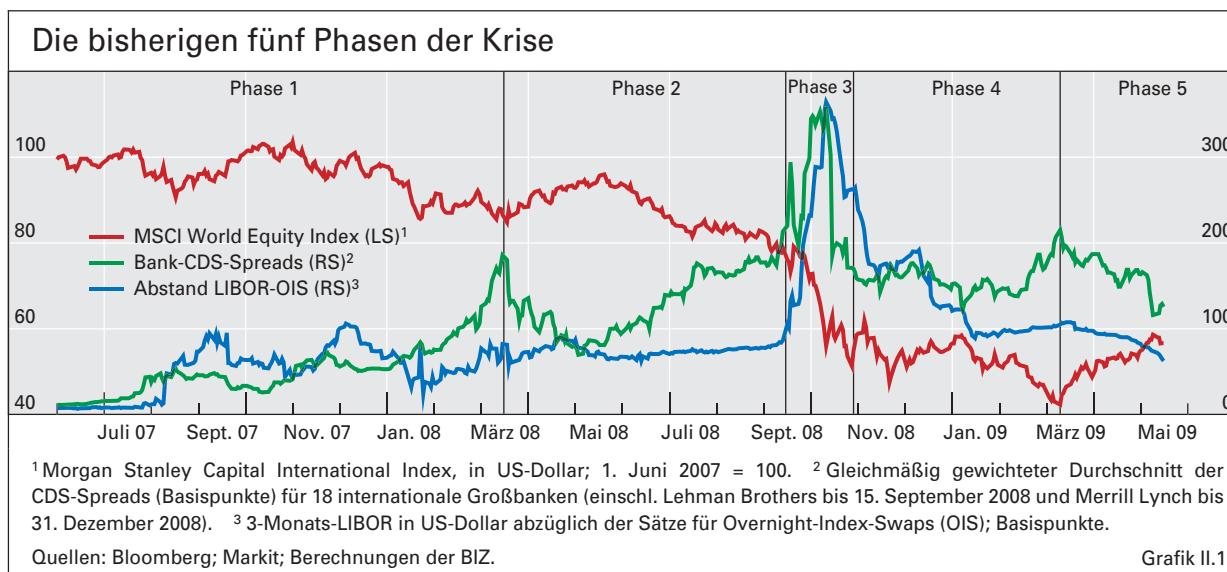


II. Die globale Finanzkrise

Die Finanzkrise, in deren Zeichen schon der letztjährige BIZ-Jahresbericht stand, hat sich im Berichtszeitraum zu einer generellen Vertrauenskrise im globalen Finanzsystem entwickelt. Ausgebrochen war die Krise im Jahr 2007 nach einer längeren Phase ungewöhnlich niedriger Realzinsen, lockerer Kreditbedingungen, niedriger Volatilität an den Finanzmärkten und auf breiter Basis steigender Vermögenspreise – Faktoren, aufgrund derer erhebliche, wenngleich verdeckte Schwachstellen entstanden waren. Als diese Schwachstellen durch wiederholt notwendige Wertberichtigungen zutage traten, geriet die Funktionsfähigkeit wichtiger Finanzmärkte ins Wanken, und die Solvenz großer Teile des weltweiten Bankensystems wurde infrage gestellt. Als Reaktion hierauf kam es mehrfach zu staatlichen Eingriffen bisher ungekannten Ausmaßes. Während die Finanzkrise mit diesen staatlichen Maßnahmen eingedämmt werden konnte, blieb das Marktumfeld instabil, wodurch sich andeutete, dass sich die Erholung wahrscheinlich hinziehen werde und ihr Verlauf ungewiss sei.

Bisher hat sich die Krise in fünf mehr oder weniger deutlich abgrenzbaren Phasen unterschiedlicher Intensität entwickelt, beginnend mit den Turbulenzen am Markt für Subprime-Hypotheken im Zeitraum von Juni 2007 bis Mitte März 2008 (Grafik II.1). Auf diese erste Phase – in der Refinanzierungsprobleme im Mittelpunkt standen – folgte eine Phase weiterer Verluste und Wertberichtigungen bei den Banken, weil mit dem konjunkturellen Abschwung nach und nach die Vermögenspreisverluste zunahmen. Damit veränderte sich der Charakter der Krise in der zweiten Phase – von März bis Mitte September



2008 – von einer Liquiditäts- zu einer Solvenzkrise, in der das Risiko von Bankenkonkursen virulent wurde. Schließlich löste der Konkurs von Lehman Brothers am 15. September die dritte und heftigste Phase der Krise aus: Ein weltweiter Vertrauensverlust setzte ein, der erst durch umfassende staatliche Eingriffe bisher ungekannten Ausmaßes eingedämmt werden konnte. In der vierten Phase, von Ende Oktober 2008 bis Mitte März 2009, reagierten die Märkte – bei Unsicherheit über die Effektivität der andauernden staatlichen Eingriffe im Finanzsektor und der Gesamtwirtschaft – auf die zunehmend düsteren weltwirtschaftlichen Aussichten. Die Mitte März 2009 angelaufene fünfte Phase ist trotz nach wie vor überwiegend negativer Konjunktur- und Finanzdaten von ersten Anzeichen sich aufhellender wirtschaftlicher Aussichten gekennzeichnet. Das Ende der Krise – und damit eine echte Normalisierung – scheint jedoch noch in einiger Ferne zu liegen.

Die Anfangsphasen

Erste Phase: Auftakt (bis Mitte März 2008)

In der ersten Phase der Krise kam es ausgehend von befürchteten Verlusten bei US-Subprime-Hypothekenkrediten zu Anspannungen im gesamten Finanzsystem. Was zunächst nur das Problem eines kleinen Segments des US-Finanzsystems zu sein schien (Grafik II.2), zog rasch größere Kreise und führte über die komplexen Verflechtungen zwischen den Kredit- und Refinanzierungsmärkten (Grafik II.3 und II.4) zu umfassenden Belastungen des gesamten Finanzsektors (Tabelle II.1).¹

Die ab Juni 2007 auftretenden Verluste bei Subprime-Hypotheken deckten erhebliche Schwachstellen im Finanzsystem auf. Zu diesen gehörten hohe Schuldenquoten zur Steigerung der Eigenkapitalrenditen sowie außerbilanzielle Zweckgesellschaften, die Forderungen mit vermeintlich geringem Risiko – viele davon im Zusammenhang mit US-Hypothekenengagements – im Stile einer Fristentransformation revolving kurzfristig refinanzierten. Auflaufende Verluste bei den Vermögenswerten, die den Forderungen zugrunde lagen, sprengten schließlich das auf kurzfristiger Refinanzierung beruhende Modell und zwangen die Banken zu einer Reintermediation ausgelagerter Forderungen. Am 9. August 2007 griffen die Turbulenzen auf die Interbankmärkte über und läuteten damit den Beginn einer weiter reichenden Finanzmarktkrise ein. Wachsende Bewertungsverluste im Laufe der folgenden Monate setzten die Bankbilanzen unter Druck und lösten schließlich Mitte März 2008 bei der Investmentbank Bear Stearns einen akuten Liquiditätsengpass aus, der letztendlich zur staatlich unterstützten Übernahme durch JPMorgan Chase führte.

In dieser ersten Phase der Krise gelang es zwar, Bankkonkurse abzuwenden, doch das Finanzsystem wurde stark geschwächt. Die Märkte wurden durch umfangreiche Kreditüberhänge belastet, während die Banken darum

Subprime-Verluste führen zu Anspannungen im gesamten Finanzsystem ...

... gipfeln in der Übernahme von Bear Stearns ...

... und hinterlassen ein stark geschwächtes Finanzsystem

¹ Eine detaillierte Darstellung der Entwicklung an den Finanzmärkten während dieser frühen Phase der Finanzkrise findet sich in Kapitel VI des 78. BIZ-Jahresberichts, Juni 2008.

Chronologie der wichtigsten Ereignisse^①

2007	
9. August	Die Probleme an den Hypotheken- und Kreditmärkten greifen auf die Interbank-Geldmärkte über, als die Emittenten von forderungsgedeckten Geldmarktpapieren (Asset-backed Commercial Paper, ABCP) Schwierigkeiten bekommen, umlaufende Papiere zu erneuern, und große Investmentfonds die Rücknahme von Anteilen mit der Begründung einfrieren, sie könnten ihre Bestände nicht mehr bewerten.
12. Dezember	Zentralbanken aus fünf großen Währungsräumen kündigen koordinierte Maßnahmen an, darunter auch die Einrichtung von US-Dollar-Swapkreditlinien, um die Märkte für kurzfristige Finanztitel zu entlasten.
2008	
16. März	JPMorgan Chase erklärt sich bereit, Bear Stearns zu übernehmen; diese Übernahme wird von den US-Behörden unterstützt.
4. Juni	Moody's und Standard & Poor's stufen das Rating der Monoline-Versicherer MBIA und Ambac herab, was erneut Befürchtungen über Wertverluste bei von diesen Unternehmen versicherten Wertpapieren auslöst.
13. Juli	Die US-Behörden geben geplante Hilfsmaßnahmen für zwei US-Hypothekenfinanzierungsinstitute (die „Agencies“ Fannie Mae und Freddie Mac) bekannt, darunter auch den Erwerb von Aktien dieser Institute.
15. Juli	Die US-Börsenaufsicht (Securities and Exchange Commission, SEC) erlässt Vorschriften, mit denen ungedeckte Leerverkäufe eingeschränkt werden.
7. September	Fannie Mae und Freddie Mac werden unter staatliche Zwangsverwaltung gestellt.
15. September	Lehman Brothers Holdings Inc. beantragt Insolvenzschutz nach US-Konkursrecht (Chapter 11).
16. September	Beim Reserve Primary Fund, einem großen US-Geldmarktfonds, sinkt der Anteilswert unter 1 Dollar („break the buck“-Effekt), was eine Welle von Anteilsrückgaben auslöst. Die US-Regierung ergreift Maßnahmen zur Stützung der Versicherungsgesellschaft AIG (und muss das Hilfspaket in den folgenden Monaten noch mehrmals aufstocken und anpassen).
18. September	Angesichts des Engpasses bei US-Dollar-Finanzmitteln kommt es zu koordinierten Maßnahmen von Zentralbanken mit neuen oder erweiterten Swapkreditlinien in Höhe von \$ 160 Mrd. Die britischen Behörden verbieten Leerverkäufe von Finanzaktien.
19. September	Das US-Finanzministerium kündigt eine befristete Garantie für Geldmarktfonds an. Die SEC erlässt ein Verbot von Leerverkäufen von Finanzaktien. Erste Angaben zu einem Programm des US-Finanzministeriums, mit dem die Bereinigung der Bankbilanzen um notleidende Aktiva finanziert werden soll (Troubled Asset Relief Program, TARP), werden publik; für diese Maßnahmen sollen \$ 700 Mrd. zur Verfügung gestellt werden.
25. September	Der Staat übernimmt die Kontrolle über Washington Mutual, die größte US-Spar- und Darlehensbank mit einer Bilanzsumme von rund \$ 300 Mrd.
29. September	Das britische Hypothekeninstitut Bradford & Bingley wird verstaatlicht. Der Allfinanzkonzern Fortis erhält von drei europäischen Staaten Kapitalzuführungen. Die deutsche Hypo Real Estate, ein auf gewerbliche Immobilienfinanzierungen spezialisiertes Kreditinstitut, erhält eine staatlich vermittelte Kreditlinie. Die notleidende US-Bank Wachovia wird übernommen. Das US-Repräsentantenhaus lehnt den TARP-Vorschlag ab.
30. September	Der Finanzkonzern Dexia erhält eine staatliche Kapitalzuführung. Die irische Regierung gibt eine Garantie für alle Einlagen, gedeckten Schuldverschreibungen sowie vor- und nachrangigen Schuldtitel von sechs irischen Banken bekannt. In den Wochen danach ziehen weitere Staaten mit ähnlichen Maßnahmen nach.
3. Oktober	Der US-Kongress billigt den überarbeiteten TARP-Vorschlag.
8. Oktober	Die wichtigsten Zentralbanken senken ihre Leitzinsen in einer konzertierten Aktion. Im Vereinigten Königreich kündigen die Behörden ein umfassendes Stützungs paket an, das Kapitalzuführungen für britische Banken umfasst.
13. Oktober	Die wichtigsten Zentralbanken geben gemeinsam bekannt, dass sie in unbegrenztem Umfang US-Dollar-Mittel bereitstellen werden, um die Anspannungen an den Geldmärkten zu lindern. Die Regierungen des Euro-Raums verpflichten sich zu systemweiten Bankrekapitalisierungen. Berichten zufolge plant das US-Finanzministerium, \$ 125 Mrd. in den Erwerb von Beteiligungen an neun großen Banken zu investieren.
28. Oktober	Ungarn erhält ein Stützungs paket in Höhe von \$ 25 Mrd. vom IWF und von anderen internationalen Organisationen, mit dem die zunehmenden Kapitalabflüsse eingedämmt und der Druck auf die Währung gemildert werden sollen.
29. Oktober	Angesichts des anhaltenden weltweiten Engpasses bei US-Dollar-Finanzmitteln vereinbart die Federal Reserve Swapkreditlinien mit den Währungsbehörden von Brasilien, Korea, Mexiko und Singapur.

15. November	Die G-20-Länder verpflichten sich, enger zusammenzuarbeiten, gemeinsam das Wachstum der Weltwirtschaft anzukurbeln und die Reform der weltweiten Finanzsysteme anzugehen.
25. November	In den USA richtet die Federal Reserve eine Fazilität über \$ 200 Mrd. ein, mit der Darlehen gegen verbriefte Verbraucher- und KMU-Kredite gewährt werden sollen. Überdies werden bis zu \$ 500 Mrd. für den Ankauf von Anleihen und hypothekarisch besicherten Wertpapieren von US-Agencies bereitgestellt.
2009	
16. Januar	Die irischen Behörden übernehmen die Kontrolle über die Anglo Irish Bank. Analog zum Fall der Citigroup im November 2008 erklären sich die US-Behörden bereit, die Bank of America durch eine Beteiligung in Form von Vorzugsaktien sowie Garantien für einen Pool von notleidenden Vermögenswerten zu stützen.
19. Januar	Im Rahmen eines breit angelegten britischen Bankenhilfspakets wird die staatliche Beteiligung an der Royal Bank of Scotland aufgestockt. Ähnliche Maßnahmen folgen während der nächsten Tage in anderen Ländern.
10. Februar	Die US-Behörden legen Pläne für neue, umfassende Maßnahmen zur Unterstützung des Finanzsektors vor, darunter ein Public-Private Investment Program (PPIP) von bis zu \$ 1 Bio. für den Erwerb notleidender Aktiva.
10. Februar	Die G7-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten bekräftigen ihre Entschlossenheit, das gesamte politische Instrumentarium einzusetzen, um Wachstum und Beschäftigung zu fördern und den Finanzsektor zu stärken.
5. März	Die Bank of England lanciert ein Programm im Umfang von rund \$ 100 Mrd., mit dem über einen Zeitraum von drei Monaten der Ankauf von Vermögenswerten des privaten Sektors und von Staatsanleihen finanziert werden soll.
18. März	In den USA kündigt die Federal Reserve Pläne für den Erwerb von längerfristigen Schatzpapieren im Umfang von bis zu \$ 300 Mrd. über einen Zeitraum von sechs Monaten an; überdies erhöht sie den Rahmen für die geplanten Käufe von US-Agency-Papieren.
23. März	Das US-Finanzministerium legt Einzelheiten zu dem im Februar vorgeschlagenen PPIP vor.
2. April	Im Kommuniqué des G20-Gipfeltreffens verpflichten sich die Regierungen zu gemeinsamen Bemühungen um die Wiederherstellung des Vertrauens und des Wachstums sowie zu Maßnahmen zur Stärkung des Finanzsystems.
6. April	Der Offenmarktausschuss der Federal Reserve genehmigt neue kurzfristige Devisenwaplinien mit der Bank of England, der EZB, der Bank of Japan und der Schweizerischen Nationalbank.
24. April	In den USA veröffentlicht die Federal Reserve Einzelheiten über die Stresstests, mit denen die finanzielle Solidität der 19 größten US-Finanzinstitute überprüft wurde; demnach liegen die Eigenkapitalquoten der meisten Banken deutlich über den Mindestanforderungen.
7. Mai	Der EZB-Rat beschließt grundsätzlich, dass das Eurosystem auf Euro lautende gedeckte Schuldverschreibungen ankaufen wird. Die US-Behörden veröffentlichen die Ergebnisse ihrer Stresstests und nennen 10 Banken mit Eigenkapitallücken von insgesamt \$ 75 Mrd., die hauptsächlich durch Aufstockung des Aktienkapitals zu schließen sind.
<p>® Für eine umfassendere Auflistung der Ereignisse bis März 2008 s. Kapitel VI des 78. BIZ-Jahresberichts, Juni 2008. Quellen: Bank of England; Federal Reserve Board; Bloomberg; <i>Financial Times</i>; <i>The Wall Street Journal</i>. Tabelle II.1</p>	

rangen, ihre Eigenkapitalbasis wieder aufzustocken. Die hohe Unsicherheit hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Aussichten und ihrer Konsequenzen für die Vermögenspreisbewertung führte zu einem Anstieg der Volatilität (Grafik II.5). Die Spreads von Credit-Default-Swaps (CDS) lagen weit über historischen Niveaus (Grafik II.6 Mitte), und die Aktienkurse waren gegenüber ihren Höchstständen vom Oktober 2007 beträchtlich gefallen (Grafik II.7 links). Anleiherenditen (Grafik II.8) und Leitzinsen (Grafik II.9) der führenden Volkswirtschaften dagegen spiegelten weiterhin vor allem die unterschiedliche Konjunkturlage wider sowie die Erwartung, dass die Krise realwirtschaftlich hauptsächlich die USA treffen würde. Für diese Einschätzung sprachen zunächst auch noch die robusten BIP-Zuwächse vieler aufstrebender Volkswirtschaften im ersten Halbjahr 2008.

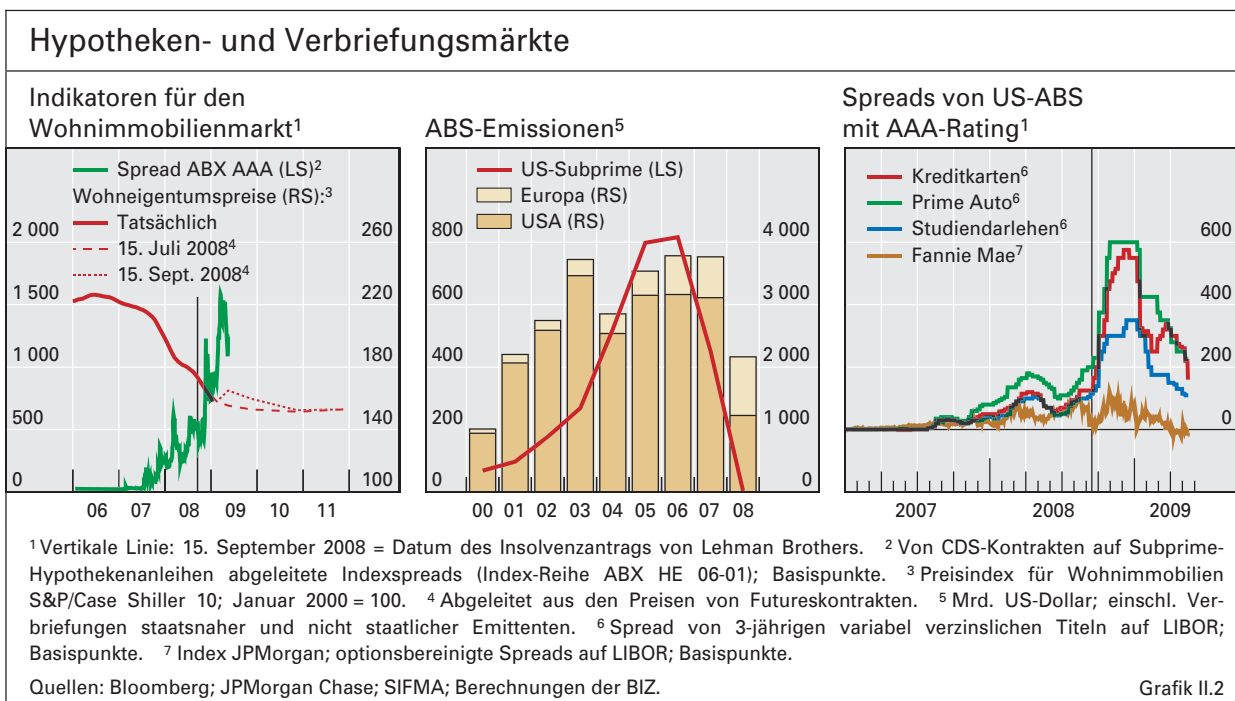
*Zweite Phase: Die Vorgeschichte des Konkurses von Lehman Brothers
(Mitte März bis Mitte September 2008)*

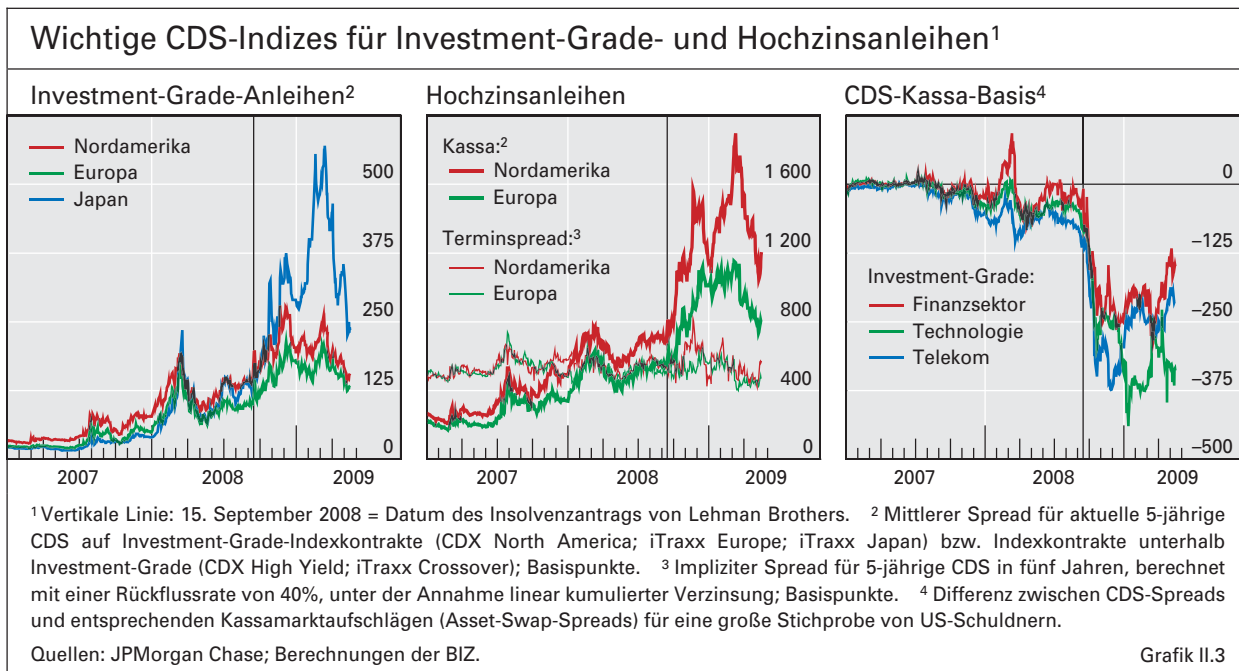
Eintrübung der wirtschaftlichen Aussichten ...

Während der zweiten Phase der Krise gerieten die Finanzvermögenswerte, nach einer kurzen Atempause im Gefolge der Übernahme von Bear Stearns am 16. März, erneut unter Druck. Bezeichnend für die Phase bis Mitte September 2008 war, dass die Anleger verstärkt auf Anzeichen eines Übergreifens der Rezession in den USA auf andere wichtige Volkswirtschaften und eine damit verbundene weltweite Synchronisierung des Wirtschaftsabschwungs reagierten. Die daraus resultierenden Aussichten für die Ertragslage sowie die Ausfallrisiken und damit zusammenhängende Verluste im Finanzsektor brachten die Bilanzen der Banken erneut unter Druck und stellten die Durchführbarkeit ihrer Rekapitalisierungsvorhaben infrage. Folglich traten unter den Anlegern Fragen der Refinanzierbarkeit bestimmter Forderungen gegenüber Fragen der Solvenz der Banken in den Hintergrund, wodurch insbesondere diejenigen Institute in Mitleidenschaft gezogen wurden, von denen bekannt war, dass sie sich hoch verschuldet und in notleidende Wertpapiere investiert hatten.

... angespannte Interbankmärkte ...

Obwohl die Rettung von Bear Stearns eine Phase relativer Stabilität mit einer Erholung der Finanzvermögenswerte einläutete, blieben die Interbankmärkte angeschlagen. Die Spreads zwischen den Sätzen für kurzfristige Kredite bis zu einem Jahr am Interbankmarkt und jenen für Overnight-Index-Swaps (OIS) verharrten erheblich über dem vor August 2007 verzeichneten Niveau (Grafik II.1 und II.4 links). Dies spricht dafür, dass die Banken offenbar wenig geneigt waren, sich am Interbankmarkt zu engagieren. In den Zinsaufschlägen für Interbankkredite zeigten sich eine gestiegene Liquiditätspräferenz und gleichzeitig Bedenken im Hinblick auf Kontrahentenrisiken. Dieses gegenseitige Misstrauen der Banken dauerte an, obwohl die Zentralbanken





bereits beispiellose Schritte unternommen hatten, um die Funktionsfähigkeit der Geldmärkte zu unterstützen und den Ausfall des Interbankmarkts zu kompensieren – etwa über US-Dollar-Swapkreditlinien der Federal Reserve (Einzelheiten hierzu und zu späteren wirtschaftspolitischen Reaktionen auf die Krise s. Kapitel VI).

Im Juni kamen erneut schwerwiegende Bedenken hinsichtlich der Eigenkapitalausstattung der Banken auf, nachdem Meldungen über in Schwierigkeiten geratene Monoline-Versicherer die Runde gemacht hatten.² Zu Monatsbeginn hatten Moody's und Standard & Poor's mit MBIA und Ambac zwei führende Monoline-Versicherer herabgestuft, und in den Wochen darauf folgte eine Reihe weiterer Versicherer. Die Herabstufungen ließen Wertberichtigungen bei u.a. von Banken gehaltenen und durch diese Gesellschaften versicherten Papieren befürchten; hinzu kamen Meldungen über die schwache Ertragslage bei Investmentbanken. Infolgedessen kam es ab Mitte Juni auf breiter Front zu einem Rückgang an den Kredit- und Aktienmärkten (Grafik II.3 links und II.7 links), wobei Finanzwerte den Rückgang der marktbreiteren Indizes anführten.

Am stärksten zu spüren bekamen die Anspannungen im Finanzsystem allerdings die zwei führenden, staatlich unterstützten US-Wohnimmobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac. Angesichts der andauernden Schwäche an den Wohnimmobilienmärkten wurde ein lang anhaltender Rückgang der Immobilienpreise in den USA prognostiziert (Grafik II.2 links). Aus diesem Grund – und ungeachtet von Bekundungen der zuständigen

... und neuerliche Bedenken hinsichtlich der Eigenkapitalausstattung ...

... treffen insbesondere die staatlich unterstützten US-Wohnimmobilienfinanzierer

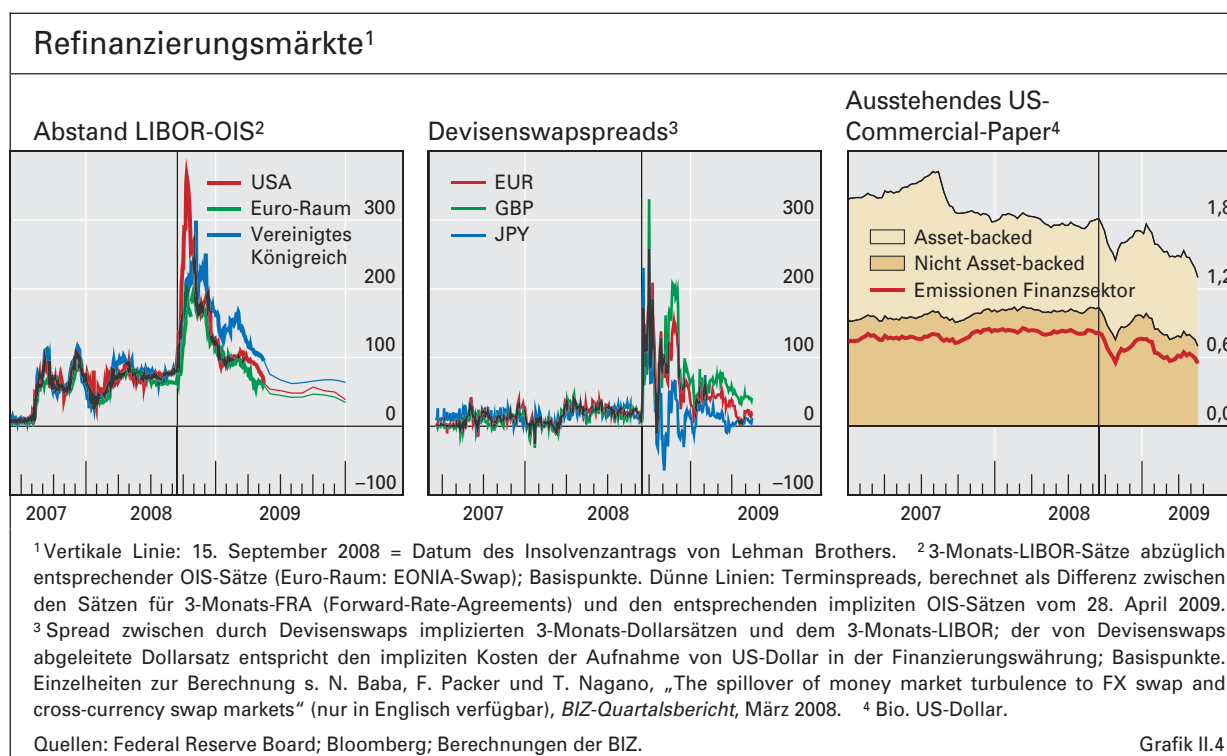
² Monoline-Versicherer bieten Ausfallgarantien und damit Bonitätsverbesserungen für Anleihen und strukturierte Finanzprodukte an, einschließlich Garantien für vorrangige Tranchen von Wertpapieren, die durch Hypotheken oder sonstige Vermögenswerte unterlegt sind, sowie für Anleihen von Gebietskörperschaften. Dabei beeinflusst die Bonitätseinstufung der Monoline-Versicherer stark das Rating der von ihnen versicherten Instrumente.

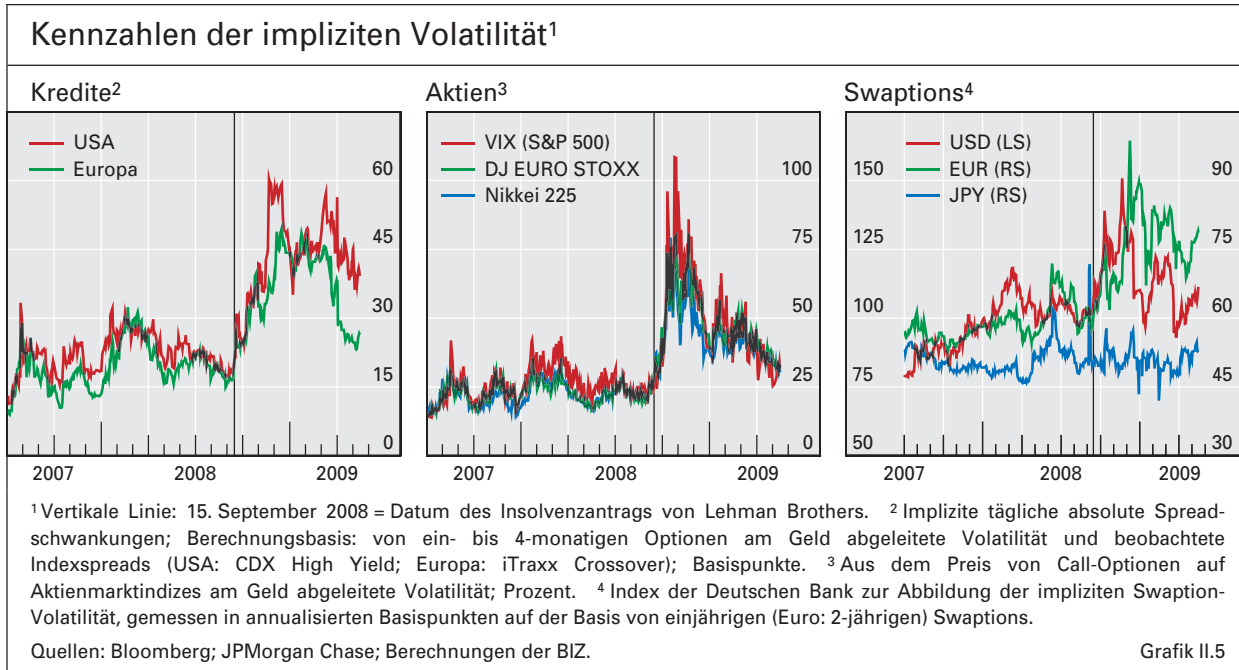
Aufsichtsinstanzen, dass Fannie Mae und Freddie Mac über eine angemessene Eigenkapitalausstattung verfügten – stiegen die Spreads auf deren Schuldtitel sowie auf den von ihnen emittierten hypothekarisch unterlegten Wertpapieren wieder auf das zuletzt im März, rund um die Übernahme von Bear Stearns, beobachtete Niveau (Grafik II.2 rechts). Die Aktienkurse der beiden Unternehmen fielen in der Folge um mehr als 70% gegenüber dem Niveau von Ende Mai 2008. Da die verbliebene Hypothekarkreditvergabe weitgehend auf Garantien von Fannie Mae und Freddie Mac angewiesen war, schritt die US-Regierung am Sonntag, dem 13. Juli, ein und ermöglichte dem Finanzministerium die Stützung der beiden Institute durch eine Ausweitung der bereits gewährten Kreditlinie und eine direkte Beteiligung.

Hilfsmaßnahmen für Fannie Mae und Freddie Mac ...

Die Hilfsmaßnahmen zugunsten der beiden Immobilienfinanzierer sorgten vorübergehend für eine gewisse Entspannung an den Finanzmärkten. Die Bonitätsaufschläge (Credit-Spreads) gingen zurück, und bei den Aktienkursen kam es ansatzweise zu einer Erholung. Zur weiteren Entlastung trugen neue Sofortmaßnahmen der US-Börsenaufsichtsbehörde SEC bei, die Leerverkäufe von Aktien der größten Banken und Brokerhäuser unterband. Infolgedessen, und zugleich als Ausdruck der allgemein rückläufigen Risikoprämien, sanken die impliziten Volatilitäten in allen Anlagekategorien, blieben allerdings im Vergleich zum Beginn der ersten Phase der Krise Mitte 2007 erhöht (Grafik II.5).

Gleichzeitig herrschte an den Geldmärkten weiterhin Unsicherheit über Refinanzierungsbedarf und Kontrahentenrisiko der Banken. Folglich verharrten die LIBOR-OIS-Spreads für Leitwährungen (einschl. des US-Dollars) auf erhöhtem Niveau. Ein vergleichbares Muster hoher Spreads für Devisenswaps spiegelte den asymmetrischen Druck bei Finanzierungen in US-Dollar und in





anderen Währungen wider, der die Kosten für US-Dollar-Finanzmittel in die Höhe trieb (Grafik II.4).³ Dies war der Fall, obwohl die US-Behörden Ende Juli weitere Maßnahmen eingeleitet hatten, um die Wirksamkeit der rund um die Bear-Stearns-Übernahme eingeführten Liquiditätsfazilitäten zu verbessern. Beispielsweise verlängerte die Federal Reserve die Kreditlinien im Rahmen der Term Auction Facility (TAF) auf 84 Tage, woraufhin auch die EZB und die Schweizerische Nationalbank ihre Tender für US-Dollar-Finanzierungen mit entsprechend längeren Laufzeiten durchführten.

Zudem blieben die Märkte für Wohneigentum weiter unter Druck, was die Befürchtungen der Anleger hinsichtlich der Solidität der staatlich unterstützten US-Wohnimmobilienfinanzierer neu entfachte. Die Aktienkurse von Fannie Mae und Freddie Mac brachen erneut ein, wobei sie – nach Meldungen über unerwartet hohe Quartalsverluste im August – auf ein zuletzt Ende der 1980er Jahre verzeichnetes Niveau zurückfielen. Das Vertrauen in die nachhaltige Solvenz der beiden Unternehmen schwand zunehmend, sodass die US-Regierung am Sonntag, dem 7. September, formell deren Kontrolle übernahm. Damit fiel im Wesentlichen das Kreditrisiko für die Inhaber sowohl vorrangiger als auch nachrangiger Schuldtitel weg. Gleichzeitig verwässerte aber das Engagement der US-Regierung, das über die Ausgabe neuer vorrangiger Vorzugsaktien erfolgte, die Beteiligungsverhältnisse. Dieses Vorgehen nahm die Effekte zukünftiger Rettungspakete bereits vorweg und verstärkte so die Unsicherheit der privaten Anteilseigner hinsichtlich der Auswirkungen zukünftiger Maßnahmen dieser Art auf Ansprüche unterschiedlicher Rangstufen.

... und schließlich Übernahme durch die Regierung

³ Für eine Erörterung der Spillover-Effekte zwischen Geldmärkten und Devisenwappmärkten s. N. Baba und F. Packer, „Interpreting deviations from covered interest parity during the financial market turmoil of 2007/08“, *BIS Working Papers*, Nr. 267, Dezember 2008.

Weitreichende
Anspannungen
dauern an ...

Während die Übernahme einen Rückgang der Renditenaufschläge auf die von Fannie Mae und Freddie Mac garantierten Hypothekenverbriefungen und Schuldtitel bewirkte, konnte sie die generellen Bedenken hinsichtlich des Finanzsektors nicht zerstreuen. Vielmehr ließ sie erahnen, dass auf die bis Ende August 2008 weltweit vorgenommenen Abschreibungen in der Größenordnung von \$ 500 Mrd. noch weitere Verluste folgen würden. Auch legte sie nahe, dass die Bemühungen der Zentralbanken, Ersatz für Marktfinanzierungen zu bieten, wohl nicht länger ausreichen würden, da sich die Aufmerksamkeit der Anleger zunehmend auf Solvenzfragen konzentrierte. Als sich die Anleger wieder weniger mit den US-Wohnimmobilienfinanzierern und wieder mehr mit der Bilanzsituation der Banken beschäftigten, gerieten die Aktienkurse und Credit-Spreads im Finanzsektor abermals unter Druck. Dadurch wurde es für die Banken zunehmend schwieriger, ihre Eigenkapitalbasis zu stärken und ihren Refinanzierungsbedarf an Märkten zu decken, die nur noch Sicherheiten höchster Qualität akzeptierten. Diese Entwicklung war für den gesamten Bankensektor belastend, wobei die Konsequenzen je nach Geschäftsmodell und den daraus resultierenden Beständen notleidender Aktiva, Refinanzierungsarrangements und Verschuldungsgraden unterschiedlich stark waren. Der höchste Druck lastete dabei auf den großen Investmentbanken (Grafik II.10).

... besonders bei
großen Investment-
banken ...

... und am
schwerwiegendsten
bei Lehman
Brothers

Insbesondere die Investmentbank Lehman Brothers geriet – als eine langerwartete Kapitalzuführung Anfang September ausblieb – in Bedrängnis. Spreads für CDS zur Absicherung der Lehman-Schuldtitel schnellten um fast 200 Basispunkte auf rund 500 Basispunkte empor, was die Clearingstelle der Bank veranlasste, zusätzliche Befugnisse für die Verwertung von Sicherheiten zu verlangen, und zur Kündigung kurzfristiger Kredite durch die Gläubiger führte. Die ohnehin stark angeschlagene Aktie des Unternehmens brach am Dienstag, dem 9. September, um 45% ein. Der Verfall setzte sich am folgenden Tag fort, als das schlechte Ergebnis für das dritte Quartal 2008 veröffentlicht wurde. Trotz der gleichzeitigen Ankündigung von Plänen für das Abstoßen diverser Geschäftseinheiten schwand das Vertrauen in die Fähigkeit des Unternehmens, sich dringend benötigte Refinanzierungsmittel zu sichern, rasch dahin. Dies wiederum löste Spekulationen aus, denen zufolge die Behörden am darauffolgenden Wochenende (13./14. September) eine Übernahme im Stile derjenigen von Bear Stearns in die Wege leiten würden.

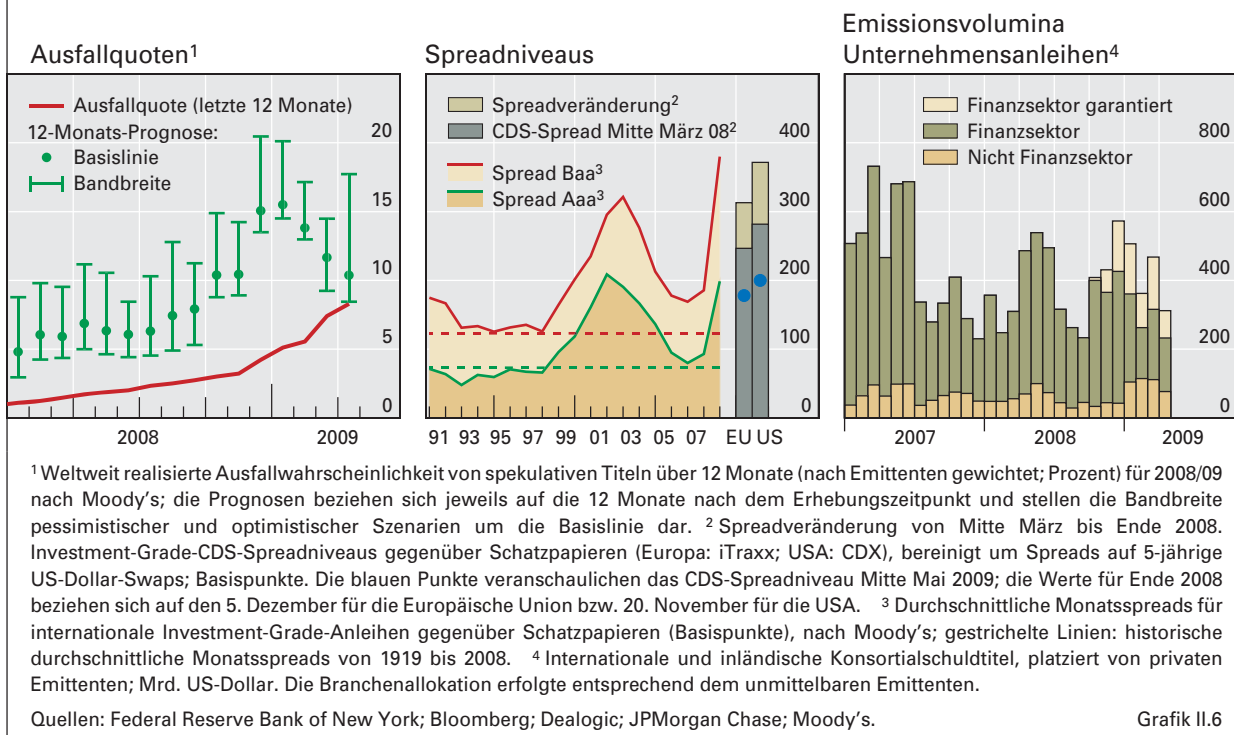
Die Vertrauenskrise

Dritte Phase: Weltweiter Vertrauensverlust (15. September 2008 bis Ende Oktober 2008)

Der Lehman-
Konkurs ...

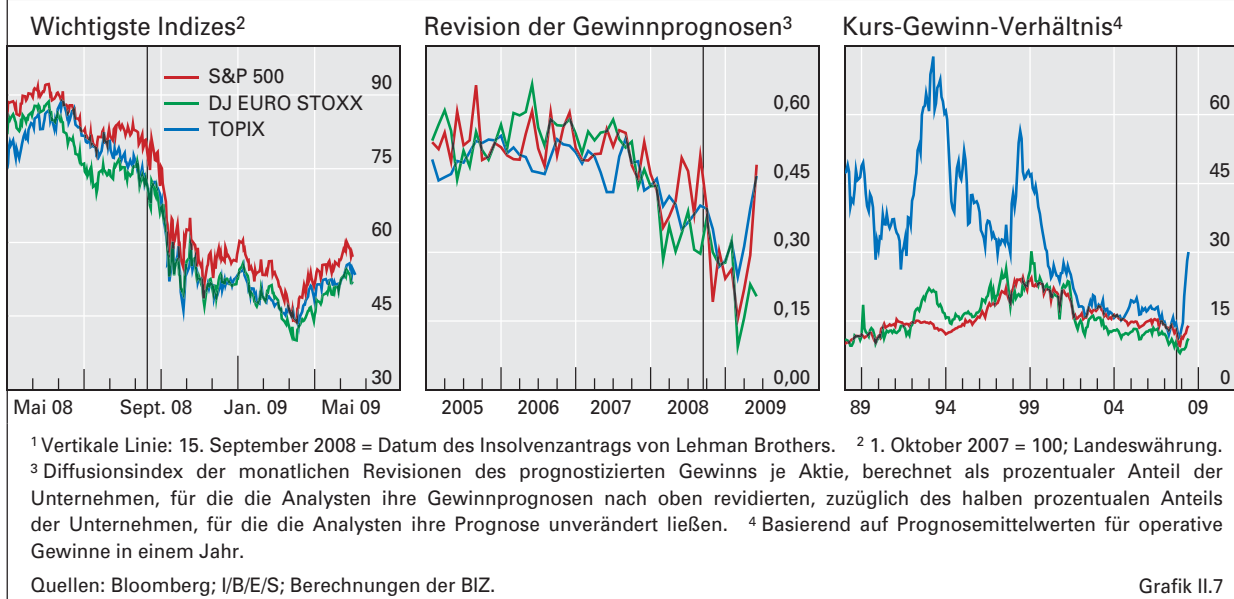
Mit dem Antrag von Lehman Brothers Holdings Inc. auf Insolvenzschutz nach US-Konkursrecht (Chapter 11) am Montag, dem 15. September, bekam die Krise eine neue Qualität. Damit eskalierten die Finanzmarkturbulenzen, die viele für kurzfristig und verkraftbar gehalten hatten, zu einer veritablen globalen Krise. In Anbetracht dieser Eskalation drohte plötzlich einer wachsenden Zahl von Finanzinstituten die Insolvenz. Die dadurch ausgelöste

Ausfallquoten, Credit-Spreads und Emissionsvolumina



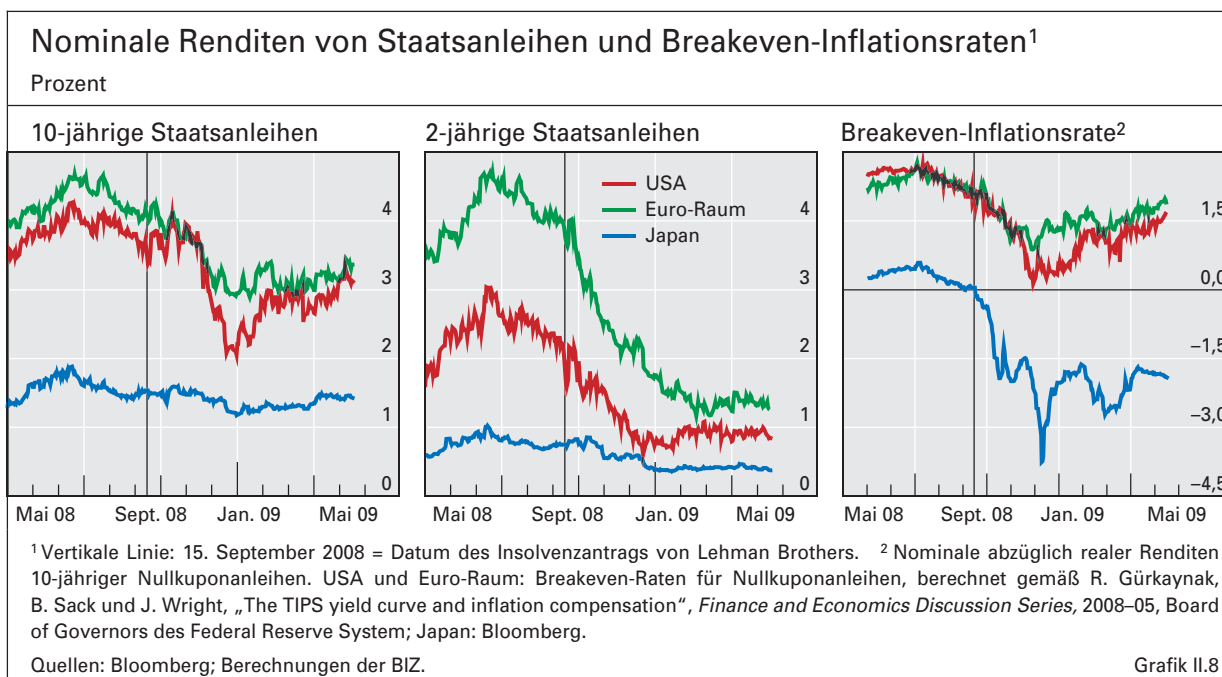
Vertrauenskrise breitete sich rasch über die einzelnen Märkte und Länder aus. Damit wurde klar, dass Liquiditätssicherung allein nicht mehr ausreichte, sondern umfassendere staatliche Maßnahmen notwendig waren, einschließlich systemweiter Bankrekapitalisierungen. Zugleich hatten die Märkte aufstrebender Volkswirtschaften mit Exporteinbrüchen und sich verschärfenden Finanzierungsbedingungen zu kämpfen, was den universellen Charakter der Krise und die Notwendigkeit global ausgerichteter Gegenmaßnahmen immer stärker verdeutlichte.

Entwicklung der Aktienmärkte¹



Die Befürchtungen hinsichtlich der Konsequenzen der Insolvenz von Lehman Brothers hatten sich zunächst auf die Rolle der Bank als Makler und Referenzschuldner am CDS-Markt (d.h. als Quelle des Ausfallrisikos, gegen das sich Sicherungsnehmer versichern) konzentriert. Demgegenüber erwiesen sich aber Engagements in den Schuldtiteln von Lehman Brothers als verhängnisvoller. Drei Ereignisse halfen nämlich, die Teilnehmer am CDS-Markt gegen die Konsequenzen des Lehman-Konkurses abzuschirmen. Erstens wurde am Sonntag, dem 14. September – unmittelbar vor Einreichung des Insolvenzantrags –, eine außerordentliche Handelssitzung anberaumt. Ziel war es, den führenden CDS-Händlern die Möglichkeit zu geben, Positionen und Gegenpositionen mit Lehman Brothers glattzustellen und ihre Bücher durch den Abschluss von Ersatzgeschäften auszugleichen. Zweitens stützte die US-Regierung am 16. September den Versicherungskonzern AIG mit einem Rettungspaket. AIG hielt bekanntlich ein CDS-Portfolio im Nennwert von über \$ 440 Mrd. – vielfach Absicherungen für Portfolios ihrer Kundenbanken im Stil von Monoline-Versicherungen. Dank diesem Hilfspaket, das in den folgenden Monaten wiederholt restrukturiert und ausgeweitet wurde, konnte ein unkontrollierter Zusammenbruch von AIG abgewendet werden. Ferner gelang es auf diese Weise zu verhindern, dass in einem bereits sehr labilen Umfeld CDS-Risiken wieder in die Bilanzen der Kundenbanken zurückverlagert wurden. Drittens stellte sich heraus, dass CDS-Engagements, die sich auf Lehman Brothers bezogen, weniger umfangreich waren als befürchtet. Letztlich erforderten sie vergleichsweise bescheidene Nettoausgleichszahlungen in Höhe von etwa \$ 5,2 Mrd., welche Ende Oktober reibungslos abgewickelt werden konnten. Somit erwies sich die Infrastruktur des CDS-Marktes als recht widerstandsfähig. Dessen ungeachtet hatte die mangelnde Transparenz dieses Marktes in den Tagen unmittelbar vor dem Insolvenzantrag zur Unsicherheit über die zu treffenden Maßnahmen beigetragen sowie

... lässt
Kontrahentenrisiken
sprunghaft
ansteigen ...



die bereits bestehenden Belastungen an den Refinanzierungsmärkten verschärft.⁴ Diese Märkte gerieten nun unter Druck, da Geldmarktfonds bei ihren Engagements in kurz- und mittelfristigen Schuldverschreibungen von Lehman Brothers Verluste erlitten.

Die systemweiten Auswirkungen der von Geldmarktfonds eingegangenen Engagements wurden offenkundig, als ein großer US-Fonds, Reserve Primary, Schuldtitel von Lehman Brothers in Höhe von mehr als \$ 780 Mio. abschreiben musste (s. Kasten). Reserve Primary war damit der erste bedeutende Geldmarktfonds, dessen Nettoanlagewert unter die eingezahlten Mittel fiel („break the buck“-Effekt). Dieses Ereignis wiederum löste die Rückgabe von US-Geldmarktfondsanteilen in Rekordhöhe aus – vergleichbar mit dem „Run“ auf eine Bank – wodurch die Fondsmanager dazu gezwungen waren, an praktisch illiquiden Märkten Vermögenswerte zu verkaufen. Dabei variierte das Ausmaß der Belastung je nach Fonds. Weil Geldmarktfonds an den Märkten für Commercial Paper (CP) und Einlagenzertifikate der Banken eine zentrale Anlegergruppe darstellen, wurden auch diese Märkte rasch in Mitleidenschaft gezogen, wobei unbesicherte Finanztitel die größten Abflüsse verzeichneten. Insgesamt ging das CP-Volumen in den USA von rund \$ 1,76 Bio. am 10. September in den Wochen bis zum 22. Oktober um mehr als \$ 325 Mrd. zurück (Grafik II.4 rechts). Ausländischen Banken und US-Instituten ohne Einlagengeschäft kam dadurch eine bedeutende Finanzierungsquelle abhanden – gerade zu einem Zeitpunkt, als sie ihre Geldmarktfonds stützen (bzw. in ihre Bücher nehmen) mussten. Infolgedessen kam es zu einem kräftigen Anstieg der Nachfrage nach US-Dollar-Interbankmitteln, was wiederum die Märkte für kurzfristige Kredite und die Geldmärkte austrocknen ließ.

Die dadurch ausgelösten Turbulenzen breiteten sich rasch im weltweiten Finanzsystem aus. Da die Banken Liquidität horteten, stiegen die LIBOR-OIS-Spreads in US-Dollar von dem bereits recht hohen Niveau von rund 80 Basispunkten Anfang September nochmals kräftig auf nahezu 250 Basispunkte am Monatsende an. Bewegungen an anderen Märkten, z.B. an jenen für Euro- und Pfund-Sterling-Finanzierungen, deuteten auf ähnliche Störungen hin. Besonders deutlich waren die Anspannungen bei Devisenswaps, bei denen steigende Spreads für den Finanzsektor und die zunehmende globale Nachfrage nach US-Dollar-Finanzierungen dazu führten, dass die impliziten Dollarkosten historische Höchststände über LIBOR erreichten (Grafik II.4). Da die Überlebensfähigkeit wichtiger Marktteilnehmer plötzlich infrage gestellt war und die Kontrahentenrisiken drastisch höher eingeschätzt wurden, stieg der Spread auf den US-Investment-Grade-CDS-Referenzindex allein am 15. September um 42 Basispunkte, während die Spreads für hochverzinsliche US-Schuldtitel am selben Tag um 118 Basispunkte emporschnellten (Grafik II.3). Auch an anderen großen Märkten außerhalb der USA verzeichneten die Credit-Spreads Ausschläge ähnlicher Größenordnung. Am Tag des Konkurses von Lehman Brothers fielen die Aktienkurse sowohl in den USA als auch in Europa um etwa 4% und gingen danach bis zum 17. September weiter zurück (Grafik II.7).

... und löst einen Run von Anlegern auf Geldmarktfonds aus ...

... der zu rasch um sich greifenden Turbulenzen im Finanzsystem führt

⁴ Für eine ausführlichere Erörterung s. *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2008, S. 19–21.

Geldmarktfonds verstärken die Instabilität nach dem Konkurs von Lehman Brothers

Der Vertrauensverlust in Bezug auf US-Dollar-Geldmarktfonds verstärkte die Anspannungen im Finanzsektor, die durch den Konkurs von Lehman Brothers im September 2008 ausgelöst worden waren. Die nachfolgende Erörterung verdeutlicht, warum der Ansturm auf diese Fonds Hand in Hand mit dem Einbruch der weltweiten Interbankmärkte ging.

Die Vorgeschichte

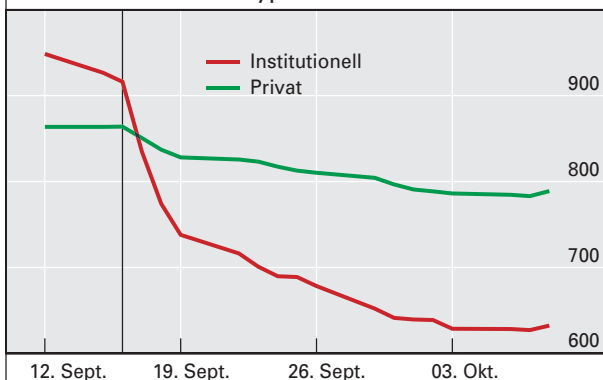
Wie in Kapitel III ausführlicher dargestellt, erwies sich der Gesamtbedarf an US-Dollar-Finanzierungen von Banken außerhalb der USA als eine bis zum Ausbruch der Krise unkontrollierte Schwachstelle des weltweiten Finanzsystems. Besonders europäische Banken hatten ihre US-Dollar-Aktiva in den letzten zehn Jahren kräftig ausgeweitet: bis Mitte 2007 auf über \$ 8 Bio. Zudem überstiegen diese Forderungen die geschätzten US-Dollar-Verbindlichkeiten der betreffenden Banken um mehr als \$ 800 Mrd., was auf Fremdwährungsfinanzierungen und somit eine intensive Nutzung von Instrumenten wie Devisenswaps hindeutet. Überdies refinanzierten die Banken ihre Positionen kurzfristig durch Kreditaufnahme an anderen Interbankkapitalmärkten sowie bei Nichtbanken wie Geldmarktfonds.^①

Als die Interbankmärkte für US-Dollar-Finanzierungen ab August 2007 auszutrocknen begannen, wandten sich die europäischen Banken zunehmend den Devisenswapmärkten zu, um Dollars gegen europäische Währungen zu erwerben. Dadurch stiegen die entsprechenden Finanzierungskosten deutlich über den bereits erhöhten US-LIBOR-Satz (Grafik II.4 Mitte). Angesichts dieser Belastungen am Interbankmarkt war es für Nicht-US-Banken entscheidend, weiterhin Zugang zu alternativen US-Dollar-Finanzierungsquellen zu haben, insbesondere zu der wichtigsten unter ihnen: den US-Dollar-Geldmarktfonds. Die Fonds, die Titel von privatwirtschaftlichen Emittenten erwerben (sog. Prime Funds), investieren in der Regel massiv in die Werte von Emittenten außerhalb der USA. Statistiken über die Anlagen der 15 größten Prime Funds (mit einem Marktanteil von über 40%) zufolge hatten diese Fonds Mitte 2008 die Hälfte ihrer Portfolios bei Banken außerhalb der USA (davon etwa 85% bei europäischen Banken) platziert. Damit erreichten die Investitionen von US-Geldmarktfonds in Nicht-US-Banken Mitte 2008 geschätzte \$ 1 Bio. (bei einem Gesamtvermögen von über \$ 2 Bio.); das entspricht mehr als 15% der gesamten geschätzten US-Dollar-Verbindlichkeiten europäischer Banken gegenüber Nichtbanken.

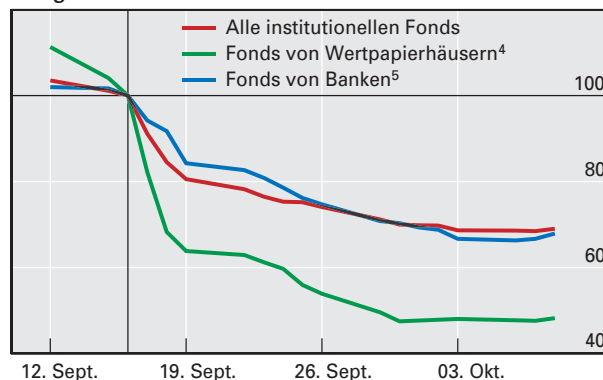
Bis September 2008 waren US-Dollar-Finanzierungen weiterhin problemlos verfügbar, und die US-Geldmarktfonds haben anscheinend ihre Direktanlagen bei Banken außerhalb der USA bis unmittelbar vor dem Lehman-Konkurs erhöht. Die Anlagen in US-Geldmarktfonds wuchsen kräftig, da sich Investoren aus weniger sicheren kurzfristigen Anlagen zurückzogen. Nicht-US-Banken profitierten davon, dass die Prime-Fund-Vermögensverwalter im Zuge der Änderung des Risikoprofils ihrer Portfolios

Anlagen in US-Geldmarktfonds („Prime Funds“)

Prime Funds nach Typ^{1, 2}



Ausgewählte institutionelle Prime Funds^{2, 3}



¹ Mrd. US-Dollar. ² Vertikale Linie: 16. September 2008 = Tag nach dem Insolvenzantrag von Lehman Brothers sowie Tag, an dem Reserve Management Co. bekannt gab, dass der Wert eines Anteils sowohl ihres wichtigsten Fonds als auch ihres karibischen Fonds unter 1 Dollar gefallen war. ³ 16. September 2008 = 100. ⁴ Goldman Sachs, Merrill Lynch und Morgan Stanley. ⁵ Bank of America (Columbia), Bank of New York (Dreyfus), Barclays, JPMorgan Chase, State Street, Wachovia (Evergreen) und Wells Fargo.

Quellen: Crane Data; Berechnungen der BIZ.

Grafik II.A

von Commercial Paper (CP) in als weniger riskant eingestufte Einlagenzertifikate (Certificates of Deposit, CD) umschichteten. Mit dieser Umschichtung wurden Prime Funds als Anbieter unbesicherter US-Dollar-Finanzierungen für Banken außerhalb der USA offensichtlich wichtiger. Dies lässt sich daran ablesen, dass die Prime Funds einen viel höheren Anteil an Einlagenzertifikaten von emittierenden Banken außerhalb der USA erwarben, als dies bei Commercial Paper der Fall gewesen war. Die Kehrseite dieser Umschichtung war allerdings, dass ein etwaiger Ansturm auf US-Dollar-Geldmarktfonds europäische Banken vor Finanzierungsprobleme stellen würde.

Der Run auf US-Dollar-Geldmarktfonds

Am 16. September, dem Tag nach dem Konkurs von Lehman Brothers, gab Reserve Management Co, deren Fondsfamilie in den letzten Jahren am rasantesten gewachsen war, bekannt, dass aufgrund von Verlusten auf Schuldverschreibungen von Lehman Brothers die Anteile ihres wichtigsten Fonds, Reserve Primary, nur noch 97 Cent und jene ihres Caribbean Fonds nur noch 91 Cent wert waren. Der Wertverlust der Anteile auf unter einen Dollar – ein Sachverhalt, der als „breaking the buck“ bezeichnet wird – war beispiellos unter den führenden Fonds und auch in der Geschichte sämtlicher Geldmarktfonds erst einmal vorgekommen. Die Investoren reagierten geschlossen, wenn auch unterschiedlich stark, und es kam zu einer Welle von Anteilsrückgaben, ähnlich wie bei einem Run auf eine Bank. Am 15. September sah sich Reserve Primary mit Aufträgen für Anteilsrückkäufe im Umfang von \$ 25 Mrd. konfrontiert. Bis zum 19. September folgten weitere \$ 35 Mrd., sodass schließlich Anteilsrückkäufe von insgesamt \$ 60 Mrd. anstanden – bei einem Fondsvolumen von \$ 62 Mrd. Sogar beim ebenfalls von Reserve Management verwalteten US Government Fund (\$ 10 Mrd.) summierten sich die Anteilsrückforderungen auf rund \$ 6 Mrd., obwohl dessen Anteilswert über dem eingezahlten Kapital blieb. Auch andere Prime Funds hatten Rücknahmen zu verkraften, während Fonds, die in Staatspapiere investiert hatten, per saldo Zuflüsse verzeichneten.[Ⓢ]

Institutionelle Investoren traten die Flucht sehr viel schneller an als Privatanleger. Nach dem historischen Wertverlust der beiden Reserve-Management-Fonds am 16. September 2008 zogen institutionelle Investoren an den zwei darauffolgenden Tagen Mittel in Höhe von \$ 142 Mrd. bei 102 institutionellen Prime Funds ab; das entsprach 16% ihrer Bestände (Grafik II.A links). An den gleichen Tagen erwarben sie Anteile an Staatspapier-Fonds in Höhe von \$ 54 Mrd. (ebenfalls rund 16% des Bestands). Private Anleger lösten sich mit Verkäufen bescheideneren Umfangs (\$ 27 Mrd. bzw. 3%) von Prime Funds und kauften netto Anteile in Höhe von \$ 34 Mrd. an Staatspapier-Fonds.

Die umfangreichsten Anteilsrücknahmen betrafen institutionelle Prime Funds der verbliebenen Wertpapierhäuser und kleinerer, unabhängiger Fondsverwalter, bei denen die Anleger bezweifelten, dass sie in der Lage waren, ihre Fonds abzusichern. In den beiden Tagen nach dem 16. September lagen die Rücknahmen bei den größten institutionellen Prime Funds der drei größten Wertpapierhäuser mit Werten zwischen 20% und 38% ihrer Anlagen deutlich über dem Durchschnittswert von 16%. Demgegenüber verzeichneten die größten Prime Funds, die von Töchtern von sieben Großbanken verwaltet werden, an jenen zwei Tagen Rücknahmen zwischen 2% und 17% ihrer Anlagen (Grafik II.A rechts).

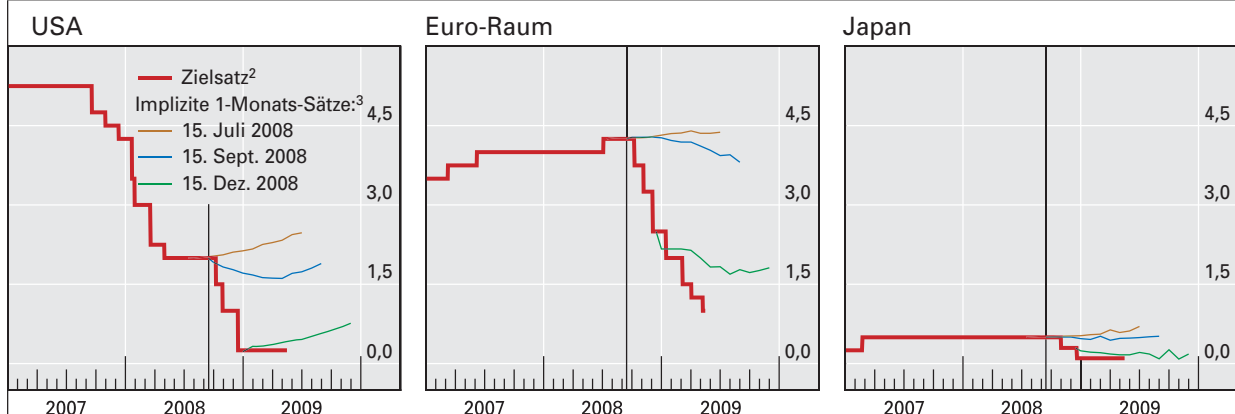
Die Flucht in sichere Anlagen, die sich sowohl in der Umschichtung zugunsten von Staatspapier-Fonds als auch in einer veränderten Portfoliostruktur äußerte, führte zu einer neuen Nachfrage nach US-Staatstiteln, Agency-Wertpapieren und Repos, was zulasten der Nachfrage nach CP und Bank-CD ging. Mit einem Anteil von 11% am Portfolio der Prime Funds reichte der Repo-Bestand vieler dieser Fonds nicht aus, um auch nur die Rücknahmeforderungen der ersten beiden Tage abzudecken. Die Glatstellung der Repos verursachte einen Anstieg der durchschnittlichen Laufzeiten, was die Fonds veranlasste, nur sehr kurzfristig wiederanzulegen.

So beschwor der Ansturm auf Geldmarktfonds die Gefahr eines Runs zunächst auf den CP-Markt und dann auf den CD-Markt und somit auf Banken außerhalb der USA herauf. Der Ansturm auf die Geldmarktfonds destabilisierte die bereits angeschlagenen weltweiten Refinanzierungsmärkte der Banken. Die staatlichen Maßnahmen, mit denen dieser Entwicklung Einhalt geboten werden sollte, und das Ausmaß, in dem Finanzierungen der öffentlichen Hand die ausbleibenden privaten Finanzmittel ersetzen, werden in Kapitel VI behandelt.

[Ⓢ] S. P. McGuire und G. von Peter, „The US dollar shortage in global banking“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2009. [Ⓢ] S. N. Baba, R. McCauley und S. Ramaswamy, „US dollar money market funds and non-US banks“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2009.

Leitzinsen und implizite Erwartungen¹

Prozent



¹Vertikale Linie: 15. September 2008 = Datum des Insolvenzantrags von Lehman Brothers. ²Leitzinssatz der Zentralbank. USA: Tagesgeldzielsatz; Euro-Raum: Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte; Japan: Zielsatz für unbesichertes Tagesgeld. ³Die Beobachtungen gelten jeweils für den letzten Geschäftstag der dargestellten Monate; USA: Tagesgeldfutures; Euro-Raum: EONIA-Swap; Japan: Yen-OIS.

Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

Grafik II.9

Trotz politischer und regulatorischer Gegenmaßnahmen ...

In diesem Umfeld akuter systemweiter Belastungen erhöhten die öffentlichen Entscheidungsträger das Tempo und den Umfang ihrer Maßnahmen. Am 18. September musste die britische Bank HBOS auf Initiative der Regierung mit einem ihrer Konkurrenten fusionieren. Darüber hinaus verboten die britischen Behörden – gefolgt von den US-Behörden am Tag darauf – bis auf Weiteres Leerverkäufe, um Druck von den Aktien des Finanzsektors nehmen. Gleichzeitig reagierten die wichtigsten Zentralbanken mit einer neuen Runde konzertierter Maßnahmen, um den Engpass bei kurzfristigen US-Dollar-Finanzierungen aufzulösen. Ferner kündigte das US-Finanzministerium am 19. September eine befristete Garantie für die Anleger von Geldmarktfonds an, um den eskalierenden Ansturm auf US-Geldmarktfonds zu stoppen. Daraufhin verlangsamte sich die Rückgabe von Anteilen, und die Anlagen in Geldmarktfonds stiegen letztlich wieder auf ihr vor dem 15. September verzeichnetes Niveau.

... kein Nachlassen des Drucks auf den Finanzsektor ...

Die Märkte erholten sich zwar von den unmittelbaren Reaktionen auf den Lehman-Konkurs, doch der Druck auf Banken und andere Finanzdienstleister ließ nicht nach. Nach Bekanntgabe erster Einzelheiten eines mit \$ 700 Mrd. veranschlagten US-Programms, mit dem Finanzinstitute dabei unterstützt werden sollten, ihre Bilanzen um notleidende Vermögenswerte zu bereinigen, gingen die Credit-Spreads vorübergehend von den Höchstständen am Wochenbeginn zurück. Die Aktienmärkte erholten sich ebenfalls, zum Teil auch infolge des kurz vorher erlassenen Verbots von Leerverkäufen. Der S&P 500 stieg am 19. September um 4%, wobei die Aktien einiger namhafter Banken sich noch deutlicher erholten, und die europäischen Aktienmärkte legten am selben Tag sogar um mehr als 8% zu. Zudem genehmigten die US-Behörden am Sonntag, dem 21. September, die Umwandlung der Investmentbanken Goldman Sachs und Morgan Stanley in Geschäftsbanken – ein Schritt, den diese Investmentbanken angestrebt hatten, um den fortwährenden Abfluss

von Kontrahentenpositionen und Kundengeldern an Dritte aufzuhalten. Und schließlich übernahm der Staat in der folgenden Woche die US-Spar- und Darlehensbank Washington Mutual.

Das wahre Ausmaß der Krise trat am Montag, dem 29. September, zutage. An diesem Tag sahen sich die Regierungen einer Reihe von europäischen Ländern gezwungen, Gefahren für die Stabilität einzelner Institute in ihren nationalen Bankensystemen entgegenzutreten. Nach Verhandlungen am Wochenende entschloss man sich im Vereinigten Königreich zur Verstaatlichung der Hypothekenbank Bradford & Bingley, während der Bank- und Versicherungskonzern Fortis eine Kapitalzuführung von insgesamt drei europäischen Staaten erhielt. Am selben Tag sicherte sich die Hypo Real Estate, ein auf gewerbliche Immobilienfinanzierungen spezialisiertes deutsches Kreditinstitut, eine staatlich unterstützte Kreditlinie, die später noch um weitere Elemente ergänzt wurde.

Ungeachtet solcher Maßnahmen war das Vertrauen in die Solidität des Bankensystems verloren gegangen: Die Finanzmärkte verlangten inzwischen eindeutig ein umfassenderes Eingreifen des Staates. Als ebenfalls am 29. September das US-Repräsentantenhaus die erste Fassung des vom Finanzministerium eingebrachten Rettungsplans für die US-Finanzbranche ablehnte (der am Ende derselben Woche in revidierter Form verabschiedet wurde), reagierten die Märkte dementsprechend umgehend: Der S&P 500 fiel um 8,8%, wobei dieser Rückgang wiederum von Finanzwerten angeführt wurde. Andere Indizes erlitten Einbußen in vergleichbarer Höhe, die sich bis Ende Oktober zu einem Verlust von rund 30% summierten. Auch die Kreditmärkte gerieten unter enormen Druck: Die Spreads auf die führenden CDS-Indizes schnellten wieder auf die Höchststände unmittelbar nach dem Lehman-Konkurs hoch bzw. noch über diese hinaus. Da die sich vertiefende Krise eine breit angelegte Flucht in hochwertige Anlagen auslöste, fielen die Renditen für längerfristige Staatsanleihen (Grafik II.8), während die Volatilität über alle Anlagekategorien hinweg sprunghaft anstieg (Grafik II.5).

Die aufstrebenden Volkswirtschaften wurden trotz ihres begrenzten Engagements in notleidenden Vermögenswerten zunehmend in die Krise hineingezogen. Die Aktienkurse in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die sich seit Beginn der Krise im August 2007 bis in den Mai 2008 hinein besser entwickelt hatten als jene der Industrieländer, fielen – gemessen am MSCI-Index, in der jeweiligen Landeswährung gerechnet – von Mitte Mai bis zum Vortag des Lehman-Konkurses um etwa 28% (verglichen mit einem Rückgang des S&P 500 um rund 12%). Bis zu diesem Zeitpunkt waren die Verluste größtenteils eine Folge des krisenbedingten Einbruchs bei der Exportnachfrage gewesen, wobei indirekt auch die nachfragebedingt fallenden Rohstoffpreise eine Rolle gespielt hatten (Kapitel V). Die Vermögenspreise bröckelten in den aufstrebenden Volkswirtschaften nach dem Konkurs von Lehman Brothers generell weiter ab, da mit den Bedenken hinsichtlich der Stabilität der Bankensysteme in den wichtigsten Volkswirtschaften auch Befürchtungen genährt wurden, dass das Weltwirtschaftswachstum stocken, die Rohstoffpreise verfallen und die ausländischen Finanzierungsquellen versiegen könnten. Basierend auf damit verbundenen Bedenken über die

... was
Bankenhilfspakete
einer wachsenden
Zahl von Staaten
erforderlich macht

Verlust des
Vertrauens in
die Solidität
von Banken ...

... auf globaler
Ebene ...

Solvenz einzelner aufstrebender Volkswirtschaften stiegen die Spreads von Staatstiteln beträchtlich, und die Aktienkurse brachen parallel zum Aktienkursverfall in den wichtigsten Industrieländern deutlich stärker ein als in früheren Phasen turbulenter Marktverhältnisse (Grafik II.11).

... betrifft auch aufstrebende Volkswirtschaften ...

Der Druck lastete zunächst vor allem auf den Ländern, die in den Augen der Investoren zu den am stärksten angeschlagenen zählten; im Verlauf des Monats Oktober allerdings waren erste Anzeichen für ein undifferenzierteres Abstoßen von Vermögenswerten erkennbar. Der fast gleichzeitige Zusammenbruch dreier isländischer Banken Anfang Oktober führte dazu, dass internationale Anleger ihre Engagements in Ländern (einschl. jener in Mittel- und Osteuropa) mit hohen Leistungsbilanzdefiziten und entsprechendem Finanzierungsbedarf überdachten (Kapitel V). Dies wiederum schürte Befürchtungen über mangelnden Zugang dieser Länder zu ausländischen Finanzierungsquellen. In den letzten Jahren waren in Ländern mit ausländisch dominierten Bankensystemen – und damit entsprechendem Zugang zu umfangreichen Fremdwährungseinlagen – in großem Ausmaß Fremdwährungskredite an Unternehmen und private Haushalte geflossen. Unter den herrschenden Umständen waren die Kreditgeber jedoch immer weniger bereit, bestehende Kredite zu refinanzieren oder neue Kredite zu gewähren. Mit der zunehmenden Funktionsunfähigkeit wesentlicher Teile des globalen Finanzsystems wirkte sich daher der anhaltende Kursverfall an den Märkten der Industrieländer immer mehr dahingehend aus, dass in großem Umfang Bankmittel und Portfolioanlagen aus den Märkten der aufstrebenden Volkswirtschaften abgezogen wurden. Die Vermögenspreise gerieten unter wachsenden Druck, und die Marktvolatilität nahm stark zu. Die Verkaufswelle intensivierte sich damit, trotz der Bemühungen der Zentralbanken der aufstrebenden Volkswirtschaften, ihr Kreditangebot (auch im Bereich der Fremdwährungskredite) auszuweiten, und trotz der Ankündigung mehrerer Länder, die Bankeinlagen in voller Höhe oder bis zu einer gewissen Haftungsgrenze zu sichern. Infolgedessen fiel der MSCI-Emerging-Market-Index gegenüber dem unmittelbar vor dem Lehman-Konkurs verzeichneten Niveau um etwa 40% bis auf zuletzt im Oktober 2004 beobachtete Werte.

... in Form einer sich ausweitenden Verkaufswelle

Eindämmung der Vertrauenskrise ...

Gegen Mitte Oktober 2008, als sich ausgehend von den in bislang beispiellosem Ausmaß staatlicherseits ergriffenen Maßnahmen zunehmend ein konzertiertes Vorgehen entwickelte, waren an den Märkten endlich Anzeichen für eine Eindämmung der Vertrauenskrise feststellbar. Am 8. Oktober kündigten die britischen Behörden umfassende Maßnahmen zur Rekapitalisierung britischer Banken an. Darauf folgte eine historisch einzigartige konzertierte Leitzinssenkung durch sechs wichtige Zentralbanken, darunter die EZB, die Bank of England und die Federal Reserve. Die Bemühungen zur Eindämmung der Krise setzten sich auch in den folgenden Wochen in Form zusätzlicher, breit angelegter staatlicher Maßnahmen fort: So weiteten die Federal Reserve und andere bedeutende Zentralbanken am 13. Oktober die zwischen ihnen bestehenden Swapkreditlinien aus, um US-Dollar-Finanzierungen unbeschränkter Umfangs zu ermöglichen. Am selben Tag kündigten die Mitgliedstaaten des Euro-Raums in einer gemeinsamen Erklärung Garantien und Eigenkapitalzuführungen zur Stabilisierung des Bankensektors an. Darauf folgten

... durch konzertierte staatliche Maßnahmen ...

am 14. Oktober Meldungen, wonach das US-Finanzministerium im Rahmen des bereits bewilligten und mit \$ 700 Mrd. dotierten Rettungspakets \$ 250 Mrd. zur Rekapitalisierung wichtiger Banken einsetzen werde. Mit der Reaktion der Anleger auf die Tatsache, dass große Teile der vorrangigen Verbindlichkeiten von Finanzinstituten mithin praktisch zu Staatsschulden geworden waren, gingen die Credit-Spreads im Finanzsektor wieder von den zu Beginn des Berichtszeitraums verzeichneten Spitzenwerten zurück (Grafik II.10 links).

Auch an anderen Märkten ließen die Anspannungen erkennbar nach. Nach Erreichen eines Höchstwerts von 364 Basispunkten am 10. Oktober ging der LIBOR-OIS-Spread für 3-Monats-US-Dollar stetig bis auf unter 100 Basispunkte im Januar 2009 zurück (Grafik II.4 links). Die LIBOR-OIS-Spreads auf Euro und Pfund Sterling verhielten sich ähnlich, was auf eine beginnende Stabilisierung der Interbankmärkte hindeutete. Auch bei den wichtigsten Aktienindizes waren vorübergehend Anzeichen einer Entspannung festzustellen, als sie sich von den Ende Oktober erreichten Tiefstständen wieder erholten. An den Märkten der aufstrebenden Volkswirtschaften stabilisierte sich die Lage ebenfalls – zum einen, weil es einer Reihe von Ländern gelungen war, Unterstützung vom Internationalen Währungsfonds (IWF) und von anderen internationalen Organisationen zu erhalten, zum anderen angesichts der Meldung vom 29. Oktober, dass die Federal Reserve US-Dollar-Swaplinien mit den Währungsbehörden der wichtigsten aufstrebenden Länder eingerichtet hatte. Die Preise von Vermögenswerten blieben jedoch angesichts länderspezifischer Risikofaktoren weiter unter Druck, was mit ein Grund war, warum sich die Kredit- und Aktienindizes in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas vergleichsweise schlechter entwickelten (Grafik II.11 links und Mitte).

... und Anzeichen nachlassender Anspannungen an allen Märkten

Weltweite Ansteckungseffekte in Real- und Finanzwirtschaft

Vierte Phase: Augenmerk der Anleger auf weltweitem Wirtschaftsabschwung (Ende Oktober 2008 bis Mitte März 2009)

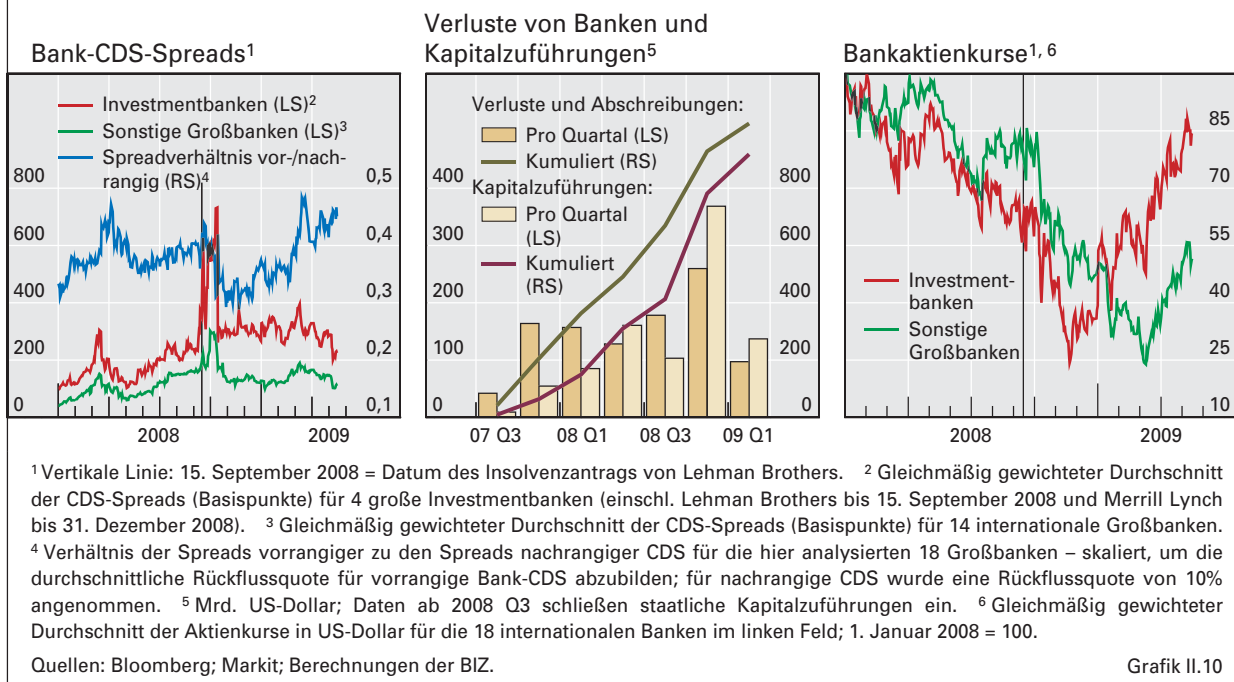
Bezeichnend für die nächste Phase der Krise, die Ende Oktober einsetzte, war die Ungewissheit sowohl hinsichtlich der Stabilität des Finanzsektors als auch hinsichtlich der Wahrscheinlichkeit einer Vertiefung der weltweiten Rezession. Obwohl es gelungen war, die globale Vertrauenskrise in den Griff zu bekommen, schnürten die Regierungen weltweit weiterhin Maßnahmenpakete, um die Funktionsfähigkeit der Märkte aufrechtzuerhalten und den rapiden Wirtschaftsabschwung abzufedern. Allerdings blieben – auch aufgrund fehlender Präzisierung – viele Fragen hinsichtlich der Ausgestaltung, Wirkung und Konsistenz dieser Maßnahmenpakete offen. So wurden die Finanzmärkte von zunehmend schlechter ausfallenden Konjunkturkennzahlen und Gewinnmeldungen erschüttert, wobei zwischendurch immer wieder Optimismus aufflackerte, häufig als Reaktion auf die Ankündigung neuer staatlicher Maßnahmenpakete.

Rezessionsängste im Mittelpunkt ...

Die Rezessionsängste waren klar aus den im November und Dezember weiter rückläufigen Renditen von Staatsanleihen ablesbar; Leitzinssenkungen und die Flucht in Qualitätswerte drückten die 2-Jahres-Renditen in den USA

... führen zu rückläufigen Renditen ...

Indikatoren zum Finanzsektor



und im Euro-Raum auf ein deutlich niedrigeres Niveau, nämlich unter 1% bzw. 2% bis Mitte Dezember (Grafik II.8 Mitte). Am 30. Dezember fielen die US-Renditen für 10-jährige Anleihen auf ein Rekordtief von fast 2,05% und somit noch unter den bisherigen Tiefstwert von rund 2,10% aus dem Jahre 1941. Zugleich wurden die Erwartungen bezüglich der kurzfristigen Leitzinsen nach unten korrigiert. Für den Großteil des Jahres 2009 wurde ausgehend von den Kursen für US-Tagesgeldfutures mit niedrigen und weitgehend stabilen Leitzinssätzen in den USA gerechnet, was mit dem für die kommenden Quartale prognostizierten sehr schwachen bis negativen Wachstum im Einklang stand. Im Euro-Raum signalisierten die Preise von Zinsswaps, dass im Verlauf der nächsten zwölf Monate weitere EZB-Leitzinssenkungen bevorstehen würden, was auch damit zusammenhing, dass die EZB ihre Leitzinsen seit dem Ausbruch der Krise relativ langsam verringert hatte. In Japan deuteten die Terminalsätze auf die Erwartung hin, die Leitzinsen würden – nach einer Senkung Ende Oktober 2008 – im Jahr 2009 weitgehend unverändert bleiben. Die Breakeven-Inflationsraten wiederum (d.h. die Differenz zwischen nominalen und inflationsindexierten Renditen) ließen einen raschen Inflationsrückgang, besonders auf kürzere Sicht, erwarten. Die Entwicklung der langfristigen Breakeven-Inflationsraten stand aber offenbar größtenteils im Zeichen technischer Einflüsse, wie z.B. krisenbedingt stark wachsender Nachfrage nach der Sicherheit der besonders liquiden nominalen US-Schatztitel, aber auch steigender Liquiditätsprämien im Bereich indexierter Anleihen. Dadurch sind die langfristigen Breakeven-Raten negativ verzerrt, womit sie als Indikator für die Inflationserwartungen (Grafik II.8 rechts) nur begrenzt sinnvoll sind.⁵

... Anpassungen der Inflationserwartungen ...

⁵ Nähere Einzelheiten s. *BIZ-Quartalsbericht*, März 2009, S. 18–20.

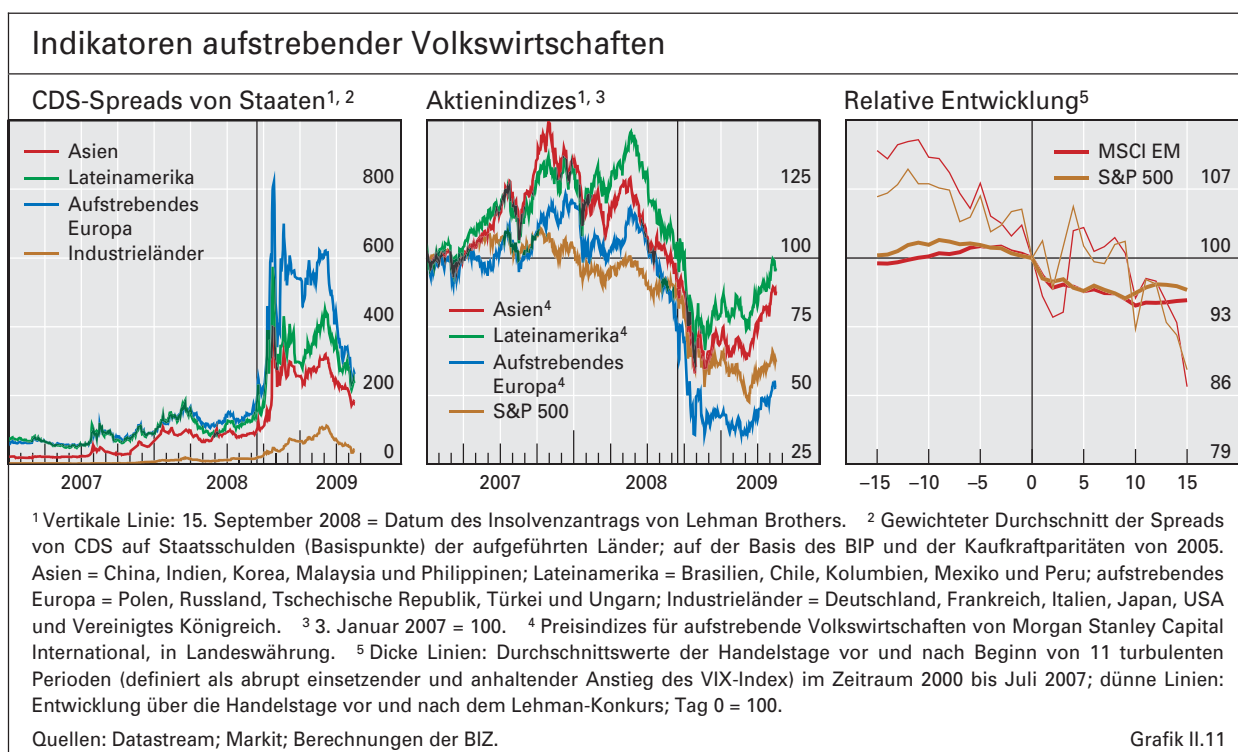
Sowohl an den Kredit- als auch den Aktienmärkten setzte im neuen Jahr eine leichte Erholung ein, da die zuvor eingeleiteten Maßnahmen allmählich zu greifen schienen. So normalisierte sich dank staatlicher Maßnahmen langsam die Lage im Verbriefungssektor in den USA: Sowohl bei Hypothekenverbriefungen und Anleihen staatsnaher US-Emittenten als auch bei verbrieften Konsumentenkrediten verringerten sich die Aufschläge nach Ankündigung einer Reihe von Stützungsmaßnahmen, nachdem die Federal Reserve bereits am 25. November zum ersten Mal aktiv geworden war (Grafik II.2 rechts).

Als jedoch im Januar 2009 das volle Ausmaß des globalen Wirtschaftsabschwungs offenkundig wurde, gerieten die Finanzvermögenspreise abermals unter Druck. Angesichts schwacher Zahlen für das vierte Quartal 2008, die auf den schlimmsten Konjunkturerbruch seit Jahrzehnten schließen ließen (weitere Einzelheiten s. Kapitel IV), gingen die Märkte wieder auf Talfahrt. Infolge geringerer Gewinne sanken die wichtigsten Aktienindizes bis in den März hinein und fielen schließlich noch unter die Tiefststände vom November (Grafik II.7 links und Mitte): Am 9. März ging der S&P 500 mit etwa 676 Punkten auf ein seit Oktober 1996 nicht mehr verzeichnetes Niveau zurück. Auch am Kreditmarkt verschlechterte sich die Lage erneut, da der fortwährende Konjunkturabschwung weitere Bonitätseinbußen befürchten ließ. Besonders stark weiteten sich die japanischen Spreads (Grafik II.3 links) aus, wobei hier Branchen- und Bonitätseffekte im Rahmen der Indexzusammensetzung sowie die geringe Marktliquidität eine Rolle spielten.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften waren einem ähnlichen Druck ausgesetzt. Die BIP-Zahlen für das vierte Quartal bestätigten den stärker werdenden Einfluss der Finanzkrise auf exportabhängige Volkswirtschaften, insbesondere in Asien. So fiel das BIP Koreas im vierten Quartal 2008 um

... und fallenden Preisen von Vermögenswerten

Exporteinbrüche erzeugen Druck auf Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften ...



mehr als 3% gegenüber dem Vorjahreszeitraum, während sich das Wachstum in China nicht zuletzt aufgrund der rückläufigen Exportnachfrage um über 4 Prozentpunkte verlangsamte (weitere Einzelheiten s. Kapitel V). Ähnlich wie bei den Problemen im Finanzsektor dürfte der Handelseinbruch dadurch verstärkt worden sein, dass die in der Handelsfinanzierung engagierten Banken bezüglich der Kontrahentenrisiken skeptischer wurden, wodurch die Nettohandelskreditströme zwischen exportierenden und importierenden Ländern ins Stocken kamen. Stark rückläufige Exporte zogen wiederum einen Vermögenspreisverfall nach sich. Verglichen mit der akuten Vertrauenskrise im September und Anfang Oktober 2008 verlief die Entwicklung nun aber regional unterschiedlich und länderspezifischer (Grafik II.11 links und Mitte). So reagierten die Aktienindizes der aufstrebenden Volkswirtschaften z.B. in der vierten Phase der Krise insgesamt vergleichsweise weniger stark als jene in den Industrieländern. Der MSCI-Emerging-Market-Index etwa fiel trotz sinkender Tendenz ab Anfang Januar nicht auf die Tiefststände von Ende Oktober zurück, da die schwache Performance der aufstrebenden Volkswirtschaften Europas von Ländern aus anderen Regionen aufgefangen wurde (Grafik II.11 Mitte).

... und erneute Schwäche des Finanzsektors ...

Die andauernden Schwierigkeiten im Finanzsektor waren zum Teil auch verantwortlich für die neuerliche Schwäche der Aktien- und Kreditmärkte in den Industrieländern. So zeigte sich Anfang 2009, dass die Stabilität des Finanzsektors noch nicht dauerhaft wiederhergestellt war – trotz der Kapitalzuführungen von privatwirtschaftlicher und staatlicher Seite im Gesamtumfang von \$ 925 Mrd. seit dem dritten Quartal 2007 (Grafik II.10 Mitte). Am 8. Januar mussten die Verluste einer deutschen Großbank in einer staatlichen Rettungsaktion aufgefangen werden. Ähnliche Maßnahmen folgten in einer Reihe anderer europäischer Länder und in den USA. Dies mündete darin, dass die Credit-Spreads im Finanzsektor und die Finanzaktien den bis in den März andauernden allgemeinen Rückgang der Indizes anführten (Grafik II.7).

... vor dem Hintergrund von Unsicherheit über Ausmaß ...

Gleichzeitig wurde die Ausweitung der Credit-Spreads im Finanzsektor durch verfügbare Garantien und wahrscheinliche weitere Unterstützungsmaßnahmen insgesamt in Grenzen gehalten. Die staatlichen Garantien kurbelten die Emissionen von Finanzanleihen an (Grafik II.6 rechts), allerdings bewirkte die Aussicht auf staatliche Unterstützung keine weitere Verringerung der Credit-Spreads. Anders als gegen Ende des Jahres 2008 schienen die Anleger zunehmend verunsichert über den notwendigen Umfang solcher Maßnahmen und über deren Auswirkungen auf ihre Portfolios. Ähnliche Unsicherheiten trugen mitunter auch zu erheblichen, vom unterschiedlichen Rang von Forderungen gegen die Banken abhängigen Preisunterschieden bei, in denen sich veränderte Erwartungen hinsichtlich der Auswirkungen staatlicher Eingriffe auf die jeweiligen Rückflussquoten widerspiegeln (Grafik II.10 links). Große Abschlüsse bei nachrangigen Schuldtiteln veranlassten wiederum zahlreiche Banken, diese Wertpapiere abzulösen und ihr Kernkapital über einbehaltene Gewinne zu stärken. Inzwischen entwickelten sich die Aktienkurse der ehemals eigenständigen Investmentbanken besser als der Bankensektor insgesamt, wobei ihre verbesserte Eigenkapitalausstattung eine Rolle spielte sowie die Tatsache, dass mit dem Konjunkturabschwung das Engagement

... und Konsequenzen staatlicher Unterstützung

von Banken im Handelsbuch tendenziell als weniger problematisch angesehen wurde als ihr Engagement im Anlagebuch (Grafik II.10 rechts; s. auch Kapitel III).

Zur Unsicherheit trugen ferner Anzeichen bei, dass die umfangreichen Hilfspakete für den Finanzsektor und die Konjunkturpakete die Staatsfinanzen stark zu belasten begannen. Die CDS-Spreads für Staatsschulden der Industrieländer waren seit Initiierung der ersten Hilfsmaßnahmen im Sommer 2008 ausgehend von einem niedrigen Niveau bis in den März hinein tendenziell gestiegen (Grafik II.11 links). Der Anstieg stand im Zeichen der steigenden fiskalpolitischen Verpflichtungen, wobei die starken Parallelen zwischen den einzelnen Staaten die zentrale Bedeutung bestimmter genereller Faktoren veranschaulichten. Gegenüber der Zeit vor dem Lehman-Konkurs kam es insbesondere zu einer Zunahme der Korrelation zwischen den Spreads von CDS auf Staatsanleihen und solchen auf vorrangige Verbindlichkeiten des Finanzsektors. Dieses Muster entsprach der Anlegereinschätzung, wonach Regierungen fortgeschrittener Volkswirtschaften effektiv die Risiken eines erheblichen Teils des Bankensystems übernommen hatten; die jeweilige Ausgestaltung der Maßnahmen in den verschiedenen Ländern kam dabei aber nicht unbedingt zum Ausdruck. Gleichzeitig war an den Staatsanleihemärkten zu beobachten, dass der Abwärtsdruck auf die Renditen, der aus der konjunkturbedingt höheren Nachfrage nach sicheren Anlageformen resultierte, durch die Erwartung umfangreicher Emissionen teilweise abgefedert wurde (Grafik II.8).

Ausweitung von CDS-Spreads auf Staatsanleihen ...

... infolge der Einschätzung, dass Staaten Risiken des Bankensektors übernommen hätten

Fünfte Phase: Erste Anzeichen einer Stabilisierung (seit Mitte März 2009)

Mitte März trat eine neuerliche Wendung ein: Die Volatilität nahm ab, und die Vermögenspreise zogen wieder an, da sich die Märkte angesichts zusätzlicher und noch entschlossenerer staatlicher Maßnahmen nun etwas optimistischer zeigten – wenn auch die gesamt- und finanzwirtschaftlichen Aussichten immer noch überwiegend negativ waren. Trotz weiter verbesserter Bedingungen an einer Vielzahl von Märkten waren weiterhin Funktionsstörungen und damit zusammenhängende Verzerrungen zu beobachten, was ein Indiz dafür war, dass es Regierungen und Zentralbanken mit ihren gemeinsamen Anstrengungen noch nicht gelungen war, das Vertrauen in das globale Finanzsystem gänzlich wiederherzustellen. Es stand somit zu erwarten, dass die Erholung langwierig und mit erheblichen Risiken behaftet sein würde.

Leichte Wendung zum Positiven ...

Wesentlich für die verbesserten Bewertungen von Vermögenswerten war ein Vertrauensschub, ausgelöst durch die Ankündigungen wichtiger Zentralbanken, künftig außerhalb der regulären Repo-Geschäfte, die auf Rückkaufvereinbarungen basieren, verstärkt ein breiteres Spektrum von Vermögenswerten ankaufen zu wollen. Anfang März hatte die Bank of England Pläne für den Erwerb von Staatsanleihen und Vermögenswerten des Privatsektors bekannt gegeben. Am 18. März folgte die Meldung, die Federal Reserve wolle langfristige US-Schatztitel in Höhe von bis zu \$ 300 Mrd. erwerben. Die Anleger nahmen diese zusätzliche Nachfrage vorweg, wobei die Renditen 10-jähriger US-Schatztitel mit 47 Basispunkten ihren stärksten Tagesrückgang seit über 20 Jahren verzeichneten. Die Renditen kurzfristigerer US-Schatztitel fielen ebenfalls. Auch die Renditen japanischer Staatsanleihen begannen am Tag der

... als weitere staatliche Maßnahmen ...

Ankündigung der Bank of Japan, das Jahresbudget für den Wertpapierankauf um 29% aufzustocken, zu sinken. Ungeachtet des Spielraums, den die europäischen Leitzinsen aufgrund der Tatsache boten, dass sie weiterhin über jenen anderer wichtiger Volkswirtschaften lagen (Grafik II.9), schlugen sich Mutmaßungen darüber, dass die EZB ähnliche Maßnahmen ergreifen könnte, auch in den Anleiherenditen des Euro-Raums nieder. Auch wenn die Renditerückgänge überall schnell neutralisiert wurden, minderte die Ankündigung solcher Käufe zumindest vorübergehend den Druck, der durch das wachsende Angebot an Staatsanleihen entstand (Grafik II.8). Ähnliche „Signalwirkungen“ (Kapitel VI) waren auch an den US-Märkten für verbrieftete Konsumentenkredite zu beobachten, an denen staatliche Hilfspakete zu einer Spread-Verengung beigetragen hatten (Grafik II.2 rechts), sowie später in Europa, nach Ankündigung der EZB Anfang Mai, künftig auf Euro lautende gedeckte Schuldverschreibungen anzukaufen (Tabelle II.1).

... und erfreulichere
Nachrichten aus
dem Finanzsektor ...

... die Finanzmärkte
stützen

Die anderen Märkte für Vermögenswerte erholten sich ebenfalls – allerdings von einem sehr niedrigen Niveau aus. Die angekündigten Anleihekäufe bestärkten den Optimismus, der sich Anfang des Monats verfestigt hatte, nachdem große US-Banken am 10. und 11. März erfreuliche Ergebnisse vorgelegt hatten. Daraufhin erholten sich sowohl die Aktien- als auch die Kreditmärkte, wobei abermals der Finanzsektor die Entwicklung anführte. Beide Märkte konnten ihre Gewinne in den folgenden Wochen ausbauen. Eine positive Rolle spielten dabei die Ankündigung weiterer staatlicher Maßnahmen, die Erwartung positiver Impulse für die Weltwirtschaft von auf dem G20-Gipfel in London angestoßenen Initiativen und die soliden Ergebnisse führender Banken und anderer Unternehmen für das erste Quartal. Angesichts erster Verbesserungen wichtiger makroökonomischer Kennzahlen stieg der S&P 500 im Zeitraum vom 9. März bis Ende April um 29%. Andere bedeutende Indizes verzeichneten Zuwächse in ähnlicher Höhe. Im gleichen Zeitraum legten auch Vermögenswerte der aufstrebenden Volkswirtschaften zu; maßgebend dafür waren positive Entwicklungen in Schlüsselmärkten wie China und die Erholung der Aktienkurse in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas, deren regionale Indizes die Steigerungsraten derjenigen in den europäischen Industrieländern übertrafen (Grafik II.11 Mitte).

Hinweise
auf anhaltende
Funktions-
störungen ...

Trotz dieser positiven Entwicklungen unterstrichen anhaltende Anzeichen für Funktionsstörungen an den Märkten den Fortbestand von Risiken im Finanzsektor. Wiederholte Liquiditätszuführungen durch die Zentralbanken und die Bereitstellung von Staatsgarantien hatten zwar zur Beruhigung des Interbankkreditmarkts beigetragen und die LIBOR-OIS-Spreads sinken lassen, doch blieben die Spreads auf erheblich höherem Niveau als vor Ausbruch der Krise im Jahr 2007, was zum Teil mit anhaltend starken Unsicherheiten über das Ausmaß und die Wirksamkeit der staatlichen Unterstützungsmaßnahmen zusammenhing (Grafik II.4 links). Die Terminkurse wiederum deuteten darauf hin, dass Anleger bis Ende 2009 nur begrenzte weitere Verbesserungen bei den LIBOR-OIS-Spreads erwarteten. Eine ähnlich kritische Stimmung herrschte an den Kreditmärkten. Die Preisdifferenz zwischen CDS-Kontrakten und den entsprechenden Kassamarkt-Anleihen (die sog. CDS-Kassa-Basis) war in der Zeit nach dem Lehman-Konkurs ungewöhnlich stark negativ geworden.

Arbitragegeschäfte, die in der Regel eine enge Basis sichern, bedingen nämlich den Einsatz von Finanzmitteln und binden Eigenkapitalbestände der Investoren. Eine große Preisdifferenz ist daher ein Indikator für anhaltende Bilanzprobleme und große relative Liquiditätsprämien an den Kreditmärkten (Grafik II.3 rechts).⁶

Trotz weiterer Bewertungsgewinne in verschiedenen Anlagekategorien im Anschluss an die Banken-Stresstests der US-Behörden waren die Marktverhältnisse Mitte Mai unverändert fragil. Während es mit staatlichen Maßnahmen ungekannten Ausmaßes gelungen war, die Finanzkrise einzudämmen, blieb daher zu erwarten, dass sich die Erholung hinziehen würde. Da eine nachhaltige Erholung kaum ohne die dauerhafte Stabilisierung des Finanzsektors zu erreichen ist, bleibt die Frage offen, inwieweit mit den bisherigen und künftigen Maßnahmen die Erholung der Märkte nachhaltig abgesichert werden kann (Kapitel VI). Beträchtliche Rückgänge bei Leitzinssätzen und Renditen waren Ausdruck eines entschlossenen Vorgehens seitens der Zentralbanken und Regierungen, aber auch Ausdruck der Verschlechterung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds (Grafik II.8 und II.9). Die führenden Aktienmärkte waren auf ein Niveau gefallen, das rund 45% unter den Höchstständen vom Oktober 2007 lag. Die prognostizierten Kurs-Gewinn-Kennzahlen fielen auf ein Niveau, wie es zuletzt in den frühen 1990er Jahren verzeichnet worden war (Grafik II.7 links und rechts). Die Credit-Spreads lagen – obwohl sie im Vergleich zu ihren Höchstständen deutlich gesunken waren – im historischen Vergleich noch immer auf hohem Niveau, was darauf schließen ließ, dass mit einem kräftigen Anstieg der Ausfallquoten und entsprechenden Verlusten in Anleihe- und Kreditportfolios gerechnet wurde (Grafik II.6 rechts und Mitte; s. auch Kapitel III). Trotz der konjunkturell bedingten Bonitätsverschlechterung, von der weiter auszugehen ist, legten die CDS-Terminspreads jedoch eine mittelfristige Rückkehr der Risikoprämien auf ein eher normales Niveau nahe (Grafik II.3 Mitte).

... deuten jedoch auf langwierigen Normalisierungsprozess hin

⁶ Zu den üblichen Einflussfaktoren der CDS-Kassa-Basis gehören Refinanzierungsbeschränkungen, das Kontrahentenrisiko und die relativen Liquiditätsbedingungen. S. J. De Wit, „Exploring the CDS-bond basis“, *National Bank of Belgium Working Papers*, Nr. 104, November 2006.