

Bericht zur Stabilität des deutschen Finanzsystems

Überblick

Das deutsche Finanzsystem hat über Jahrzehnte hinweg seine Leistungsfähigkeit und Stabilität unter Beweis gestellt. Finanzkrisen und systemische Fehlentwicklungen mit zum Teil hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten, wie sie in vielen Industrieländern der Welt zu beobachten waren, sind in Deutschland nach dem Zweiten Weltkrieg ausgeblieben. Gestützt auf einen hohen Grad an Preisstabilität hat sich eine Langfristkultur der Finanzbeziehungen herausgebildet, die vor allem den Unternehmen, aber auch den öffentlichen und privaten Haushalten zugute kommt und zugleich die Bestandsfestigkeit des Finanzsystems stärkt.

*Stabilitätskultur
in Deutschland*

Zu Beginn des neuen Millenniums hatten sich jedoch einige Rahmenfaktoren für die Finanzstabilität verschlechtert. Der deutsche Aktienmarkt nahm bis Mitte 2000 am weltweiten Zyklus der Übertreibung und der sich anschließenden schmerzhaften Korrektur teil. Zwar erlitten die privaten Haushalte in Deutschland bei der Rückbildung der Aktienpreisblase auf Grund der begrenzten Rolle von Aktienanlagen für die Vermögensbildung relativ geringe Verluste. Doch führte der Kurseinbruch zu empfindlichen Wertminderungen der Kapitalanlagen von Banken und Versicherungsgesellschaften sowie zu teilweise dramatischen Rückgängen der Umsätze und Erträge mit Produkten und Dienstleistungen rund um den Kapitalmarkt, insbesondere im Bereich des Investment Banking, auf den sich eine Reihe großer Banken zuvor fokussiert hatte. Zusätzlich trugen die schleichende Auszehrung der Ertragslage der Banken

*Rahmenfaktoren
zeitweise
verschlechtert,
aber Finanz-
stabilität nicht
gefährdet*

durch immer niedrigere Zinsmargen sowie ein hoher Wertberichtigungsbedarf vor dem Hintergrund einer anhaltenden gesamtwirtschaftlichen Stagnation in Deutschland dazu bei, dass weite Teile des deutschen Bankensystems in eine Ertragskrise stürzten. Diese Entwicklung hatte sich so weit verfestigt, dass auch die internationalen Finanzmärkte und Ratingagenturen die Ertragskraft einiger großer Banken zunehmend skeptisch einschätzten. Allerdings haben diese Spannungen die Stabilität des deutschen Finanzsystems als Ganzes zu keiner Zeit gefährdet. Auch der Internationale Währungsfonds hat im Rahmen des Financial Sector Assessment Program (FSAP) die Widerstandsfähigkeit des deutschen Finanzsystems attestiert. Gleichwohl sind ein signifikanter Anpassungsbedarf im deutschen Kreditwesen und die Notwendigkeit einer sorgfältigen Beobachtung stabilitätspolitisch relevanter Entwicklungen deutlich geworden.

*Aussichten für
Finanzstabilität
wieder aufge-
hellt*

Im Verlauf des Jahres 2003 haben sich die Bedingungen für die Stabilität des deutschen Finanzsystems wieder deutlich aufgehellt, auch wenn weitere Anpassungen der Finanzintermediäre notwendig sind. Die beiden treibenden Faktoren der Aufhellung sind die verbesserten Aussichten für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung sowie die entschlossene Reaktion der deutschen Banken auf die Ertragskrise. Die günstigeren Wachstumsperspektiven in Deutschland beruhen zum einen auf der wieder stärkeren Expansion der Weltwirtschaft, einschließlich einer Belebung im Euro-Raum. Zum anderen haben sich auch die binnenwirtschaftlichen Voraussetzungen mittlerweile verbessert. Insbesondere haben die

Unternehmen Fortschritte sowohl in Richtung auf schlankere Produktions- und Kostenstrukturen als auch auf eine Entspannung der Verschuldungslage erzielt. Allerdings wird die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen in diesem Jahr voraussichtlich noch den Rekordwert aus dem Vorjahr von rund 37 600 übertreffen. Die großen, international tätigen Banken haben mit einer umfassenden strategischen Neuausrichtung auf die strukturell verschlechterte Ertragslage geantwortet, um Kosten zu senken, Risiken abzubauen und die Ertragskraft wieder zu stärken. Zudem bereiten alle drei Säulen der Kreditwirtschaft (private Kreditbanken, Sparkassen, Kreditgenossenschaften) Instrumente und Strukturen vor, um Kredit- und andere bankgeschäftliche Risiken effizienter zu steuern und Skalenerträge in der Abwicklung standardisierbarer Vorgänge besser auszunutzen.

Zum insgesamt wieder positiveren Bild trägt auch die Entspannung an den Finanzmärkten bei. Nachdem bis ins Frühjahr ein starkes Sicherheitsdenken die Märkte geprägt hatte, haben die Investoren wieder Vertrauen gefasst und zeigen mehr Risikobereitschaft. Die verbesserten Perspektiven spiegeln sich in einer deutlichen Erholung an den Aktienmärkten und einem günstigen Finanzierungsumfeld für kapitalmarktaktive Unternehmen wider.

Ein Risiko für die Verbesserung der Rahmenbedingungen für ein stabiles Finanzsystem liegt in einer Störung des konjunkturellen Erholungsprozesses. Solche Störungen könnten zum Beispiel durch externe geopolitische Schocks oder starke Schwankungen an den globalen Finanzmärkten ausgelöst werden.

*Verbleibende
Risikofaktoren*

Die ausgeprägten außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte insbesondere in den USA, die einer allmählichen Korrektur bedürfen, stellen ein latentes Risiko für abrupte Kursbewegungen am Devisenmarkt einschließlich eines eventuell folgenden Überschießens dar. Dieses Risiko könnte durch eine weltweit üppige Liquiditätsausstattung verstärkt werden, die das Herausbilden von Übertreibungen bei Vermögenspreisen sowie ein Überspringen von Fehlbewertungen von einem Markt auf andere Märkte begünstigen könnte. Solche Übertreibungen können die Stabilität der realwirtschaftlichen Expansion sowie der Finanzströme gefährden, wenn es im Zuge zunehmender konjunktureller Dynamik oder steigender Risiken für die Verbraucherpreise zu einer Zinswende kommt. Insbesondere in Volkswirtschaften, in denen es bei hoher Verschuldung des privaten Sektors auch Anzeichen für einen überhitzten Immobilienmarkt gibt, könnte eine Aufwärtsbewegung der Zinsen erhebliche negative Wirkungen nach sich ziehen. Auch könnten die derzeit günstigen Finanzierungskonditionen für Schwellenländer teilweise der Verbesserung der Fundamentaldaten vorausgeeilt sein. Eine Stockung im konjunkturellen Erholungsprozess könnte die Kreditqualität der Unternehmen weltweit erneut verschlechtern. Dies würde sowohl einen Korrekturprozess am Markt für Unternehmensanleihen auslösen, wo die Spreadverengungen der letzten Monate eine optimistischere Einschätzung der Kreditrisiken großer Unternehmen anzeigen, als auch die Anstrengungen der Banken konterkarieren, den Wertberichtigungsbedarf im Kreditbuch weiter abzusenken.

Der Erhalt der Finanzstabilität stellt eine Herausforderung für alle Marktakteure dar. Banken und Versicherungsgesellschaften müssen fortfahren, ihre Geschäftsstrategien neu zu definieren, ihre Ertragslage dauerhaft zu stärken und die Bilanzen – wo notwendig – zu bereinigen. Weitere strukturelle Verbesserungen sind in diesem Bereich erforderlich, damit das deutsche Bankensystem wieder eine nachhaltige Ertragskraft erreicht. Vor diesem Hintergrund sollten Kreditwirtschaft und politische Instanzen auch die Reformvorschläge der Experten des Internationalen Währungsfonds sorgfältig prüfen.

Herausforderungen

Die Bundesbank hat ein originäres Interesse an der Stabilität des Finanzsystems. Ein robustes Finanz- und Bankensystem bildet eine wesentliche Grundlage moderner arbeitsteiliger Volkswirtschaften. Der Bundesbank erwächst Mitverantwortung für den Erhalt der Finanzstabilität aus vielfältigen Kompetenzen. Als integraler Bestandteil des Eurosystems ist sie zuständig für die monetäre Stabilität, also für den Erhalt der Preisstabilität sowie für einen effizienten Refinanzierungsprozess an der Schnittstelle zwischen Notenbank und Bankensystem. Die Sicherung der Geldwertstabilität ist eine notwendige, wenn gleich nicht hinreichende Voraussetzung für finanzielle Stabilität. Als Mitwirkende an der Bankenaufsicht überwacht die Bundesbank die Einhaltung des regulatorischen Rahmens durch die Banken und analysiert deren wirtschaftliche Lage. Dabei bleibt die unternehmerische Verantwortung für den Erfolg der einzelnen Bank unangetastet. Als Betreiber von Zahlungsverkehrssystemen wirkt die Bundesbank unmittelbar an der effizienten

Rolle der Notenbanken

Durchleitung von Zahlungsströmen mit. Zugleich übt sie im Bereich Zahlungsverkehr eine Überwachungsfunktion aus. Schließlich tritt die Bundesbank selbst als Teilnehmer an den Finanzmärkten auf. Dieses Bündel an Kompetenzen impliziert die Mitwirkung der Bundesbank in internationalen Gremien, die sich mit der Finanzstabilität befassen.

Der Stellenwert der Stabilität der Finanzsysteme hat für die Zentralbanken in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Hierzu haben mehrere Faktoren beigetragen. Die Internationalisierung der Finanzströme hat den Grad der Verflechtung der nationalen Finanzsysteme und damit auch die Ansteckungsrisiken erhöht. Die rasant zunehmende Leistungsfähigkeit der Finanzsysteme hat die Volumina und das Tempo der Transaktionen massiv ansteigen lassen, damit wohl aber auch die Sensitivität bei Umschwüngen in Daten und Einschätzungen. Vor allem dürften die Wechselwirkungen von finanzieller und realwirtschaftlicher Stabilität komplexer und intensiver geworden sein.

Begriff der Finanzstabilität

Der Begriff der Finanzstabilität beschreibt in einem breiten Sinne einen Zustand, in dem das Finanzsystem seine zentralen Funktionen, wie die Allokation der finanziellen Mittel und der Risiken sowie die Abwicklung von Zahlungen in einer Volkswirtschaft, effizient erfüllt, und zwar gerade auch bei Schocks, in Stresssituationen und in strukturellen Umbruchphasen. Die Zentralbanken benötigen ein breites Analysespektrum, um möglichst frühzeitig Risikopotenziale zu identifizieren und etwaige Fehlentwicklungen zu erkennen. Die Analysen müssen dabei zum einen die relevanten Ent-

wicklungen in der Realwirtschaft, an den internationalen Finanzmärkten und bei den systemrelevanten Intermediären oder Gruppen von Intermediären umfassen. Zum anderen bedarf es auch der kritischen Bestandsaufnahme der Qualität des Regelwerks für Märkte und Intermediäre sowie der Robustheit der technischen Systeme, etwa für den Zahlungsverkehr und die Wertpapierabwicklung.

Die Bundesbank legt hiermit der Öffentlichkeit erstmals einen Bericht zur Stabilität des deutschen Finanzsystems vor. Sie wird auch künftig regelmäßig ihre Einschätzungen der finanziellen Stabilität sowie der potenziellen Risiken darlegen.

Gesamtwirtschaftliche Perspektiven und Risikofaktoren

Die Stabilität des Finanzsystems wird vom gesamtwirtschaftlichen Umfeld in mehrfacher Hinsicht beeinflusst. Dies gilt sowohl für die Art und den Umfang der von Finanzintermediären betriebenen Geschäfte als auch für die Risiken, die insbesondere bei Kreditvergaben und Handelsaktivitäten eingegangen werden. Vor dem Hintergrund des hohen Offenheitsgrades der deutschen Volkswirtschaft kommt dabei nicht nur den nationalen Entwicklungen, sondern auch den weltwirtschaftlichen Bedingungen eine entscheidende Bedeutung zu.

Weltkonjunktur

Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich seit dem Frühjahr 2003 deutlich verstärkt. Damit haben die vom globalen Konjunkturver-

*Günstigere
globale
Konjunkturlage
und -perspek-
tiven*

lauf ausgehenden Risiken für die Stabilität des Finanzsystems an Gewicht verloren. Im Jahresdurchschnitt dürfte die weltweite Produktion jedoch – nach den Schätzungen des IWF (World Economic Outlook) vom September 2003 – wegen des schwachen Ergebnisses in den ersten Monaten mit $3\frac{1}{4}\%$ nur wenig rascher expandieren als im Vorjahr. Inzwischen werden auch die Perspektiven für 2004 merklich günstiger eingeschätzt; der IWF-Prognose zufolge wird die Weltwirtschaft im nächsten Jahr um gut 4% wachsen, und damit so kräftig wie seit 2000 nicht mehr. Die Expansion des realen Welthandels wird sich danach ebenfalls deutlich beschleunigen.

Die weltweite konjunkturelle Belebung im Verlauf von 2003 ist zu einem guten Teil auf die nachlassende Wirkung globaler Belastungsfaktoren zurückzuführen. Zudem haben die Produktionsunternehmen die schwierige Zeit für Umstrukturierungs- und Konsolidierungsmaßnahmen im real- und finanzwirtschaftlichen Bereich genutzt. Die Stimmungslage in den Betrieben und privaten Haushalten ist erheblich besser geworden. Die Erwartung einer merklichen Belebung der Weltwirtschaft stützt sich darüber hinaus auf die expansive Geld- und Finanzpolitik in den meisten Industrieländern.

*Regionale
Schwerpunkte
der globalen
Erholung und
Risiken*

Die konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft ist allerdings regional noch nicht breit angelegt, sondern konzentriert sich auf die USA und Ostasien sowie die Reformstaaten in Mittel- und Osteuropa. Der Euro-Raum befindet sich noch in der Nachzüglerrolle. In Lateinamerika hat sich zwar die Lage etwas entspannt, das Rückschlagpotenzial ist aber

nach wie vor beachtlich. Eine solche Konstellation erscheint angesichts der sich wahrscheinlich weiter verschärfenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in der Welt recht störanfällig und auf Dauer kaum tragfähig. Das Risiko abrupter Wechselkursveränderungen hat sich dadurch verstärkt. Eine nicht unerhebliche Unsicherheit für die Weltkonjunktur geht von der nach wie vor bestehenden terroristischen Bedrohung und den anhaltenden Spannungen im Nahen Osten aus. Einen Gradmesser dafür stellen die zurzeit recht hohen internationalen Rohölnotierungen dar. Dagegen sind die Deflationsängste, die noch im Frühjahr vor allem an den Finanzmärkten en vogue waren, inzwischen weitgehend verschwunden. Das derzeitige ruhige Preisklima in den Industrieländern ist dem Erholungsprozess vielmehr förderlich.

Vereinigte Staaten

Die amerikanische Wirtschaft ist im Sommerquartal so kräftig gewachsen wie seit Anfang 1984 nicht mehr. Für das letzte Jahresviertel zeichnet sich ebenfalls ein hohes Expansions-tempo ab. Dahinter stehen vor allem fiskalische Impulse, die sich jedoch im Verlauf des Jahres 2004 abschwächen werden. Die Chancen für einen dauerhaften Aufschwung haben sich in den letzten Monaten gleichwohl deutlich verbessert, vor allem, weil die Erholung jetzt mehr und mehr auf den Arbeitsmarkt übergreift. Die zeitweise vorhandene Sorge, dass es bei einem „jobless growth“ und damit bei einer eher kurzlebigen konjunkturellen Besserung bleiben könnte, hat sich deshalb inzwischen spürbar verringert.

*Kräftige
Belebung der
US-Wirtschaft*

*Finanzierungs-
verhältnisse der
privaten Haus-
halte...*

Die finanzielle Situation der amerikanischen Verbraucher ist nach wie vor nicht unproblematisch. Die Verschuldung der privaten Haushalte hat in den letzten Jahren deutlich zugenommen und 2002 mit rund 110 % – gemessen am verfügbaren Einkommen – einen neuen Rekordwert erreicht. Auf Grund der gesunkenen Kreditkosten infolge niedrigerer Marktzinsen und der umfangreichen Hypothekenumschuldung ist die Schuldendienstbelastung zwar erheblich langsamer gestiegen. Dies könnte sich jedoch ändern, wenn im Zuge des Aufschwungs die Zinsen insbesondere bei den Verbraucherkrediten wieder anziehen. Die finanzielle Anfälligkeit der privaten Haushalte ist auch wegen der niedrigen Sparquote als nicht gering einzustufen.

*... und der
nichtfinanziel-
len Unter-
nehmen*

Die Finanzierungsverhältnisse der nichtfinanziellen Unternehmen in den USA haben sich dagegen verbessert. Die Finanzmärkte haben dies bereits durch eine Verringerung der Spreads für Unternehmensanleihen honoriert. Zum einen hat sich der Anstieg der Verschuldung merklich verlangsamt. Zum anderen haben die Unternehmen in den letzten Jahren verstärkt von kurzfristigen in längerfristige Verbindlichkeiten umgeschichtet und damit ihre finanzielle Widerstandsfähigkeit erhöht. Alles in allem scheinen die Ungleichgewichte in den Bilanzen US-amerikanischer Unternehmen geringer zu werden. Auf mittlere Sicht besteht jedoch für eine Reihe von US-Unternehmen die Notwendigkeit, ihre betrieblichen Pensionsfonds aufzustocken, um die derzeitige – durch den Aktienkursrückgang seit 2000 und das niedrige Zinsniveau bedingte – Unterdeckung zu beseitigen.

Das Störpotenzial für die amerikanischen Haushalte und Unternehmen steht in einem engen Zusammenhang mit den so genannten Zwillingsdefiziten, nämlich dem stark angewachsenen Defizit der öffentlichen Haushalte und dem chronisch hohen Leistungsbilanzdefizit, das sich im Jahr 2003 auf voraussichtlich 5 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) belaufen wird. Damit geht die Gefahr einher, dass bei nachlassender internationaler Finanzierbereitschaft das Zins-Wechselkurs-Gefüge in den USA empfindlich gestört würde. Bei starken Zinserhöhungen am langen Ende des Marktes würde der private Sektor besonders in Mitleidenschaft gezogen, weil die hohe Kreditnachfrage des Staates als weitgehend zinsunelastisch anzusehen ist. Im Rahmen einer solchen Risikoanalyse ist auch zu berücksichtigen, dass ein beträchtlicher Teil des amerikanischen Kapitalimports seit einiger Zeit nicht mehr aus der Erwartung hoher Renditen bei privaten Investoren resultiert, sondern auf den Interventionen asiatischer Zentralbanken am Devisenmarkt beruht.

Japan

Die japanische Wirtschaft befindet sich seit Anfang 2002 wieder auf Wachstumskurs. Für das laufende Jahr zeichnet sich ein Anstieg des realen BIP um reichlich 2 % ab; dies ist die höchste Zuwachsrate seit dem Aufschwungsjahr 2000. Die japanische Wirtschaft profitiert gegenwärtig vor allem von der hohen Wachstumsdynamik in den Nachbarländern und in Nordamerika; diese beiden Regionen nehmen rund 70 % der japanischen Warenexporte auf. Darüber hinaus hat auch die lebhaftere Inlandsnachfrage das hohe Expansionstempo

*Risiken hoher
Zwillingsdefizite*

*Bemerkens-
werte konjunk-
turelle Aufhel-
lung in Japan*

gestützt. Zu dem kräftigen Anstieg der gewerblichen Investitionen dürfte unter anderem beigetragen haben, dass die großen Unternehmen bei der realen und finanziellen Restrukturierung mittlerweile gut vorangekommen sind. In den kleinen und mittleren Firmen ist der Konsolidierungsbedarf aber noch erheblich. Dies scheint mit ein Grund dafür zu sein, dass sich das diesjährige hohe Expansionstempo bei den gewerblichen Investitionen voraussichtlich nicht aufrecht erhalten lässt und der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion – der Herbstprognose der OECD zufolge – im Jahr 2004 mit 1¾% schwächer ausfallen wird als 2003. Im Fall einer deutlichen Yen-Aufwertung, die (wie bei Vorhersagen üblich) im Annahmerahmen der OECD-Prognose nicht enthalten ist, wären zusätzliche Wachstumseinbußen die Folge. Die deflatorischen Tendenzen haben zwar inzwischen merklich nachgelassen und stellen zurzeit keine nennenswerte Belastung der konjunkturellen Erholung dar. Der Preisrückgang auf der Verbraucherstufe wird sich aber nach der Einschätzung der OECD im nächsten Jahr wieder etwas verstärken.

Euro-Raum

Im Euro-Raum sind in der zweiten Jahreshälfte 2003 erste Anzeichen für eine Belebung sichtbar geworden. Die Konjunkturexperten des Eurosystems rechnen für das Jahr 2003 gleichwohl nur mit einem Anstieg des realen BIP um 0,2% bis 0,6%. Für das nächste Jahr, in dem sich die Auftriebskräfte voraussichtlich spürbar verstärken werden, wird ein Wachstum um kalenderbereinigt 1,1% bis 2,1% prognostiziert. Von der Aus-

landsnachfrage werden wesentliche Impulse erwartet, die auf die Binnenwirtschaft, insbesondere auf die Investitionstätigkeit, ausstrahlen werden. Eine erhebliche Störanfälligkeit ist jedoch dadurch gegeben, dass das Risiko einer stärkeren Abwertung des US-Dollar und daraus resultierender Anpassungslasten besteht.

Insgesamt scheinen gleichwohl die Voraussetzungen im Euro-Raum für einen sich selbst tragenden Aufschwung recht günstig. So weist die Leistungsbilanz einen leichten Überschuss auf, und die finanzielle Situation der privaten Haushalte und der Unternehmen hat sich stabilisiert. Die Neuverschuldung der nichtfinanziellen Unternehmen im Euro-Raum ist seit 2000 deutlich gesunken, wobei die Konsolidierungsanstrengungen der Telekommunikationsgesellschaften eine zentrale Rolle spielten. Der Schuldenstand der Unternehmen – gemessen am BIP – hat seit 2001 praktisch nicht mehr zugenommen, nachdem er in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre kräftig gestiegen war. Des Weiteren ist die Kreditvergabe an die privaten Haushalte seit 2000 deutlich langsamer gewachsen als zuvor. Nimmt man zusätzlich noch die relativ hohe Sparquote mit ins Bild, ist die finanzielle Anfälligkeit der privaten Haushalte im Euro-Raum als niedrig einzustufen. In einem gewissen Kontrast dazu stehen jedoch die öffentlichen Finanzen. Das aggregierte Haushaltsdefizit im Euro-Raum dürfte sich zwar im Verlauf der zyklischen Besserung etwas zurückbilden; nach der Herbstprognose der Europäischen Kommission wird es aber in den nächsten beiden Jahren mit jeweils 2,7% des BIP historisch gesehen immer noch recht hoch ausfallen.

Gute Grundlagen für Aufschwung auf der Makro- und Mikroebene

Vorerst noch in der Nachzüglerrolle

Deutschland

*Im Jahr 2003
Stagnation des
realen BIP,...*

Auch im Jahr 2003 hat es die deutsche Wirtschaft nicht vermocht, sich von der stagnativen Grundlinie zu lösen. Auf das Gesamtjahr gesehen liegt das reale BIP voraussichtlich nicht höher als 2002. Der Arbeitsmarkt stand verstärkt unter dem Druck weiterer Personaleinsparungen; die Zahl der Erwerbstätigen lag im September 2003 um 1,2 % unter dem Vorjahrsniveau. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote (in nationaler Abgrenzung) ist indes seit dem Frühjahr etwas zurückgegangen, und zwar auf zuletzt 10,5 %. Hierin spiegeln sich primär die zahlreichen Aktivitäten des Gesetzgebers im Zusammenhang mit der Neuausrichtung der Arbeitsmarktpolitik wider.

... aber verbesserte Ausgangsbedingungen für Erholung

Inzwischen haben sich wichtige Voraussetzungen für eine zyklische Erholung der deutschen Wirtschaft verbessert. Insbesondere die im Frühjahr eingeleitete Wende der Weltkonjunktur und die nunmehr auch erkennbaren Anzeichen für eine zyklische Erholung im Euro-Raum haben die Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe bereits erheblich aufgehellt. Von der Finanzierungsseite ist der Boden für mehr Wachstum gut vorbereitet; auch die Kostensituation ist entspannt und wirkt ertragsstabilisierend. Starke Verschiebungen in den Wechselkursrelationen würden sich allerdings vor allem in der ersten Phase des Erholungsprozesses empfindlich auf die deutsche Wirtschaft auswirken.

Finanzierungsverhältnisse der Produktionsunternehmen

Die Anpassungsvorgänge im Unternehmenssektor sind mittlerweile gut vorangekommen. Dies gilt für die Lagerhaltung ebenso wie für

den betrieblichen Kapitalstock. Aber auch im finanzwirtschaftlichen Bereich, wo Korrekturen gewöhnlich einige Zeit beanspruchen, sind erhebliche Fortschritte zu verzeichnen (vgl. Schaubild auf S. 13). Der Kapitalbedarf der nichtfinanziellen Unternehmen, der in der Phase 1998 bis 2000 auch von einer starken Ausweitung der Finanzaktiva (z. B. Beteiligungen) bestimmt wurde, ist seitdem stark rückläufig. Im ersten Halbjahr 2003 dürften netto Bankkredite getilgt worden sein. Der Finanzierungssaldo könnte – wie bereits im Vorjahr – erneut positiv gewesen sein. Die Stabilisierung der Schuldenquote, die abnehmende (Netto-)Zinsbelastung und die Einsparungen auf der Kostenseite haben die Finanzierungsverhältnisse der Unternehmen zum Positiven gewendet.

Das insgesamt günstigere Bild der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsverhältnisse der deutschen Unternehmen darf jedoch nicht den Blick auf noch vorhandene Schwachpunkte verstellen. Hier ist vor allem die im internationalen Vergleich recht geringe Eigenmittelausstattung zu nennen. Hinzu kommt der starke Anstieg der Unternehmensinsolvenzen, der sich im Zeitraum 1999 bis 2002 – auch beeinflusst durch Rechtsänderungen – auf 42 % belief. Der Umfang der voraussichtlichen Forderungen der Gläubiger hat sich 2002 gegenüber dem Vorjahr auf etwa 59 Mrd € verdoppelt. Ausschlaggebend dafür war eine Häufung großer Unternehmenszusammenbrüche. In den ersten acht Monaten des laufenden Jahres – bis dahin sind amtliche Angaben verfügbar – lag die Zahl der Insolvenzanträge um 6 ½ % höher als im vergleichbaren Vorjahrszeitraum. Die

Steigende Unternehmensinsolvenzen

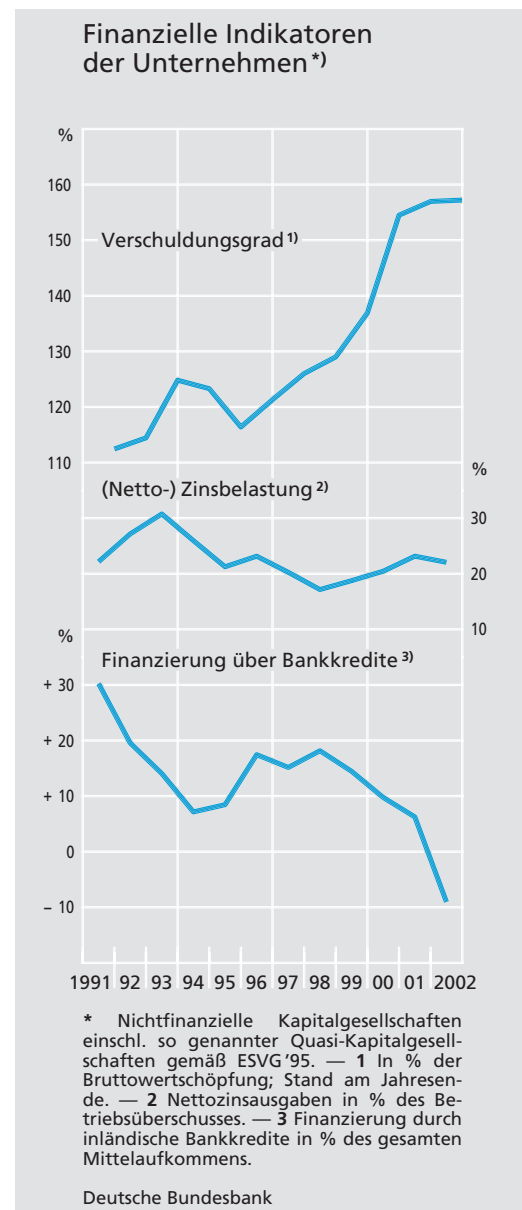
Summe der voraussichtlichen Forderungen fiel jedoch um ein Viertel niedriger aus, unter anderem weil sich weniger große Unternehmenszusammenbrüche ereigneten als in dem entsprechenden Vorjahrsabschnitt. Wenn die prognostizierte konjunkturelle Erholung eintritt, dürfte es in den nächsten Jahren auch bei den Insolvenzfällen zu einer Beruhigung kommen.

*Derzeit geringe
Ausgabebereit-
schaft der
privaten Haus-
halte, ...*

Die privaten Haushalte (in der Abgrenzung des ESVG '95) haben in diesem Jahr eine nur schwache Konsum- und Investitionstätigkeit gezeigt. Bei wachsender Arbeitslosigkeit und steigender Abgabenbelastung blieb der Einkommensrahmen trotz weitgehend stabiler Verbraucherpreise eng bemessen. Außerdem ist vor dem Hintergrund zunehmender Arbeitsmarktrisiken und der noch nicht abgeschlossenen Reformdebatte in Deutschland die private Sparquote erneut gestiegen. Die allgemeine Stimmungslage hat sich laut Umfrageergebnissen gleichwohl inzwischen deutlich von ihrem Tiefpunkt entfernt; die Anschaffungsneigung blieb indes bis zuletzt schwach.

*... aber gewisse
Besserung im
Jahr 2004 zu
erwarten*

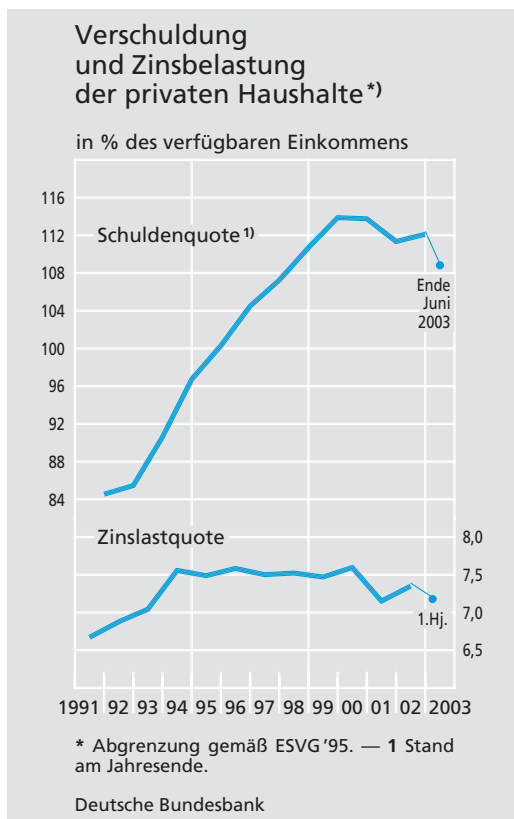
Im kommenden Jahr wird der private Verbrauch zunächst von der Einkommensteuersenkung und im weiteren Verlauf von der allmählichen Aufhellung des Arbeitsmarktes profitieren. Das Preisklima bleibt wahrscheinlich auch im Jahr 2004 trotz der Anhebung indirekter Steuern und administrativer Preise verbraucherfreundlich. Die private Wohnungsbautätigkeit hingegen leidet noch immer unter hohen Leerstandsquoten und den längerfristig getrübbten Einkommensperspektiven. Hieran wird sich 2004 nur partiell etwas



ändern, obgleich die Finanzierungsbedingungen, die Baupreise und die Bauzeiten weiterhin attraktiv sein dürften.

Die rückläufige Nachfrage nach Bauleistungen war auch ausschlaggebend für den geringen Netto-Kreditbedarf der privaten Haushalte (vgl. Schaubild auf S. 14), zumal eine Verschuldung für Konsumzwecke typischerweise nur eine untergeordnete Rolle spielt.

*Finanzielle
Situation der
privaten Haus-
halte...*



Daneben könnte sich die Verschärfung der Kreditrichtlinien der Banken dämpfend ausgewirkt haben, wenn auch die Restriktionen hier weniger deutlich ausfielen als für den Unternehmenssektor. Die Kreditfinanzierungsquote, das heißt der Anteil der Neuverschuldung an den konsumtiven und investiven Ausgaben, ist auf einen historisch niedrigen Stand gesunken. Vor dem skizzierten Hintergrund hat sich der seit 2000 zu beobachtende tendenzielle Rückgang der (Brutto-)Schuldenquote der privaten Haushalte im bisherigen Jahresverlauf fortgesetzt; Ende Juni betragen die Verbindlichkeiten – gemessen am verfügbaren Einkommen – 109 %, verglichen mit 114 % Ende 1999.¹⁾ Dies hat zusammen mit dem niedrigen Zinsniveau die Zinsausgabenquote der privaten Haushalte deutlich entlastet. Mit gut 7 % des verfügbaren

baren Einkommens stellt sie im Mittel keinen übermäßig großen „Kostenblock“ im Haushaltsbudget dar.

Nimmt man zudem die Aktiva im Besitz der privaten Haushalte mit ins Bild, relativieren sich die im internationalen Vergleich recht hohen (Brutto-)Verbindlichkeiten der privaten Haushalte ganz beträchtlich (vgl. Schaubild auf S. 15). So beträgt der Wert des Nettovermögens derzeit etwa das Fünffache des verfügbaren Einkommens. Zwar hat sich auch in Deutschland wegen des Kurseinbruchs am Aktienmarkt in der Zeit von 2000 bis 2002 der Vermögensstatus der privaten Haushalte etwas verschlechtert. Wegen der vergleichsweise geringen Bedeutung des Aktienbesitzes und der weitgehend stabilen Immobilienpreise dürfte aber die Bonität der privaten Haushalte in der Breite kaum gelitten haben.

... und Vermögensstatus

Allerdings ist die Zahl der Verbraucherinsolvenzen, die durch die neue Insolvenzordnung von 1999 rechtlich überhaupt erst möglich geworden sind, stark angestiegen; die Zahl der Zwangsversteigerungen liegt noch deutlich höher. Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive sollte freilich auch berücksichtigt werden, dass bei den Privatkonkursen der Betroffenheitsgrad gemessen an der Zahl der Haushalte sehr gering geblieben ist. So standen hinter den Zwangsversteigerungen von Immobilien – die im Übrigen nicht nur auf Zahlungsunfähigkeit, sondern auch auf andere Gründe (z. B. Ehescheidungen) zurückzuführen sind – im

Anstieg der Verbraucherinsolvenzen

¹ Die Schuldenquote der privaten Haushalte in Deutschland ist mit dem amerikanischen Wert nicht direkt vergleichbar, weil sie – gemäß ESVG '95 – auch die recht umfangreichen Schulden der Einzelunternehmen umfasst.

Jahr 2002 in Deutschland Verkehrswerte in Höhe von schätzungsweise 12 Mrd € bei einem ausgereichten Kreditvolumen von 1 Billion €. Zudem ist der endgültige Schaden für die Banken nicht zuletzt wegen der „konservativen“ Bewertungsregeln bei der Kreditvergabe begrenzt.

Internationales Finanzsystem und Finanzmärkte

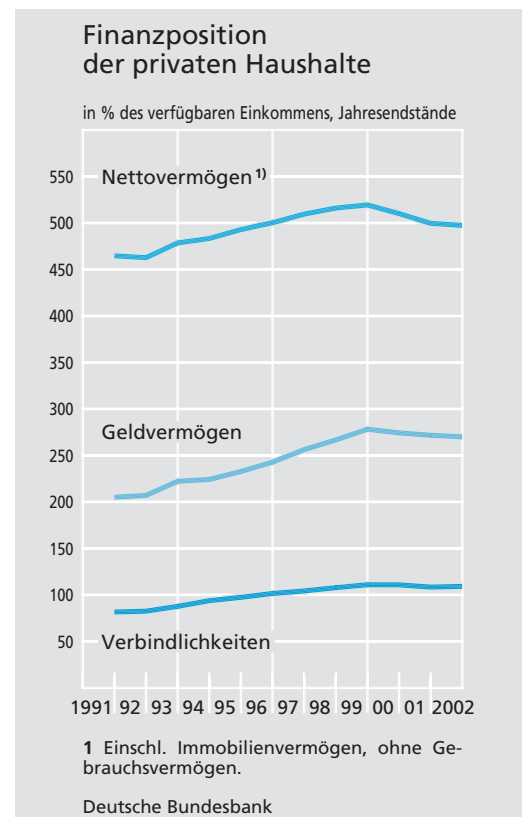
Globales Finanzsystem

Trendwende am Kapitalmarkt...

Die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten wurde im Laufe des Jahres von großen Umschwüngen an den Zins- und Aktienmärkten geprägt (vgl. Schaubild auf S. 16). An den Rentenmärkten setzte im Juni weltweit eine starke Aufwärtskorrektur der Kapitalmarkttrenditen ein, nachdem diese zuvor auf Tiefstände gefallen waren, die seit Jahrzehnten nicht mehr erreicht worden waren. Der kräftigste Kursverfall seit 1994, der vom US- und vom japanischen Markt ausging, ließ die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen bis Mitte August um rund 130 Basispunkte auf 4,5 % ansteigen und wurde im weiteren Verlauf von einer deutlichen Erhöhung der impliziten Volatilität begleitet. Auch die EWU-Staatsanleihenrenditen folgten in gedämpfter Form dieser Zinsbewegung und lagen Mitte August mit etwa 4,25 % rund 75 Basispunkte über ihrem Tiefpunkt im Juni.

... durch steigende Risikobereitschaft...

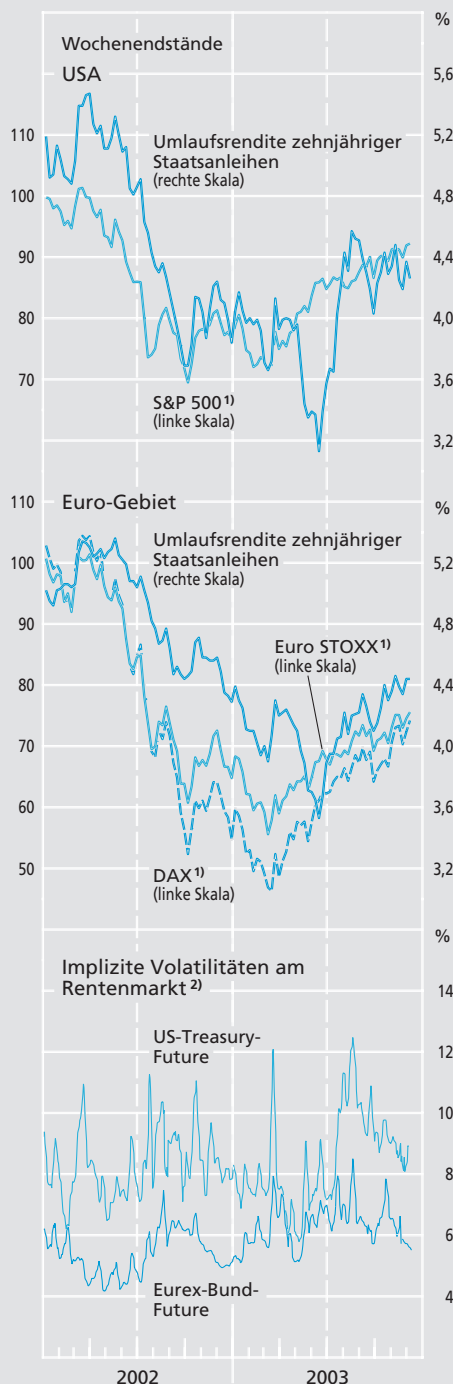
Ausschlaggebend für die starke Korrektur war eine Reihe von Faktoren. Die nachlassende Risikoaversion seitens der Investoren



führte zu einer Umkehr von vorangegangenen Safe-haven-Zuflüssen in den Rentenmarkt. Dabei spielten sowohl eine Verringerung der geopolitischen Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Irakkrieg als auch die abnehmende Besorgnis über etwaige deflationäre Entwicklungen eine Rolle. Nach der für viele Marktteilnehmer überraschend kleinen US-Leitzinssenkung am 25. Juni (Fed-Funds-Zielsatz minus 25 Basispunkte auf 1 %) erschienen auch „unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen“ wie der Ankauf langfristiger Staatsanleihen durch die US-Notenbank weniger wahrscheinlich. Vor diesem Hintergrund war ein Abbau spekulativer Positionen zu verzeichnen.

Der Renditenumschwung spiegelte aber auch die wachsende Konjunkturoversicht, vor

Umschwünge am Aktien- und Rentenmarkt



Quellen: Bloomberg, Thomson Financial Datastream. — 1 Anfang Januar 2002 = 100. — 2 Gleitende Fünftagesdurchschnitte; ermittelt aus dem Preis von Am-Geld-Optionen.

Deutsche Bundesbank

allein in den USA, in Japan sowie anderen Ländern des ostasiatischen Wirtschaftsraumes, wider. Die Anleihemärkte folgten damit der optimistischeren Stimmung, die sich bereits zuvor an den Aktienmärkten niedergeschlagen hatte. Überdies wurde die Dynamik des Renditenanstiegs durch markttechnische Faktoren verstärkt, in den USA etwa durch die umfangreichen Hedging-Aktivitäten von Teilnehmern am US-Hypothekenmarkt. Die starke Nachfrage nach Instrumenten zur Absicherung gegen Zinsänderungsrisiken führte zeitweilig zu Anspannungen, insbesondere am Markt für US-Zinsswaps. Ein weiterer belastender Faktor für die langfristigen Kapitalmarktzinsen war schließlich der steigende Angebotsdruck durch die Ausweitung der Haushaltsdefizite in den USA, aber auch diesseits des Atlantiks.

... und wachsenden Konjunktur-optimismus

Der Aufwärtstrend der Kapitalmarktrenditen wurde im September durch eine Gegenbewegung unterbrochen, als ein deutlicher Kursrückgang des US-Dollar an den Devisenmärkten weltweit die Unsicherheit über die damit verbundenen wirtschaftlichen Aussichten erhöhte. Auch wiederauflebende Besorgnisse über terroristische Anschläge wirkten Mitte November dämpfend auf die Renditenentwicklung. Anfang Dezember lagen die langfristigen Renditen von US-Treasuries wieder leicht unter dem Niveau vergleichbarer EWU-Staatsanleihen, obwohl die realen US-Wachstums- und Inflationserwartungen aus Experten-Umfragen (Consensus Forecast) deutlich höher ausfielen als die entsprechenden Werte für die EWU. Regressionsanalysen deuten darauf hin, dass die Durchschnittsrendite von EWU-Staatsanleihen im Einklang mit den Wachs-

Weiter bestehende Unsicherheiten am Rentenmarkt

tums- und Inflationserwartungen im Euro-Gebiet steht, während in den USA das tatsächliche Zinsniveau trotz des starken Anstiegs der letzten Monate noch immer signifikant von dem auf der Grundlage dieser beiden wichtigen Erklärungsfaktoren geschätzten Zinsniveau (nach unten) abweicht.²⁾ Zwar scheint die Ankündigung der US-Notenbank, dass die akkommodierende Geldpolitik noch für einen beträchtlichen Zeitraum beibehalten werden könnte, derzeit einen dämpfenden Einfluss auszuüben. Mit Blick auf die reichliche Liquiditätsausstattung könnten sich die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer jedoch abrupt ändern. Gemessen an der impliziten Volatilität für zehnjährige US-Staatsanleihen liegt die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Zinsentwicklung weiterhin höher als während des ersten Halbjahres.

*Umschwung
am Aktien-
markt nach
dreijähriger
Phase des Kurs-
rückgangs...*

An den internationalen Aktienmärkten vollzog sich die Trendwende bereits kurz nach Beginn des Irakkriegs (vgl. Schaubild S. 16). Die Impulse gingen dabei zunächst weniger von neuen Konjunkturdaten aus. Vielmehr hatten die Indizes im Zuge des allmählichen Zusammenfalls der Aktienmarktblase eine dreijährige Phase des Kursrückgangs hinter sich. Gegenüber den Höchstständen im Jahr 2000 belief sich das Minus im März 2003 beispielsweise für den S&P 500 auf rund 45 % und für den Euro STOXX auf rund 65 %; der DAX hatte sogar einen Kursverfall um 70 % verzeichnet. Dadurch waren die Bewertungen wieder in die Nähe oder sogar unter langjährige Durchschnitte, etwa in Bezug auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), gesunken. Durch den Kursanstieg seit dem zweiten

Quartal dürfte teilweise ein Abbau der im Vergleich zur Hausse in den späten neunziger Jahren relativ hohen Risikoprämien stattgefunden haben. Empirische Untersuchungen für den deutschen Markt deuten jedoch darauf hin, dass in den letzten Jahren ein Anstieg der Volatilität des DAX und vor allem seiner Einzelwerte zu verzeichnen war. Insofern erschien eine höhere Risikoprämie durchaus gerechtfertigt, ohne dass mit einem Niveauanstieg der Volatilität per se auch eine Zunahme der Risiken für die Finanzstabilität verbunden wäre (vgl. Erläuterungen auf S. 18). Schließlich begünstigte die zunächst noch anhaltende Niedrigzinsphase am Rentenmarkt den Umschwung am Aktienmarkt. Sie führte zu einer „Suche nach Rendite“ und zu Umschichtungen aus den sicherheitsorientierten liquiden Anlageformen in die Aktienmärkte.

Im weiteren Verlauf wurde der Aufschwung am Aktienmarkt aber immer stärker von den positiveren Gewinnerwartungen getragen, die mit der Aufhellung der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsperspektiven und der Umsetzung von Restrukturierungsmaßnahmen der Unternehmen einhergingen. Die starken Preisbewegungen am Renten- und am Devisenmarkt unterbrachen diesen Trend nur kurzzeitig. Der DAX konnte im laufenden Jahr beträchtliche Kursgewinne verzeichnen und damit einen Teil der starken Vorjahrsverluste wettmachen.

*... macht einen
Teil der starken
Kursverluste
des Vorjahres
wett*

² Zu Grunde gelegt wurde ein Schätzzeitraum von Januar 1998 bis November 2003 (für US-Daten) beziehungsweise Januar 1999 bis November 2003 (für EWU-Daten). Zudem wurde in die Schätzung eine Variable für die Unsicherheit am jeweiligen Aktienmarkt eingeführt (implizite Volatilität von Aktienoptionen), die sich in allen Fällen als signifikant erweist.

Veränderung der DAX-Volatilität

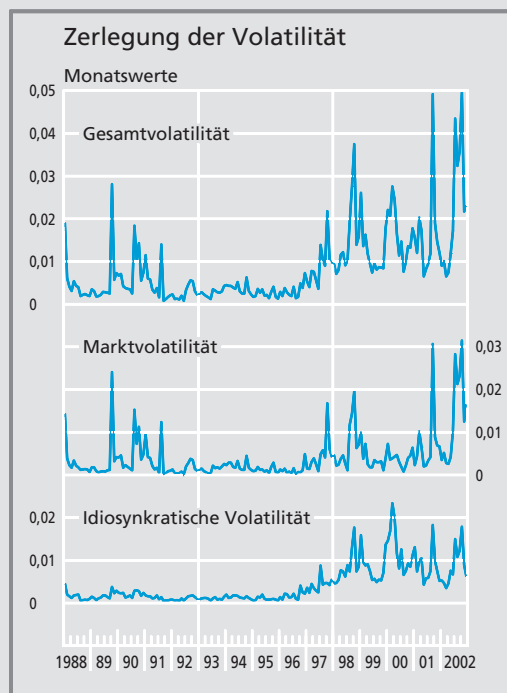
Die Volatilität am deutschen Aktienmarkt ist mit der Aktienhausse in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre und den anschließenden Korrekturen deutlich gestiegen. Seitdem hat nicht nur die Schwankungsbreite täglicher Aktienrenditen spürbar zugenommen, sondern auch deren Persistenz. Tage mit hoher Volatilität des DAX werden viel häufiger von Tagen mit ebenfalls hohen Schwankungen gefolgt als vorher. Ebenso hat sich die Wahrscheinlichkeit extremer Preisausschläge stark erhöht.

Eine empirische Untersuchung¹⁾ der Schwankungen der Aktienrenditen des DAX zeigt einen ausgeprägten Volatilitätsanstieg in den letzten sechs Jahren. Als Bruchzeitpunkt wird der Juli 1997 identifiziert. Das asymmetrische 95 %-Konfidenzintervall für den geschätzten Bruchzeitpunkt reicht von März 1997 bis August 1998. Nicht nur der DAX wurde deutlich volatil, sondern auch die Schwankungen der Einzelaktien, auf denen der Index beruht, erhöhten sich stark. Die Schätzung eines GARCH(1,1)-Modells vor und nach dem Bruchzeitpunkt zeigt eine um mehr als das 2,5fache höhere unbedingte Varianz sowie eine Zunahme der Persistenzparameter nach 1997. Auch die Kurtosis, als Maß für das Auftreten extremer Kursbewegungen, stieg merklich an.

Ob dieser Volatilitätsanstieg dauerhaft sein wird, lässt sich zum jetzigen Zeitpunkt nicht feststellen. Allerdings zeigt die Schätzung eines Markov-Switching-Modells mit einem Hoch- und einem Niedrig-Volatilitätsregime mit historischen Daten seit 1965, dass es vor 1997 zwar schon vorübergehende Phasen hoher Volatilität gegeben hat, dass diese aber alle nur für weniger als sechs Monate anhielten. Da das jetzige Hoch-Volatilitätsregime aber bereits mehr als fünf Jahre andauert, könnte dies als ein Hinweis auf einen dauerhaften Strukturbruch interpretiert werden.

Eine Zerlegung der monatlichen realisierten Volatilität eines typischen DAX-Unternehmens in eine firmenspezifische oder idiosynkratische Komponente und in eine Marktvolatilität zeigt deutlich, dass obwohl auch die Marktvolatilität im Zeitablauf gestiegen ist, der Bruch in der Schwankungsdynamik im Wesentlichen auf den weitaus ausgeprägteren Anstieg der idiosynkratischen Volatilität zurückzuführen ist (siehe nebenstehendes Schaubild). Die unterschiedliche Entwicklung der Volatilität der Einzelaktien und des Index – der letztlich aus gewichteten Preisen der Einzelwerte gebildet wird – lässt sich durch eine abnehmende Kor-

1 Siehe hierzu und zu den folgenden Ausführungen: J. Stapf und T. Werner (2003), How wacky is the DAX? The changing structure of German stock market volatility, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Serie 1:



relation zwischen den Renditen einzelner DAX-Aktien erklären. Die Möglichkeiten zur Risikodiversifikation werden dadurch zwar verbessert. Allerdings führt die stark gestiegene firmenspezifische Volatilität besonders bei wenig diversifizierten Anlagen – etwa auf Grund von Vermögensrestriktionen oder bei großen (Überkreuz-)Beteiligungen von Unternehmen – dazu, dass diese Portfolios trotz der risikosenkenden Wirkung abnehmender Korrelationen insgesamt riskanter werden. Die privaten Haushalte in Deutschland haben sich darauf eingestellt, indem sie in den letzten Jahren einen deutlich größeren Anteil ihres Geldvermögens in bereits diversifizierte Anlagen wie Investmentfonds angelegt haben als in einzelne Aktienwerte.

Mit der – auch im Zusammenhang mit dem Aufbau einer kapitalgedeckten Säule der Altersvorsorge – zunehmenden Bedeutung des Aktienmarkts in Deutschland rücken die Auswirkungen der Aktienkursvolatilität auf die Funktionsfähigkeit der Märkte und die Realwirtschaft in den Fokus.²⁾ Ein höheres Niveau der Volatilität gefährdet jedoch nicht per se die Stabilität eines Finanzsystems; Störungen sind vielmehr meist auf plötzliche Volatilitätssprünge zurückzuführen.

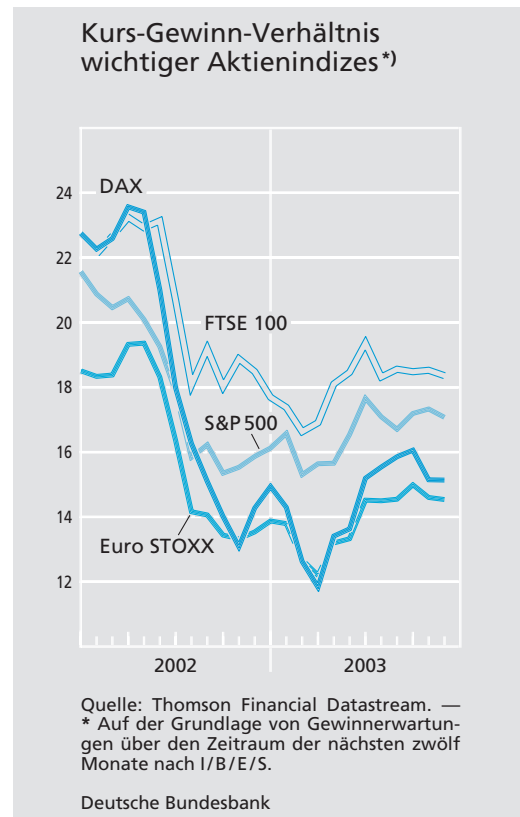
Papiere des volkswirtschaftlichen Forschungszentrums, Nr. 18/2003. — 2 Siehe für einen aktuellen Überblick z.B.: IWF, Global Financial Stability Report, September 2003, Washington, insbesondere Kapitel 2.

*Bewertungs-
niveaus in der
Nähe lang-
jähriger Durch-
schnittswerte*

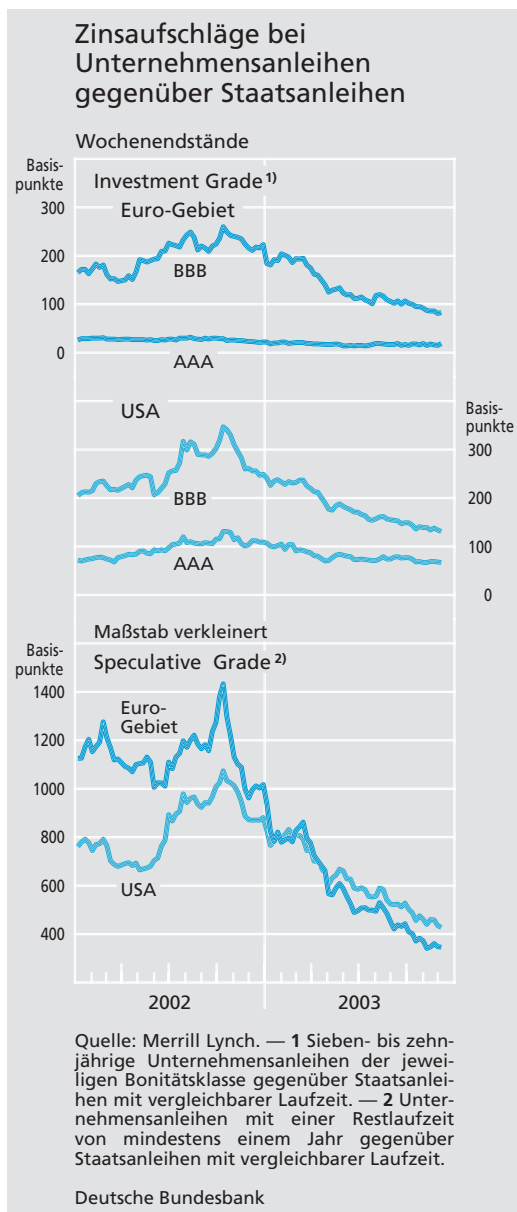
Die kräftigen Kurszuwächse haben das Bewertungsniveau an den internationalen Aktienmärkten seit dem Frühjahr zwar wieder allgemein ansteigen lassen (vgl. nebenstehendes Schaubild). Zuletzt war für Deutschland und das Euro-Gebiet jedoch wieder ein leichter Rückgang des KGV zu verzeichnen, da die Gewinnerwartungen auf Jahresfrist noch stärker als die Kurse zunahmen. Das KGV auf Grundlage der über die nächsten zwölf Monate erwarteten Gewinne für die im DAX und im Euro STOXX enthaltenen Unternehmen lag im November bei 15,2 beziehungsweise 14,6. Für US-Aktien (S&P 500) betrug der entsprechende Wert zuletzt 17,2 und für britische Aktien (FTSE 100) 18,4. Insgesamt erscheint das Risiko aus Fehlbewertungen an den Aktienmärkten zumindest für den DAX und den Euro STOXX derzeit begrenzt. Dies setzt allerdings voraus, dass die in den Gewinnschätzungen unterstellte Konjunkturerholung nicht unterbrochen wird.

*Am Devisen-
markt beacht-
liches Potenzial
für abrupte
Wechselkurs-
bewegungen*

Am Devisenmarkt setzte sich im laufenden Jahr die Abwertungstendenz des US-Dollar gegenüber einer Reihe von Währungen fort, nachdem sich ein Trendumschwung bereits Anfang 2002 vollzogen hatte. Wichtigster Belastungsfaktor ist neben dem US-amerikanischen Budgetdefizit das wachsende US-Leistungsbilanzdefizit, dessen Finanzierung dadurch erschwert wird, dass sich die Zinsdifferenzen am Kapitalmarkt und besonders deutlich am Geldmarkt zu Ungunsten von US-Dollar-Anlagen verschoben haben. Nachdem sich der US-Dollar in den Sommermonaten infolge der verbesserten Wachstumserwartungen in den USA etwas erholen konnte, trübte sich die Stimmung an den Devisen-



märkten gegenüber der US-Währung im September erneut ein. An den Märkten führte dies insbesondere zu einer Verteuerung des Yen, der sich in Anbetracht von US-Dollar-Interventionen der japanischen Währungsbehörden zuvor monatelang seitwärts bewegt hatte. Auch gegenüber dem Euro gab die US-Währung weiter nach und fiel Anfang Dezember auf neue Tiefstände; seit Anfang 2002 hat sie sich um knapp 30 % verbilligt. Die zeitweise hohe Volatilität an den Devisenmärkten blieb jedoch ohne größere Auswirkungen auf die Kapitalmarktzinsen, und auch die Finanzinstitute scheinen die US-Dollar-Schwäche bisher gut bewältigt zu haben. Angesichts des anhaltend hohen Finanzierungsbedarfs für das US-Leistungsbilanzdefizit besteht jedoch weiterhin ein beachtliches Potenzial für abrupte Kursbewegungen. Ein



Risiko für das Zins- und Wechselkursniveau könnte auch entstehen, wenn die asiatischen Notenbanken das mit US-Dollar-Interventionen verbundene starke Engagement auf dem US-Rentenmarkt einschränken würden.

Angesichts einer reichlichen Liquiditätsausstattung der Finanzmärkte bestand in den vergangenen Monaten weiterhin ein günstiges Finanzierungsumfeld für kapitalmarkt-

aktive Unternehmen. Die Zinsaufschläge von Unternehmensanleihen zu Staatsanleihen vergleichbarer Laufzeit haben sich im Jahresverlauf beträchtlich eingeeignet, wovon insbesondere Titel im unteren Rating-Spektrum von Investment Grade³⁾ und im Speculative-Grade-Segment⁴⁾ („High-yield“-Anleihen) profitierten (vgl. nebenstehendes Schaubild). Vor diesem Hintergrund war eine rege Netto-Emissionstätigkeit von Unternehmen insbesondere aus Westeuropa am internationalen Anleihemarkt zu verzeichnen.

Zum Abbau der Kreditrisikospreads dürfte zu einem Großteil die „Suche nach Rendite“ der Investoren beigetragen haben. Ein weiterer Faktor ist die wachsende Erwartung einer Verbesserung der Kreditqualität im Zuge der wirtschaftlichen Erholung. Die starke Spreadverengung der letzten Monate wirft indessen die Frage auf, ob die Marktentwicklung nicht der tatsächlichen Lage zu weit vorausgeeilt ist, was Rückschlagrisiken bergen würde.

Hierfür spricht, dass die Anzeichen für eine Stabilisierung der Kreditqualität weltweit noch gemischt sind. Bei Unternehmensanleihen in den USA und der übrigen Welt weisen die Insolvenzen und Verzugsfälle bei Zins- und Tilgungszahlungen einen fallenden Trend auf (vgl. Schaubild auf S. 21). Gemessen an den Ratings der Anleiheemittenten hat die Kreditqualität im Jahresverlauf hingegen nochmals leicht abgenommen. Allerdings ließ das Tempo der Rating-Erosion erheblich nach.

Rückschlagrisiken bei Unternehmensanleihen

Stabilisierung der Kreditqualität noch nicht gesichert

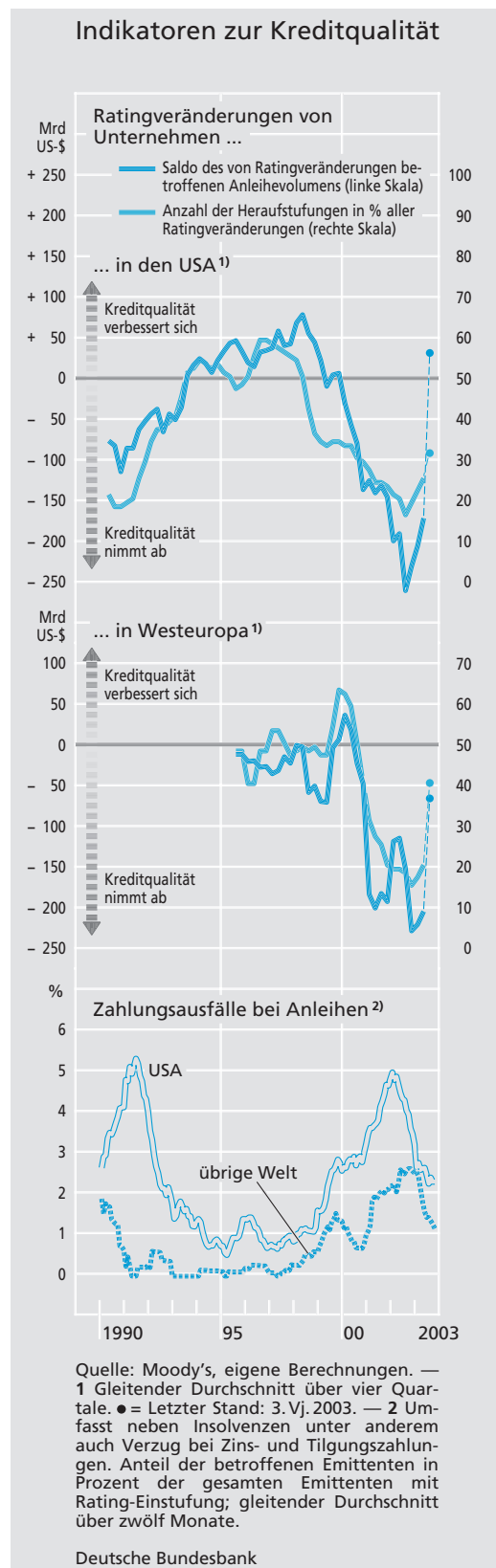
3 Anleihen mit einem Rating von BBB (Standard & Poor's) beziehungsweise Baa (Moody's) oder höher.

4 Anleihen mit einem Rating von BB (Standard & Poor's) beziehungsweise Ba (Moody's) oder niedriger.

In Westeuropa verzeichneten Versicherungsunternehmen, Versorger und Telekommunikationsunternehmen, die in der Vergangenheit maßgeblich zu der Herabstufungswelle beitrugen, seit Mitte des Jahres eine gewisse Stabilisierung. Obwohl der Ausblick der Ratingagenturen eine weitere Verlangsamung bei den Ratingherabstufungen erwarten lässt, dürften diese in den kommenden Monaten weiterhin die Anzahl der Ratingverbesserungen übertreffen. Auf Grund der nach wie vor hohen Unternehmensverschuldung bestehen die Risiken für die Kreditqualität fort, falls die wirtschaftliche Erholung und die Entwicklung der Unternehmensgewinne hinter den Erwartungen zurückbleiben. Ein belastender Faktor bleibt auch die hohe Verschuldung der privaten Haushalte, die im Wesentlichen durch Immobilienvermögen besichert ist (siehe Kapitel S. 24 ff.). Daher könnte die Weiterentwicklung von Märkten, die den Handel von Kreditrisiken aus den Sektoren Unternehmen und private Haushalte ermöglichen, die Widerstandsfähigkeit der Finanzinstitute verbessern, sofern bestimmte Voraussetzungen, wie Markttransparenz und professionelles Risikomanagement, gewährleistet sind (vgl. Erläuterungen auf S. 22).

Nochmals leichte Verschärfung der Kreditkonditionen im Euro-Raum

Für einen möglicherweise zu starken Abbau der Kreditrisikospreads spricht ferner, dass die im Vergleich zu den Anleihespreads höheren Risikomargen und die anhaltend restriktiven Konditionen im Kreditgeschäft der Banken auf unterschiedliche Risikoeinschätzungen zwischen Märkten und Kreditinstituten hin-



Zunehmender Transfer von Kreditrisiken

In den vergangenen Jahren hat sich das Spektrum der Finanzmärkte durch das rasche Wachstum des Handels von Kreditrisiken beträchtlich fortentwickelt. Wichtige Instrumente des Kreditrisikotransfers sind forderungsunterlegte Wertpapiere (Asset-Backed Securities) unterschiedlicher Ausgestaltung und Kreditderivate, insbesondere Kreditausfallswaps (Credit Default Swaps). Zwar ist eine genaue Ermittlung der Marktvolumina durch die statistisch unzureichende und international nicht vergleichbare Datenbasis erschwert, doch wird beispielsweise der Nominalbetrag der weltweit ausstehenden Kreditderivate per Dezember 2002 auf bis zu 2 Billionen US-\$ geschätzt.¹⁾ Beachtliche Zuwachsraten sind in Europa auch bei der Emission von Asset-Backed Securities zu verzeichnen, wenngleich die Marktvolumina noch immer deutlich unter denen des US-Markts liegen. In Deutschland wird dieses Marktsegment durch die True-Sale-Initiative des deutschen Bankwesens weiteren Auftrieb erhalten.

Der Transfer von Kreditrisiken eröffnet die Chance für ein verbessertes Risikomanagement der Finanzinstitute und kann zu einer effizienteren Allokation von Risiken innerhalb des Finanzsystems sowie einer besseren Kreditverfügbarkeit beitragen. Seitens der Erwerber von Kreditrisiken bieten sich neue Anlagealternativen.

Verfügbare Informationen deuten darauf hin, dass sich ein Großteil des Kreditrisikotransfers innerhalb des Bankensektors vollzieht.²⁾ Tendenziell sind dabei offenbar größere, international operierende Banken als Netto-Verkäufer („protection buyer“) von Kreditrisiken aufgetreten, während unter anderem regional orientierte Banken in Europa Netto-Käufer („protection seller“) sind. Daneben findet auch eine nennenswerte Übertragung von Kreditrisiken auf andere Marktteilnehmer, insbesondere auf Versicherungsunternehmen, statt.

Es ist zu vermuten, dass die durch den Risikotransfer erzielte breitere Streuung von Kreditrisiken zu der verbesserten Widerstandsfähigkeit des globalen Finanzsystems während des jüngsten weltweiten Konjunkturabschwungs beigetragen hat. Allerdings dürfen dabei vorhandene Schwachstellen und Risikopotenziale nicht übersehen werden:

- Auf Ebene des Einzelinstituts stellt ein Engagement in Instrumenten des Kreditrisikotransfers erhöhte Anforderungen an das Risikomanagement, die etwa aus der komplexeren Beurteilung des Kreditrisikos und von Rechtsrisiken resultieren. Insofern lassen sich etwaige erhöhte Verlustrisiken insbesondere bei weniger erfahrenen Marktteilnehmern, etwa in der Versicherungsbranche, schwer einschätzen.
- Der Kreditderivatemarkt ist – wie die anderen Derivatemärkte – durch eine hohe Konzentration der Intermediäraktivitäten auf eine kleine Gruppe von global tätigen Instituten gekennzeichnet. Dies geht mit einer Konzentration von Geschäftspartnerrisiken einher und macht den Markt anfällig für Spill-over-Effekte oder für Marktstörungen, beispielsweise im Fall eines Rückzugs einzelner Institute.
- Die Transparenz des Kreditderivatemarkts ist unzureichend, da die spärlichen Informationen weder einen ausreichenden Einblick in die Redistribution der Kreditrisiken noch in etwaige Risikokonzentrationen vermitteln. Zur Stärkung der Marktdisziplin ist daher eine Verbesserung der Offenlegungspraxis bei den Marktteilnehmern dringend geboten. Zudem sollten die statistischen Berichtspflichten der wichtigsten Marktteilnehmer gegenüber den Notenbanken/Aufsichtsbehörden ausgeweitet werden.

¹ Quelle: British Bankers' Association, vgl.: Bank for International Settlements, Committee on the Global Financial System, Credit risk transfer, Januar 2003. — ² Vgl.: Fitch

Ratings, Global Credit Derivatives: Risk Management or Risk ?, 10. März 2003 sowie Fitch Ratings, Global Credit Derivatives: A Qualified Success, 24. September 2003.

deuten.⁵⁾ So haben die vierteljährlich zum Kreditgeschäft im Euro-Raum befragten Banken ihre Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite im dritten Quartal nochmals leicht verschärft. Die etwas restriktivere Vergabepolitik betraf Unternehmen aller Betriebsgrößen und spiegelte sich vor allem in einer Ausweitung der Margen insbesondere für risikoreichere Kredite wider, was auf eine anhaltende risikodifferenzierte Ausleihpolitik der Banken hinweist. Zudem legten die befragten Banken auch strengere Maßstäbe hinsichtlich der Sicherheiten, des Vergabevolumens, der Zusatz- und Nebenvereinbarungen („covenants“) sowie der Fristigkeit an. Das etwas restriktivere Vergabeverhalten traf jedoch auch auf eine nachlassende Kreditnachfrage der Unternehmen. Erst für das vierte Quartal rechnen die Institute mit einer leichten Nachfragebelebung.

Geldmarkt im Euro-Währungsgebiet

Das Jahr 2003 war am Geldmarkt im Euro-Währungsgebiet infolge der schwachen konjunkturellen Entwicklung von einem deutlichen Zinsrückgang geprägt, der mit beträchtlichen Schwankungen der Zinssätze verbunden war. Zusätzlich haben geopolitische Unsicherheiten – insbesondere der Irakkrieg – den Geldmarkt im Euro-Währungsgebiet zeitweise belastet. Das Eurosystem reagierte auf die im ersten Halbjahr 2003 nachlassenden Risiken für die Preisstabilität in den Ländern der Währungsunion mit einer Senkung der Leitzinsen am 6. März um 25 und am 5. Juni um weitere 50 Basispunkte.⁶⁾

Diese beachtlichen Veränderungen der Zinssätze im Laufe des Jahres gingen zumindest im ersten Halbjahr mit deutlich erhöhter Unsicherheit der Marktteilnehmer einher. So bewegte sich die implizite Volatilität am Euro-Geldmarkt, gemessen an den Preisen von Am-Geld-Optionen auf 3-Monats-Euribor-Terminkontrakte, bis zur Jahresmitte auf hohem Niveau. Die Volatilität von EONIA stieg im Zeitraum Januar bis November 2003 gegenüber dem Vorjahrszeitraum von acht auf immerhin 35 Basispunkte an. Diese Entwicklung war nicht ausschließlich von den beiden Leitzinssenkungen in diesem Jahr bestimmt. Betrachtet man die Volatilität (gemessen an der Standardabweichung) des Spreads zwischen EONIA und dem Mindestbietungssatz, so stellt man auch hier einen Anstieg von acht auf 14 Basispunkte fest. Besonders starken Schwankungen unterlag der Spread insbesondere in den Tagen vor und nach den beiden Leitzinssenkungen, doch auch zum Ende der jeweiligen Mindestreserveperioden waren die Ausschläge des Spreads im Schnitt größer als 2002.

Die Unsicherheit hinsichtlich der Bonität der Geschäftspartner am Interbankengeldmarkt nahm dagegen im ersten Halbjahr 2003 kontinuierlich ab. Dies lässt sich am Spread

*Volatilität der
Geldmarkt-
zinsen im Jahr
2003 erhöht*

*Unsicherheit
am Interban-
ken-Geldmarkt
bildet sich
zurück*

⁵ Allerdings sind für die Zinsdifferenz auch andere Faktoren, wie der unterschiedliche Kreis der Unternehmen im Unternehmensanleihe- und im Bankenkreditmarkt, abweichende Kreditlaufzeiten sowie Preissetzungsspielräume relevant.

⁶ Die Zinsstruktur am Geldmarkt signalisierte ab Mitte des Jahres 2003 die Erwartung wieder steigender Zinsen. Nachdem die Zinsstrukturkurve über das erste Halbjahr 2003 hinaus einen inversen Verlauf aufgewiesen hatte, normalisierte sie sich ab Anfang August. Ende November lag der 12-Monats-Euribor rund 30 Basispunkte über dem 1-Monats-Satz. Dies war zuletzt im Sommer 2002 der Fall gewesen.

zwischen unbesicherten und besicherten Geldmarktgeschäften, dem „Depo-Repo-Spread“, deutlich machen. Nachdem hier im zweiten Halbjahr 2002 im Einjahresbereich ein deutlicher Anstieg von sieben bis acht Basispunkten auf zeitweise über zwölf Basispunkte zu verzeichnen war, ging der Spread zwischen Januar und Juli 2003 wieder auf das Ausgangsniveau zurück und verblieb seither dort.

Hoher Liquiditätsgrad bei steigendem Anteil des Repo-Markts...

Die Liquidität des Geldmarkts im Euro-Währungsgebiet lässt sich anhand der täglichen Umsatzentwicklung beurteilen. Bereits die Money Market Study 2002 des Eurosystems zeigte, dass der tägliche Umsatz am Geldmarkt im Euro-Währungsgebiet leicht zulegte; dieser Trend wird sich im laufenden Jahr fortsetzen und nach ersten Schätzungen sogar verstärken. Dabei hat die Bedeutung des unbesicherten Marktes in den letzten Jahren zu Gunsten des Repo-Markts abgenommen. Diese Entwicklung belegt, dass für die Geldmarktakteure das professionelle Risikomanagement, vor allem was die Kreditrisiken angeht, immer wichtiger wird. Auch die zunehmende Konzentration auf kürzere Laufzeiten legt diesen Schluss nahe.

... und zunehmendem Einsatz von Derivaten

Ein weiterer wichtiger Gesichtspunkt für die Beurteilung der Liquidität am Geldmarkt ist das Volumen derivativer Instrumente, mit denen einerseits Risiken aktiv gemanagt, andererseits aber auch spekulative Positionen eingegangen werden können. Mit den EONIA-Swaps, Währungsswaps, Forward Rate Agreements und anderen Instrumenten ist der Geldmarkt im Euro-Währungsgebiet auch in dieser Hinsicht gut entwickelt. Hinsichtlich

des Umsatzvolumens ist bei den derivativen Instrumenten für das Jahr 2003 ein Wachstum gegenüber dem Vorjahr im zweistelligen Prozentbereich zu erwarten.

Der Geldmarkt im Euro-Währungsgebiet hat in diesem Jahr bewiesen, dass er auch in konjunkturell und geopolitisch schwierigen Zeiten den Marktausgleich zwischen den Kreditinstituten des Eurosystems reibungslos sicherstellen kann. Damit hat er zur Stabilität der Finanzintermediäre im Euro-Raum entscheidend beigetragen.

Ausgewählte Risiken in wichtigen Ländern

Mit dem langjährigen Trend zu einer stärkeren internationalen Verflechtung des deutschen Finanzsystems hat auch die Anfälligkeit gegenüber Schocks aus dem Ausland tendenziell zugenommen. Besondere Bedeutung haben dabei die intensiven Beziehungen zwischen Bankensystemen. In einer Reihe von Ländern erwiesen sich die durch günstige Finanzierungsbedingungen boomenden Immobilienmärkte als wichtige Stütze für das Kreditgeschäft in der konjunkturellen Abschwungphase. Auf Grund der zentralen Stellung der Banken in der Finanzierung können größere Wertschwankungen der zur Kreditbesicherung dienenden Immobilien unmittelbaren Einfluss auf die Stabilität des Finanzsystems haben. Größere Preisschwankungen auf Immobilienmärkten sind als Folge von Nachfrage- oder Angebotsschocks in vielen Ländern nicht unüblich, da die Mengenanpassungen nur verzögert erfolgen können. Über Jahre andauernde Preissteigerungen

Große Bedeutung der Immobilienmärkte für die Finanzstabilität...

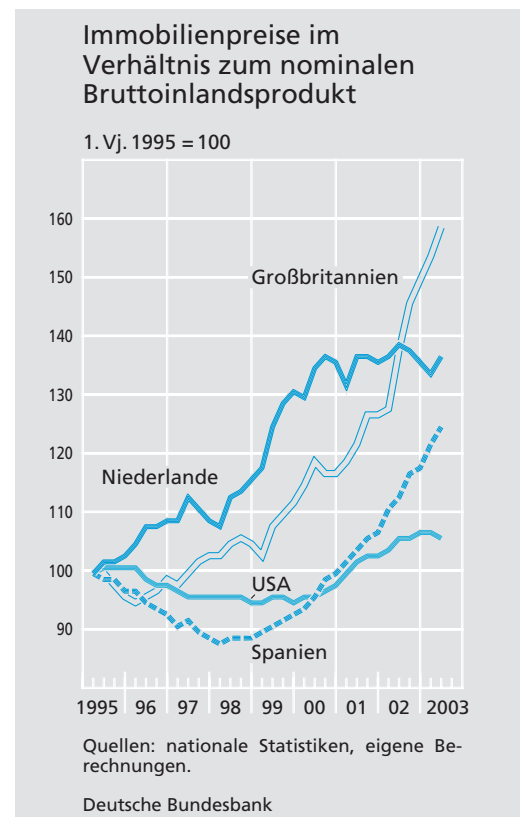
bergen jedoch die Gefahr von Übertreibungen. Für Deutschland gibt es derzeit keine Hinweise auf eine Überhitzung des Immobilienmarkts.⁷⁾

... in der Euro-Zone...

Innerhalb der Euro-Zone zählen die Niederlande und Spanien zu den größeren Volkswirtschaften, in denen die Immobilienpreise und die Hypothekenverschuldung seit Mitte der neunziger Jahre deutlich schneller zugenommen haben als das nominale BIP (vgl. nebenstehendes Schaubild). In den Niederlanden hat sich der Preisauftrieb allerdings zusammen mit dem realen Wirtschaftswachstum bereits Ende 2000 verlangsamt und hält seither das hohe Niveau, während die dynamische Entwicklung in Spanien bis in das laufende Jahr hinein anhielt. Zu den allgemeinen Risikofaktoren Einkommensentwicklung und Arbeitslosigkeit kommt auf dem spanischen Hypothekenmarkt als zusätzliches Risiko die überwiegend variable Hypothekenverzinsung hinzu, die für einige Kreditnehmer zu unerwarteten Belastungen führen könnte. Nach Einschätzung der Ratingagenturen verfügen aber die auf dem Hypothekenmarkt führenden Banken in beiden Ländern über eine ausreichende Ertragskraft beziehungsweise genügend Reserven, um einen moderaten Anstieg der Kreditausfälle verkraften zu können.

... und in Großbritannien

In Großbritannien sind die Immobilienpreise den Einkommen zuletzt weit vorausgeeilt. Insbesondere für Haushalte ohne Immobilienvermögen hat sich der Ersterwerb spürbar verteuert, was die Nachfrage von dieser Seite erheblich dämpfen dürfte. Auch auf dem britischen Hypothekenmarkt dominieren traditionell Verträge mit variabler Verzinsung be-



ziehungsweise Festzinsvereinbarungen mit sehr kurzer Laufzeit. In Kombination mit den drastisch gestiegenen Immobilienpreisen und einem historisch hohen Schuldenstand der privaten Haushalte hat im laufenden Jahr die Anfälligkeit des britischen Finanzsystems gegenüber einem Zinsschock zugenommen. Bislang liegen die Ausfallraten von Immobilienkrediten dank günstiger Finanzierungsbedingungen und geringer Arbeitslosigkeit jedoch auf niedrigem Niveau. Zudem hat sich die Sicherheitsmarge zwischen der durchschnittlichen Hypothekenbelastung und dem Marktwert der beliebten Objekte bei Neuausschlüssen auf rund 25 % vergrößert. Diese Kennziffer ist zwar mit Vorsicht zu interpretie-

⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Preisindikatoren für den Wohnungsmarkt, Monatsbericht, September 2003, S. 45 ff.

ren, da die Gläubigerbanken bei der Zwangsverwertung der Sicherheiten möglicherweise nicht den Marktwert erzielen können. Aber auch nach Einschätzung der Ratingagenturen, die ihr Urteil auf eine breitere Auswahl von Kennzahlen stützen, ist die Verfassung der führenden Banken auf dem britischen Hypothekenmarkt robust genug, um einen gewissen Anstieg der Kreditausfälle bewältigen zu können. Neben diesen unmittelbaren Kreditrisiken könnte ein starker Zinsanstieg zudem einen dämpfenden Effekt auf die private Konsumnachfrage haben, infolgedessen sich auch das Geschäftsklima für die Banken abkühlen würde.

Risiko einer Überhitzung des US-Immobilienmarkts begrenzt

Wie in Großbritannien haben auch in den USA die Hauseigentümer bei steigenden Immobilienpreisen und sinkenden Zinsen in erheblichem Umfang zusätzliche Kredite für Konsumzwecke aufgenommen, ohne dass sich dadurch die unmittelbare Belastung aus Zins- und Tilgungszahlungen erhöht hat. Auf Grund von Festzinsvereinbarungen und langen Laufzeiten dürften die meisten Hauseigentümer in den USA mittelfristig jedoch besser gegen steigende Hypothekenzinsen abgesichert sein als Schuldner in Großbritannien. Auch die Anzeichen für eine Überhitzung des Immobilienmarkts sind – von regionalen Erscheinungen abgesehen – in den USA derzeit schwächer.

US-Bankensystem in robuster Verfassung

Für die im Auslandsgeschäft aktiven deutschen Banken sind die Beziehungen zum US-amerikanischen Bankensystem von erheblicher Bedeutung. Indikatoren wie Kredit-spreads, Ratings und Aktienkurse deuten darauf hin, dass sich das US-Finanzsystem trotz

der zurückliegenden konjunkturellen Schwächephase in einer stabilen Verfassung befindet. Gestützt durch niedrige Zinsen und einen boomenden Immobilienmarkt erzielten viele Banken in der ersten Hälfte 2003 Rekordgewinne. Der Anteil der Problemkredite in den Portefeuilles der Banken ist gesunken und liegt wieder auf dem Niveau von 2000. Dazu trugen vor allem Immobilien- und Konsumentenkredite bei, während die Häufigkeit von Zahlungsausfällen bei Unternehmenskrediten gegenüber dem zyklischen Hoch Mitte 2002 nur langsam abnimmt. Entsprechend zurückhaltend sind die Banken bei der Vergabe neuer Kredite an kommerzielle Schuldner.

In Bezug auf Japan stand in den letzten Jahren besonders die Stabilität des Bankensektors im internationalen Blickfeld. Die japanische Regierung hat verschiedene Schritte unternommen, um die Lage des Bankensektors zu verbessern. Ein Ziel ist es, den Umfang der notleidenden Kredite am gesamten Kreditvolumen zu reduzieren. Eine forcierte Abschreibung von Problemkrediten stellte angesichts der angespannten Ertragslage der Kreditinstitute – in den vergangenen beiden Geschäftsjahren haben die japanischen Banken anstelle der zunächst angekündigten Gewinne massive Verluste ausgewiesen – eine Herausforderung dar. Dies wird auch durch die erstmalige Verstaatlichung einer größeren Regionalbank, der Ashikaga Bank, Ende November wegen Überschuldung belegt. Die Industrial Revitalisation Corporation of Japan (IRCJ), die Anfang Mai 2003 ihre Arbeit aufgenommen hat, soll in den nächsten beiden Jahren notleidende Kredite in Höhe von 10 Billionen Yen von Banken ankaufen und die dahinter

Umfang der notleidenden Kredite in Japan weiterhin hoch

stehenden Schuldnerunternehmen in den folgenden drei Jahren restrukturieren.

Problematische Zusammensetzung des Eigenkapitals japanischer Banken...

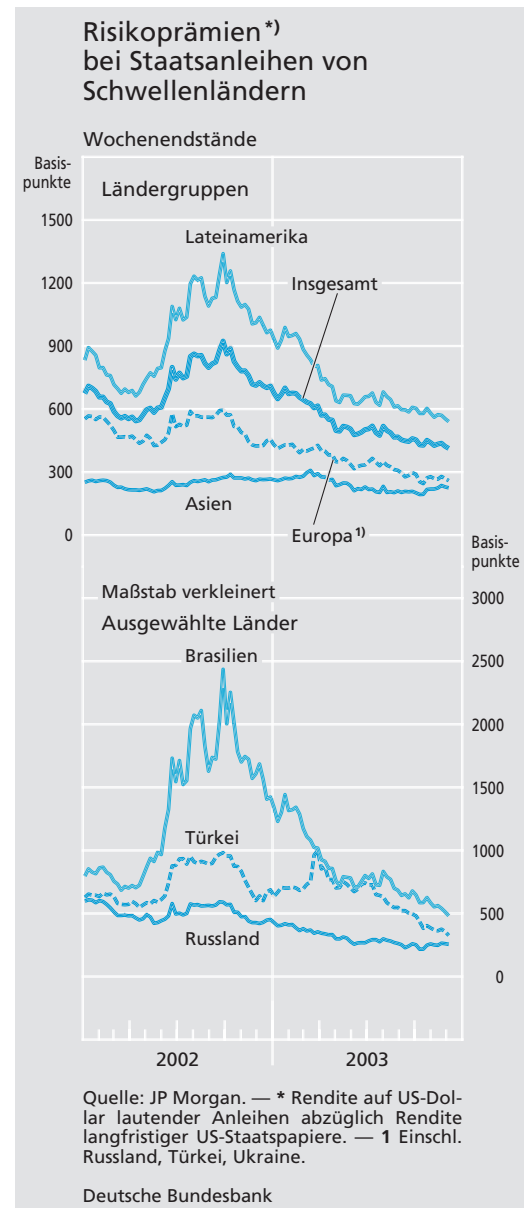
Die angespannte Lage der japanischen Banken zeigt sich auch in der ungünstigen Zusammensetzung ihres Eigenkapitals. Beispielsweise müssen Wirtschaftsprüfer nunmehr beurteilen, ob der Umfang der in die Bilanz eingestellten „deferred tax assets“ (DTA) angemessen ist.⁸⁾ Angesichts der schwierigen Gewinnlage der Banken stellt der Umstand, dass DTA Ende März 2003 die Hälfte des Kernkapitals der japanischen Großbanken ausmachten, weiterhin eine große Belastung der Bonität der Banken dar.

... aber Rückkehr in Gewinnzone erwartet

Für das erste Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres, das im März 2004 endet, konnten die vier großen Bankengruppen indes eine Rückkehr in die Gewinnzone verzeichnen. Positiv hat sich die Erholung der Konjunktur ausgewirkt. Zudem wurden die Banken durch den starken Anstieg der japanischen Aktienkurse seit dem Ende des ersten Quartals entlastet, da dies den Marktwert ihrer Beteiligungen wieder erhöht hat. Dies weist auf die relativ hohe Abhängigkeit der Gewinnsituation von den Entwicklungen an den Finanzmärkten hin, zu der niedrige operative Ergebnisse, vor allem im Kreditgeschäft, beitragen.

Schwellenländer durch Suche nach Rendite weiterhin begünstigt

Mit der Erholung der Weltwirtschaft verbessern sich die Aussichten für die Schwellenländer auf steigende Exporte. Zudem profitieren die Schwellenländer weiterhin von der reichlichen Liquidität an den internationalen Finanzmärkten. Infolge der starken, renditegetriebenen Nachfrage nach Anleihen aus den



Schwellenländern wurden Mitte 2003 langjährige Durchschnittswerte für Risikoprämien bei Staatsanleihen unterschritten (vgl. oben stehendes Schaubild). Wichtige öffentliche Schuldner in den Schwellenländern nutzten diese günstigen Bedingungen, um frühzeitig

⁸ Hierbei handelt es sich um künftig erwartete Steuerminderungen, die im Bilanzzusammenhang bereits im laufenden Jahr das Kernkapital erhöhen, aber nur dann geltend gemacht werden können, wenn in Zukunft wieder (steuerpflichtige) Gewinne ausgewiesen werden.

einen Großteil ihres externen Finanzierungsbedarfs für 2003 zu decken. Gleichwohl dürften die Risiken für die Schwellenländer aus dem Zinszyklus der Industrieländer – der seit Juni aufwärts gerichtet ist – weiterbestehen, da die Anpassungsfortschritte vielerorts zu wünschen übrig lassen. Ein Wiederanstieg der Risikoprämien der Schwellenländer hätte wachsende Schuldendienstbelastungen aus Rollover-Krediten und Neuverschuldung zur Folge. Besondere Risiken resultieren in Lateinamerika aus der Belastung des Vertrauens durch die hohe inländische Staatsverschuldung und aus der relativ geringen Einbindung in den internationalen Handel. In Asien – vor allem in China, Indonesien und Südkorea –, aber auch in Russland und Ungarn könnten Risiken für die Stabilität der heimischen Banken vom starken Wachstum der Kredite an den privaten Sektor ausgehen.

*Verbesserung
der Wirtschafts-
lage in Argentinien,
Brasilien
und der Türkei*

In der jüngeren Vergangenheit waren unter den weltwirtschaftlich bedeutenden Schwellenländern vor allem Argentinien, Brasilien und die Türkei von schweren Zahlungsbilanzkrisen betroffen. In Argentinien hat sich die wirtschaftliche Lage nach der im Jahr 2001 ausgebrochenen Krise verbessert. Die Verhandlungen mit dem IWF über die Refinanzierung fälliger Kredite des Fonds sowie über ein dreijähriges Anpassungsprogramm wurden Ende September abgeschlossen. Gleichzeitig machte die argentinische Regierung ihren privaten Gläubigern ein Umschuldungsangebot, das auf eine extrem hohe Schuldendienstbelastung zielt. In Brasilien verringerten sich die finanziellen und wirtschaftlichen Risiken gegenüber Ende 2002 deutlich. Der Anstieg der Inflationsrate auf Monatsbasis ebte ab,

die Leistungsbilanz war in den ersten zehn Monaten von 2003 ausgeglichen, und die Regierung verfolgt einen anspruchsvollen Reformkurs. Ein erhebliches Vertrauensrisiko bergen jedoch die nach wie vor hohe inländische Staatsverschuldung und – wegen der engen Bindung an den Wechselkurs und den Tagesgeldzielsatz der Notenbank – ihre erhebliche Volatilität. In der Türkei nahmen die finanziellen und wirtschaftlichen Risiken nach dem Ende des Irakkriegs deutlich ab. Die weiteren finanziellen und wirtschaftlichen Aussichten hängen vor allem von der strikten Einhaltung des Konsolidierungs- und Reformkurses der Regierung ab. Die Regierung strebt für das Jahr 2003 einen vergleichsweise ehrgeizigen Primärüberschuss von 6 ½ % des BIP an, um ihren internen und externen Zahlungsverpflichtungen Rechnung tragen zu können. Außerdem profitiert die Türkei derzeit von einer bilateralen Finanzhilfe der Vereinigten Staaten in Höhe von 8,5 Mrd US- $\text{\$}$.

Finanzintermediäre in Deutschland

Das deutsche Bankensystem gehört seit vielen Jahrzehnten zu den stabilsten und leistungsfähigsten der Welt. Gesamtwirtschaftliches Wachstum und ein stabiler Geldwert bildeten lange Zeit günstige makroökonomische Rahmenbedingungen für die Entwicklung der Kreditwirtschaft. Umgekehrt trug die spezifische Struktur des deutschen Kreditwesens maßgeblich zur Entfaltung der Stärken der deutschen Volkswirtschaft bei. Die ausgeprägte Dezentralität der Kreditwirtschaft unterstützte die Herausbildung eines starken Mittelstandes und wirkte regionalen Disparitä-

*Stabilität und
Leistungsfähigkeit*

ten in der Wirtschaftsentwicklung entgegen. Stabile Hausbankbeziehungen sowie eine teilweise enge Verflechtung zwischen privaten Banken und Industrie führten zu einer stetigen Kreditversorgung für die Unternehmen, auch über zyklische Schwächeperioden hinweg. Die ausgeprägte Langfristorientierung in den Finanzbeziehungen wirkte als zusätzlicher Stabilisator gegen eine Selbstverstärkung konjunktureller Abschwünge.

*Umschwung im
makroökonomi-
schen Umfeld
und technischer
Fortschritt...*

Im Verlauf der neunziger Jahre änderten sich die Bedingungen grundlegend. Die spezifischen makroökonomischen Vorteile in Deutschland schwanden. Zunehmend traten wachstumshemmende Strukturprobleme in den Vordergrund. Noch stärker als die gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen dürften jedoch die Änderungen im Kreditwesen selbst durchgewirkt haben, die durch die Fortschritte der Informations- und Kommunikationstechnologie sowie die fortschreitende Liberalisierung der Finanzmärkte ausgelöst worden waren. Insbesondere hat der technische Fortschritt die Möglichkeit, Skalenerträge in der Abwicklung von standardisierbarem Massengeschäft auszuschöpfen, deutlich erhöht. Dies hat einen enormen Druck hin zu Größe und höheren Volumina im Massengeschäft und damit zur Konsolidierung im Kreditgewerbe ausgelöst.

*... verändern
Wettbewerbs-
bedingungen*

In diesem Kontext entpuppte sich die ausgesprochene Regionalität der deutschen Kreditwirtschaft mit den vergleichsweise geringen Marktanteilen selbst der großen Institute plötzlich als eine eher nachteilige Ausgangslage. Auf der Suche nach Größe und Marktanteilen sowie in der Konkurrenz mit neuen

Produkten und Vertriebswegen intensivierte sich der ohnehin scharfe Wettbewerb. Die Rentabilität im deutschen Kreditgewerbe begann zu erodieren. Zeitweise schien die Fokussierung auf Produkte und Dienstleistungen rund um den Kapitalmarkt einen Ausweg aus der anhaltenden Ertragskompression zu bieten. Insbesondere im Investment Banking waren Ende der neunziger Jahre hohe Einnahmen erzielbar. In Verbindung mit der Börsenentwicklung gerieten aber insbesondere die Großbanken in stärkere Abhängigkeit volatiler Ertragsquellen.

Ab Mitte 2000 trübte sich das makroökonomische Umfeld ein. Dies galt der Tendenz nach zwar für das Kreditgewerbe weltweit; im Ausmaß, in der Dauer und in den Auswirkungen jedoch waren deutsche Banken besonders betroffen. Zum einen verlief die Wachstumsschwäche in Deutschland hartnäckiger als in anderen Industrieländern. Entsprechend schwoll die Insolvenzwelle bei den Unternehmen in Deutschland an, was zu einem erheblichen Risikovorsorgebedarf in den Kreditportfolios heimischer Banken führte. Zum anderen trat nun zu Tage, dass die Diversifiziertheit des inländischen Bankenmarkts eine zyklische Verwundbarkeit des Bankensystems nicht verhindern konnte. Wegen des scharfen Wettbewerbs, zu hoher Kapazitäten sowie suboptimaler Betriebsgrößen war die Rentabilität in der konjunkturellen Normallage zu niedrig geworden. Außerdem konnte eine Reihe großer Banken aus dem privaten Kreditgewerbe, aber auch aus der Gruppe der Landesbanken nicht hinreichend am Stabilisierungseffekt, der von den vergleichsweise stetigen Erträgen aus dem

*Eintrübung
zu Beginn der
Dekade*

Retail-Geschäft ausgeht, teilhaben. So kamen – auch in Verbindung mit der These einer Kreditklemme⁹⁾ – Grundsatzdiskussionen über die Ertrags- und Strukturfrage des deutschen Kreditgewerbes auf.

*Reaktionen des
Kreditgewerbes
und erste
Erfolge*

Das deutsche Kreditgewerbe hat auf die Kostenproblematik entschlossen reagiert und insbesondere seit dem Jahr 2002 energisch gegengesteuert. Viele Institute, insbesondere die Großbanken, haben sich massiven Kostensenkungsprogrammen unterzogen. Alle drei Säulen (private Kreditbanken, Sparkassen, Kreditgenossenschaften) starteten oder intensivierte Initiativen, um die Erstellung von Bankdienstleistungen zu modernisieren, also Verbund- und Skalenerträge stärker zu nutzen oder durch Outsourcing die Fertigungstiefe zu reduzieren. Erste Erfolge zeichnen sich ab. Zunehmend greifende Sparmaßnahmen haben dazu beigetragen, den Verwaltungsaufwand zu senken.

*Basel II als
Katalysator*

Auch die geplante Neufassung der Eigenkapitalregelungen auf internationaler Ebene (Basel II) wirkt bereits als Katalysator für eine verbesserte Risikosteuerung im Kreditgeschäft. Mit der hiervon ausgelösten stärkeren Ausrichtung der Kreditbeziehungen aller Banken an Risiko und Ertrag wird die an den organisierten Kapitalmärkten seit jeher übliche Denkweise auch auf Buchkredite übertragen. Eine vorsichtige Erhöhung der Margen im Kreditgeschäft bereitet den Weg für eine allmähliche Erholung der Ertragsseite.

Im Zusammenspiel von Kostensenkung und verstärkter Risikoorientierung hat sich die Ertragslage trotz wirtschaftlicher Stagnation in

den ersten drei Quartalen 2003 in allen drei Säulen des deutschen Bankensystems verbessert. Wichtig ist festzustellen, dass das deutsche Kreditgewerbe dabei ist, vorangegangene Fehlentwicklungen aus eigener Kraft zu korrigieren. Die inzwischen eingetretene leichte Entspannung sollte die Banken ermuntern, ihre Anstrengungen fortzusetzen, um auf einen nachhaltigen Ertragspfad zurückzukehren.

Aktuelle Tendenzen bei großen, international tätigen Banken

Nachdem die großen, international tätigen deutschen Banken im Jahr 2002 vor allem auf Grund eines hohen Risikovorsorgebedarfs schwache, teilweise sogar negative Jahresergebnisse ausweisen mussten, haben sie darauf mit einem umfassenden Ansatz der strategischen Neuausrichtung geantwortet. Die einzelnen Maßnahmen unterscheiden sich dabei in Intensität und im Zeithorizont. Eher kurzfristig greifen der Personalabbau, die Straffung des Zweigstellennetzes sowie die Veräußerung von Beteiligungen. Daneben bereitet die Kreditwirtschaft Instrumente und Strukturen vor, die eher längerfristig wirken. Dazu zählt die Gründung einer Verbriefungsinitiative, die zu erhöhter Flexibilität im Umgang mit Kreditrisiken beitragen wird. Hinzu kommen viel versprechende Ansätze zum Aufbrechen der Wertschöpfungskette mit der Folge einer „Industrialisierung“ der Prozesse, zum Beispiel durch den Aufbau von Kredit-

*Unbefriedigendes
Ergebnis
in 2002 als
Ausgangspunkt für
strategische
Neuausrichtung*

⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der Bankkredite an den privaten Sektor, Monatsbericht, Oktober 2002, S. 31 ff. sowie Deutsche Bundesbank, Deutsche Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht, Juni 2003, S. 69 ff.

Bilanzentwicklungen großer, international tätiger deutscher Banken

Stand Ende	Geschäfts-	darunter:	Gewichtete	Gewichtete	Kernkapital-
	volumen	Forderungen	Risikoaktiva 1)	Risikoaktiva 1)/	
	Mrd €	an Nichtbanken	Risikoaktiva 1)	Bilanzsumme	quote 1)
				in %	
2000 4. Vj.	3 384	1 586	1 397	41	6,49
2001 2. Vj.	3 749	1 739	1 472	39	6,63
4. Vj.	3 817	1 740	1 436	38	6,98
2002 2. Vj.	3 622	1 691	1 407	39	6,91
4. Vj.	3 336	1 440	1 278	38	6,94
2003 2. Vj.	3 506	1 539	1 204	34	7,66
3. Vj.	3 305	1 399	1 125	34	7,95

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

Deutsche Bundesbank

fabriken und Wertpapierabwicklungszentren, sowie die Nutzung von Outsourcing. Darüber hinaus wird es aber weiterhin erforderlich sein, Geschäftsstrategien auf den Prüfstand zu stellen und überzeugende Positionierungen gegenüber der nationalen und internationalen Konkurrenz einzunehmen.

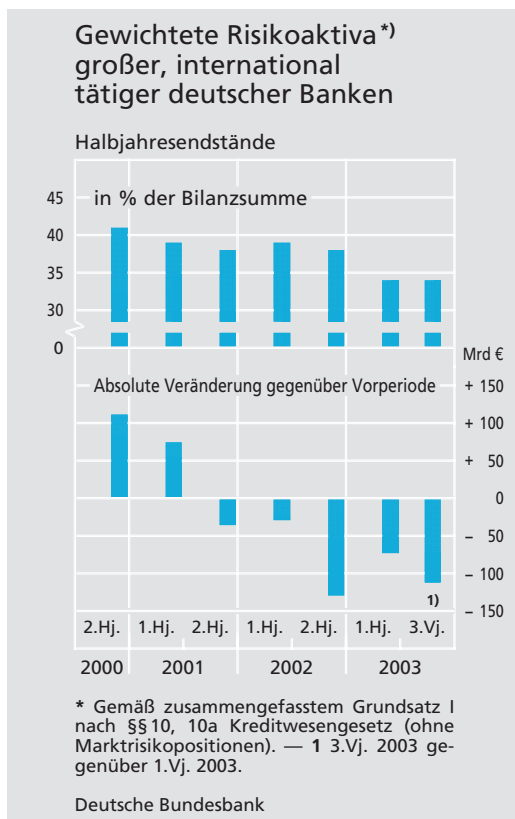
national tätigen Banken hat sich im Jahresverlauf 2003 deutlich auf 7,95 % verbessert, wovon etwa zwei Drittel auf die Reduzierung von Kreditrisiken zurückzuführen sind. Damit haben diese Banken im EU-Vergleich deutlich aufgeholt.

Bilanzentwicklungen

In einer aggregierten Bilanz einer ausgewählten Gruppe großer, international tätiger Banken¹⁰⁾ zeigt sich der starke Rückgang der risikogewichteten Aktiva auf zuletzt 1 125 Mrd € (vgl. oben stehende Tabelle und Schaubild auf S. 32).¹¹⁾ Die Erfüllung der regulatorischen Kapitalanforderungen sowohl nach Grundsatz I als auch nach den Baseler Standards war – wie auch bei den anderen Bankengruppen – jederzeit gegeben. Die Kernkapitalquote des Aggregats der großen, inter-

10 Das Aggregat umfasst eine Gruppe von acht deutschen Banken aus allen drei Sektoren, deren Konzernbilanzsumme jeweils 250 Mrd € (per 30. Juni 2003) übersteigt. Alle Banken der Gruppe sind nicht nur in Deutschland aktiv, sondern betreiben ihre Geschäfte in größerem Umfang auch auf internationalen Märkten. Als Maßstab für die internationale Ausrichtung wurde auf die Höhe ihrer Auslandsaktiva – in absoluten Werten und in Relation zur Bilanzsumme – abgestellt. Für Zwecke der folgenden Analyse werden jeweils die Konzerndaten der Institute verwendet.

11 Zu berücksichtigen ist, dass im relativ kleinen Aggregat der großen, international tätigen Banken Geschäftsentwicklungen relativ stark durch Sonderfaktoren beeinflusst werden, die sich auf Grund zahlreicher strategischer Neuausrichtungen und Umstrukturierungen bei allen Instituten ergeben. Ein Beispiel hierfür ist die im zweiten Halbjahr 2002 vorgenommene Entkonsolidierung des Hypothekengeschäfts dreier Großbanken.



Stille Lasten

Stille Lasten¹²⁾, die vor allem im Zuge der Kursrückgänge an den Aktienmärkten zwischen Frühjahr 2001 und Frühjahr 2003 entstanden waren, dürften sich im Laufe des Jahres durch die Erholung an den Aktienmärkten teilweise wieder zurückgebildet haben. Darüber hinaus hat sich der Umfang stiller Lasten durch bereits durchgeführte Abschreibungen und durch Realisierung von Verlusten im Zuge des Abbaus des Beteiligungs-, Wertpapier- und Kreditportfolios erheblich verringert. Allerdings besteht bei manchen Instituten noch weiterer Anpassungsbedarf.

Ergebnisverbesserung im laufenden Jahr

Die großen, international tätigen Banken konnten in diesem Jahr im operativen Geschäft die Verlustzone verlassen. Verwaltungsaufwand und Risikovorsorgekosten zusammen genommen betragen in den ersten

neun Monaten des Jahres 2003 circa 90 % der operativen Überschüsse (Zinsüberschuss plus Provisionsüberschuss plus Handelsergebnis). Diese Ergebnisverbesserung im bisherigen Jahresverlauf 2003 beruht allerdings in erster Linie auf einem Rückgang der beiden genannten Kostenblöcke (vgl. Schaubild auf S. 33). Hinzu kam im Zuge der Erholung an den Finanzmärkten im Frühjahr eine Steigerung des Handelsergebnisses, das sich allerdings schon im Sommer wieder deutlich abschwächte und das – auch angesichts der tendenziell hohen Volatilität dieser Ergebnis-komponente – kaum als alleiniger Träger einer grundlegenden und nachhaltigen Ertragsverbesserung geeignet scheint.

Die Cost-Income-Ratio (Verwaltungsaufwand in Prozent der operativen Überschüsse) hat sich von 78 % im Jahr 2002 auf 73 % in den ersten neun Monaten des Jahres 2003 verbessert. Allerdings ist zu konstatieren, dass die engere Quote Verwaltungsaufwand durch Rohertrag (Zinsüberschuss plus Provisionsüberschuss) bei dem hohen Wert von 90 % geblieben ist. Der Effekt der Sparmaßnahmen auf den Verwaltungsaufwand war also etwa genauso hoch wie die Einbußen bei Zins- und Provisionsüberschüssen aus dem Abbau von Aktiva und anderen Geschäften. Damit hat vor allem das Handelsergebnis die Verbesserung der Cost-Income-Ratio in den ersten neun Monaten des Jahres 2003 getrieben.

Cost-Income-Ratio

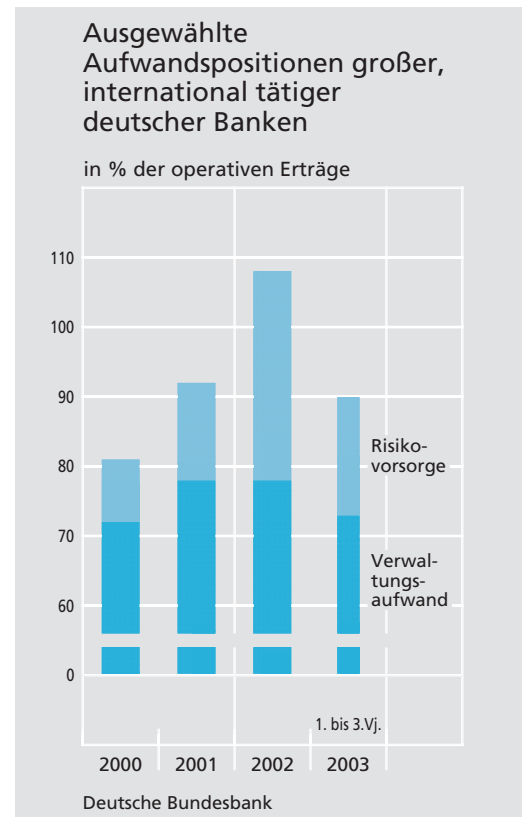
Diese Zahlen belegen, dass die kurzfristigen Maßnahmen der Banken zur Kurskorrektur

Kurskorrektur sichtbar

¹² Stille Lasten entstehen dann, wenn der Marktwert eines Vermögensgegenstandes unter seinen bilanziell beizulegenden Wert (Buchwert) fällt.

durchaus greifen. Zum einen hat sich – auch dank deutlich verbesserter Handelsergebnisse – bereits kurzfristig die Ertragslage stabilisiert, wenn auch nach wie vor auf niedrigem Niveau. Sorgen vor einer Abwärtsspirale aus einem Rückgang der Geschäftstätigkeit, einer Unterauslastung der Kapazitäten, dem Anstieg der Stückkosten und einer weiteren Verschlechterung der Ertragslage haben sich bisher nicht bewahrheitet. Zum anderen haben die Banken durch entschlossene Restrukturierung mittlerweile Freiräume für neue Engagements geschaffen. Auch eine stärkere Fokussierung auf Kerngeschäftsfelder, zum Beispiel durch Beteiligungsabbau, schafft Strukturen, die mittelfristig einen nachhaltigen Erholungsprozess ermöglichen sollten. Dazu muss die Entlastung auf der Kostenseite nach Ausschöpfen des „defensiven“ Potenzials mit Personalabbau und Zweigstellenschließungen weitergetragen werden von den eingeleiteten oder sich abzeichnenden Maßnahmen in Richtung des Aufbrechens der Wertschöpfungskette und der Ausnutzung von Skalenerträgen.

Die Erfolge in der Kostenreduktion und der Risikovorsorge bedürfen jedoch der Ergänzung durch Fortschritte auch auf der Ertragsseite. Überzeugende Geschäftsstrategien und eine klare Ausrichtung auf profitable Geschäftsfelder und Kundengruppen sind notwendig, um durch Produktinnovationen und eine weitere Steigerung der Servicequalität neue Ertragsquellen im zinstragenden Geschäft gleichwie im Provisionsgeschäft zu generieren. Ziel muss es sein, auf einen nachhaltigen Pfad der Ertragsentwicklung zurückzukehren.



Dass dies möglich ist, zeigen nicht zuletzt auch Erfolgsgeschichten unter den kleineren Kreditbanken und den Auslandsbanken. Einigen dieser Banken ist es im Rahmen einer konsequenten strategischen Fokussierung gelungen, in ertragreichen Teilmärkten und Nischen eine hervorragende Stellung aufzubauen.

Ab dem Bilanzjahr 2005 sind grundsätzlich alle kapitalmarktorientierten Kreditinstitute aufgefordert, ihre Konzernabschlüsse auf International Accounting Standards beziehungsweise International Financial Reporting Standards (IAS beziehungsweise IFRS) umzustellen. Diese Änderung ist nicht nur unter dem Gesichtspunkt der Umstellungskosten für den Finanzsektor relevant. Weit bedeutender sind vielmehr die Implikationen der ge-

*Umstellung der
Jahresabschlüsse
auf IAS*

Fair Value Accounting und Stabilität des Finanzsystems

Mit der IAS-Verordnung der EU-Kommission vom 19. Juli 2002 ¹⁾ wird ab 2005 in der Europäischen Union die Bilanzierung nach International Accounting Standards (IAS) zumindest für die Konzernabschlüsse kapitalmarktorientierter Unternehmen verbindlich werden. Ziel ist eine weitere Harmonisierung der Rechnungslegung in Europa, um eine effiziente Funktionsweise des europäischen Kapitalmarkts in der Gemeinschaft und im Binnenmarkt sicherzustellen. Über eine Konvergenz zwischen IAS und den US-amerikanischen Rechnungslegungsgrundsätzen (US-GAAP) soll eine Akzeptanz europäischer Jahresabschlüsse in den USA erreicht werden. Die Übernahme der IAS in europäisches Recht erfolgt in einer komplexen, formalisierten Verfahrensweise, um der Fortentwicklung dieser Standards durch den unabhängig agierenden International Accounting Standards Board (IASB) Rechnung tragen zu können. In einem so genannten „en bloc endorsement“ wurden mit Ausnahme der Standards IAS 32 und 39, die sich gegenwärtig noch in einer Überarbeitung befinden, alle IAS in europäisches Recht übernommen. ²⁾

Mit den IAS findet eine zunehmende Zeitwertbilanzierung Eingang in die deutsche Rechnungslegung. Vorschläge für ein „full fair value accounting“ in den IAS scheiterten zwar bisher an massivem Widerstand breiter Kreise; der Vorschlag des IASB zur Neufassung des IAS 39 beinhaltet jedoch eine Option, nach der alle Finan-

zinstrumente zum Zeitwert bewertet werden können. ³⁾ Intention dieser Regelung ist es, Probleme bei der Abbildung risikokompensierender Sicherungsbeziehungen zwischen verschiedenen Geschäften („hedge accounting“) zu vermeiden. Zwar bemüht sich der IASB mit einem weiteren Änderungsvorschlag zu IAS 39, die bilanzielle Abbildung risikokompensierender Sicherungsgeschäfte auf Portfolioebene zu ermöglichen (sog. Macro Hedge Approach ⁴⁾), welche den modernen Risikomanagementansätzen kontinentaleuropäischer Banken entspricht. Ungelöst bleibt aber noch die sachgerechte Berücksichtigung vorzeitiger Rückzahlungen im Rahmen der Anforderungen an die Effektivitätsmessung der Sicherungsbeziehungen und die Einbeziehung so genannter „core deposits“ (Sicht- und Spareinlagen) in die gesicherte Portfolionettoposition. Vor dem Hintergrund dieser Probleme ist die Zielsetzung der Fair Value Option, bei der sowohl das Grundgeschäft als auch das Sicherungsgeschäft zum Zeitwert angesetzt werden können, nach wie vor von Bedeutung. Es ist jedoch nicht auszuschließen, dass die Bilanzierungspraxis sich auf der Grundlage dieser Option mit der Zeit einer vollständigen Zeitwertbilanzierung annähern wird. Es werden deshalb Vorbehalte gegen diese Option beziehungsweise gegen eine allzu freizügige Nutzung dieser Option geltend gemacht. Zu erwähnen sind in diesem Zusammenhang unter anderem der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht ⁵⁾ und die Europäische

¹ Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards (IAS-Verordnung)(ABl. L 243 vom 11.9.2002); weitere relevante Richtlinien sind in diesem Zusammenhang die sog. Fair-Value-Richtlinie (Richtlinie 2001/65/EG vom 27. September 2001) und die sog. Modernisierungsrichtlinie (Richtlinie 2003/51/E1 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2003

zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG, 83/349/EWG, 86/635/EWG und 91/674/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, von Banken und anderen Finanzinstituten sowie von Versicherungsunternehmen). — ² Verordnung (EG) Nr. 1725/2003 der Kommission vom 29. September 2003 betreffend der Übernahme bestimmter internationaler Rechnungslegungsstandards in Übereinstimmung mit der

Zentralbank, aber auch die Deutsche Bundesbank.⁶⁾

Im Mittelpunkt der Kritik an einer weitgehenden Zeitwertbilanzierung stehen die Fragen nach der Relevanz und der Verlässlichkeit von Zeitwerten. Für Finanzinstrumente, die bis zur Endfälligkeit gehalten werden, sind Verschiebungen der Zinskurve unbedeutend. Der Zeitwertansatz führt insoweit lediglich zu künstlicher Volatilität der Ergebnisse. Für viele Finanzinstrumente sind keine objektiven Marktwerte verfügbar, da sie nicht auf liquiden Märkten gehandelt werden. Dies trifft insbesondere auf das traditionelle Kreditgeschäft zu, das in Deutschland durch lange Laufzeiten geprägt ist. Daraus folgt eine große Bandbreite möglicher subjektiver Zeitwertansätze je nach Einschätzung der künftigen Cash Flows und des risikoadäquaten Diskontierungsfaktors. Auf besondere Bedenken stößt die Berücksichtigung der eigenen Kreditwürdigkeit bei einer Zeitwertbewertung der Verbindlichkeiten. Die Verschlechterung der eigenen Kreditwürdigkeit würde dazu führen, dass die eigenen Verbindlichkeiten reduziert und in entsprechender Höhe Erfolge ausgewiesen werden können. Insgesamt dürfte die zu erwartende höhere Volatilität Marktausschläge prozyklisch verstärken und Verhaltensanpassungen bewirken, die tendenziell zu kürzeren Laufzeiten und der vermehrten Vereinbarung variabler Zinssätze sowie letztlich zu einem stärker kurzfristorientierten Wirt-

schaftshandeln führen. Die Option des Zeitwertansatzes erlaubt den individuellen Übergang auf diese Bilanzierung auf Unternehmensebene und sogar auf der Ebene einzelner Transaktionskategorien. Dies beeinträchtigt die Vergleichbarkeit von Unternehmensabschlüssen, die Aussagekraft von auf dieser Basis aggregierten wirtschaftsstatistischen Daten und damit letztlich die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte.

Vor diesem Hintergrund ist die Ausdehnung der zeitwertorientierten Bilanzierung in Deutschland zurückhaltend zu beurteilen. Die EU-Verordnung verlangt nur die Anwendung auf Konzernabschlüsse kapitalmarktorientierter Unternehmen. Hier steht die Informationsfunktion des Jahresabschlusses im Vordergrund. Auf andere Abschlüsse, insbesondere den Einzelabschluss, sollte die IAS-Bilanzierung zumindest zunächst nicht angewendet werden. Für Zwecke des Gesellschaftsrechts und der daraus abgeleiteten Gewinnermittlung unter Gesichtspunkten der Kapitalerhaltung sollte es bei einem mit Augenmaß modernisierten traditionellen HGB-Abschluss bleiben. Vielen Unternehmen bliebe dann auch die Belastung aus der Umstellung auf eine neue Rechnungslegung erspart. Dabei wird nicht übersehen, dass konzerngebundene Unternehmen dann künftig zwei verschiedene Rechnungssysteme anzuwenden haben.

Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates (ABl. L 261 vom 13.10.2003). — 3 Exposure Draft of Proposed Amendments to IAS 32, Financial Instruments: Disclosure and Presentation, and IAS 39, Financial Instruments: Recognition and Measurement, IASB, Juni 2002. — 4 Exposure Draft of Proposed Amendments to IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement: Fair Value Hedge Accounting for a Portfolio Hedge of Interest Rate Risk,

IASB August 2003. — 5 Der Ausschuss kommentierte in diesem Sinne zuletzt den Exposure Draft of Proposed Amendments to IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement: Fair Value Hedge Accounting for a Portfolio Hedge of Interest Rate Risk, IASB August 2003. — 6 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Rechnungslegungsstandards für Kreditinstitute im Wandel, Monatsbericht, Juni 2002, S. 41 ff.

änderten Rechnungslegungsstandards, auch mit Blick auf die Stabilität des Finanzsystems. Einige für den Bankensektor zentrale Standards (IAS 32 und IAS 39) werden weiterhin kontrovers diskutiert. Unter anderem ist zu erwarten, dass sich die Volatilität der von Banken ausgewiesenen Ergebnisse erhöhen wird. Zu den Einzelheiten der Kritik vergleiche die Erläuterungen auf Seite 34f.

Risikolage der deutschen Kreditwirtschaft

Widerstandsfähigkeit des deutschen Finanzsystems

Nach dem schwierigen Jahr 2002 zeichnet sich für das Jahr 2003 eine Besserung der Risikolage deutscher Banken ab. Zu jeder Zeit hat das deutsche Finanzsystem über eine beachtliche Widerstandsfähigkeit verfügt. Diese Einschätzung findet Unterstützung durch das im November 2003 abgeschlossene Financial System Stability Assessment des IWF. Die in diesem Rahmen von der Bundesbank durchgeführten Stresstests für das Markt- und Kreditrisiko belegen, dass die Stabilität des deutschen Kreditgewerbes trotz der schwierigen Ertragslage kurz- und mittelfristig nicht bedroht war und ist.¹³⁾

Markt Risiken

Im Markttrisikobereich spielt vor allem das Aktienkursrisiko wegen des hohen Beteiligungsbesitzes der großen Banken eine Rolle. Im Vergleich dazu verhält sich das Zinsrisiko moderat. Das direkte Wechselkursrisiko nimmt auf Grund des hohen Anteils durch Derivate abgesicherter Positionen lediglich eine untergeordnete Stellung ein; auch der jüngst zu beobachtende deutliche Kursrückgang des US-Dollar sollte insofern keine direkte Belastung darstellen.

Die konjunkturelle Auswirkung einer länger andauernden Dollar-Schwäche würde aber die Qualität der Kreditportfolios der Banken beeinträchtigen. Das Kreditrisiko stellt das bedeutendste Einzelrisiko der Banken dar. Es wird maßgeblich von den Ausfallwahrscheinlichkeiten der Kreditnehmer geprägt, die in einem engen Zusammenhang zur Konjunkturentwicklung stehen. So geht der außergewöhnlich scharfe Anstieg der Wertberichtigungen auf den Kreditbestand im Jahr 2002 einher mit der Stagnation der Wirtschaftsentwicklung (vgl. Schaubild auf S. 37).

Kreditrisiko und Konjunktur

Gleichwohl darf dieser Zusammenhang nicht mechanisch betrachtet werden. Die Banken verfügen über eine Reihe von Steuerungsinstrumenten, um den Zusammenhang zwischen einer schwächeren allgemeinen Wirtschaftsentwicklung und den Verlusten aus dem Kreditgeschäft zumindest zu lockern. So können die Banken in Preisgestaltung und Vergabepolitik stärker nach Risiko differenzieren. Sie können ihre potenziellen Verluste durch höhere Anforderungen an Kreditsicherheiten und Nebenvereinbarungen reduzieren. Schließlich können sie mittels Kreditderivaten größere Kreditrisiken absichern beziehungsweise unter Ertragsaspekten Risiken übernehmen und Arbitragemöglichkeiten an den Märkten nutzen. Im Ergebnis bieten die Märkte für Kreditrisikotransfer damit die Chance zu einer verbesserten Feinjustierung des eigenen Risikoprofils, zur Diversifikation von Risiken, zu mehr Flexibilität in der Geschäftspolitik der Banken und zu einer effizienteren Preisfindung über den Markt.

Steuerung des Kreditrisikos

¹³ Vgl. den Aufsatz „Das deutsche Bankensystem im Stresstest“, S. 55ff. dieses Berichts.

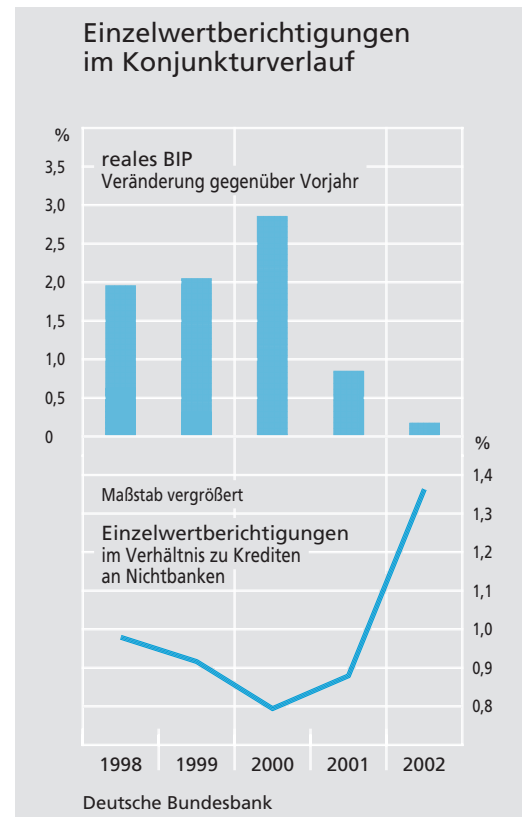
Auch wenn in Deutschland – wie auch in anderen Ländern der Euro-Zone – gegenüber den angloamerikanischen Kreditrisikotransfer-Märkten noch Aufholpotenzial besteht, nutzen die Banken – allerdings in unterschiedlicher Intensität – die gesamte Bandbreite der beschriebenen Möglichkeiten, was auf ein gestiegenes Risikobewusstsein hindeutet. Dies darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass ein gesundes Kreditgeschäft nicht nur die ökonomisch sinnvolle Bepreisung und den teilweisen Transfer eingegangener Kreditrisiken erfordert. Vielmehr sind insbesondere eine sorgfältige Kreditwürdigkeitsprüfung und eine fundierte Kreditentscheidung am Anfang des Kreditvergabeprozesses nach wie vor von besonderer Bedeutung.

Stärkere Risikodifferenzierung

Die stärkere Risikodifferenzierung in der Kreditpolitik wird belegt durch die Daten aus dem Bank Lending Survey¹⁴⁾, die weiterhin auf eine Ausweitung der Spreads zwischen risikoreichen und durchschnittlich riskanten Krediten hindeuten. Danach haben die deutschen Banken vor allem im Frühjahr ihre Anforderungen an Sicherheiten erhöht und die Zusatz- und Nebenvereinbarungen („covenants“) verschärft. Ein Indiz für die stärkere Risikodifferenzierung könnte auch darin gesehen werden, dass tendenziell die Spreads zwischen Unternehmenskrediten bis 1 Mio € und solchen mit einem größeren Volumen, die eher an bessere Risiken vergeben werden, gestiegen sind.

Anpassungsvorgang

Die stärkere Orientierung am Risiko und der erhöhte Schutz gegen den Verlust im Falle des Kreditausfalls stellen einen für die Finanz-



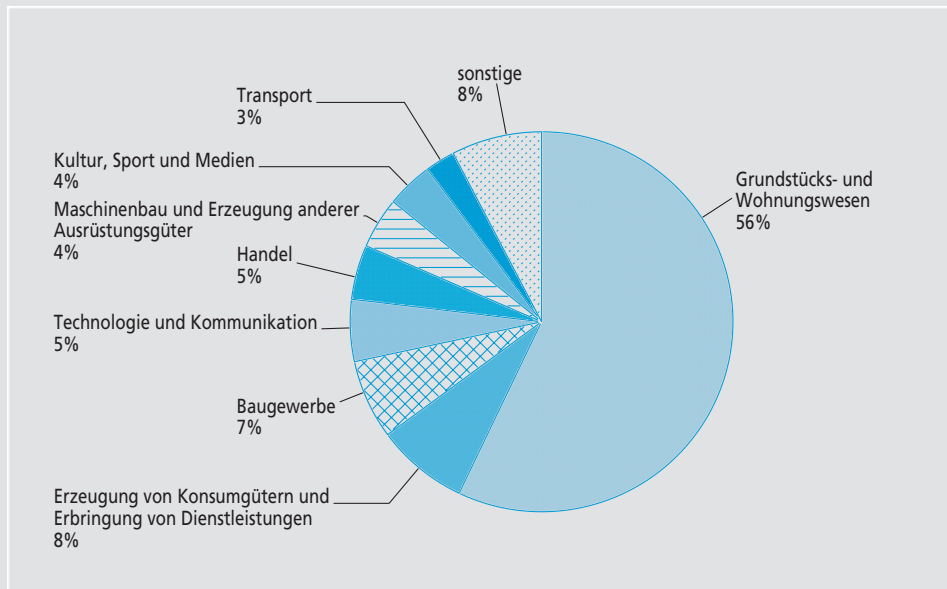
stabilität wichtigen Anpassungsprozess der Banken an das gestiegene Niveau der Unternehmensinsolvenzen dar. So kann auch bei gleich bleibend schwieriger gesamtwirtschaftlicher Lage die Risikovorsorge absinken. Dieser Mechanismus scheint in diesem Jahr zu greifen, auch wenn es noch zu früh ist, auf der Basis von unterjährigen Abschätzungen eine quantitative Aussage zu treffen.

Die derzeitige konservative Haltung der deutschen Banken beim Eingehen neuer Risiken zeigt sich auch in der Analyse der Branchen- und Länderrisiken. Die Banken haben auf das seit dem Jahr 2002 erhöhte Kreditrisiko mit einer Rückführung der Risikoaktiva sowie mit einer stärkeren Risikodiversifikation reagiert;

Branchenrisiken

¹⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 2003, S. 32 f.

Risikokreditvolumen nach Branchen *)



Quelle: Moody's KMV, eigene Berechnungen. — * Nur Kredite an Unternehmen, ohne Kredit- und Versicherungsgewerbe (nach Millionenkreditmeldung). Das Risikokreditvolumen ist das Produkt aus der Expected Default Frequency (EDF) und dem Kreditvolumen.

Deutsche Bundesbank

allerdings dürfte ein erheblicher Teil der Umschichtungen im Kreditportefeuille auch nachfrageinduziert sein. Gleichwohl hat im Vergleich zum Vorjahr das Kreditrisiko im Unternehmensportefeuille gemessen am Risikokreditvolumen¹⁵⁾ wegen der allgemeinen Bonitätsverschlechterung der Unternehmen weiter zugenommen. Vor allem der gewerbliche Immobiliensektor im In- und Ausland weist einen hohen Beitrag zum Gesamtrisiko auf (vgl. oben stehendes Schaubild). Ohne diesen Sektor wäre das Risikokreditvolumen nur moderat gestiegen. Eine Besserung zeichnet sich seit Mitte dieses Jahres ab. Seitdem sind die Ausfallwahrscheinlichkeiten – gemessen als Expected Default Frequencies (EDF) von Moody's KMV¹⁶⁾ – wieder rückläufig.

Da das deutsche Bankensystem – gemessen an den Bilanzaktiva gemäß BIZ-Statistik – die mit Abstand wichtigste Gläubigergruppe für grenzüberschreitende Ausleihungen in Form von Krediten oder Wertpapierkäufen ist, gehört auch das Länderrisiko zu den wichtigen potenziellen Risikofaktoren. Das Auslandsengagement¹⁷⁾ der deutschen Banken belief sich Ende Juni 2003 auf 2,9 Billionen €. Zwar

Länderrisiken

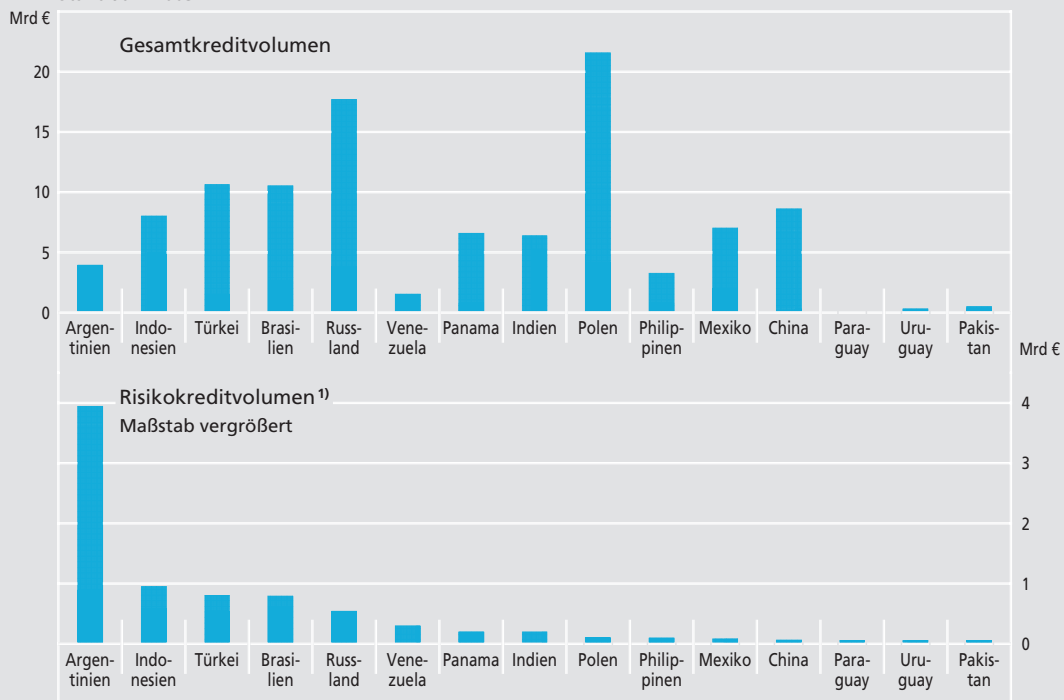
¹⁵ Das Risikokreditvolumen wird hier definiert als das Produkt aus dem Kreditvolumen (nach Millionenkreditmeldung) und der zugehörigen Ausfallwahrscheinlichkeit eines Segments (Branche, Land). Im Falle des Branchenrisikos werden die Expected Default Frequencies von Moody's KMV als Ausfallwahrscheinlichkeit herangezogen. Im Falle des Länderrisikos werden die entsprechenden Ratings von Standard & Poor's benutzt, nachdem sie auf Grundlage der 2-Jahres-Ausfalldaten von Unternehmen in eine kardinale Skala transformiert wurden.

¹⁶ Expected Default Frequencies sind Ausfallwahrscheinlichkeiten, die mit dem Credit Monitor von Moody's KMV für börsennotierte Unternehmen bestimmt werden.

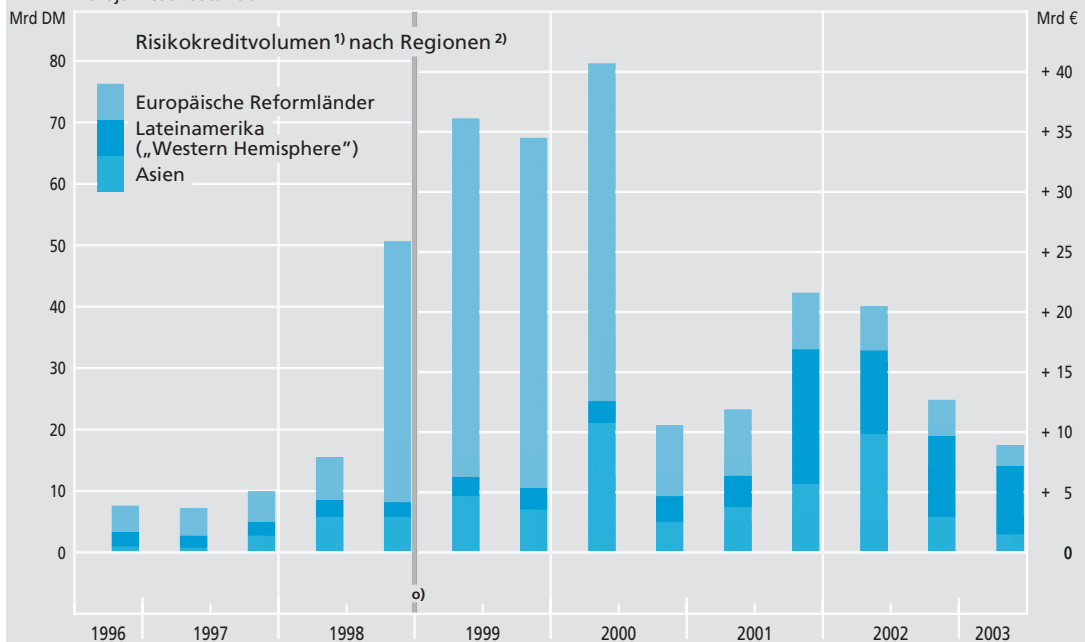
¹⁷ Gemessen nach Millionenkreditmeldung.

Kredite an ausgewählte Reform- und Schwellenländer

Stand Juni 2003

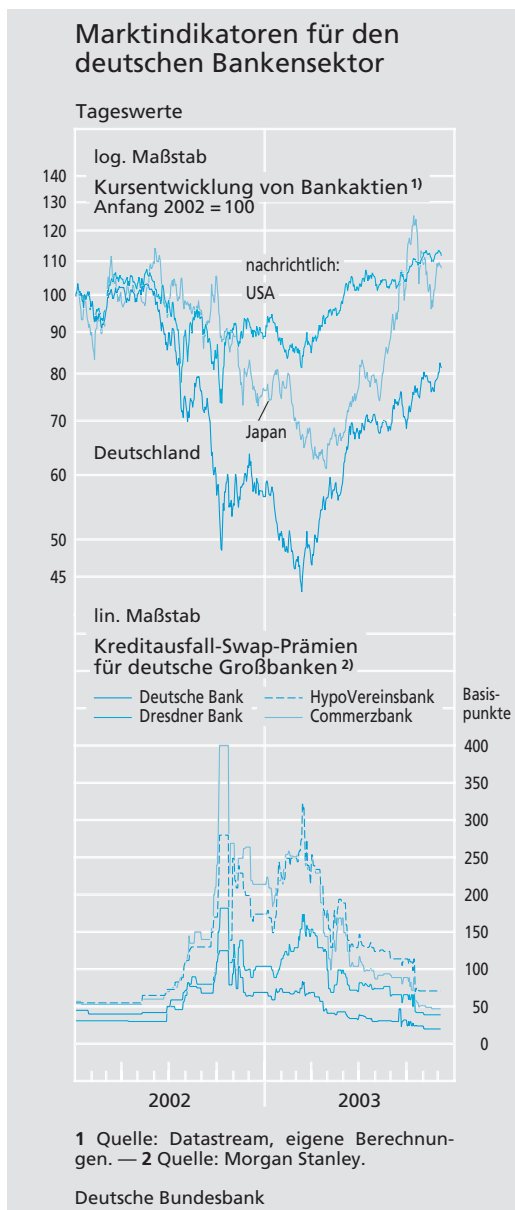


Halbjahresendstände



Quelle: Standard & Poor's, eigene Berechnungen. — 1 Das Risikokreditvolumen ist das Produkt aus der durchschnittlichen Ausfallwahrscheinlichkeit und dem Kreditvolumen (nach Millionenkreditmeldung). Die Ausfallwahrscheinlichkeit wurde auf Basis der durchschnittlichen Zweijahresausfallraten von Unternehmen entsprechender S&P-Ratingklassen ermittelt. — 2 Regionenabgrenzung nach Einteilung des IWF, International Financial Statistics. — o) Ab 1999 Angaben in Euro.

Deutsche Bundesbank



entfallen von diesem Gesamtbetrag weniger als 10 % auf Engagements gegenüber Schwellen- und Reformländern; dieser Anteil verdient aber dennoch eine genauere Betrachtung. Mit derzeit rund 9 Mrd € liegt das Risikokreditvolumen insgesamt auf einem – gemessen an den Werten seit 1998 – eher niedrigen Niveau (vgl. Schaubild auf S. 39). Dabei weist die Region Lateinamerika das höchste Risikokreditvolumen auf. Der größte

Einzelbetrag entfällt mit fast 4 Mrd € auf Argentinien (das wegen seines Zahlungsausfalls mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von 100 % bewertet wird),¹⁸⁾ gefolgt von Brasilien mit 800 Mio €. Ferner haben die Risikovolumente von Venezuela, Paraguay und Uruguay durch die kürzlich erfolgte Herabstufung der Ratings zugenommen. Unter den europäischen Schwellen- und Transformationsländern zeigt vor allem die Türkei mit 809 Mio € ein nennenswertes Risikokreditvolumen. Russland, das über Jahre hinweg durch ein relativ hohes Kreditrisiko gekennzeichnet war, profitierte zuletzt von Ratingverbesserungen auf aktuell BB. In Asien fällt vor allem Indonesien mit einem Risikokreditvolumen von 962 Mio € ins Auge.

Marktindikatoren

Für die großen kapitalmarktaktiven Banken liegen Indikatoren vor, die die Einschätzung der Leistungsfähigkeit und der Stabilität von Finanzintermediären durch die Finanzmärkte wiedergeben (vgl. nebenstehendes Schaubild). Danach wird die Entwicklung der Großbanken im laufenden Jahr als Stabilisierung gewertet. Die Aktienkurse deuten, teilweise auch gefördert durch Übernahmegerüchte, darauf hin, dass die Zweifel an der Verbesserung der Lage im Laufe des Jahres nachgelassen haben. So ist die Marktkapitalisierung der drei börsennotierten Großbanken seit ihrem Tiefstand im März 2003 von 25,7 Mrd € auf 41,2 Mrd € gestiegen; diese Werte sind je-

Verbesserte Einschätzung am Aktienmarkt

¹⁸ Vom Risikokreditvolumen zu unterscheiden ist der erwartete Verlust, der sich nach Berücksichtigung der Wiedergewinnungsrate ergibt. Die Wiedergewinnungsrate wird vor allem durch das Vorhandensein von Sicherheiten und durch erwartete Rückzahlungen bestimmt.

doch im internationalen Vergleich nach wie vor niedrig. Offenbar besteht an den Finanzmärkten noch kein hinreichendes Vertrauen, dass das deutsche Bankensystem künftig wieder eine hohe Ertragskraft erreicht.

Kreditausfall-Swaps

Keine eindeutigen Signale liefern Kreditausfall-Swap-Prämien und Ratings hinsichtlich des Ausfallrisikos. Nachdem die Kreditausfall-Swap-Prämien im Spätsommer 2002 teilweise dramatisch angestiegen waren, legt ihre Entwicklung seit Frühjahr dieses Jahres einen deutlichen Rückgang des Ausfallrisikos nahe. Zwei der vier Großbanken ist es sogar gelungen, das bis zum Sommer 2002 bestehende Niveau zu unterschreiten.

Ratings

Die externen Ratings großer internationaler Agenturen sowie gängige Ausfallrisikomaße wie die EDF implizieren eher eine Stabilisierung als einen signifikanten Rückgang des Ausfallrisikos (vgl. nebenstehende Tabelle). Die Entwicklung bei den Ratingeinstufungen verlief im deutschen Kreditgewerbe jedoch nicht gleichförmig. Während bei den Großbanken der Prozess der Ratingverschlechterung, der im Vorjahr ein beträchtliches Tempo annahm, in diesem Jahr mit einer Ausnahme zum Erliegen kam, mussten einige Landesbanken im Jahresverlauf 2003 Abstufungen hinnehmen.

Sparkassen- und Genossenschaftssektor

Privatkundengeschäft als Stabilisierungsfaktor

Sparkassen und Kreditgenossenschaften sind mit ihrem engmaschigen Filialnetz und ihrer Produktpalette auf das Geschäft mit Privatkunden und mittelständischen Unternehmen ausgerichtet. Die Refinanzierung erfolgt weit-

Ratingveränderungen deutscher Großbanken seit 1986

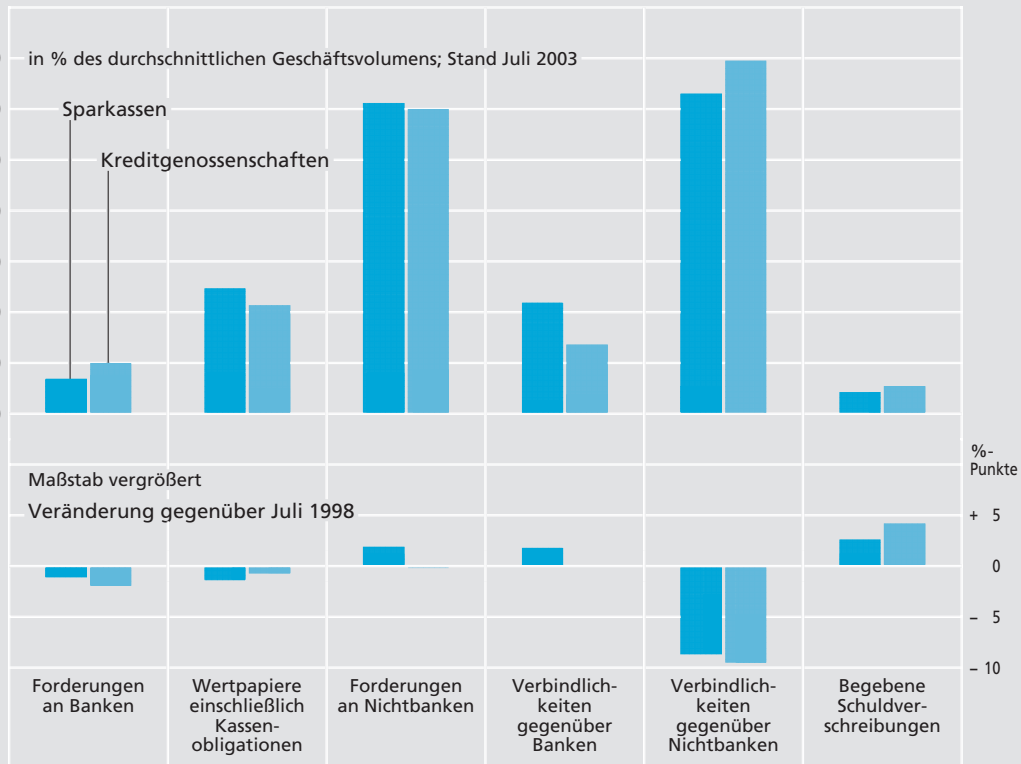
Bank	S & P Langfristige Kredite inländischer Emittenten		Moody's Emittenten Rating	
	Datum der Ver- änderung	Rating	Datum der Ver- änderung	Rating
Deutsche Bank	Feb. 1986	AAA	Mai 1995	Aaa
	Aug. 1998	AA+	Dez. 1996	Aa1
	Mai 1999	AA	Mai 1999	Aa3
	Mai 2002	AA-		
Dresdner Bank	Sept. 1995	AA+	Juli 1998	Aa1
	Nov. 1997	AA	Juni 1999	Aa3
	April 2000	AA-	Juli 2001	Aa2
	Okt. 2002	A+	Okt. 2002	Aa3
	März 2003	A	Juli 2003	A1
Hypo- Vereins- bank	Sept. 1998	AA-	Juni 1998	Aa2
	Okt. 1999	A+	März 2000	Aa3
	Febr. 2002	A	Juli 2002	A1
	Dez. 2002	A-	Jan. 2003	A3
Commerz- bank	Nov. 1994	AA-	Mai 1995	Aa2
	Febr. 2001	A+	Juni 1998	Aa3
	Dez. 2001	A	Juli 2001	Aa3
	Okt. 2002	A-	Aug. 2001	A1
			Dez. 2002	A2

Deutsche Bundesbank

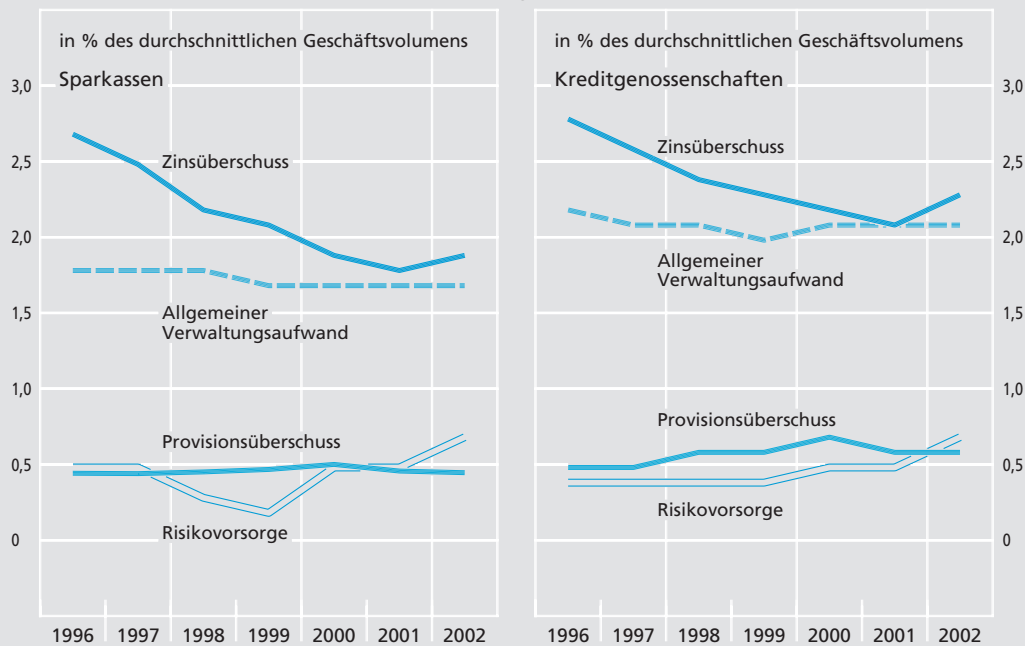
gehend über Kundeneinlagen, auch wenn die Anteile der Refinanzierung über den Interbanken- und den Anleihemarkt in den letzten fünf Jahren leicht angestiegen sind. Auf der Aktivseite dominieren Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen; bei letzteren hat die Wohnungsbaufinanzierung einen beträchtlichen Anteil (vgl. Schaubild auf S. 42). Durch den hohen Anteil zinstragender Positionen in der Bilanz bestimmt der Zinsüberschuss weitgehend die mittelfristige Ertragskraft von Sparkassen und Genossenschaftsbanken. Das Provisionsgeschäft beruht in beträchtlichem Umfang auf Einnahmen aus dem Giroverkehr und dem Wertpapiergeschäft mit Kunden, die zwar stetige, aber vergleichsweise wenig ausbaufähige Ergebnisbeiträge generieren.

Wichtige Bilanz- und Ergebniskomponenten der Sparkassen und Kreditgenossenschaften

Bilanzpositionen



Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung



Deutsche Bundesbank

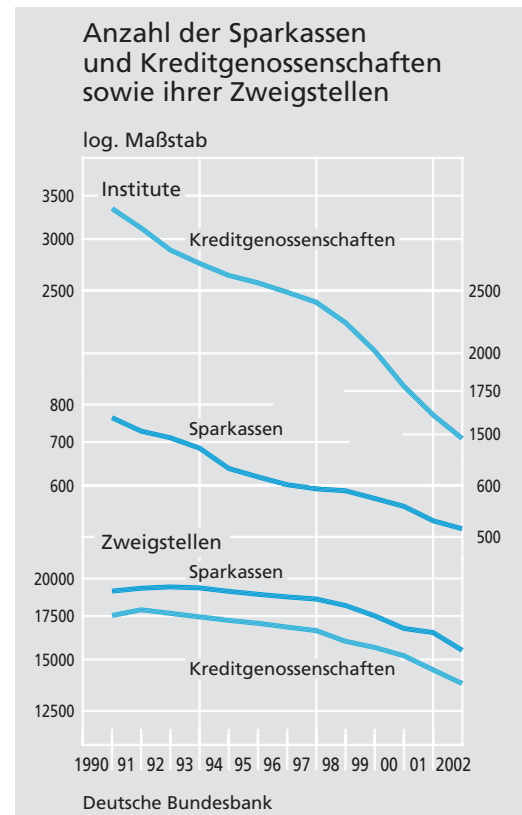
Vom international zu beobachtenden Trend, wonach im schwierigen Jahr 2002 vor allem das Retail-Geschäft die Ergebnisse stützte, profitierten in Deutschland vor allem Sparkassen und Kreditgenossenschaften, die in diesem Segment eine dominierende Stellung einnehmen. Zwar mussten auch sie im Zuge der anhaltenden Wachstumsschwäche hohe Wertberichtigungen auf ihr Kreditportfolio vornehmen. Immerhin konnten sie aber ihre operativen Ergebnisse verbessern und damit ihre Cost-Income-Ratio senken (Sparkassen um drei Prozentpunkte auf 68 %, Kreditgenossenschaften um vier Prozentpunkte auf 75 %). Im laufenden Jahr dürften sich die Ergebnisse aus dem operativen Geschäft weiter leicht verbessern und die Risikovorsorge zurückgehen.

Erträge...

In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre ist der Zinsüberschuss, verursacht durch verteuerte Refinanzierung und geringere Einnahmen aus der Fristentransformation, erodiert (vgl. Schaubild auf S. 42). Wie im vergangenen Jahr dürfte es Sparkassen und Genossenschaftsbanken aber auch in diesem Jahr gelingen, einen weiteren Rückgang des Zinsüberschusses zu verhindern. Ihnen kommt dabei die nach wie vor hohe Liquiditätspräferenz sowie die gegenüber dem Vorjahr noch etwas steilere Zinsstrukturkurve entgegen. Längerfristig jedoch scheint angesichts der unter Umständen sogar noch steigenden Wettbewerbsintensität im Retailgeschäft der Zinsüberschuss nur begrenzt ausdehnbar.

... und Kosten

Auf der Kostenseite hingegen dürfte weiteres Einsparpotenzial bestehen durch stärkere Risikoorientierung in der Kreditvergabe, Nutzung



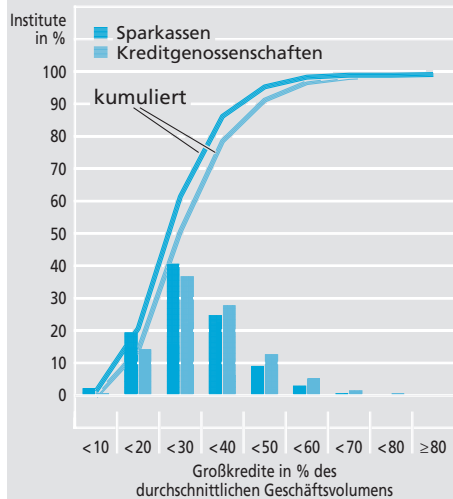
von Synergien vor allem in den Back-Office-Tätigkeiten und weitere Konsolidierung. Die beiden Verbände zeigen hier ein etwas unterschiedliches Profil. Auf der Einzelinstituts-ebene weisen die Sparkassen weniger, dafür größere Einheiten auf, haben jedoch gleichzeitig ein dichteres Netz an Zweigstellen. Der Genossenschaftssektor hingegen präsentiert sich mit mehr, dafür kleineren Instituten (vgl. oben stehendes Schaubild). Die verbundinterne Arbeitsteilung wird im Genossenschaftssektor stärker praktiziert als innerhalb der Sparkassen-Finanzgruppe. Auch ist der genossenschaftliche Bereich in der Straffung der mehrstufigen Verbundstruktur bereits weiter fortgeschritten.

Die Risiken auf der Einzelinstitutsebene liegen bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften

Risiken

Anteil der Großkredite*) am durchschnittlichen Geschäftsvolumen der Sparkassen und Kreditgenossenschaften

Stand Juni 2003



* Gemäß §§ 13, 13a, 13b Kreditwesengesetz. — Lesebeispiel: Bei ca. 40% aller Sparkassen liegt der Anteil der Großkredite am Geschäftsvolumen zwischen 20% und 30%.

Deutsche Bundesbank

insbesondere in der Qualität ihrer Kreditforderungen an die mittelständische Wirtschaft. Da sich beide Sektoren aus einer Vielzahl kleinerer Institute mit naturgemäß geringerer Eigenkapitalausstattung zusammensetzen, die ihre Geschäftsstrategie größtenteils lokal ausrichten, können großenteils und geographisch relativ gering diversifizierte Risiken im Bankbuch entstehen. So bestehen bei 13% aller Sparkassen und 21% aller Kreditgenossenschaften mehr als 40% des Geschäftsvolumens aus Großkrediten¹⁹⁾ (vgl. oben stehendes Schaubild).

Bessere Risikodiversifikation und höhere Risikotragfähigkeit – und somit letztlich eine Stärkung der Systemstabilität – stehen derzeit im Fokus vieler Maßnahmen und Initiativen aller Beteiligten. Insbesondere werden An-

strengungen unternommen, den Einzelinstituten synthetisch, das heißt über den Einsatz von Kreditderivaten, Möglichkeiten zur regionalen Diversifizierung anzubieten. Der unvermindert andauernde Konsolidierungsprozess führt letztlich zu einem vergleichbaren Ergebnis: zu größeren, diversifizierteren und risikotragfähigeren Einheiten.

Innerhalb der Sparkassen-Finanzgruppe erfordert der Wegfall von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung ab Mitte Juli 2005 einen Klärungsprozess über die Rolle der Landesbanken und ihr künftiges Geschäftsmodell. Anpassungen sind notwendig, da der Wegfall staatlicher Garantien – und damit voraussichtlich verbunden ein Anstieg der Refinanzierungskosten – die Rolle der Landesbanken in der Risikoübernahme und -transformation und damit ihre Wettbewerbsposition berührt. Im Vordergrund der zu beobachtenden aktuellen Anpassungen steht die stärkere Einbindung von Landesbank und Primärinstituten in eine Verbundstruktur. Die einzelnen Regionalverbände haben den Prozess der Verzahnung von Landesbank und Sparkassen mit diversen Lösungsansätzen und mit unterschiedlichem Tempo in Angriff genommen. Die notwendigen Entscheidungen sollten frühzeitig fallen, nicht zuletzt, um eine günstige Ausgangslage für die Einstufung durch externe Ratingagenturen zu erreichen. Auf längere Sicht dürfte neben die heutige Debatte um eine effiziente Arbeitsteilung zwischen den Ebenen Landesbanken und Sparkassen verstärkt eine Diskus-

Rolle der Landesbanken

Maßnahmen zur mittelfristigen Sicherung der Stabilität

¹⁹ Als Großkredite gelten Kredite an Kreditnehmer oder an eine Kreditnehmereinheit, die mindestens 10% des haftenden Eigenkapitals beziehungsweise der Eigenmittel erreichen oder übersteigen.

sion um die Arbeitsteilung zwischen der Ebene der Landesbanken und dem Spitzeninstitut der Sparkassenorganisation treten. Auch stellt sich die Frage, inwieweit die dauerhafte Stärkung der Ertragskraft bei den Landesbanken einer weitergehenden Konsolidierung und damit einer Rücknahme von Kapazitäten bedarf.

Exkurs: Zu den Vorschlägen des IWF über Strukturreformen des deutschen Bankensektors

*Rahmenbedin-
gungen für
strukturelle
Änderungen*

Der IWF hat in seinem Financial System Stability Assessment verschiedene Empfehlungen formuliert. Im Bereich des Sparkassensektors umfassen diese im Einzelnen: Umwandlung der Landesbanken in private Rechtsformen, um eine Kapitalbeschaffung an den Kapitalmärkten zu ermöglichen; Abbau bestehender rechtlicher und sonstiger Hindernisse für eine Konsolidierung innerhalb der und zwischen den drei Säulen des deutschen Bankwesens zur Erleichterung eines marktorientierten Anpassungsprozesses; Abschaffung des Regionalprinzips, begleitet von einer Stärkung der Unternehmenskontrolle und der Aufsicht; Modifizierung der Institutssicherungssysteme des öffentlich-rechtlichen und des genossenschaftlichen Sektors durch Einführung von risikodifferenzierten Prämien und im Laufe der Zeit einer Begrenzung des Sicherungsumfangs; Verbesserung der Transparenz und der Unternehmenskontrolle bei öffentlich-rechtlichen Banken sowie Überprüfung des Umfangs des Staatseinflusses im Bankensektor.

Aufgabe der öffentlichen Stellen ist es, Rahmenbedingungen zu setzen, bei denen so-

wohl die Stabilität des Finanzsystems als auch die angemessene und marktgerechte Bereitstellung von Finanzdienstleistungen bei hoher Wettbewerbsintensität gewährleistet ist. Zudem ist darauf zu achten, dass das Finanzsystem die Transmission geldpolitischer Impulse in die Realwirtschaft gewährleistet. Reformüberlegungen müssen primär daran gemessen werden, welche Auswirkungen davon auf die Stabilität des Banken- und Finanzsystems sowie dessen Funktionsfähigkeit ausgehen. Dabei ist zu konstatieren, dass das deutsche Finanzsystem bislang ein hohes Maß an Krisenresistenz gezeigt hat. Anzuerkennen ist der auch vom IWF hervorgehobene Grundsatz, dass ein leistungsfähiges Bankensystem offen sein muss für einen marktorientierten Wandel. Im Hinblick auf die schnell voranschreitende Entwicklung der Finanzsysteme im Zuge von Internationalisierung und Kapitalmarktorientierung müssen auch bestehende und bislang bewährte Strukturen einer kritischen Überprüfung zugänglich sein. Eine wesentliche Änderung der Wettbewerbsbedingungen wird mit dem Wegfall von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung für öffentlich-rechtliche Institute im Juli 2005 bereits vollzogen.

Eine Kernthese des IWF-Papiers ist, dass sich die unbefriedigende Ertragslage des deutschen Bankensystems auf die Drei-Säulen-Struktur und insbesondere auf die Rolle der öffentlichen Banken zurückführen lässt. Es wird die Vermutung geäußert, dass die am Gemeinwohl orientierte Geschäftspolitik der Sparkassen eine Fehlallokation von Ressourcen und Effizienzeinbußen tendenziell fördert, woraus sich negative ökonomische Kon-

*Wettbewerb
und Ertragslage*

sequenzen wie Wohlfahrts- und Stabilitätsverluste ergeben können. Allerdings bleibt es auch nach Würdigung der Argumentation des IWF eine offene Frage, ob die trendmäßige Ertragsverschlechterung im deutschen Bankensystem im Wesentlichen auf die Drei-Säulen-Struktur zurückgeführt werden kann beziehungsweise ob diese das entscheidende Hindernis für eine Besserung der Lage darstellt. Die unbefriedigende Ertragskraft ist ein gemeinsames Merkmal praktisch aller Bankengruppen. Tatsächlich hängt zumindest in den letzten Jahren die Ertragschwäche in erheblichem Umfang mit der geringen Wachstumsdynamik der deutschen Wirtschaft und den daraus folgenden rückläufigen Erlösen sowie hohen Kreditausfällen zusammen. Doch hat die wirtschaftliche Stagnation dazu beigetragen, auch die strukturellen Ertragsprobleme offener zu Tage treten zu lassen.

Im Übrigen unterziehen sich alle Bankengruppen in Deutschland einem tief greifenden Umstrukturierungsprozess, der sich nicht zuletzt in erheblichen Personalfreisetzungen sowie in einer deutlichen Reduzierung der Zahl selbständiger Banken und der unterhaltenen Filialen äußert. So reduzierte sich von 1990 bis 2002 die Zahl der Zweigstellen bei den Sparkassen um 19 %, bei den Genossenschaftsbanken um 21 % und bei den Großbanken um 33 %. Im gleichen Zeitraum sank die Zahl der Institute im Sparkassensektor um 33 % und im Genossenschaftssektor um 56 %. Strukturelle Veränderungen finden also unabhängig von der Drei-Säulen-Diskussion bereits statt.

Die öffentlich-rechtliche Organisationsform von Landesbanken und Sparkassen wurde ursprünglich gewählt, um die Erfüllung eines öffentlichen Auftrags zu erleichtern. Dieser wurde insbesondere in der Sicherung der kreditwirtschaftlichen Versorgung der Bevölkerung und des gewerblichen Mittelstandes in der Fläche sowie in der Unterstützung der Regional- und Strukturpolitik gesehen.

Landesbanken haben sich durch ihre überregionale beziehungsweise globale Geschäftstätigkeit von den traditionellen Prinzipien schon relativ weit entfernt. Sie haben in den letzten Jahren in erheblichem Maße das Auslands- und Investment-Banking-Geschäft forciert. Einzelne Landesbanken sind dabei zum Zweck der Ertragsverbesserung und Marktanteilsvermehrung beträchtliche Risiken eingegangen, die kaum noch mit einem öffentlichen Auftrag gerechtfertigt werden können. Sparkassen sind dagegen in ihrer Mehrheit weiterhin regional ausgerichtet. Sie spielen nach wie vor in der Mittelstandsfinanzierung eine zentrale Rolle. Auch ist die in der Regel langfristige geschäftliche Orientierung unter Stabilitätsgesichtspunkten positiv zu beurteilen. Markttrends mit möglicherweise prozyklischen Effekten wurden nur in geringerem Maße verfolgt. Indes kann die flächendeckende Versorgung mit Bankdienstleistungen heutzutage als weitgehend gesichert angesehen werden. Dazu tragen neben den Sparkassen auch der Genossenschaftssektor sowie andere Institute mit ihrem Filialnetz bei.

Der öffentliche Auftrag hat nicht mehr die Bedeutung wie in der Vergangenheit. Hinzu kommt, dass die Beschaffung von Eigenkapi-

*Öffentlicher
Auftrag im
Wandel*

tal durch die öffentlich-rechtliche Organisationsform erschwert und aus Mitteln der öffentlichen Hand nahezu ausgeschlossen ist. Wegen der im internationalen Vergleich nicht sehr hohen Eigenmittelausstattung kommt der Beschaffung von neuem Eigenkapital eine wichtige Rolle zu. Die meisten Sparkassen konnten indes ihre Eigenmittel durch Gewinnthesaurierung stärken. Zudem kann Eigenkapital auch außerhalb der Rechtsform der Aktiengesellschaft zur Verfügung gestellt werden.

Bei einzelnen Landesbanken wurden die Voraussetzungen für die Zulassung privater Rechtsformen schon geschaffen. Dieser Weg könnte auch bei anderen Landesbanken beschritten werden. Die Öffnung von Landesbanken und Sparkassen für private Rechtsformen bietet möglicherweise die Grundlage für einen behutsam zu gestaltenden, letztlich aber in der Hand der Eigentümer und der jeweiligen Landesgesetzgeber liegenden Umstrukturierungsprozess. Damit dürfte auf absehbare Zeit kein vollständiger Wechsel von öffentlicher in private Eigentümerschaft verbunden sein, was auch Erfahrungen anderer Länder belegen.

Regionalprinzip

Das Regionalprinzip wurde eingeführt, um zu einer möglichst gleichmäßigen wirtschaftlichen Entwicklung beizutragen, indem Finanzierungsmittel auch in wirtschaftlich schwächeren Gebieten bereitgestellt werden. Weiterhin wirkt das Regionalprinzip risikobegrenzend (keine Übernahme von Risiken in „gewährträgerfremden“ Hoheitsgebieten), allerdings als Gebietsschutz zwischen den Sparkassen auch wettbewerbsmindernd.

Gegen die strikte Anwendung des Regionalprinzips spricht, dass dadurch der Wettbewerb zwischen den Sparkassen eingeschränkt wird. Die selbst auferlegte Dezentralität nimmt profitablen Instituten die Chance, neue Marktanteile zu gewinnen, und schützt weniger profitable Institute vor Wettbewerbern. In Verbindung mit den wirtschaftlichen Vorteilen auf Grund des öffentlich-rechtlichen Status kann dies zu einer Überpräsenz der Sparkassen auf lokalen Märkten führen. Eine Lockerung des Regionalprinzips könnte letztlich sowohl dem Wettbewerb als auch der Systemstabilität dienlich sein. Allerdings ist dieser Vorteil gegen einen möglichen Verlust der räumlichen Nähe abzuwägen. Es bleibt abzuwarten, inwieweit das Regionalprinzip in der bisherigen Form bei öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten weiterentwickelt oder aufgelockert wird.

Gegen die Institutssicherung wird vorgebracht, dass der Bestandsschutz der öffentlich-rechtlichen Institute ein strukturkonservierendes Element aufweise. Auch sei die Schutzbedürftigkeit von institutionellen Gläubigern kaum gegeben. Demgegenüber ist hervorzuheben, dass durch eine Institutssicherung das Vertrauen der Gläubiger in den Verbund gestärkt wird, was einen wichtigen Beitrag zur Stabilität des gesamten Systems leistet. Auch steht die Ausgestaltung der Institutssicherung in vollem Einklang mit den europäischen Vorschriften.

*Instituts-
sicherung*

Im Hinblick auf den immanenten Vertrauensschutz sollte die Verbundsicherung als Institutssicherung erhalten bleiben. Den kritischen Argumenten kann durch eine vorsichtige

Modifizierung, insbesondere eine risikoabhängige Ermittlung von Einzahlungen – nach dem Beispiel der privaten Banken und des genossenschaftlichen Sektors – und ein spezielles Monitoring der Risikolage der Einzelinstitute, Rechnung getragen werden, ohne dass das insgesamt bewährte Institutssicherungsinstrument dadurch in Frage gestellt wird.

*Transparenz
und Corporate
Governance
von Sparkassen*

Eine höhere Transparenz und eine verbesserte Corporate-Governance-Struktur sind generell auch bei öffentlich-rechtlichen Instituten begrüßenswert. Mögliche Ansatzpunkte wären eine Überarbeitung der gesetzlichen Vorschriften über den Verwaltungsrat mit dem Ziel einer Reduzierung der politischen Einflussmöglichkeiten, eine Quotierung der Verwaltungsratsmitglieder – ähnlich den Besetzungsregeln für Aufsichtsräte – nach Interessengruppen sowie eine Annäherung der Detailregelungen bezüglich der Befugnisse und Aufgaben des Verwaltungsrates an die Regelungen des Aktiengesetzes.

Versicherungsgesellschaften

*Stellung der
Versicherer
im deutschen
Finanzsystem*

Der deutsche Versicherungssektor ist in den letzten fünf Jahren stärker gewachsen als der Bankensektor. Die aggregierten Bilanzsummen der Versicherer nahmen um 50,6 % (verglichen mit 33,4 % bei den Kreditinstituten) zu. Angesichts der demographischen Entwicklung und der daher steigenden Nachfrage nach privaten Altersvorsorgeprodukten ist dies vor allem auf das Wachstum im Bereich der Lebensversicherungen zurückzuführen. Während die sektoralen Grenzen in vielen anderen europäischen Staaten, zum Beispiel den Niederlanden, Belgien oder der

Schweiz, durch die Bildung von Finanzkonglomeraten immer mehr verschwimmen, dominieren in Deutschland derzeit noch die „Allfinanz-Formen“ der Kooperation und Überkreuzbeteiligung. Der Anteil der Versicherungsprovisionen an den gesamten Provisionserträgen der Banken ist daher bisher recht gering; bei den Kreditgenossenschaften betrug er 2002 beispielsweise 8,7 %. Demgegenüber zeigt die Tatsache, dass die Lebensversicherungsgesellschaften per 30. Juni 2003 11,0 % ihrer gesamten Kapitalanlagen in Hypotheken-, Grund- und Rentenschuldforderungen sowie 18,8 % in Schuldscheinen und Darlehen anlegten, dass ihre Stellung als Finanzintermediäre auch an den Kreditmärkten bedeutsam ist.

Die deutsche Lebensversicherungsbranche konnte in den letzten fünf Jahren trotz zuletzt negativer Medienberichterstattung kontinuierlich steigende Brutto-Beiträge verzeichnen (vgl. Schaubild auf S. 49). Während sich der relativ niedrige Anteil der Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb an den Brutto-Beiträgen im gesamten Zeitraum nur wenig bewegte, verlief das Wachstum der Aufwendungen für Versicherungsfälle und versicherungstechnische Rückstellungen im Verhältnis zu den Brutto-Beiträgen unterproportional. Angesichts der Einbrüche an den Aktienmärkten und der anhaltenden Niedrigzinsphase bei den festverzinslichen Wertpapieren sind die Erträge aus Kapitalanlagen allerdings seit 2000 stark rückläufig. Dies ist unter prudenziellen Gesichtspunkten insofern problematisch, als bei etwa 50 % der in Deutschland verkauften Lebensversicherungsprodukte den Kunden neben der gesetzlich fest-

*Ertragslage
der Lebens-
versicherer
bestimmt durch
rückläufige
Kapitalanlage-
erträge und
hohe Über-
schuss-
ausschüttung*

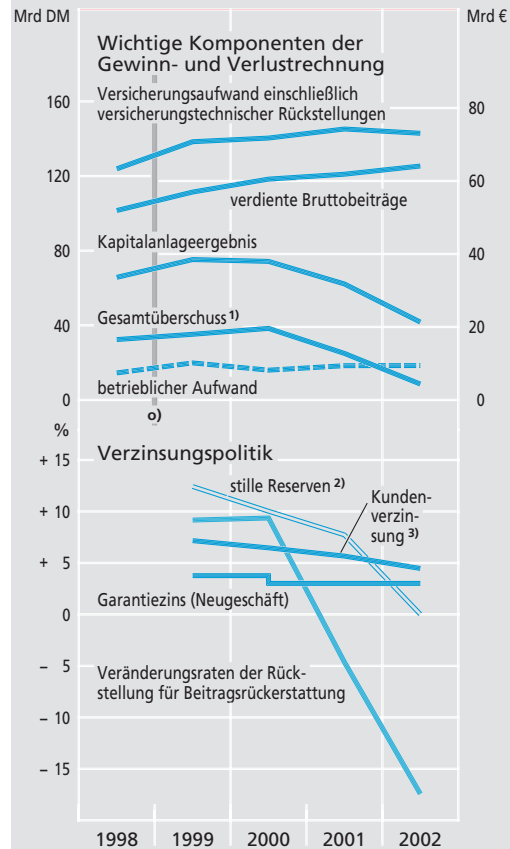
gelegten so genannten maximalen Mindestverzinsung (Garantiezins) Überschüsse insbesondere aus der Kapitalanlage ausgeschüttet werden. Im harten Wettbewerb um Neukunden wurden in den letzten Jahren Überschussbeteiligungen, die im Verhältnis zu den sinkenden Kapitalanlageergebnissen großzügig erscheinen, aus der Auflösung stiller Reserven und aus der eigentlich als Puffer dienenden Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB)²⁰ finanziert. Dass diese Politik auf Dauer kaum aufrecht zu erhalten ist, zeigen die zunehmenden Bestrebungen der Gesellschaften zur Reduzierung der Verzinsung der Versichertenguthaben. Auch die Senkung des Garantiezinses von 3,25 % auf 2,75 % zum 1. Januar 2004 trägt den veränderten Kapitalmarktbedingungen Rechnung; die Erleichterungen für Versicherungsgesellschaften dürften in der kurzen Frist jedoch nur geringfügig sein, weil die Zinssenkung lediglich das Neugeschäft betrifft. Auf Grund des stark fragmentierten Marktes, der hohen Kapitalmarktverluste sowie des zunehmend anspruchsvoller werdenden Aktiv-Passiv-Managements kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich der Konzentrationsprozess in der Lebensversicherungsbranche fortsetzt.

Wertverluste bei den Aktienanlagen...

Die Kapitalanlagen, deren Bilanzposition mehr als 90 % der Aktivseite eines durchschnittlichen Lebensversicherers ausmacht, haben seit 2000 nicht nur durch den Abbau stiller Reserven im Rahmen einer zu großzügigen

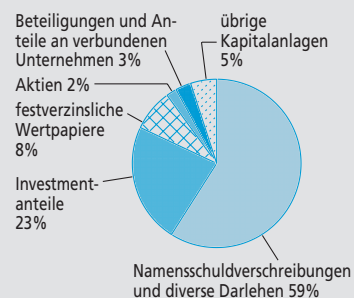
²⁰ Die nach Zuteilung der Direktgutschrift verbleibenden Überschüsse eines Lebensversicherers werden zunächst der RfB zugeführt; erst mit einer zeitlichen Verzögerung von zwei Jahren werden sie den Versicherungsnehmern gutgeschrieben. Daher zwingt eine vorübergehende Minderung des Brutto-Ergebnisses nicht zu einer sofortigen Anpassung der bisherigen Beteiligungssätze.

Daten der deutschen Lebensversicherer



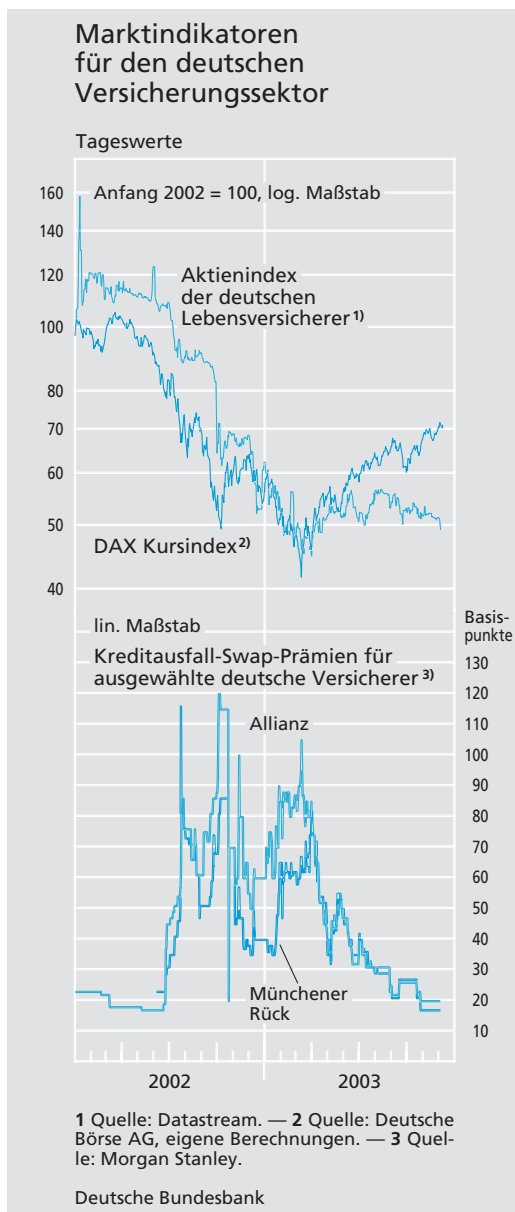
Kapitalanlagen

Gesamtvolumen (Buchwert per 30.6.2003)
605 Mrd €



Quellen: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen, FitchRatings. — ¹ Jahresüberschuss plus Zuweisung zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung. — ² Quotient aus der Differenz zwischen Markt- und Buchwert aller Kapitalanlagen und dem Marktwert der Kapitalanlagen. — ³ Verzinsung der Versichertenguthaben für das folgende Jahr. — ^o Ab 1999 Angaben in Euro.

Deutsche Bundesbank



gen Ausschüttungspolitik, sondern auch durch erhebliche Kursrückgänge an den Aktienmärkten an Wert verloren. So war der erhebliche Betrag an stillen Lasten letztlich ursächlich für den Zusammenbruch einer relativ kleinen deutschen Lebensversicherungsgesellschaft. Die Übertragung ihres Bestandes auf die 2002 privat gegründete Auffanggesellschaft Protektor AG stellte den ersten Rettungsfall in der Branche dar. Bezogen auf

die Gesamtheit der Unternehmen verwandelten sich die stillen Reserven in Aktiendirektanlagen und Investmentfondsanteilen (einschl. gemischter Fonds und reiner Rentenfonds) von insgesamt 29,4 % Ende 1999 in stille Lasten von 8,6 % Ende 2002. Vor allem durch Abschreibungen auf die zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2003 beizulegenden Werte, aber auch durch Kurserholung werden sich die stillen Lasten in den gesamten Aktienanlagen nach Schätzungen des Gesamtverbandes der deutschen Versicherungswirtschaft von rund 16 Mrd € im Vorjahr auf etwa 5 Mrd € zum Jahresende verringern.

Die teilweise Umschichtung der aufgelösten Aktienbestände in Rentenpapiere erhöht den Anteil der festverzinslichen Werte, denen im Fall eines nachhaltigen Zinsanstiegs ein Kursrückgang droht. Gleichwohl könnte das Szenario höherer Zinsen per Saldo einen positiven Einfluss auf die Ertragslage der Lebensversicherungsgesellschaften ausüben. Denn die mögliche Zunahme des Abschreibungsbedarfs dürfte zumindest mittelfristig durch die künftig höheren Zinseinnahmen und günstigeren Wiederanlagemöglichkeiten (auch für andere festverzinsliche, aber nicht abzuschreibende Kapitalanlagen) neutralisiert werden.

... gegenüber eventuellen Zinsgewinnen bei Renten

Bei den Rückversicherungsgesellschaften stiegen die Brutto-Prämien entsprechend dem weltweiten Trend in den letzten fünf Jahren stark an. Dem stand ein wegen der unerwarteten Häufung von Großschäden und Asbestrisiken in den USA stark zunehmender Versicherungsaufwand in den Jahren 2001 und vor allem 2002 gegenüber. Zu dessen Wachstum trug allerdings auch ein zu sorgloses

Angespannte Ertragslage der Rückversicherer

Neugeschäft Ende der neunziger Jahre bei. Insgesamt gesehen mussten die Gesellschaften eine sprunghafte Verschlechterung des seit 1997 ohnehin negativen versicherungstechnischen Ergebnisses²¹⁾ hinnehmen. Darüber hinaus wurden auch sie durch das Ergebnis aus Kapitalanlagen belastet. Dass dessen Einbruch geringer als bei den Lebensversicherern ausfiel, kann darauf zurückgeführt werden, dass die Aktienportfolios der Rückversicherungsgesellschaften entsprechend der internationalen Ausrichtung ihrer Geschäftstätigkeit geographisch stärker diversifiziert sind und Rückversicherer generell geringere Aktienbestände als Lebensversicherer halten. Unabhängig von einer möglichen Verbesserung der Kapitalmarktsituation muss es das Ziel sein, das eigentliche Versicherungsgeschäft wieder in die Gewinnzone zu bringen.

*Gewisse
Stabilisierung
der Markt-
indikatoren*

Die Marktindikatoren für die größten deutschen Versicherungsgesellschaften verhalten sich von der Grundtendenz her ähnlich wie in der Kreditwirtschaft (vgl. Schaubild auf S. 50 und nebenstehende Tabelle). Nachdem die Aktienkurse im späten Frühjahr 2003 Tiefstände erreicht hatten, haben sie sich mittlerweile auf niedrigem Niveau stabilisiert. Trotzdem partizipierten die Versicherer bisher kaum vom derzeitigen Aufschwung des DAX-Index, was auf eine abwartende Haltung der Marktteilnehmer hindeutet. Die Kreditausfall-Swap-Prämien als Maß für das Ausfallrisiko in der Einschätzung der Märkte haben hingegen nach zwischenzeitlich auseinander laufender Entwicklung seit Anfang September wieder das deutlich niedrigere Niveau aus dem Sommer 2002 erreicht. Auch angesichts verschiedener Kapitalisierungsmaßnahmen haben sich

Ratingveränderungen deutscher Versicherungsgesellschaften ab 1991

Unternehmen	S & P Kapitalkraft-Rating		Moody's Insurance Financial Strength rating	
	Datum der Ver- änderung	Rating	Datum der Ver- änderung	Rating
Allianz	Nov. 1998	AAA		
	Juli 2001	AA+		
	Okt. 2002	AA		
	März 2003	AA-		
Münchener Rück	Jan. 1991	AAA	Aug. 1998	Aaa
	Dez. 2002	AA+	Sept. 2002	Aa1
	März 2003	AA-	April 2003	Aa3
	Aug. 2003	A+		
Hannover Rück	Febr. 1993	AA+	Okt. 1998	Aa2
	Dez. 2001	AA	Jan. 2001	Aa3
	April 2003	AA-	Nov. 2001	A2
			März 2003	Baa1

Deutsche Bundesbank

die Ratings großer internationaler Agenturen für wichtige Gesellschaften – allerdings auf niedrigerem Niveau – stabilisiert. Der Trend zur Herabstufung durch diese Agenturen endete vorläufig im August dieses Jahres.

Finanzielle Infrastruktur

Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssysteme sind zentrale Bestandteile einer Finanzmarktinfrastruktur. Zur Stärkung dieser Infrastrukturen und zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems als Ganzes wurden internationale Standards wie die Grundprinzipien für systemrelevante Zahlungsverkehrs-

*Einhaltung
international
vereinbarter
Grund-
prinzipien und
Empfehlungen*

²¹ Das versicherungstechnische Ergebnis ist der Teil des Geschäftsergebnisses, der aus der Produktion und dem Absatz von Versicherungsschutz erzielt wird.

systeme²²⁾ und die Empfehlungen für Wertpapierabwicklungssysteme²³⁾ vereinbart. Der IWF hat im Rahmen seiner Beurteilung der Stabilität des deutschen Finanzsektors im Frühjahr 2003 unter anderem auch die Einhaltung dieser Standards überprüft. Für das systemrelevante Zahlungsverkehrssystem RTGS^{plus}, das von der Bundesbank betrieben wird, kam er zu dem Ergebnis, dass alle anwendbaren Grundprinzipien vollständig eingehalten werden und die Bundesbank den Anforderungen hinsichtlich der Transparenz ihrer Zahlungsverkehrspolitik gerecht wird. Die Beurteilung des durch den deutschen Zentralverwahrer Clearstream Banking AG Frankfurt (Clearstream) betriebenen Wertpapierabwicklungssystems fiel ebenfalls weitestgehend positiv aus.

*Veränderungen
in der geld-
lichen Verrech-
nung von
Wertpapier-
geschäften*

Die einzige vom IWF erwähnte Einschränkung betraf das Rückabwicklungsrisiko. Bereits seit langem arbeitet die Bundesbank gemeinsam mit Clearstream und Marktteilnehmern an deren Beseitigung. Am 14. November 2003 wurde die erste Stufe eines neuen Geldverrechnungsmodells eingeführt. In der Nachtverarbeitung ist nun das Rückabwicklungsrisiko, das bisher aus Liquiditätsproblemen eines Teilnehmers resultieren konnte, vollkommen beseitigt. Gewährleistet wird dies dadurch, dass die Käufer von Wertpapieren für die abzuwickelnden Transaktionen vorab Liquidität (das heißt Guthaben oder besicherte Kreditlinien) auf ihren Bundesbankkonten bereitstellen. In einem weiteren Schritt wird dieses Verfahren künftig auch auf die Tagverarbeitung ausgedehnt. Dann wird das Abwicklungssystem den internationalen Empfehlungen für Wertpapierabwicklungs-

systeme und somit den Anforderungen des IWF voll entsprechen.

Die Bundesbank erfüllt ihren gesetzlichen Auftrag, zur Stabilität der Zahlungs- und Verrechnungssysteme beizutragen, auch dadurch, dass sie für eine entsprechende Krisenvorsorge eintritt. Daher wurde für den Finanzplatz Deutschland in Abstimmung mit den im Zentralen Kreditausschuss (ZKA) vertretenen Spitzenverbänden des deutschen Kreditgewerbes und wichtigen Marktteilnehmern eine Kommunikationsinfrastruktur für schwere Krisen- und Bedrohungsszenarien im Individualzahlungsverkehr aufgebaut. Im Ernstfall können über dieses Netzwerk schnell und vor allem gezielt Informationen über die aktuelle Lage ausgetauscht und das weitere Vorgehen abgestimmt werden. In das Kommunikationsnetz sind unter Effizienzgesichtspunkten nur die wichtigsten Akteure des Finanzsystems im Zahlungsverkehr eingebunden. Ihr Ausfall würde – gemessen an dem Volumen oder Wert der im Großzahlungsverkehr abgewickelten Transaktionen – ein systemisches Risiko darstellen.

Im September 2002 hat das privatwirtschaftliche, globale Devisenhandelsabwicklungssystem Continuous Linked Settlement (CLS) seinen Betrieb aufgenommen. An ihm nehmen auch mehrere deutsche Banken als so

Krisenmanagement Zahlungs- und Verrechnungssysteme

Continuous Linked Settlement (CLS)

22 Bericht des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS) „Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind“, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, Januar 2001.

23 Bericht des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS) und des Technischen Ausschusses der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) „Empfehlungen für Wertpapierabwicklungssysteme“, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, November 2001.

genannte Settlement Member direkt teil. In CLS werden die beiden Teilgeschäfte einer Devisenhandelstransaktion Zug-um-Zug („payment versus payment“) abgewickelt. Das Erfüllungsrisiko („settlement risk“), das bei einer asynchronen Abwicklung häufig mehrere Geschäftstage andauert, einen erheblichen Umfang annehmen kann und ein großes Risikopotenzial für die Stabilität des Finanzsystems darstellt, wird durch CLS weitgehend beseitigt. Allerdings treten mit einer CLS-Teilnahme andere Risiken in den Vordergrund. Der CLS-Abwicklungsprozess stellt erhöhte Anforderungen an das bankbetriebliche Liquiditätsmanagement, da Einzahlungen von zum Teil beträchtlicher Höhe innerhalb eines engen Zeitfensters zu vorgegebenen Zeitpunkten zu leisten sind. Diese Herausforderung scheint den Banken bislang keine Probleme zu bereiten, was nicht zuletzt auch darauf zurückzuführen ist, dass ihnen Instru-

mente zur Reduzierung ihres zeitkritischen Liquiditätsbedarfs am Abwicklungstag zur Verfügung stehen. In operationeller Hinsicht spielen die Komplexität und Interdependenzen in CLS eine große Rolle, da jeder Ausfall einer Komponente beziehungsweise eines Akteurs im CLS-System schwer wiegende Konsequenzen haben kann. Seit der CLS-Einführung konnten entsprechende Sicherheitsvorkehrungen und das Zusammenspiel aller beteiligten Akteure verhindern, dass Störungen im CLS-Umfeld weit reichende Wirkungen entfalten. Alle Zentralbanken (einschl. Bundesbank), deren Währungen CLS-fähig sind, werden die Liquiditäts- und Betriebsrisiken im Rahmen der kooperativen Zahlungsverkehrsüberwachung weiterhin eng verfolgen und die noch im Markt existierenden Erfüllungsrisiken und deren Management eingehend beobachten.