkturabschwüngen. Die Schwäche der Wirtschaft und die Rückführung von Übersteigerungen in mehreren Branchen, insbesondere Telekommunikation und IT, verursachten zwar erheblich höhere Verluste bei Handels- und Industriekrediten (Grafik VII.10), doch bei Immobiliendarlehen, insbesondere gewerblichen Hypotheken, blieben sie gering. Anleger mit größeren Aktienengagements und festem Aufwand für Verbindlichkeiten, vor allem Versicherungsgesellschaften, verzeichneten im jüngsten Konjunkturabschwung dagegen größere Verluste. Diese waren dem massiven Rückgang der Aktienkurse und den stark rückläufigen langfristigen Zinssätzen zuzuschreiben.

Die vergleichsweise geringfügige Verschlechterung des Gewerbeimmobiliensektors in vielen Ländern war größtenteils auf das Ausbleiben eines Booms in diesem Sektor während des vorangegangenen Aufschwungs zurückzuführen. Im Gegensatz zu den Preisen für Wohneigentum blieben die Preise von Gewerbeimmobilien deutlich unter den früheren Höchstständen (Tabelle VII.2). In den meisten Ländern war zudem die Bautätigkeit nach wie vor mäßig. Folglich waren der Anstieg der Leerstandsquoten und der Rückgang von Pachten und Preisen während der Konjunkturschwäche moderat, und die Kreditnehmer gerieten weniger unter Druck. Gewiss mag der ausgewiesene Anstieg der Leerstandsquoten den ungenutzten Raum unterzeichnen, weil derzeitige Pächter vielleicht versuchen, den nicht mehr benötigten Raum unterzuvermieten. Die Eigentümer erzielten in diesen Fällen jedoch weiterhin Pachteinahmen, mit denen sie ihre Schulden bedienen können.

Angesichts eines geringeren Überangebots an Neubauten als in der Vergangenheit hing die Wertentwicklung von gewerblichem Immobilien-

Kreditqualität
weniger
gesunken als in
früheren Zyklen ...

... insbesondere bei
Immobilienkrediten



Immobilienpreise								
	Gewerbliche Immobilien ¹			Wohneigentum			<i>Nachrichtlich: Verschuldung der privaten Haushalte²</i>	
	1995–2002	2002	2002	1995–2002	2002	2002	1995–2002	2002
	Nominale Veränderung ³		Niveau ⁴	Nominale Veränderung ³		Niveau ⁴	Nominale Veränderung ³	
USA	3,2	-5,6	37	5,8	6,9	100	8,1	8,9
Japan ⁵	-8,7	-10,0	38	-3,0	-4,6	69	0,3	-2,4
Deutschland	4,1	-14,2	63	0,0	1,0	84	4,4	2,5
Vereinigtes Königreich	2,8	-3,7	35	11,8	23,9	100	8,6	13,0
Frankreich	5,9	-4,3	64	4,8	6,7	100	6,2	6,2
Italien	11,6	5,5	84	3,7	10,0	94	8,1	6,3
Kanada	4,6	-0,5	52	3,6	10,3	94	6,0	7,8
Spanien	12,5	-20,5	49	9,8	17,4	100	13,2	6,2
Niederlande	7,5	-11,8	86	11,2	4,5	99	12,7	7,0
Australien	2,5	-7,8	44	9,0	18,5	100	11,9	12,4
Schweiz	0,2	-1,6	61	0,1	4,9	66	3,3	3,3
Belgien	4,0	0,4	78	5,2	6,5	100	5,1	1,5
Schweden	4,9	-7,4	52	8,0	9,2	100	7,1	8,2
Norwegen	5,6	-2,9	43	8,9	5,6	97	7,6	6,1
Dänemark	7,2	8,0	85	7,0	3,4	100	7,9	5,9
Finnland	3,3	-2,3	59	8,2	8,7	79	4,3	4,7
Irland	14,3	-3,0	91	14,5	14,2	100

¹ Australien, Belgien, Italien, Spanien: erstklassige Lage in den größten Städten. ² Falls verfügbar, breit abgegrenztes Aggregat aus der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, sonst Bankkredite; teilweise geschätzt. ³ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ⁴ Im Verhältnis zu der Hochphase der realen Preise für gewerbliche Immobilien/Wohneigentum. ⁵ Grundstückspreise.

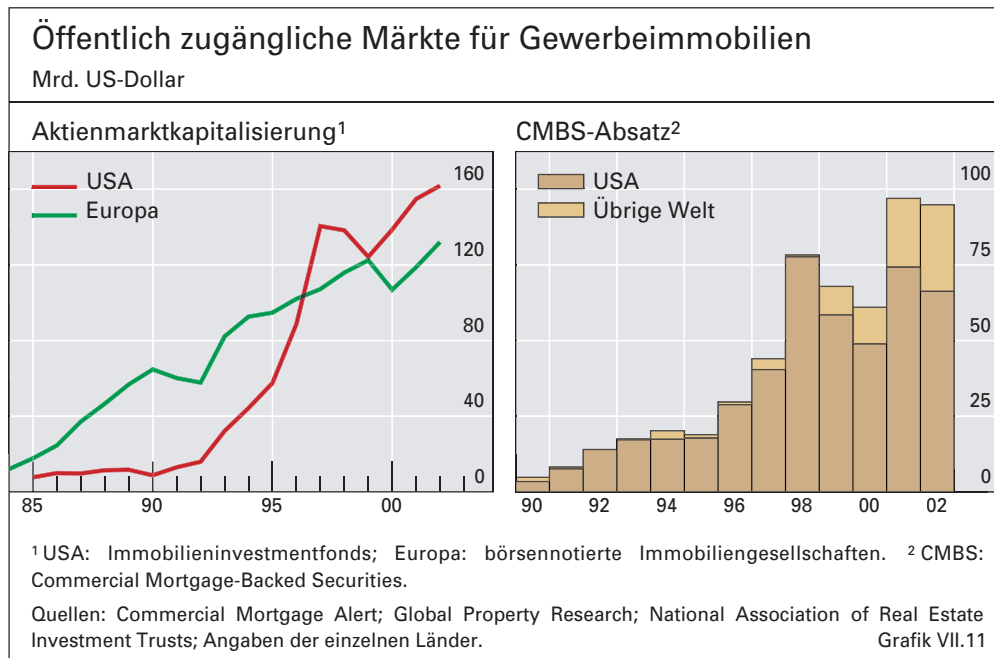
Quellen: Catella Property Consultants; Frank Russell Canada Ltd.; Investment Property Databank Ltd.; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Nomisma; Office of Federal Housing Enterprise Oversight; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle VII.2

Wertentwicklung
von Gewerbe-
immobilien
nachfragebedingt

vermögen von der Nachfrage nach Gewerberaum ab. Das anhaltende Wachstum der Verbraucherausgaben belebte in vielen Ländern die Nachfrage nach Einzelhandelsflächen. Dagegen wurden Büro- oder Industrieimmobilien vor allem dort besonders hart getroffen, wo die Konjunktur schwach war – sei es wegen der schleppenden gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, wie in Deutschland, oder wegen branchenspezifischer Probleme, wie im Silicon Valley in den USA. In einigen Finanzzentren hatte auch der Rückgang des Investmentgeschäfts einen dämpfenden Einfluss. In Städten mit stärker diversifiziertem Gewerbe entwickelte sich das Immobiliengeschäft offenbar besser.

Keine Über-
steigerungen
infolge Erfahrung
mit früheren
Verlusten ...

Dass im jüngsten Konjunkturzyklus Übersteigerungen am Gewerbeimmobilienmarkt praktisch ausblieben, ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Erinnerungen an die Verluste beim Zusammenbruch des Gewerbeimmobilienmarktes Anfang der neunziger Jahre mahnten Anleger und Kreditgeber sicherlich zur Vorsicht und zur eingehenderen Prüfung von Projekten. Zudem bremste der schleppende Abbau der im damaligen Bauboom entstandenen Überkapazitäten wahrscheinlich weitere Investitionen. Die zunehmende Bedeutung marktbasierter Finanzierungsquellen, u.a. Immobilieninvestmentfonds, börsennotierter Immobiliengesellschaften und durch Gewerbeimmobilien



besicherter Wertpapiere, dürfte ebenfalls zur relativen Stabilität dieses Bereichs beigetragen haben (Grafik VII.11). Die Weiterentwicklung dieser öffentlich zugänglichen Refinanzierungsquellen erhöhte sicherlich die Markttransparenz und -disziplin. Außerdem ließ sie eine breitere Risikostreuung zu, sodass sich für den Kreditgeber das Risiko aus einem einzelnen Projekt verringerte. Schließlich erleichterten diese Instrumente neuen Anlegern den Zugang zum Gewerbeimmobilienmarkt, wodurch Projekte im Falle von Schwierigkeiten bei herkömmlichen Refinanzierungsquellen potenziell aus einem größeren Pool schöpfen konnten.

... und strengerer Marktüberwachung

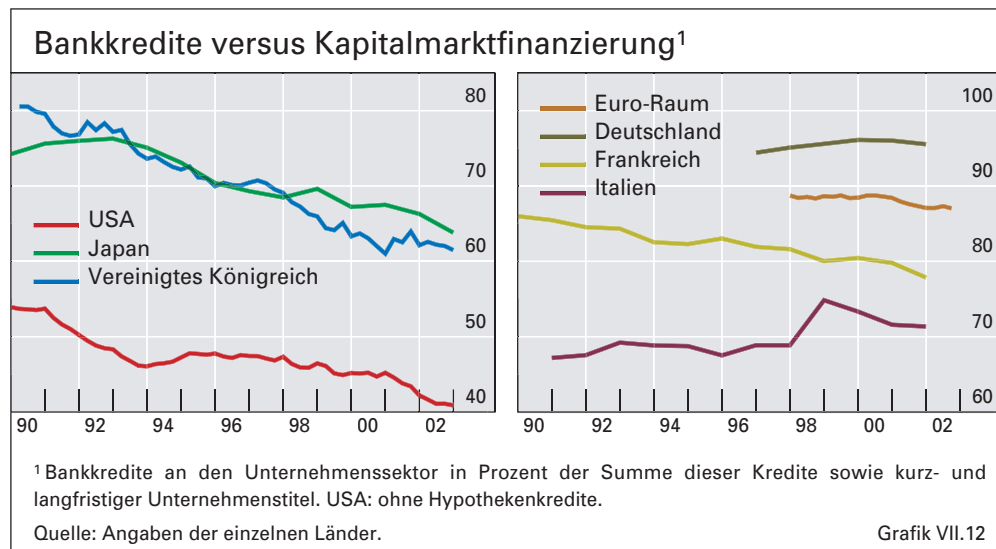
Strukturelle Faktoren

Neben den Besonderheiten des letzten Abschwungs trugen zwei weitere Faktoren dazu bei, dass die Folgen für die Finanzinstitute, insbesondere die Banken, begrenzt blieben. Erstens hat sich die Mittelbeschaffung der Unternehmen in den vergangenen Jahren in vielen Volkswirtschaften generell von Bankkrediten zu Kapitalmarktfinanzierungen verlagert (Grafik VII.12). Folglich wurden Verluste, die in früheren Abschwüngen womöglich allein von den Banken aufgefangen worden wären, teilweise auf Portfolioanleger verteilt. Zweitens waren die Risiken auch innerhalb des Bankensektors breiter gestreut, sodass Risikokonzentrationen im Allgemeinen wirksamer vermieden werden konnten als früher.

Bessere Kreditrisikostreuung durch ...

Fortschritte bei der Messung und Handhabung von Kreditrisiken aufseiten der Banken förderten diese Entwicklung. Die Banken profitierten insbesondere vom Einsatz verbesserter IT-Systeme, die die Beurteilung und Bewertung des Kreditrisikos von Schuldern erleichtern und die Überwachung potenzieller Risikokonzentrationen unterstützen. Das erhöhte Risikobewusstsein der Banken war gleichzeitig eine Reaktion auf den Druck der Finanzmärkte wie auch der Aufsichtsinstanzen, die Risikobewertung zu verbessern, die Eigenkapitalausstattung anzuheben und die Effizienz des Eigenkapitaleinsatzes zu erhöhen.

... besseres Kreditrisikomanagement ...



... und liquidere Märkte für Instrumente zur Risikoübertragung:

Erleichtert wurde die breitere Risikostreuung überdies durch die Weiterentwicklung bestehender und das Entstehen neuer Finanzmärkte, insbesondere der Märkte für Unternehmensanleihen, Konsortialkredite, forderungsunterlegte Wertpapiere und Kreditderivate.

Dass sich die Mittelbeschaffung in den letzten Jahren von den Banken zum Anleihemarkt verlagerte, ist sowohl auf Nachfrage- als auch auf Angebotsfaktoren zurückzuführen. Die Ausweitung des Marktes für hoch rentierende Wertpapiere, insbesondere in den USA, und auch die Entwicklung des europäischen Anleihemarktes nach der Einführung des Euro im Jahr 1999 senkten die Kosten und erhöhten die Verfügbarkeit von Anleihefinanzierungen. Angesichts des nahezu historischen Tiefstands der Anleiherenditen entschieden sich zudem viele Unternehmen offenbar für die Fixierung niedriger Finanzierungskosten und die Vermeidung von Verlängerungsrisiken, indem sie kurzfristige Kredite, darunter auch Bankdarlehen, durch Anleihen ersetzen (Kapitel VI). Gefördert wurde diese Verlagerung zu längerfristigen Finanzierungen auch durch die geringere Bereitschaft der Banken, Auffangkreditlinien für Commercial-Paper-Emissionen bereitzustellen – eine Entwicklung, die mit den Fortschritten bei der Risikobeurteilung zusammenhing.

– Konsortialkredite

Am Markt für syndizierte Unternehmenskredite verlagerten die Banken einen erheblichen Teil der Kreditrisiken auf Nichtbankanleger, z.B. Versicherungsgesellschaften, Investmentfonds, Pensionsfonds, Hedge-Fonds und Verbriefungsgesellschaften. In den letzten Jahren entfiel etwa ein Zehntel des Volumens von US-Konsortialkrediten auf diese Anleger, und das eingegangene Kreditrisiko war dabei weitaus höher als bei den Banken (Tabelle VII.3). Hinter der wesentlich geringeren Qualität dieser Kredite standen vermutlich die größere Risikobereitschaft von Nichtbankanlegern und der Verkauf notleidender Kredite durch Banken, die die Verschlechterung der eigenen Kreditbestände begrenzen wollten. Der Anteil der Transaktionen mit notleidenden Krediten am Gesamtgeschäft des Sekundärmarktes für Konsortialkredite ist in den letzten Jahren tatsächlich deutlich gestiegen.

US-Konsortialkredite ¹								
	Anteil am Gesamtkreditvolumen (%) ²			Nachrichtlich: Gesamtkreditvolumen (Mrd. \$)	Problemkredite (%) ³			
	US-Banken	Ausländische Bank-institute	Nicht-banken		US-Banken	Ausländische Bank-institute	Nicht-banken	Gesamtkreditvolumen
2000	48	45	7	1 951	2,8	2,6	10,2	3,2
2001	46	46	8	2 050	5,2	4,7	14,5	5,7
2002	45	45	10	1 871	6,5	7,3	22,6	8,4

¹ Ausstehende Kredite und nicht beanspruchte Zusagen. ² Kreditvolumen in Dollar je Institutsgruppe in Prozent des Gesamtkreditvolumens in Dollar. ³ Von Inspektoren als „nicht voll werthaltig“, „zweifelhaft“ oder „uneinbringlich“ eingestuftes Kreditvolumen in Dollar, in Prozent des Gesamtkreditvolumens in Dollar.

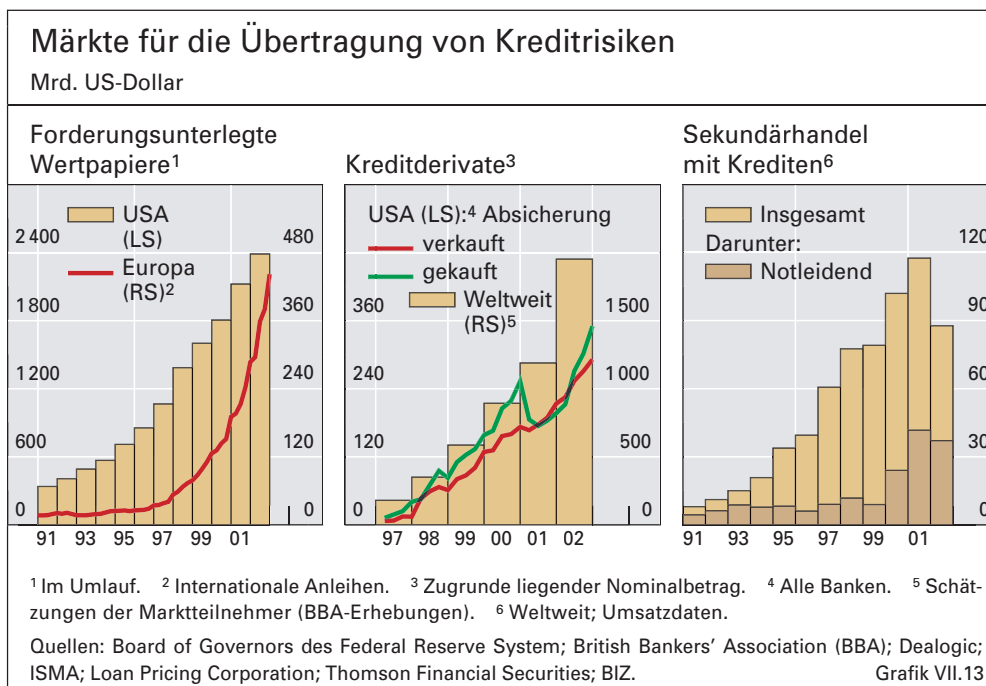
Quelle: Board of Governors des Federal Reserve System. Tabelle VII.3

Intermediäre wandten sich auch zunehmend an den Markt für forderungsunterlegte Wertpapiere, um bei einem breiten Spektrum von Krediten ihr Risikoengagement zu verringern. In den vergangenen Jahren erhöhte sich das Volumen der umlaufenden forderungsunterlegten Wertpapiere in den USA sprunghaft, noch stärker aber in Europa, wo es jährlich um mehr als 50% zunahm (Grafik VII.13). In den USA – dem größten Markt für diese Instrumente – werden Emissionen am häufigsten mit Hypotheken für Wohneigentum unterlegt, in erheblichem Umfang aber auch mit Verbraucherkrediten, Unternehmenskrediten und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. In Europa ergibt sich ein weitgehend ähnliches Bild.

– forderungsunterlegte Wertpapiere

Der Markt für Kreditderivate – u.a. Credit Default Swaps (CDS), Credit-Linked Notes, Total Return Swaps und ähnliche Derivate – expandierte in den letzten Jahren äußerst rasch. Der zugrunde liegende Nominalbetrag dieser Kontrakte erhöhte sich seit Ende der neunziger Jahre sprunghaft um etwa das Zehnfache auf rund \$ 2 Bio. im Jahr 2002. Zum Teil beruht dieser hohe Wert

– Kreditderivate



jedoch nicht auf Nettopositionen für die Absicherung gegen oder Übernahme von Kreditrisiken, sondern auf Handels- und Marktmachergeschäften. Zum Beispiel waren US-Banken seit 1997 am Kreditderivativmarkt als Sicherungsnehmer etwa gleich aktiv wie als Sicherungsgeber, wobei die Engagements von einem vernachlässigbaren Niveau 1997 auf rund \$ 300–350 Mrd. Ende 2002 stiegen. Im Zeitverlauf variierten die Nettopositionen im Verhältnis zu den Bruttopositionen erheblich, wobei die US-Banken gelegentlich Nettosicherungsgeber waren. Dennoch waren sie Ende 2002 Nettosicherungsnehmer in der Größenordnung von \$ 60 Mrd., was etwa 8% ihrer Handels- und Industriekredite entspricht.

Banken als Netto-
käufer von Kredit-
absicherungen ...

Eine Erhebung von Fitch Ratings bei zahlreichen großen Finanzinstituten in den USA und Europa liefert weitere Angaben zur Größe und Struktur des

Kreditderivate ¹							
Ende September 2002; Mrd. US-Dollar							
	Credit Default Swaps	Portfolioinstrumente	Credit-Linked Notes	Total Return Swaps	Sonstige	Insgesamt ²	Nachrichtlich: CDO ³
	Brutto ⁴						
Insgesamt	614,0	390,6	17,4	48,6	113,7	1 184,4	117,4
USA	259,4	327,6	8,3	23,0	110,1	728,5	85,5
Banken	246,7	40,2	7,5	22,2	110,1	426,7	10,2
Versicherungsgesellschaften	4,9	103,1	0,8	0,9	0	109,7	18,9
Bürgende Finanzinstitute	7,8	184,3	0	0	0	192,1	56,4
Europa	354,7	62,9	9,1	25,6	3,6	455,9	31,9
Banken	351,3	54,0	9,0	25,6	3,6	443,4	31,5
Versicherungsgesellschaften	3,4	8,9	0,1	0	0	12,5	0,4
	Netto ⁴						
Insgesamt	-25,3	206,5	-27,7	2,3	31,6	187,4	...
USA	-6,9	215,3	-1,0	1,9	30,7	240,1	...
Banken	-18,3	-42,9	-1,8	1,0	30,7	-31,2	...
Versicherungsgesellschaften	4,2	99,2	0,8	0,9	0	105,0	...
Bürgende Finanzinstitute	7,2	159,1	0	0	0	166,3	...
Europa	-18,5	-8,8	-26,7	0,4	0,9	-52,7	...
Banken	-21,7	-17,7	-26,9	0,4	0,9	-65,0	...
Versicherungsgesellschaften	3,2	8,9	0,1	0	0	12,3	...

¹ Diese Daten fassen Resultate einer Erhebung bei rund 150 Teilnehmern am Kreditderivativmarkt zusammen, wobei Sicherungsgeber stärker berücksichtigt wurden. ² Werte für die übrigen Regionen: \$ 13,9 Mrd. (brutto) bzw. \$ 8,7 Mrd. (netto). ³ Collateralised Debt Obligations: Das Gesamtvolumen für die übrigen Regionen beträgt \$ 0,6 Mrd. ⁴ Die Bruttopositionen umfassen die aggregierten Bruttoverkäufe von Kreditabsicherungen. Sie stellen ein Messinstrument für den maximalen Verlust bei einem Ausfall sämtlicher Referenzschuldner dar. Im Gegensatz dazu spiegeln die Nettopositionen die aggregierten Nettoverkäufe von Kreditabsicherungen wider; dabei werden aufrechenbare Positionen gegenüber demselben Referenzschuldner berücksichtigt. Die spezifischen Definitionen des Brutto- und Nettorisikoengagements unterscheiden sich teilweise je nach dem internen Berichtssystem der Erhebungsteilnehmer.

Quelle: Fitch Ratings. Tabelle VII.4

Kreditderivativmarktes im Herbst 2002 (Tabelle VII.4). Die Bruttositionen, die die befragten Firmen am Kreditderivativmarkt eingegangen waren, hatten einen zugrunde liegenden Nominalbetrag von insgesamt \$ 1,2 Bio., wobei sich Collateralized Debt Obligations auf weitere \$ 117 Mrd. beliefen. Der größte Teil dieser Bruttositionen entfiel auf Banken, doch auch Versicherungsgesellschaften und bürgende Finanzinstitute wiesen beträchtliche Engagements auf. Bei allen befragten Instituten waren die Nettositionen wesentlich kleiner als die Bruttositionen. Zum Zeitpunkt der Erhebung waren sowohl US- als auch europäische Banken Nettosicherungsnehmer, während Versicherungsgesellschaften und natürlich bürgende Finanzinstitute wichtige Nettosicherungsgeber waren. In Europa hatten größere Banken Kreditabsicherungen von kleineren regionalen Banken gekauft, die attraktivere Renditen anstrebten und ihre Kreditrisiken zu diversifizieren suchten.

... Versicherungsgesellschaften als Nettoverkäufer

Finanzinstitute nutzten diese Märkte in unterschiedlichem Maße, um ihre Risiken auf andere Länder oder Sektoren zu übertragen. Die grenzüberschreitende Risikoübertragung war offensichtlich bei Konsortialkrediten und Unternehmensanleihen am häufigsten. Am Markt für Konsortialkredite entfielen etwa 30% der Kredite, die in den letzten Jahren für US-Schuldner arrangiert wurden, auf europäische und japanische Banken (Tabelle VII.5). Umgekehrt stellten US- und japanische Banken etwa 20% der Konsortialkredite für Unternehmen in Europa bereit. Bei den forderungsunterlegten Wertpapieren sind

Auch grenzüberschreitende Risikoübertragung möglich

Weltweite Konsortialkredite an Nichtfinanzschuldner						
Prozent						
Nationalität der Schuldner ¹	Nationalität der Mittelgeber					Nachrichtlich: Verhältnis zu Bankkredit ³
	USA	Euro-Raum	Vereinigtes Königreich	Japan	Sonstige ²	
USA						
1993–95	49,4	17,2	3,7	12,6	17,2	33,2
1996–99	51,0	17,6	2,5	7,5	21,4	52,0
2000–02	56,4	20,6	4,5	5,6	13,4	48,0
Euro-Raum						
1993–95	8,2	61,1	5,6	14,5	10,6	...
1996–99	8,5	68,5	5,6	4,0	13,4	5,0 ⁴
2000–02	13,7	63,6	10,2	4,6	7,9	7,0
Vereinigtes Königreich						
1993–95	11,6	27,2	29,2	13,9	18,2	13,7
1996–99	11,7	35,2	22,4	9,9	20,8	23,4
2000–02	15,0	35,2	32,0	7,2	10,7	28,6
Japan						
1997–99	4,9	17,4	4,0	63,2	10,6	0,5
2000–02	4,1	8,0	1,7	84,4	1,8	2,8

¹ Sitzland des Schuldners. ² Enthält Kredite nicht aufgliederbarer Herkunft. ³ Durchschnitt der im jeweiligen Zeitraum neu vereinbarten Konsortialkredite, einschl. in Anspruch genommener und nicht in Anspruch genommener Anteile, in Prozent des durchschnittlichen ausstehenden Gesamtkreditvolumens der Banken gegenüber Wirtschaftsunternehmen. ⁴ 1997–99.

Quellen: Dealogic Loanware; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen. Tabelle VII.5

ähnliche Daten zwar nicht verfügbar, doch haben die ausländischen Bestände an US-Unternehmensanleihen in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen und erreichten Ende 2002 rund \$ 1,3 Bio., über 20% aller ausstehenden US-Unternehmensanleihen.

Dagegen lassen die nur begrenzt verfügbaren Daten bei den Kreditderivaten nicht erkennen, dass ihr Einsatz zu großen grenzüberschreitenden Nettoübertragungen von Kreditrisiken geführt hätte. Die oben erwähnte Erhebung von Fitch Ratings zeigte auf aggregierter Basis keine Nettokäufe bzw. -verkäufe von Kreditabsicherungen in einzelnen Regionen. Hinsichtlich etwaiger Unterschiede zwischen den Instituten ergab eine neuere Erhebung bei großen US-Banken, dass diese ihre CDS – die gebräuchlichste Form von Kreditderivaten – weit überwiegend mit anderen US-Banken abschlossen.

Schwachstellen

Im Allgemeinen haben die Finanzinstitute den letzten Abschwung zwar vergleichsweise gut überstanden, doch bleiben Risiken bestehen, die ihre künftige Finanzkraft gefährden. Die Hauptrisiken ergeben sich aus der Ungewissheit über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Sollte die Konjunkturschwäche entgegen den Erwartungen anhalten, könnte dies den Wert der Vermögenswerte zweifellos weiter verringern und den Druck auf die Bilanzen verstärken. Zusätzlich zu diesen konjunkturbedingten Risiken sind einige Finanzinstitute auch mit Rechts- und Reputationsrisiken konfrontiert, die aus ihrem Verhalten im Boom Ende der neunziger Jahre herrühren. Auch die mögliche Krisenanfälligkeit der neuen Märkte für die Übertragung von Kreditrisiken könnte für die Marktteilnehmer eine Gefahr darstellen.

Konjunkturbedingte Risiken

Der grundlegende Bestimmungsfaktor einer Reihe potenzieller Risiken für die Finanzinstitute ist die Entwicklung der Weltwirtschaft. Aufgrund der allgemeinen Erwartung einer allmählichen Erholung bis hin zur Erreichung des Produktionspotenzials wäre damit zu rechnen, dass sich die Qualität der Vermögenswerte und damit die Erträge der Finanzinstitute mit der Zeit verbessern. Dagegen könnte eine Phase anhaltender wirtschaftlicher Schwäche oder gar ein neuerlicher Abschwung die Eigenkapitalpolster, die bislang die Widerstandsfähigkeit der Institute gesichert haben, aufzehren und somit die Institute in Schwierigkeiten bringen.

In derartigen Szenarien würden schwache Preise von Vermögenswerten wahrscheinlich eine Schlüsselrolle spielen. Zum Zeitpunkt der Drucklegung sind die Bewertungen an den Aktienmärkten trotz lang anhaltender Talfahrt nach wie vor vergleichsweise hoch, weil auf kurze Sicht eine deutliche Erholung der Erträge erwartet wird (Kapitel VI). Außerdem tendieren Aktienkurse erfahrungsgemäß gegen Ende umfangreicher Korrekturen zum Überschießen und könnten somit weiter zurückgehen, wenn der Konjunkturaufschwung lange genug auf sich warten ließe. Auch die Immobilienpreise zeigten in den letzten Monaten rückläufige Tendenzen (Kapitel VI). Eine anhaltende wirtschaftliche Schwäche könnte sehr wohl zu

Anhaltende wirtschaftliche Schwäche als Hauptrisiko

Schlüsselrolle der Preise von Vermögenswerten

ausgeprägten Preisrückgängen führen, zumindest an den Märkten, die in den letzten Jahren am stärksten zugelegt haben. Überdies könnte sich die zunehmende Abhängigkeit des Gewerbeimmobiliensektors von der Marktfinanzierung als zweischneidig erweisen. Das Bedürfnis der Anleger nach Sicherheit und Liquidität könnte durchaus stärker werden, wenn sich die Bedingungen an den Finanzmärkten verschlechtern sollten, und dies würde – wie im Herbst 1998 – die Preise von mit Gewerbeimmobilien unterlegten Wertpapieren nach unten drücken.

Versicherungsgesellschaften sind angesichts der Struktur ihrer Portfoliobestände, insbesondere unter Niedrigzinsbedingungen, dem Risiko eines weiteren Verfalls der Preise dieser Vermögenswerte am unmittelbarsten ausgesetzt. Ernsthaft geschwächte Eigenkapitalpositionen lassen nur begrenzte Handlungsmöglichkeiten zu, und eine Verschlechterung der Marktbedingungen könnte Bemühungen um eine Eigenkapitalerhöhung erschweren. Weitere Notverkäufe von Aktien durch Versicherungsgesellschaften würden zudem den Rückgang der Aktienkurse beschleunigen.

Versicherungsgesellschaften am stärksten exponiert

Der Wert der Vermögensbestände von Betriebsrentenplänen ist in den letzten Jahren aufgrund von niedrigeren Aktienkursen, Unternehmenskonkursen und steigenden Kreditzinsaufschlägen drastisch zurückgegangen. Pensionsfonds wurden auch durch die niedrigen Zinssätze belastet, die den versicherungsmathematischen Wert ihrer Verbindlichkeiten erhöhten. Angesichts der abnehmenden Deckung dieser Verbindlichkeiten mussten viele Arbeitgeber, in der Regel große Industrieunternehmen mit vielen älteren Beschäftigten, die Beiträge zu ihren Betriebsrentenplänen zu einer Zeit erhöhen, als ihre Gewinne bereits rückläufig waren. Zudem werden höhere Pensionsaufwendungen die ausgewiesenen Erträge von Unternehmen mit großen leistungsorientierten Betriebsrentenplänen aufgrund der in vielen Ländern derzeit üblichen Rechnungslegungspraxis voraussichtlich weiterhin belasten. Dies wiederum verzögert die Auswirkungen einer wirtschaftlichen Erholung auf die Bewertung ihrer Aktien. In mehreren Fällen lösten Bedenken darüber, welche Folgen unzureichend gedeckte Pensionsverbindlichkeiten für die Kapitalstruktur der Unternehmen haben könnten, Bonitätsrückstufungen aus und führten so zu höheren Finanzierungskosten (Kapitel VI).

Ein weiteres Sinken der Preise von Vermögenswerten würde die finanzielle Lage der leistungsorientierten Pensionskassen und der hinter ihnen stehenden Unternehmen zusätzlich belasten. Da die Marktteilnehmer sich der möglichen Auswirkungen von Pensionsverbindlichkeiten auf die Unternehmensbilanzen deutlicher bewusst sind, könnte die Reagibilität der Aktien- und Anleihekurse auf die Finanzierung der Betriebsrentenpläne weiter zunehmen. Überdies sind in vielen Ländern Änderungen in den Regeln und Verfahren für die buchhalterische Behandlung dieser Bilanzposten und ihren Bezug zur Gewinn- und Verlustrechnung vor kurzem eingeführt worden oder zu erwarten. Diese Änderungen werden den Handlungsspielraum der Unternehmen im Falle von Wertverlusten bei Vermögenswerten wohl einschränken, weil sie zumeist die bisherige Flexibilität der Unternehmen verringern, die Auswirkungen von Deckungslücken bei den Betriebsrentenplänen auf die Erträge über einen längeren Zeitraum auszugleichen.

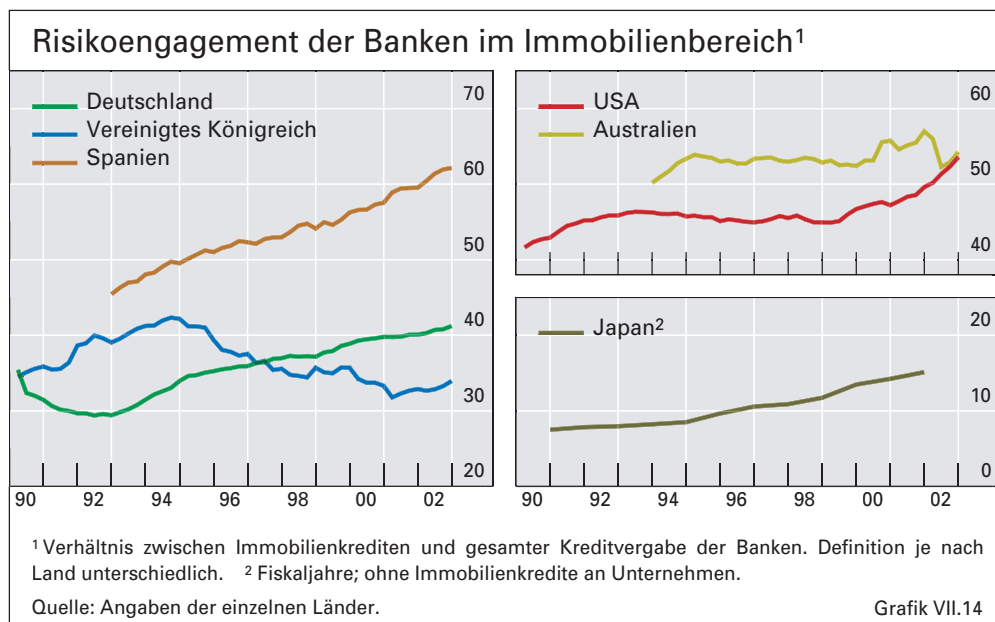
Auch Betriebsrentenpläne könnten unter Druck geraten

Negative Auswirkungen auf Banken womöglich erst später sichtbar

Eine lang anhaltende wirtschaftliche Schwächephase würde zusammen mit niedrigeren Preisen von Vermögenswerten auch die Finanzlage der Banken belasten, obgleich es länger dauern dürfte, bis diese Auswirkungen zutage treten. Trotz der jüngsten Maßnahmen zur Sanierung der Bilanzen bleibt die Schuldenlast der Unternehmen in vielen Ländern hoch, und ein anhaltendes unterdurchschnittliches Wachstum könnte infolge der geringeren Unternehmenseinnahmen und -gewinne die Verluste der Banken aus Unternehmenskrediten in die Höhe treiben. Insbesondere weisen die Banken weiterhin ein erhebliches Risikoengagement gegenüber Unternehmen in schwachen Branchen auf, z.B. der Informationstechnologie, den Medien, der Telekommunikation und der Reisebranche. Niedrigere Immobilienpreise könnten die Banken ebenfalls belasten, weil der Anteil der mit Immobilien unterlegten Darlehen in vielen Ländern sehr hoch ist und sich vor kurzem teilweise noch erhöht hat (Grafik VII.14). Wenn Einkommens- und Beschäftigungswachstum schwach bleiben und nachgebende Preise für Wohneigentum dafür sorgen, dass die privaten Haushalte sich keine liquiden Mittel mehr über Wertzuwächse beim Wohneigentum beschaffen können und dadurch weniger flexibel sind, könnte durchaus auch die Qualität guter Kredite an private Haushalte sinken. Die als „nicht erstklassig“ eingestuften Kredite stehen ohnehin bereits unter erheblichem Druck. Eine anhaltende wirtschaftliche Schwäche und Rückgänge der Immobilienpreise würden auch die Gewerbeimmobilienkredite belasten und damit einen Bereich schwächen, der im jüngsten Abschwung zur Widerstandsfähigkeit der Banken und Versicherungsgesellschaften beigetragen hat.

Einige Institute möglicherweise anfällig gegenüber höheren Zinsen

Eine andauernde Schwächephase könnte zu höheren langfristigen Zinssätzen führen, entweder weil die Staatsfinanzen ausgehöhlt werden oder weil – als Reaktion auf die vermehrte Ungewissheit – eine Flucht zu liquiden Mitteln stattfindet. Eine solche Entwicklung würde diejenigen Finanzinstitute gefährden, die äußerst anfällig gegenüber Zinsänderungen sind. Während einige Marktteilnehmer in Erwartung stabiler oder sinkender Zinssätze vielleicht



bewusst solche Risikoengagements eingehen, könnten sie bei anderen – z.B. den japanischen Banken – das Fehlen attraktiver Alternativen widerspiegeln. Außerdem dürften manche Institute Schwierigkeiten haben, ihre komplexen Zinspositionen abzusichern. Das könnte etwa bei den staatlich unterstützten US-Wohnbaufinanzierungsgesellschaften der Fall sein, die dem Risiko vorzeitiger Hypothekenrückzahlungen ausgesetzt sind. Sobald ein Zinsanstieg einsetzt, könnte er zudem verstärkt werden, falls einige Marktteilnehmer aufgrund der steigenden Zinsen nicht mehr als Händler oder Marktmacher auftreten würden und sich die Marktliquidität entsprechend verringerte. Ein Beispiel dafür ist der Zinsanstieg Anfang 1994. Natürlich würde eine unerwartet rasche wirtschaftliche Erholung die Zinssätze ebenfalls in die Höhe treiben. In diesem Fall würden indes höhere Einkommen und Preise von Vermögenswerten sicherlich zur Risikominderung bei den Finanzinstituten beitragen.

Sonstige Risiken

Selbst wenn sich der Wert von Vermögenspositionen bei einer weiteren stetigen Erholung der Weltwirtschaft festigt, könnten einige Finanzinstitute noch mit anderen Schwierigkeiten konfrontiert werden, die zum Teil eine Spätfolge des Finanzmarktbooms der späten neunziger Jahre sind. Zu diesen potenziellen Schwachstellen gehören zum einen Rechts- und Reputationsrisiken aufgrund des damaligen Verhaltens der Institute und zum anderen mögliche Probleme in der Funktionsfähigkeit der neuen Märkte für die Übertragung von Kreditrisiken. Diese Schwachstellen sind schwieriger zu beurteilen und wohl weniger verbreitet als diejenigen, die mit der wirtschaftlichen Schwäche und den niedrigeren Preisen von Vermögenswerten zusammenhängen. Dennoch könnten sie große Finanzinstitute in Schwierigkeiten bringen und unter Umständen weiter reichende Auswirkungen haben.

Das Ausmaß der Rechts- und Reputationsrisiken, denen führende Investmentbanken als Folge ihrer Geschäftspraktiken in den späten neunziger Jahren ausgesetzt sein könnten, ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt schwer abzuschätzen. Mehrere große Finanzinstitute in den USA erzielten vor kurzem mit den Behörden auf nationaler und bundesstaatlicher Ebene eine Einigung in Fragen bezüglich des Geschäftsbereichs Investment Research und der Durchführung von Börsengängen. Diese Einigung legte der Branche erhebliche, aber tragbare Kosten auf. Sie verhindert jedoch weder, dass die Behörden fragwürdigen Geschäften mit Enron oder anderen in Schwierigkeiten geratenen Unternehmen nachgehen, noch schließt sie eine rechtliche Auseinandersetzung mit privaten Anlegern aus.

Zwei große US-Banken bildeten Ende 2002 Rückstellungen für etwaige Kosten im Zusammenhang mit solchen Ermittlungen und Gerichtsverfahren. Angesichts der mit solchen Rechtsangelegenheiten verbundenen Ungewissheit, der großen Zahl möglicher Kläger und der potenziellen Größenordnung der Schadenersatzforderungen ist es nicht leicht, die angemessene Höhe solcher Rückstellungen zu ermitteln. So könnten die tatsächlich anfallenden Kosten beträchtlich höher sein als die bislang gebildeten Rückstellungen. Folglich hätten einzelne Institute im Extremfall mit einer Herabsetzung ihres Rating und verstärkten Liquiditätsengpässen zu rechnen.

Rechts- und
Reputationsrisiken
für die größten
Institute

An neuen Märkten für Übertragung von Kreditrisiken Bedenken wegen mangelnder Transparenz ...

Dass einige Finanzinstitute in ihrem Kreditrisikomanagement von den Märkten für die Risikoübertragung abhängig sind, gibt Anlass zu gewissen Bedenken. Zunächst einmal können künftige Schwierigkeiten nicht ausgeschlossen werden, auch wenn diese Märkte mehrere größere Unternehmenskonkurse erfolgreich bewältigten, denn die Märkte sind vergleichsweise jung und daher noch nicht in Zeiten erheblicher Anspannungen auf die Probe gestellt worden. Ein besonderes Problem ist ihre mangelnde Transparenz in Bezug auf die letztendliche Verteilung der Kreditrisiken, sodass einige Marktteilnehmer womöglich mehr Risiken übernehmen, als anderen Marktteilnehmern oder den Finanzbehörden bewusst ist. Zudem können die zentrale Rolle einer Handvoll großer Finanzinstitute und die sich zwischen ihnen ergebenden Verbindungen zur Folge haben, dass Probleme auf andere Institute übergreifen, auch wenn sich die Marktteilnehmer um Risikobegrenzung bemühen. Sollten solche Spillover-Effekte die Liquidität und Kapazität des Marktes beeinträchtigen, könnte es für andere Marktteilnehmer schwierig werden, ihr Kreditrisiko zu steuern. Mögliche Folgen wären eine geringere Verfügbarkeit von Krediten und entsprechend höhere Kreditkosten.

... Konzentrationsrisiko ...

... und Interessenkonflikten

Bedenken bestehen auch in Bezug auf ein grundlegendes strukturelles Problem. Viele Finanzinstitute, die Kreditderivate zur Steuerung ihrer Kreditrisiken einsetzen, haben über ihr Kredit- oder Emissionsgeschäft Beziehungen zu den Unternehmen, deren Risiken sie handeln. Folglich dürften diese Institute zeitweise Zugang zu nicht öffentlichen Informationen haben, die ihnen gegenüber schlechter informierten Marktteilnehmern einen unlauteren Vorteil verschaffen. Geschäfte auf der Basis solcher Insider-Informationen sind rechtswidrig und könnten potenzielle Kontrahenten abschrecken. Finanzinstitute haben interne Mechanismen, um grundsätzlich sicherzustellen, dass Händler keinen Zugang zu nicht öffentlichen Informationen haben bzw. nicht auf deren Basis handeln können. Solche Mechanismen können jedoch dazu führen, dass Institute Kreditderivate nur begrenzt oder gar nicht für ihr Kreditrisikomanagement einsetzen können.

Vielfalt an Finanzierungsmöglichkeiten und Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors

Bilanzwirksame und marktbasierter Finanzierung ergänzen einander

Der derzeitige Konjunkturzyklus weicht sowohl hinsichtlich der Gründe des Abschwungs als auch hinsichtlich der Entwicklung im Finanzsektor vom typischen Muster ab. Er wirft überdies Fragen zu dem Verhältnis zwischen bilanzwirksamer und marktbasierter Finanzintermediation im Umgang mit finanziellen Anspannungen auf. So zeigt die jüngste Erfahrung, wie wichtig es ist, die Stärken und Schwächen dieser beiden Formen der Finanzintermediation zu verstehen.

Der gesamtwirtschaftliche Wert des Finanzsystems wird daran gemessen, inwieweit es gelingt, die Mittel der Sparer produktiven Verwendern zuzuführen und die Risiken denen zuzuweisen, die am ehesten bereit und fähig sind, sie zu tragen. So gesehen ist ein System dann besser, wenn es diese Funktionen effizient ausübt und gegenüber Verwerfungen und Engpässen weniger anfällig ist.

Der wichtigste Vorteil bilanzwirksamer Finanzintermediation ist, dass sie dank der Überwachung und dank vielschichtigen längerfristigen Beziehungen besser geeignet ist, für einen reibungslosen Informationsfluss und ungehinderte Anreizmechanismen zu sorgen. Da Intermediäre jedoch die daraus folgenden Kreditrisiken in der Regel in ihre Bücher übernehmen, ist der Diversifizierungsspielraum durch das Bilanzvolumen und die Fixkosten für das Eingehen informationsintensiver Beziehungen begrenzt.

Bilanzwirksame Finanzierung kann zur Lösung von Informations- und Anreizproblemen beitragen ...

Marktbasierte Finanzintermediation dagegen lässt eine bessere Risikostreuung über das gesamte System zu, sofern die letztlichen Anleger ihre Portfolios gut diversifizieren. Dazu wiederum bedarf es zum einen öffentlich zugänglicher Informationen, damit alle Anleger die Risiken und Renditen verschiedener Anlagemöglichkeiten bewerten können, und zum anderen niedriger Transaktionskosten, damit die Portfolios bei neuen Informationen über ein Unternehmen leicht angepasst werden können. Folglich sind handelbare Wertpapiere sowie Regeln für die Offenlegung und Handhabung von Informationen die wichtigsten Bausteine eines wirksamen marktbasierten Systems.

... doch marktbasierter Finanzierung kann Diversifizierung verbessern

Die Möglichkeit, ohne weiteres zwischen bilanzwirksamer und marktbasierter Finanzintermediation zu wechseln, ist für Finanzsysteme ein Pluspunkt. Systeme mit einer solchen Flexibilität sind wahrscheinlich robuster als jene, die nur auf eine einzige Intermediationsform zurückgreifen können. So können beide Formen das System als Ganzes in gewisser Weise diversifizieren, weil Störungen in der einen Intermediationsform durch erhöhte Inanspruchnahme der anderen gemildert werden können. Sofern sich Finanzkonglomerate sowohl in der direkten Vergabe von Krediten als auch im Emissions- und Marktmachergeschäft betätigen, dürften sie zudem von einem stabileren Einnahmenezufluss profitieren als stärker spezialisierte Institute.

Nützliche Redundanz bei Anspannungen

Allerdings dürften die offensichtlichen wirtschaftlichen Vorteile alternativer Finanzierungskanäle durch die Konsolidierung großer Finanzinstitute untergraben werden. Aus der Sicht eines einzelnen Instituts sollte der Zugang zu einem breiteren Spektrum von Aktivitäten und Produkten Cross-Marketing und Diversifizierung ermöglichen, was die Rentabilität steigern und die Risiken mindern könnte. Unter dem Gesichtspunkt der Systemstabilität dürften größere Konzerne jedoch neue Risiken schaffen. Da die Institute immer häufiger in beiden Arten des Finanzierungsgeschäfts zugleich tätig sind, beruhen die bilanzwirksame Finanzintermediation, das Investment Banking und das Marktmachergeschäft auf derselben Eigenkapitalbasis (Tabelle VII.6). Folglich könnten Verluste in einem Tätigkeitsbereich das Gesamtunternehmen belasten und dessen Aktivitäten in anderen Bereichen beeinträchtigen.

Konsolidierung dürfte Redundanz verringern ...

Somit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein genügend großer Schock mit seinen Auswirkungen auf ein oder mehrere große, komplexe Finanzinstitute Funktionsstörungen bei beiden Intermediationsformen hervorruft. Das Risiko von Spillover-Effekten dürfte zugenommen haben, weil die Konsolidierung mit einer erheblichen Konzentration von Transaktionen auf die größten Institute einhergegangen ist. Dadurch, dass die einzelnen Finanzkonzerne ihre Geschäftsbereiche stärker diversifizieren, entsteht außerdem das Risiko, dass der Finanzsektor insgesamt weniger stark diversifiziert ist, weil sich die Risikoengagements der größten Institute immer ähnlicher werden.

... da die gleiche Eigenkapitalbasis beide Formen der Intermediation stützt ...

... und Firmen ähnliche Risikoprofile haben dürften

Konzentrationsmaße für verschiedene Kategorien von Finanzinstrumenten				
Prozent				
5 wichtigste Institute bei:	Anteil der Institute an: ¹			
	Internationale Anleiheemissionen	Internationale Aktienemissionen	Konsortialkreditgeschäft	Derivate insgesamt
Emission von Anleihen				
1991–93	36,5	42,2	7,4 ²	...
1994–96	36,1	43,1	25,1	14,9
1997–99	40,9	43,7	23,6	19,2
2000–02	42,5	38,9	19,8	24,2
Emission von Aktien				
1991–93	29,8	60,4	7,7 ²	...
1994–96	33,0	54,2	6,5	8,8
1997–99	38,5	53,0	7,1	12,7
2000–02	38,3	56,2	12,7	13,5
Konsortialführung				
1993	20,3	20,5	50,0	...
1994–96	17,1	17,3	54,4	20,7
1997–99	13,9	8,6	49,9	26,6
2000–02	26,6	14,7	41,9	38,7
Derivatивgeschäft				
1994–96	11,8	8,3	40,0	33,0
1997–99	20,4	14,3	35,5	38,7
2000/01	23,8	16,5	39,0	49,7

¹ Anteil der 5 wichtigsten Institute in einem bestimmten Geschäft (Zeilen) in Prozent des Gesamtgeschäfts in einer bestimmten Kategorie (Spalten). Beispielsweise entfielen 1991–93 auf die 5 größten Anleiheemittenten 36,5% des Gesamtvolumens der international emittierten Anleihen und 42,2% des Gesamtvolumens der international emittierten Aktien. ² Nur 1993.

Quellen: Dealogic; Dealogic Loanware; Swaps Monitor; eigene Berechnungen. Tabelle VII.6

Zwar kann die stärkere Diversifizierung der Institute die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber kleinen oder mittleren Schocks erhöhen, doch bedeutet die mangelnde Vielfalt des Systems, dass ein einziger großer Schock alle größeren Finanzinstitute einer Volkswirtschaft gleichzeitig treffen könnte, was möglicherweise zu gesamtwirtschaftlichen Problemen führt. Die Globalisierung dürfte dieses Risiko wohl insofern mindern, als ausländische Institute an die Stelle von in Schwierigkeiten geratenen inländischen Instituten treten können.

Interessenkonflikte ...

Weitere gesamtwirtschaftliche Kosten, die mit großen, in beiden Intermediationsformen engagierten Finanzkonzernen verbunden sind, ergeben sich aus möglichen Interessenkonflikten. Die Nutzung von Synergien beim gemeinsamen Erbringen von Finanzdienstleistungen kann zur Folge haben, dass bestimmte Dienstleistungen für einige Kunden oder für das Institut selbst von Vorteil sind, während Dritte dadurch benachteiligt werden. Ein Beispiel für solche Interessenkonflikte ist die Emission und Platzierung von Wertpapieren für Unternehmen, zu denen der Geschäftsbankenbereich des Finanzinstituts

laufende Kreditbeziehungen unterhält, und die gleichzeitige Analyse von Wertpapieren, die das Institut selbst emittiert. Wie die jüngsten Erfahrungen bestätigen, können Finanzinstitute unter solchen Umständen in einer Weise handeln, die die Fähigkeit des Systems zur Verarbeitung und Analyse von Informationen mindert. Die Folge davon dürften Verzerrungen im Preisfindungsmechanismus sein, wodurch das Finanzsystem seine Allokationsfunktion nicht mehr wirksam ausüben kann.

... dürften Effizienz des Finanzsystems behindern

Komplexe Finanzinstitute, die sowohl bilanzwirksame Intermediation als auch marktbasierter Intermediation betreiben, stellen die Finanzaufsicht in mehrfacher Hinsicht vor neue Herausforderungen. In Bezug auf die einzelnen Institute stellen ihre Aktivitäten den herkömmlichen Rahmen des Risikomanagements – und damit auch der aufsichtsrechtlichen Vorschriften – infrage, der unter der Annahme von spezialisierten Instituten entwickelt wurde. Ein breiterer Mix von Aktivitäten in demselben Institut verlangt einen flexibleren und allgemeineren Rahmen für das Risikomanagement, der das Unternehmen als Ganzes erfasst. Das Engagement der Versicherungsbranche bei der Absicherung von Kreditrisiken durch Kreditderivate ist ein solcher Fall. Diese Instrumente kombinieren das Anlage- und das Emissionsgeschäft – Bereiche, die innerhalb eines Instituts traditionell getrennt geführt werden.

Komplexe Institute stellen die Aufsicht vor Herausforderungen

In Bezug auf das Finanzsystem insgesamt verschärfen große und komplexe Institute die Risiken, die eine übermäßige Konzentration für die Finanzstabilität als Ganzes bergen könnte. Wie bereits erwähnt, können Anspannungen in einem Institut leichter auf dessen Kontrahenten übergreifen, und diese Institute selbst könnten durchaus ähnlichen Risiken ausgesetzt sein, wodurch die Wahrscheinlichkeit zunimmt, dass mehrere Unternehmen gleichzeitig in Schwierigkeiten geraten. Aus diesem Grund müssen die Eigenheiten der Risiken, denen diese großen, komplexen Institute ausgesetzt sind, und die möglichen gesamtwirtschaftlichen Kosten aufgrund von Anspannungen in diesen Instituten im aufsichtsrechtlichen Regelwerk berücksichtigt werden.

Die Tatsache, dass große Schocks mit höherer Wahrscheinlichkeit viele Institute gleichzeitig treffen könnten, beeinflusst die Art und Weise, wie die Entscheidungsträger von öffentlicher Seite auf diese Schocks reagieren. Konzentrieren sich die Anspannungen auf eine kleine Gruppe von Marktteilnehmern, können genau auf diese Gruppe zugeschnittene Maßnahmen wirksam sein. Sind die Anspannungen jedoch weit verbreitet, könnte dieser Weg versperrt sein. Stattdessen müssten allgemeinere und zwangsläufig weniger gezielt operierende Instrumente, wie niedrigere Zinssätze, zum Einsatz kommen.