

II. Von der Notaufnahme auf die Intensivstation: Jahresrückblick

Die Preise von Vermögenswerten und die Konjunktur haben sich von ihrem krisenbedingten Einbruch erholt. Der Preisverfall an den Finanzmärkten, der durch den Konkurs von Lehman Brothers im September 2008 ausgelöst worden war, endete im März 2009, und die Preise riskanter Anlagen zogen erneut an – in einigen Fällen sogar sehr deutlich. Die globale Konjunktur stabilisierte sich Mitte 2009 und begann anschließend wieder anzuziehen. Die Finanzierungsungleichgewichte, die der Krise zugrunde lagen, gehen nun zurück. Die Banken haben begonnen, ihre Bilanzen zu sanieren und ihren Fremdkapitalanteil zu verringern. Dieser Prozess ist jedoch noch längst nicht abgeschlossen. Auch die privaten Haushalte in einigen von der Krise am stärksten betroffenen Ländern haben den Abbau ihrer Verschuldung in Angriff genommen. Der Schuldenstand ist jedoch viel weniger stark gefallen als nach früheren Krisen.

Die Erholung dauert zwar an, bleibt aber anfällig. Die beispiellosen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen, die in den letzten drei Jahren ergriffen wurden, konnten zwar eine zweite Weltwirtschaftskrise verhindern, sie stoßen nun jedoch an ihre Grenzen. Die Defizite der öffentlichen Haushalte sind so stark in die Höhe geschneit, dass Zweifel an der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen aufkommen (Kapitel V). Die staatliche Verschuldung hat denn auch die Verschuldung des privaten Sektors als Hauptsorge der Anleger abgelöst, wie die Finanzmarkturbulenzen im zweiten Quartal 2010 zeigten. Mehrere Länder haben daraufhin Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung angekündigt.

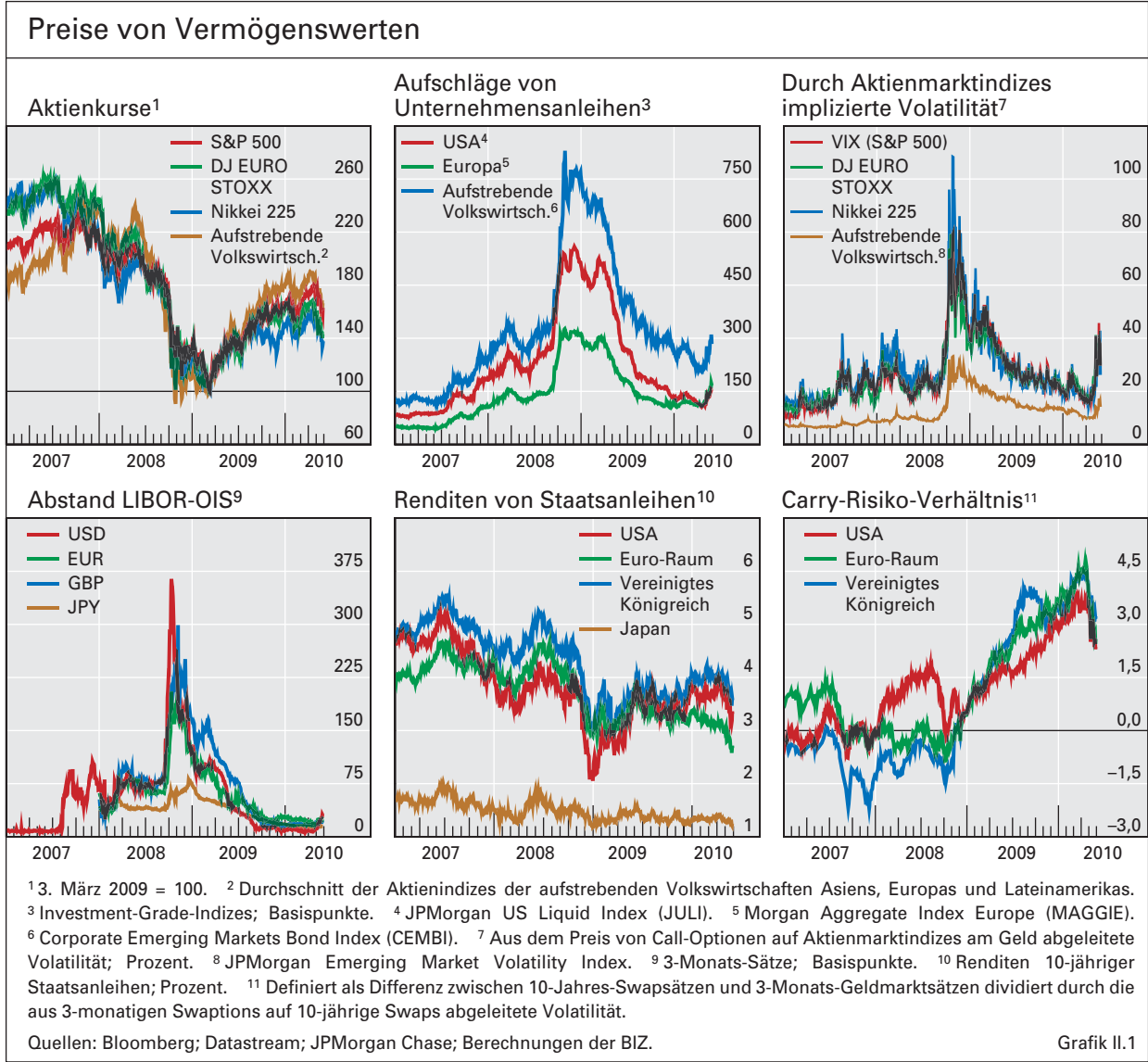
Unter diesen Umständen steht die Geldpolitik vor einem Dilemma. Werden die Zinssätze zu früh angehoben und die aufgeblähten Bilanzen der Zentralbanken zu rasch wieder zurückgeführt, könnte dies die Erholung beeinträchtigen. Werden diese Maßnahmen jedoch zu spät ergriffen, könnte dies den notwendigen Anpassungsprozess verzögern und auf mittlere Sicht zu einem weniger stabilen Finanzsystem führen (Kapitel III).

Unsichere Erholung

Erholung der Märkte

Erholung von
den Finanzmärkten
angeführt

In den bedeutenden fortgeschrittenen Volkswirtschaften ging die Erholung der Finanzmärkte dem Konjunkturaufschwung voraus. Im ersten Quartal 2009 verharrten die wichtigsten Wirtschaftsindikatoren auf einem niedrigen Niveau, doch die Anleger sahen bereits erste Anzeichen für eine eher früher als später einsetzende Stabilisierung der Wirtschaftslage. In der Zeit von März 2009 bis



April 2010 legten die Aktienkurse auf der ganzen Welt kräftig zu, blieben aber unter den vor der Krise erreichten Höchstständen (Grafik II.1). Die Kreditspreads verengten sich auf ein Niveau, das ungefähr ihrem langfristigen Durchschnitt entsprach, die impliziten Volatilitäten fielen auf ihren tiefsten Stand seit Mitte 2007, und die Renditen der Staatsanleihen, insbesondere in den USA, stiegen wieder an und entfernten sich damit von ihren Ende 2008 erreichten Tiefständen. Als die Spannungen an den Geldmärkten nachließen und die Bereitschaft der Banken zur gegenseitigen Kreditgewährung erneut zunahm, ging der Abstand des LIBOR gegenüber dem Overnight-Index-Swap (OIS) von seinem Ende 2008 verzeichneten Höchststand deutlich zurück.

Viele während der Krise zusammengebrochene Märkte funktionierten wieder, wenn auch nicht alle. Ende 2008 hatten staatliche Garantien den Anleiheabsatz von Finanzinstituten gefördert. 2009 belebte sich dann auch die Emission von nicht garantierten Anleihen. Nichtfinanzunternehmen platzierten im ersten Halbjahr 2009 mehr Anleihen als in den sechs Monaten unmittelbar vor der Krise. Allerdings war diese Zunahme vermutlich teilweise auf die

Knappheit von Bankfinanzierungen zurückzuführen. Die Vergabe von Bankkrediten an den privaten Sektor in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften stagnierte nämlich entweder oder war rückläufig, und der Markt für verbriefte Produkte blieb schwach. In den USA z.B., wo der Großteil der Hypotheken verbrieft wird, verharrt der Absatz solcher Wertpapiere (Mortgage-backed-Securities, MBS) ohne Staatsgarantie auf niedrigem Niveau.

Befürchtete
Länderrisiken
gefährden Erholung
des Finanzsektors

Die Erholung des Finanzsektors während des Jahres 2009 und in den ersten Monaten von 2010 war eindrücklich. Sie ist jedoch gefährdet. Besorgnis hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und der Solidität der Banken führte Ende 2009 und erneut Anfang 2010 zu Phasen erhöhter Volatilität. Diese waren allerdings unbedeutend im Vergleich zu der Verkaufswelle von April und Mai 2010. Da brachen infolge der Bedenken der Anleger, ob Griechenland und in geringerem Maße auch Portugal und Spanien imstande sein würden, ihre Schulden zu bedienen, die Preise risikoreicher Vermögenswerte massiv ein. Dieser Einbruch löste das bis dato größte staatliche Rettungspaket und eine Reihe neuer Notfallmaßnahmen seitens der Zentralbanken aus. Mit diesen Maßnahmen konnte zwar eine Ansteckung im Euro-Raum verhindert werden, sie vermochten jedoch nicht, das Vertrauen der Anleger generell wiederherzustellen.

Ungleichmäßige Wirtschaftserholung

Unterschiedliches
Tempo der
Wirtschaftserholung

Der Rückgang der globalen Wirtschaftsleistung begann sich im zweiten Quartal 2009 zu verlangsamen, und zur Jahresmitte setzte wieder eine Belebung der Weltwirtschaft ein. Das Ausmaß sowohl des Wirtschaftseinbruchs als auch der Erholung war in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich (Grafik II.2 links). China, Indien und Polen konnten einen Einbruch gänzlich vermeiden – das Wirtschaftswachstum dieser Länder verlangsamte sich lediglich und kehrte kurz darauf zu den Vorkrisenraten zurück. In Australien und Brasilien ging die Wirtschaftsleistung zwar kurzfristig zurück, nahm dann aber erneut rasch zu und übertraf bald das Vorkrisenniveau. Im Gegensatz dazu blieb die Wirtschaftsleistung in den USA, dem Euro-Raum, Japan und dem Vereinigten Königreich bis zum ersten Quartal 2010 unter ihrem Vorkrisenniveau.

Rapider Anstieg
der Arbeitslosigkeit
in Ländern mit
Bauboom ...

Der Wirtschaftseinbruch ließ die Arbeitslosenquote in einer Reihe von Ländern – insbesondere in solchen, in denen vor Ausbruch der Krise ein Bauboom geherrscht hatte – sprunghaft ansteigen. In Spanien und Irland schnellte die Arbeitslosenquote um mehr als 8 Prozentpunkte in die Höhe, und auch in den USA nahm sie um fast 5 Prozentpunkte zu, als die überdimensionierten Bausektoren Arbeitskräfte abbauten (Grafik II.2 Mitte). In Spanien reagierte die Arbeitslosenquote auch wegen des hohen Anteils von Arbeitnehmern in befristeten Beschäftigungsverhältnissen besonders stark auf Änderungen der Wirtschaftsleistung.¹ In den USA erreichte die Arbeitslosigkeit den höchsten Stand seit den 1930er Jahren, obwohl das BIP dort weniger stark schrumpfte als in fast allen anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

¹ S. IWF, *World Economic Outlook*, April 2010, Kapitel 3, sowie Banco de España, *Boletín Económico*, Februar 2010, S. 32–43.

Im Vergleich zu den USA hatte der Wirtschaftseinbruch in den meisten anderen Industrieländern weniger gravierende Folgen für die Beschäftigungslage. Insbesondere in einigen Ländern Kontinentaleuropas und in Japan hielt sich der Stellenabbau in engen Grenzen. Die Arbeitslosenquote in Deutschland beispielsweise erhöhte sich trotz eines relativ starken BIP-Rückgangs (-6,5%) nur um etwas mehr als 1 Prozentpunkt. Zur Begrenzung der Arbeitsplatzverluste trugen Maßnahmen bei, die Kurzarbeit und dergleichen gestatten. In Japan verringerte das „Employment Adjustment Subsidy Programme“ in Verbindung mit sinkenden Stundenlöhnen die Anreize für Entlassungen. Hier stieg die Arbeitslosenquote um weniger als 2 Prozentpunkte an, obwohl das BIP um über 8% schrumpfte.

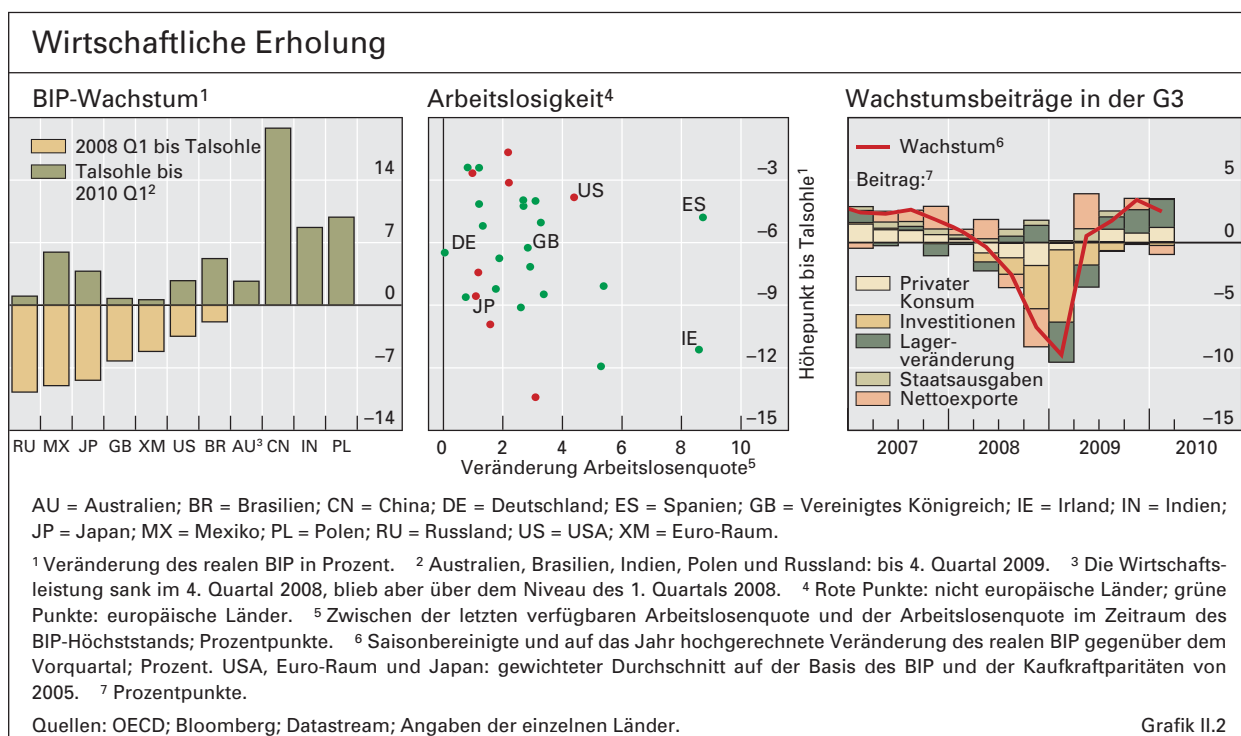
... in anderen Ländern jedoch weniger stark

Die Erholung in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist bei Weitem noch nicht selbsttragend. In den G3-Volkswirtschaften entfiel im ersten Quartal 2010 fast die gesamte auf das Jahr hochgerechnete Quartalswachstumsrate von 2,5% auf den Wiederaufbau von Lagerbeständen (Grafik II.2 rechts). Die privaten Investitionen verharrten das achte Quartal in Folge im negativen Bereich und blieben damit ein Bremsfaktor für das Wirtschaftswachstum. Gleichwohl traten nur wenige der in Prognosen des Berichtszeitraums befürchteten Szenarien der Wirtschaftsentwicklung tatsächlich ein.

Fragile Erholung in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften ...

In einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften verlief die Entwicklung jedoch vollkommen anders. Expansive Maßnahmen dieser Volkswirtschaften, in Kombination mit den Auswirkungen der lockeren Geld- und Fiskalpolitik in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, führten in einigen Fällen zu Anzeichen einer Überhitzung (Kapitel IV). In Indien belief sich der Anstieg der Großhandelspreise Anfang 2010 auf fast 10%, und auch in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften macht sich Inflationsdruck bemerkbar.

... aber Anzeichen einer Überhitzung in großen aufstrebenden Volkswirtschaften



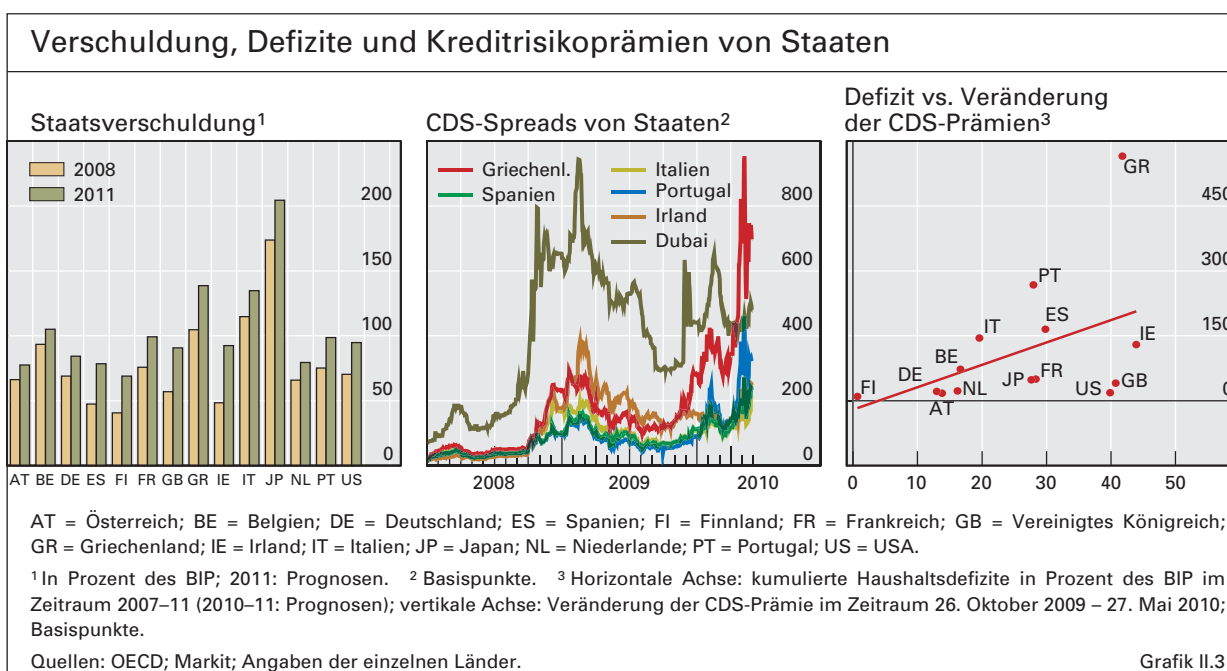
Besorgnis über Länderrisiko angesichts rasant zunehmender Haushaltsdefizite

Aufbau von Staats-
schulden verstärkt
Besorgnis über
Länderrisiken ...

Die Kombination von umfangreichen Konjunkturprogrammen, Rettungspaketen für Finanzinstitute und sinkenden Steuereinnahmen führte in den meisten Industrieländern zu historisch gesehen außerordentlich hohen Haushaltsdefiziten und einem Rekordniveau der tatsächlichen und der prognostizierten Staatsverschuldung (Grafik II.3 links). Diese Belastungen für den Staatshaushalt kommen in einer Zeit, in der die Regierungen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften bereits mit einem rasanten Anstieg ungedeckter impliziter Verpflichtungen infolge der Bevölkerungsalterung konfrontiert sind. Das Zusammentreffen dieser Faktoren ließ ernsthafte Zweifel an der Tragfähigkeit der Fiskalpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften aufkommen (Kapitel V). Dies verstärkte auch Bedenken im Hinblick auf das Länderrisiko. Infolgedessen stiegen die Anleiherenditen und die Spreads von Credit-Default-Swaps (CDS) für die Staatsschulden mehrerer Länder im vergangenen Jahr beträchtlich (Grafik II.3 Mitte), was mancherorts zu beispiellosen staatlichen Maßnahmen führte.

Bedenken in Bezug auf Länderrisiken kamen erstmals nach der Ankündigung umfangreicher Rettungspakete für Finanzinstitute und groß angelegter Konjunkturprogramme Ende 2008 und Anfang 2009 auf. Sie wurden dann jedoch für den Großteil des Jahres 2009 weitgehend durch Befürchtungen über die globale Konjunkturabkühlung und die damit einhergehende Zunahme der Arbeitslosigkeit überschattet. Das Länderrisiko rückte erst im November 2009 wieder ins Zentrum des Interesses, als sich die CDS-Spreads für Staatsschulden von Dubai stark ausweiteten. Grund hierfür war die überraschende Ankündigung von Dubai World, einem der drei strategischen Investmentvehikel des Landes, ein Schuldenmoratorium anzustreben.

Ende 2009 rückte dann der Euro-Raum in den Fokus, da hier hohe Haushaltsdefizite in mehreren Ländern eine rapide Steigerung der Staatsschuldenquoten



erwarten ließen. Die Bedenken konzentrierten sich zunächst auf die Haushaltslage Griechenlands, weiteten sich dann aber auch auf andere Länder aus, die sich mit einer fatalen Kombination von hohen Haushaltsdefiziten und mangelnder Wettbewerbsfähigkeit konfrontiert sehen, wie Portugal und Spanien. Die Renditen griechischer Staatsanleihen und die CDS-Spreads begannen im Dezember 2009 zu steigen und schossen dann Ende April 2010 in die Höhe, als Standard & Poor's griechische Staatsanleihen auf „Junk“-Status herabstufte. In derselben Woche senkte die Agentur auch die Ratings von Portugal und Spanien. Dies schlug sich in einer beträchtlichen Ausweitung der CDS-Spreads dieser Länder nieder. Anfang Mai sagten die Mitgliedstaaten des Euro-Raums und der IWF Griechenland einen gemeinsamen Notkredit in Höhe von € 110 Mrd. zu, nachdem die griechische Regierung sich zur Umsetzung drakonischer Sparmaßnahmen verpflichtet hatte. Wenige Tage nach dieser Ankündigung zeigte sich jedoch, dass dies nicht ausreichte, um die Anleger zu beruhigen. Angesichts rasant steigender Anleihe- und CDS-Spreads kündigten EU- und IWF-Entscheidungsträger ein gemeinsames Stabilisierungspaket von € 750 Mrd. an. Infolge dieser Ankündigung gingen die Staatsanleihe- und CDS-Spreads deutlich gegenüber dem Höchststand der Vorwoche zurück.

... insbesondere bei einigen Volkswirtschaften des Euro-Raums

Diejenigen Staaten, die vorsorglich Konsolidierungsmaßnahmen angekündigt hatten, waren dem Druck der Märkte weniger stark ausgesetzt. Insgesamt korrelierte das Ausmaß der Veränderung der CDS-Spreads im Euro-Raum positiv – wenn auch nicht perfekt – mit den Haushaltsdefiziten der betreffenden Staaten (Grafik II.3 rechts). In Irland hingegen blieben die Renditenaufschläge für Staatsschuldtitel 2009 und Anfang 2010 relativ stabil, obgleich das für den Zeitraum von 2007 bis 2011 veranschlagte Haushaltsdefizit höher als dasjenige Portugals oder Spaniens und beinahe so hoch wie das griechische Defizit ist.² Die Stabilität der Spreads war höchstwahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass zum einen die irische Regierung im März 2009 vorbeugend glaubwürdige Sparprogramme angekündigt hatte und zum anderen Irlands Wachstumsaussichten besser sind.

Die Bedeutung einer rechtzeitigen Haushaltskonsolidierung zeigte sich in aller Klarheit im Mai, als die von den Regierungen Griechenlands, Portugals und Spaniens angekündigten Sparmaßnahmen an den Finanzmärkten nur verhaltene Reaktionen auslösten. Die Anleihe- und CDS-Spreads gingen nach der Bekanntgabe der Maßnahmen zur Verringerung der Haushaltsdefizite zwar zurück, allerdings weniger stark als nach der Ankündigung des gemeinsamen Stabilisierungspakets von EU und IWF im Umfang von € 750 Mrd. Offensichtlich betrachteten die Anleger die Sparmaßnahmen, die u.a. Lohnkürzungen im öffentlichen Sektor, Steuererhöhungen und Anhebungen des Rentenalters umfassten, lediglich als erste Schritte eines langwierigen, aber unumgänglichen Prozesses der Haushaltskonsolidierung. Zudem hegen die Anleger nach wie vor Zweifel an der Fähigkeit und Entschlossenheit der jeweiligen Regierungen, diese Konsolidierungsprogramme durchzusetzen.

² Auch die CDS-Spreads für Staatsanleihen von Japan, dem Vereinigten Königreich und den USA weiteten sich viel weniger stark aus als diejenigen von hochverschuldeten Staaten des Euro-Raums, obwohl ihre Haushaltslage ähnlich ist.

Übergreifen auf
den Bankensektor

Die Besorgnis hinsichtlich des Länderrisikos griff rasch auf den Bankensektor über. Wenig überraschend wirkte sie sich am stärksten auf die Aktienkurse und Bonitätsaufschläge von Banken mit Hauptsitz in den Ländern aus, deren Kreditwürdigkeit am meisten gelitten hatte (Griechenland, Portugal und Spanien). Allerdings waren auch andere Banken im Euro-Raum aufgrund ihres relativ starken Engagements in entsprechenden Staatsschuldtiteln spürbar von dieser Entwicklung betroffen. Ende 2009 hielten Banken in fünf Ländern des Euro-Raums (Belgien, Frankreich, Deutschland, Italien und den Niederlanden) rund 17% sämtlicher ausstehender griechischer Staatsanleihen. Dies entspricht etwa 6,5% des Kernkapitals dieser Bankensektoren insgesamt. Ihre Bestände an Staatsanleihen Spaniens und Portugals waren in einer ähnlichen Größenordnung angesiedelt (8,9% bzw. 4,1% ihres Kernkapitals).³

Geldpolitik nach wie vor äußerst expansiv

Äußerst expansive
Geldpolitik

In beinahe allen Staaten ist die Geldpolitik nach wie vor äußerst expansiv – obwohl die Zentralbanken in einigen Ländern mit rascherem Wachstum begonnen haben, ihre krisenbedingte Liquiditätszufuhr abzubauen. Die Leitzinsen in den größeren fortgeschrittenen Volkswirtschaften verharren auf einem Rekordtiefstand, und die während der Krise aufgeblähten Zentralbankbilanzen wurden bislang kaum abgebaut (Grafik II.4). Die kurzfristigen Zinssätze nahe null halten die Refinanzierungskosten niedrig und erhöhen den Barwert künftiger Zahlungsströme. Zudem geben die Zentralbanken durch den Ankauf von Vermögenswerten deren Preisen direkt und indirekt Auftrieb.

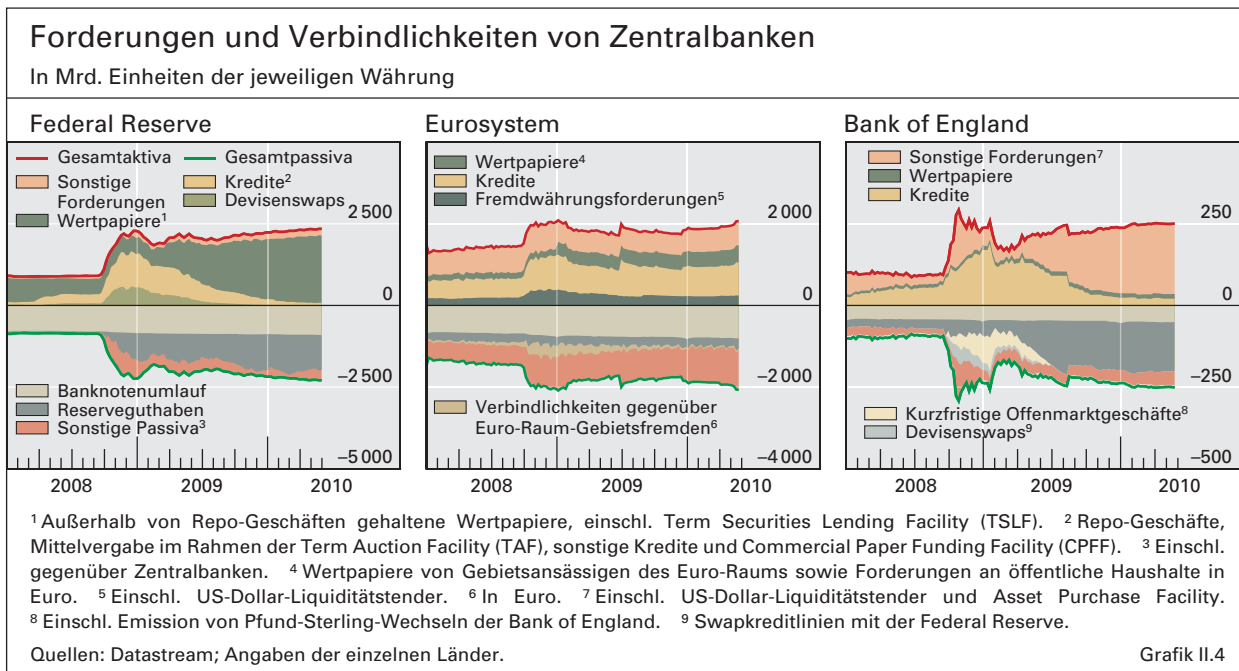
In einigen Ländern
mit schnellerem
Wachstum
Straffung ...

Die ungleichmäßige wirtschaftliche Erholung hinterließ in der Geldpolitik Spuren. Ende 2008 und Anfang 2009 bestand die größte Herausforderung für die Zentralbanken weltweit darin, den vollständigen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern und die Kontraktion der Wirtschaft zu begrenzen. Mit der fortschreitenden Erholung sahen sich die einzelnen Weltregionen allmählich mit unterschiedlichen Herausforderungen konfrontiert. Die Zentralbanken Australiens, Brasiliens, Indiens, Israels, Malaysias und Norwegens erhöhten allesamt die Leitzinsen, als die Gefahr eines schwerwiegenden Wirtschaftseinbruchs nachließ und Inflationsdruck entstand. Im historischen Vergleich sind die Zinssätze allerdings immer noch niedrig. Die Reserve Bank of India hob außerdem die Mindestreserveanforderungen für die indischen Banken an. Die chinesische Zentralbank ergriff ähnliche Maßnahmen, um das rasante Kreditwachstum einzuschränken.

... in den wichtigsten
fortgeschrittenen
Volkswirtschaften
aber Leitzinsen
weiterhin nahe null

Demgegenüber beließen die Federal Reserve, die EZB, die Bank of Japan und die Bank of England die Leitzinsen auf dem sehr tiefen Stand, auf den sie in der Krise gesunken waren. Die Rückführung der außerordentlichen geldpolitischen Maßnahmen der vergangenen Jahre war bis Mai 2010 im Gang, als Turbulenzen an den Staatsanleihemärkten im Euro-Raum Anlass zu einer Reihe neuer sowie zur Wiedereinführung einiger früherer Maßnahmen gaben. Bis dahin hatten die Bank of Japan und die Federal Reserve die meisten

³ Die Zahlen beruhen auf der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ auf Basis des letzten Risikoträgers und den OECD-Statistiken zur Staatsverschuldung.



während der Krise eingeführten Liquiditätsfazilitäten wieder aufgehoben. Die Swapkreditlinien der Federal Reserve mit anderen Zentralbanken liefen offiziell im Februar 2010 aus; einige der als Gegenpartei auftretenden Zentralbanken hatten ihre Dollarauktionen allerdings schon einige Zeit vorher ganz oder teilweise eingestellt. Die Federal Reserve und die Bank of England hatten den Ankauf von Wertpapieren im Rahmen ihrer massiven Ankaufsprogramme zwar beendet, die aufgebauten Bestände aber nicht reduziert.⁴ Die EZB schließlich hatte ihre außerordentlichen Refinanzierungsgeschäfte mit 3-, 6- und 12-monatiger Laufzeit eingestellt.

Aufgrund der Verschlechterung der Finanzmarktbedingungen – insbesondere im Euro-Raum – im April und Mai 2010 wurde nochmals eine Reihe unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen eingeführt. Im Rahmen des riesigen Rettungspakets, das am 10. Mai genehmigt wurde, kündigte die EZB an, sie werde Staatsanleihen von Mitgliedsländern des Euro-Raums ankaufen, um für Liquidität zu sorgen und die Funktionsfähigkeit der Märkte aufrechtzuerhalten. Zudem führte sie wieder 6-Monats-Tender ein. Die Federal Reserve erneuerte die Swapkreditlinien mit anderen Zentralbanken, um den wieder aufkommenden Ängsten von Banken außerhalb der USA vor einem Mangel an US-Dollar-Finanzierung entgegenzuwirken (s. unten).

Der im Allgemeinen sehr expansive Kurs der Geldpolitik wird irgendwann gestrafft werden müssen, und zwar aus mehreren Gründen. Hierfür spricht erstens, dass die Produktion in den von der Krise am stärksten betroffenen

⁴ Auch wenn die eigentlichen Ankäufe beendet wurden, können diese Positionen für Wachstumsimpulse sorgen: Da Vermögenswerte unvollständige Substitute sind, wirken sich diese Positionen auf das relative Angebot von Wertpapieren und somit auf ihren relativen Preis aus. Die empirische Schätzung dieses Portfolio-Balance-Effekts ist schwierig. Allerdings deutet eine neuere Studie darauf hin, dass der erhebliche Rückgang der langfristigen Renditen einer breiten Palette von Wertpapieren, der auf die Ankäufe der Federal Reserve folgte, zu einem großen Teil dem Portfolio-Balance-Effekt zuzuschreiben war. S. J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache und B. Sack, „Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?“, Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, Nr. 441, März 2010.

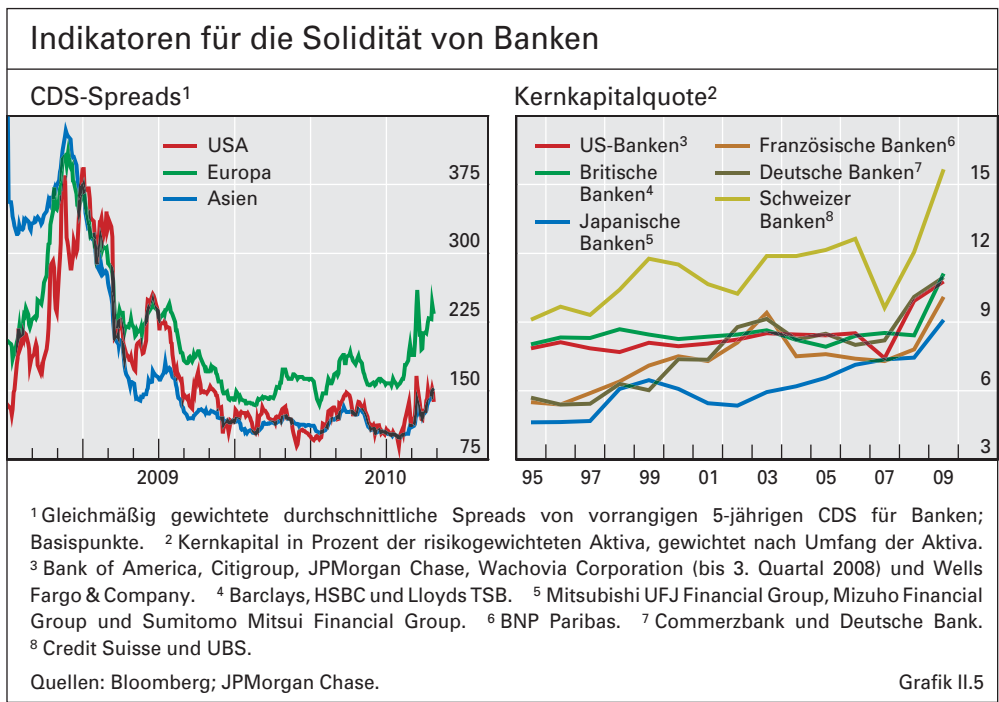
Ländern zwar immer noch deutlich unter ihrem Potenzial liegt, die Unterauslastung aber geringer sein könnte, als die konventionellen Messgrößen für die Produktionslücke vermuten lassen. Die im Vorfeld der Krise entstandenen Ungleichgewichte deuten darauf hin, dass das Wachstum des Produktionspotenzials damals möglicherweise geringer war als angenommen. Zudem könnten die krisenbedingten Verwerfungen an den Finanzmärkten und die verlorenen Qualifikationen der Langzeitarbeitslosen das Produktionspotenzial für einige Zeit verringern. Somit könnte der Inflationsdruck früher zurückkehren als erwartet. Zweitens führen niedrige Zinsen zu Verzerrungen, die ungünstige Nebenwirkungen haben könnten (Kapitel III). Allerdings dürfte die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen in einer Reihe von Ländern zu einer Abschwächung der fiskalpolitischen Impulse führen, was sich wiederum auf die Geldpolitik auswirken wird.

Anfällige Banken

Nach den verheerenden Verlusten des Jahres 2008 verbesserte sich die Bilanzsituation bei vielen großen Banken der USA und Europas. Nachdem Kapitalspritzen den Zusammenbruch des Bankensystems verhindert hatten, trugen steigende Preise von Vermögenswerten und eine steiler werdende Zinsstrukturkurve dazu bei, dass die Banken 2009 wieder in die Gewinnzone zurückkehrten (Tabelle II.1). Als die Furcht der Anleger vor einem unmittelbar bevorstehenden Kollaps im Laufe des Jahres nachließ, gingen die CDS-Spreads und die Bonitätsaufschläge auf Anleihen für Banken deutlich zurück (Grafik II.5 links).

Ertragslage von großen Banken ¹												
In Prozent der durchschnittlichen Bilanzsumme												
	Gewinn vor Steuern			Nettozinssmarge			Nettogewinne aus dem Handelsgeschäft			Nettoprovisionsertrag		
	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²
Australien (4)	1,40	0,99	0,93	1,68	1,64	1,87	0,12	0,07	0,11	0,50	0,48	0,47
Deutschland (7)	0,26	-0,45	-0,03	0,52	0,62	0,78	0,05	-1,01	0,19	0,43	0,34	0,38
Frankreich (6)	0,41	0,04	0,18	0,49	0,68	1,05	0,56	-0,24	0,25	0,47	0,39	0,44
Italien (5)	0,88	0,27	0,37	1,73	2,02	1,92	0,09	-0,26	0,11	0,95	0,85	0,82
Japan (13)	0,59	-0,16	0,28	0,95	0,93	0,96	0,23	0,04	0,12	0,41	0,36	0,34
Kanada (5)	1,08	0,45	0,68	1,43	1,38	1,69	...	-0,31	0,13	1,09	0,81	0,93
Niederlande (5)	0,16	-0,57	-0,08	0,68	0,97	1,24	0,15	-0,61	0,01	0,34	0,30	0,35
Österreich (3)	1,12	0,46	0,63	1,95	2,44	2,46	0,17	-0,08	0,34	1,01	1,00	0,92
Schweden (4)	0,89	0,67	0,34	0,97	0,99	1,02	0,16	0,15	0,27	0,58	0,44	0,41
Schweiz (6)	0,38	-1,75	0,21	0,53	0,61	0,56	0,28	-0,68	0,58	1,01	0,93	0,92
Spanien (5)	1,44	1,07	0,93	1,72	1,85	2,27	0,15	0,19	0,12	0,82	0,74	0,73
USA (8)	0,96	0,28	0,41	2,23	2,30	2,70	0,05	0,02	0,27	0,68
Vereinigtes Königreich (8)	0,76	-0,05	-0,05	1,02	0,87	0,94	0,49	-0,07	0,51	0,58	0,40	0,47

¹ In Klammern: Anzahl Banken in der Stichprobe von 2009 (für Bilanzsumme). ² Neueste verfügbare Daten.
Quelle: Bankscope. Tabelle II.1



Insgesamt entsprechen die – zum großen Teil staatlichen – Kapitalzuführungen an die Banken nahezu deren während der Krise offengelegten Verlusten. Die insgesamt ausgewiesenen Verluste und Abschreibungen erreichten bis Mitte April 2010 die Summe von \$ 1 306 Mrd.; dem standen Kapitalzuführungen in Höhe von \$ 1 236 Mrd. gegenüber.⁵ Ende 2009 trugen die Kapitalzuführungen an US- und europäische Banken sowie das langsamere Kreditwachstum und die Umschichtung der Bankaktiva hin zu sichereren Staatspapieren und liquiden Vermögenswerten dazu bei, dass die Kernkapitalquoten auf die höchsten Niveaus seit 15 Jahren anstiegen (Grafik II.5 rechts).

Höhere Kernkapitalquoten dank Kapitalzuführungen

Trotz dieser Verbesserung der Bankbilanzen lassen einige Faktoren an der Nachhaltigkeit der Bankgewinne zweifeln. Erstens stammten die 2009 erzielten Gewinne vieler europäischer und US-Banken weitgehend aus Erträgen von Handelsgeschäften an den tendenziell volatilen Festzins- und Devisenmärkten (Tabelle II.1). Das Verhältnis von Krediten zu Einlagen ging 2009 bei vielen international tätigen Großbanken zurück. Die aggregierten Daten für die USA, den Euro-Raum und Japan zeigen, dass die an den privaten Sektor vergebenen Kredite (Grafik II.7 links) 2009 zurückgingen, nachdem sich ihr Wachstum Mitte 2008 verlangsamt hatte, als die Banken ihre Kreditvergabestandards verschärften.

Rentabilität der Banken möglicherweise nicht nachhaltig ...

Zweitens schufen die geringe Volatilität und die steile Zinsstrukturkurve, insbesondere am kurzen Ende, Anreize für Banken, Durationsrisiken einzugehen. Das Carry-Risiko-Verhältnis für diese Strategien erhöhte sich bis April 2010 deutlich (Grafik II.1 rechts unten). Während die Vergabe von Unter-

... wenn Zinsstrukturkurve flacher wird ...

⁵ Bis Mitte April 2010 hatten nordamerikanische Banken neues Kapital in Höhe von \$ 518 Mrd. erhalten. Dies entsprach 72% ihrer verzeichneten Verluste. Europäische Banken hatten \$ 341 Mrd. erhalten, was in etwa der Höhe ihrer offengelegten Verluste entspricht. Das von asiatischen Banken aufgenommene Kapital war mehr als dreimal so hoch wie die offengelegten Verluste von \$ 34 Mrd.

nehmens- und Wohnimmobilienkrediten stagnierte, konnten die Banken Gewinne erzielen, indem sie einfach Mittel in längerfristige Wertpapiere ohne Ausfallrisiko anlegten. Damit setzten sie sich dem Risiko aus, dass sich bei einer Verflachung der Zinsstrukturkurve ihre Finanzierungskosten erhöhen würden oder dass sie auf der Aktivseite Marktwertverluste erleiden würden.

... und Wertberichtigungen anhalten

Drittens ist unsicher, ob wirklich alle krisenbedingten Verluste bereits ausgewiesen wurden. Beispielsweise sind künftige Wertberichtigungen in Europa aufgrund von weniger strengen und weniger zeitnahen Rechnungslegungsanforderungen für Banken schwerer abzuschätzen. Zudem mehren sich die Anzeichen, dass die Entwicklung des Gewerbeimmobiliensektors zu weiteren Verlusten führen wird. In den USA ist der Wert von Gewerbeimmobilien um mehr als ein Drittel von seinem Höchststand eingebrochen, und die Ausfallquote bei Gewerbeimmobilienkrediten ist auf über 8% gestiegen, womit sie doppelt so hoch ist wie Ende 2008 und mehr als viermal so hoch wie Ende 2006. In zahlreichen europäischen Ländern haben sich die Märkte für Gewerbeimmobilien nicht viel besser entwickelt. Insbesondere in Irland und im Vereinigten Königreich sind die Gewerbeimmobilienpreise gegenüber ihren Höchstständen um 39% bzw. 46% gefallen, und es wird davon ausgegangen, dass sich in den nächsten Jahren wachsende Verluste in den Bilanzen europäischer Banken niederschlagen werden. Vereinzelt deuten darauf hin, dass einige Banken bestehende Problemkredite erstrecken, anstatt eine Zwangsvollstreckung einzuleiten, wodurch sich die Offenlegung der entsprechenden Verluste verzögert.

Länderrisiko sowohl in fortgeschrittenen als auch in aufstrebenden Volkswirtschaften

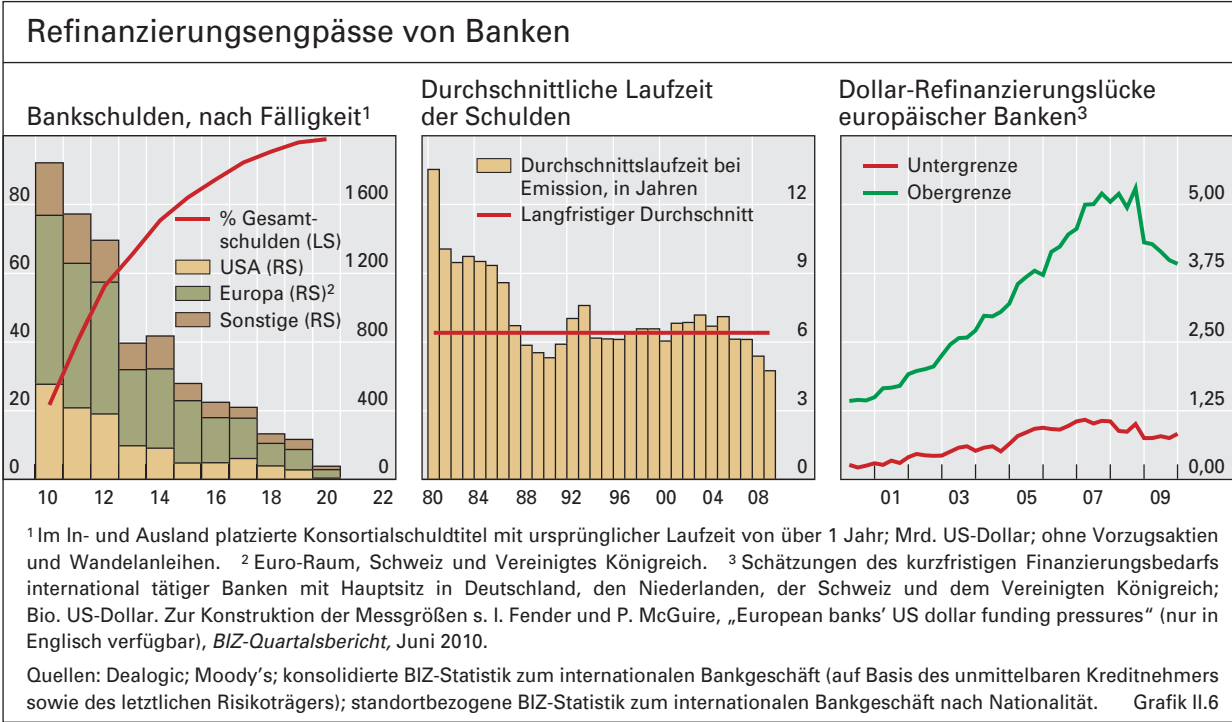
Viertens sind Banken sehr stark dem Länderrisiko ausgesetzt. Dies hat sich im zweiten Quartal 2010 mit dem Einbruch der Aktienkurse von Banken gezeigt, die besonders große Bestände an griechischen, portugiesischen und spanischen Staatsschuldtiteln halten. Das Risiko solcher Engagements war im Falle der Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften seit Langem bekannt, wurde hingegen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bisher ignoriert.

Kurzfristige Verbindlichkeiten erhöhen Refinanzierungsbedarf

Fünftens könnte es angesichts der zu erwartenden Nachfrage von Staaten mit erheblichem Mittelbedarf für die Banken schwierig werden, Refinanzierungen zu erhalten. Die Laufzeiten ihrer Verbindlichkeiten sind so kurz wie seit 30 Jahren nicht mehr (Grafik II.6 Mitte), was den Refinanzierungsbedarf erhöht. Zudem werden rund 60% der langfristigen Schulden der Banken in den nächsten drei Jahren fällig (Grafik II.6 links). So hat sich der LIBOR-OIS-Abstand seit April 2010 ausgeweitet (Grafik II.1 links unten), was darauf hinweist, dass unbesicherte Kapitalmarktfinanzierungen teurer geworden sind. Allerdings sind diese Spreads immer noch sehr klein verglichen mit ihrem Ausmaß Ende 2008, als die Krise ihren Höhepunkt erreicht hatte.

Erneut Dollar-Refinanzierungsprobleme

Sechstens schließlich stützen sich viele Banken in Europa und anderswo weiterhin sehr stark auf den Devisenwapmarkt, um US-Dollar-Forderungen zu refinanzieren. Insgesamt stehen in den Bilanzen europäischer Banken in US-Dollar denominierte Aktiva im Wert von schätzungsweise \$ 7 Bio., die tendenziell lange Laufzeiten aufweisen. Und die europäischen Bankensysteme, die zu Krisenbeginn Long-Positionen in US-Dollar hielten (Banken mit Hauptsitz in Deutschland, den Niederlanden, der Schweiz und dem Vereinigten Königreich), haben nach wie vor einen beträchtlichen Refinanzierungsbedarf.



Die Untergrenze von Schätzungen ihres kurzfristigen US-Dollar-Finanzierungsbedarfs lag per Ende 2009 bei etwas über \$ 500 Mrd. (Grafik II.6 rechts). Angesichts wachsender Bedenken hinsichtlich des Kreditrisikos, das diese Banken mit ihren Positionen in griechischen und anderen europäischen Staatsanleihen eingegangen sind, zögern die Geber kurzfristiger Mittel erneut, ihnen US-Dollar-Kredite zu gewähren. Am 9. Mai 2010 führten die Federal Reserve und andere wichtige Zentralbanken – als Teil eines umfassenden Maßnahmenpakets gegen die steigende Gefahr einer gegenseitigen Ansteckung von Staaten und Finanzinstituten im Euro-Raum – wieder befristete Devisen-swapfazilitäten ein, um den entstehenden Engpässen bei kurzfristigen US-Dollar-Finanzierungen entgegenzuwirken.

Verschuldung der privaten Haushalte: Wo stehen wir heute?

Vor dem Ausbruch der Krise war die Verschuldung der privaten Haushalte in einer Reihe fortgeschrittener Volkswirtschaften beträchtlich angestiegen.⁶ Die Erfahrung der Vergangenheit zeigt, dass auf Finanzkrisen, die mit einem Kreditboom verbunden waren, häufig eine lange Phase des Schuldenabbaus im privaten Sektor folgt, da Unternehmen und Haushalte ihre Bilanzen sanieren. In den meisten der 24 systemweiten Krisen des Bankensektors, die im Kasten analysiert werden, gingen die Kredite an den privaten Sektor im Verhältnis zum BIP nach der Krise mehrere Jahre lang deutlich zurück und machten so die Zunahme während des Kreditbooms weitgehend rückgängig.⁷

⁶ S. BIZ, 79. Jahresbericht, Juni 2009, S. 4–8.

⁷ Die Analyse vergangener Krisen basiert auf Daten zu Krediten an den privaten Sektor, da Daten zur Verschuldung der privaten Haushalte in den meisten Fällen nicht zur Verfügung stehen.

Entwicklung der Kreditvergabe nach Krisen: Bisherige Erfahrungen

Auf Finanzkrisen folgt oft eine länger andauernde Phase des Schuldenabbaus. Eine Analyse 24 früherer systemweiter Banken Krisen^① zeigt, dass nach 15 von ihnen das Verhältnis des Kreditvolumens zum BIP deutlich zurückging. Der durchschnittliche Rückgang vom Höhepunkt zur Talsohle betrug 39 Prozentpunkte oder rund 8 Prozentpunkte pro Jahr. Dieser Rückgang war nur etwas geringer als der vorhergehende Anstieg (durchschnittlich 48 Prozentpunkte). Dabei mag überraschen, dass sich das Ausmaß des Schuldenabbaus in den aufstrebenden und den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nur wenig unterschied. Nach den Banken Krisen in den nordischen Ländern Anfang der 1990er Jahre ging das Verhältnis der Kredite zum BIP in Finnland um 44 Prozentpunkte, in Norwegen um 38 Prozentpunkte und in Schweden um 35 Prozentpunkte zurück. Diese Werte entsprechen ungefähr dem Durchschnitt der 24 untersuchten Krisen. In Japan fiel das Verhältnis der Kreditvergabe an den privaten Sektor zum BIP um 25 Prozentpunkte, nachdem es Ende der 1990er Jahre einen Höchststand erreicht hatte. In den meisten Ländern resultierte der anfängliche Rückgang der Verschuldung in Relation zum BIP in erster Linie aus der Abnahme des ausstehenden Kreditvolumens, in den späteren Jahren war das BIP-Wachstum der ausschlaggebende Faktor.

Die gesamtwirtschaftlichen Kosten des Schuldenabbaus können auf dieser Aggregationsebene nur schwer geschätzt werden. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum belief sich in der Phase des Schuldenabbaus nach der Krise auf durchschnittlich 2,4% pro Jahr und lag damit nur leicht unter der durchschnittlichen Wachstumsrate während des vorhergehenden Kreditbooms. Allerdings gab es starke Unterschiede beim Wirtschaftswachstum der einzelnen Länder in der Nachkrisenphase: In Indonesien, Malaysia, Mexiko und Thailand z.B. ging die gesamtwirtschaftliche Produktion erheblich zurück, in anderen Ländern dagegen beschleunigte sich das Wachstum.

^① Die Analyse basiert auf S. Cecchetti, M. Kohler und C. Upper, „Financial crises and economic activity“, einem Beitrag zum von der Federal Reserve Bank of Kansas City organisierten Symposium *Financial stability and economic policy*, Jackson Hole, Wyoming, 20.–22. August 2009. Von den 40 in jenem Beitrag analysierten Krisen wurden 6 aufgrund der schlechten Datenqualität zur Kreditvergabe nicht berücksichtigt. Weitere 10 Krisen (2, die mit einer Hyperinflation zusammenhingen, und 8, die beim Übergang vom Sozialismus zur Marktwirtschaft stattfanden) wurden weggelassen, da sie kaum relevante Einsichten für die aktuelle Situation bieten dürften.

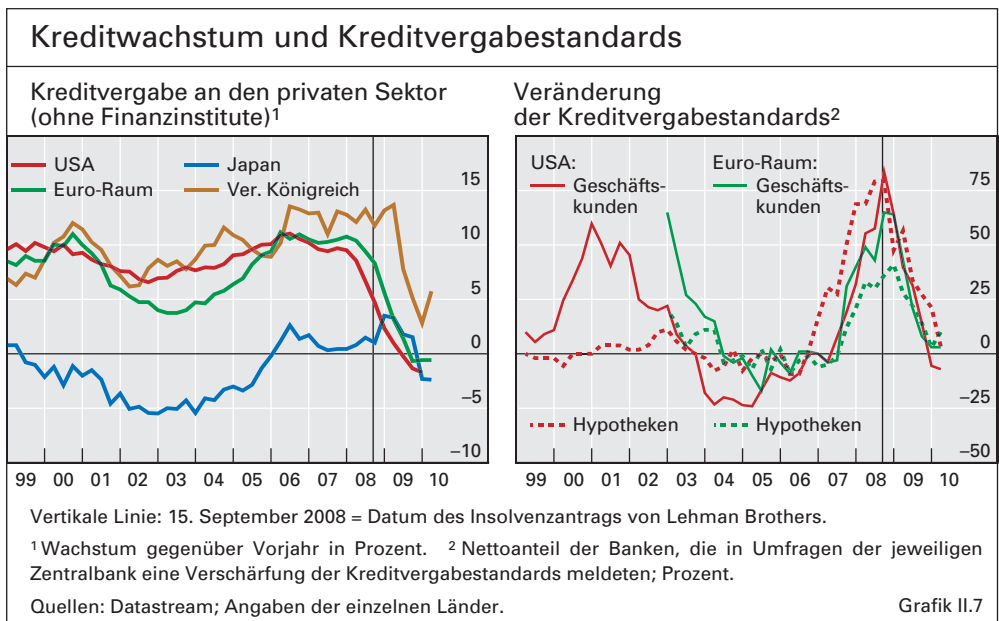
Kreditvergabe an den privaten Sektor in Relation zum BIP¹

	Zeitpunkt der Krise	Extremwerte Kredite/BIP			Veränderung Kredite/BIP ²		Jährliches Wachstum des realen BIP	
		Vorheriger Tiefpunkt	Höchststand	Nächster Tiefpunkt	Tiefpunkt zu Höchststand	Höchststand zu Tiefpunkt	Tiefpunkt zu Höchststand	Höchststand zu Tiefpunkt
Argentinien	Dez. 01	Sept. 95	Juni 02	Sept. 05	20	-30	2,3	1,1
Dominikanische Republik	Apr. 03	Juni 95	Juni 03	März 07	29	-26	5,2	5,9
Finnland	Sept. 91	März 80	März 92	März 98	51	-44	2,0	2,6
Indonesien	Nov. 97	März 93	Juni 98	Juni 02	83	-104	3,6	0,1
Japan	Nov. 97	Dez. 80	Juni 99	Dez. 08	38	-25	1,8	0,4
Kolumbien	Juni 98	März 92	Dez. 98	März 05	19	-24	3,8	2,4
Malaysia	Juli 97	Sept. 93	März 98	März 01	75	-36	6,5	2,0
Mexiko	Dez. 94	Sept. 88	März 95	Dez. 96	27	-19	2,3	-0,5
Nicaragua ³	Aug. 00	Juni 96	Dez. 00	März 02	19	-15	5,0	2,6
Norwegen	Okt. 91	März 80	Juni 90	Dez. 96	66	-38	2,7	3,7
Philippinen	Juli 97	Juni 91	Dez. 97	März 00	60	-18	3,1	3,0
Russland	Aug. 98	März 96	März 99	Juni 01	32	-30	-0,6	6,9
Schweden	Sept. 91	Sept. 85	Sept. 90	März 96	46	-35	2,5	1,2
Thailand	Juli 97	Dez. 93	Dez. 97	Juni 02	89	-79	6,2	0,8
Uruguay ³	Jan. 02	März 95	Sept. 02	März 07	69	-64	0,5	4,1
<i>Durchschnitt</i>					<i>48</i>	<i>-39</i>	<i>3,1</i>	<i>2,4</i>

¹ Kreditvolumen in Prozent des nominalen BIP. Das Kreditvolumen ist gleich der Summe der gemäß den *International Financial Statistics* des IWF an den privaten Sektor vergebenen Inlandskredite und der konsolidierten grenzüberschreitenden Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Nichtbanken des privaten Sektors auf Basis des unmittelbaren Kreditnehmers.

² Prozentpunkte. ³ Jährliche BIP-Daten.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle II.A



Diese Beobachtung deutet darauf hin, dass ein weiterer Abbau der Verschuldung der privaten Haushalte, die im Vorfeld der derzeitigen Krise in vielen Ländern rasch zugenommen hatte, erforderlich ist.

Der Schuldenabbau im privaten Sektor hat bereits begonnen. Die Kredite an diesen Sektor hatten in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften (mit Ausnahme Japans) in den Jahren vor der Krise kräftig zugenommen, gingen aber 2009 und Anfang 2010 mit der Verschärfung der Kreditvergabestandards der Banken deutlich zurück (Grafik II.7).⁸

Die privaten Haushalte der Länder, in denen der Kreditboom im Zusammenhang mit dem Immobiliensektor stand, haben begonnen, ihre Schulden abzubauen. Bis Ende 2009 ging in den USA und in Spanien die Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zu ihrem verfügbaren Einkommen gegenüber den jeweiligen Höchstständen von 2007 bzw. 2008 um 7 Prozentpunkte zurück, im Vereinigten Königreich sogar um über 10 Prozentpunkte (Grafik II.8). Die Abnahme der Verschuldung war jedoch teilweise auf den anhaltenden Anstieg des Einkommens der privaten Haushalte zurückzuführen. Die Verschuldungsquote der privaten Haushalte, definiert als Verhältnis zwischen Schulden und Finanzvermögen, nahm in der Krise angesichts der einbrechenden Vermögenspreise weiter zu.⁹ In allen drei Ländern erreichte die Verschuldungsquote Anfang 2009 einen Höchstwert und ist mittlerweile auf das Niveau von Ende September 2008 oder sogar darunter gesunken.

Unabhängig von der Messgröße bleibt die Verschuldung der privaten Haushalte in allen drei Ländern deutlich über dem Niveau, das Mitte des Jahrzehnts zu verzeichnen war, ganz zu schweigen vom Niveau vor dem

Rückläufige Kreditvergabe an den privaten Sektor

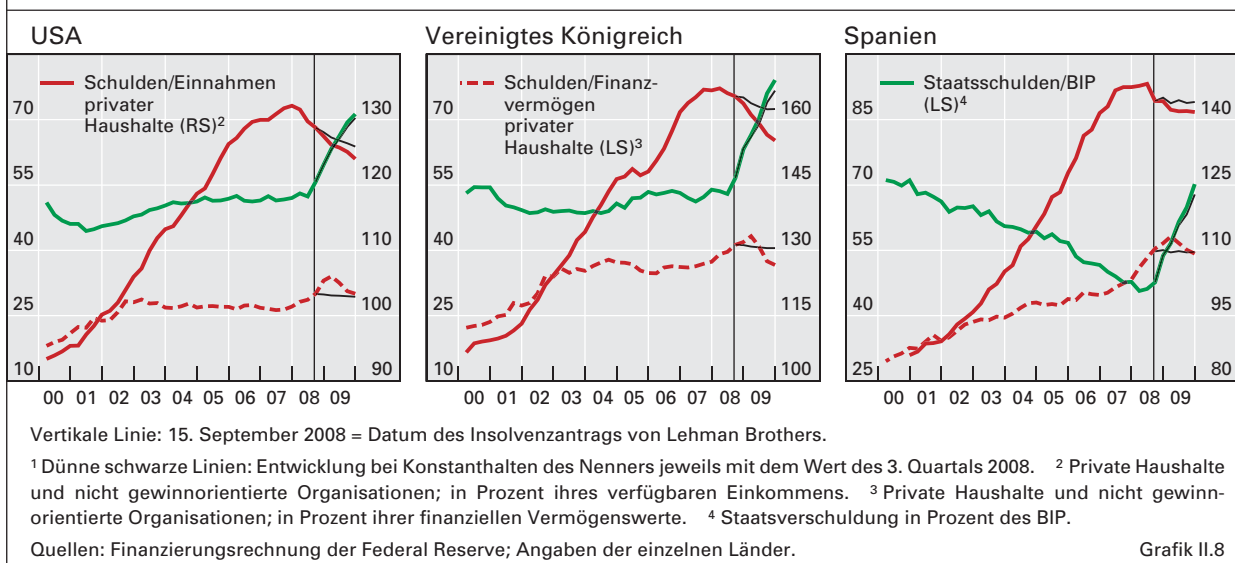
Beginnender Abbau der Verschuldung privater Haushalte ...

... und gemäß früheren Erfahrungen weiterer Abbau wahrscheinlich

⁸ Demgegenüber nahm das Kreditvolumen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften weiter zu, manchmal sogar beschleunigt. Eine Erörterung des extremsten Falls findet sich in E. Chan und H. Zhu, „Untersuchung der Daten zum Bankkreditgeschäft in China“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2009, S. 15–16.

⁹ Es handelt sich dabei um eine ungenaue Messgröße, da Immobilien und der Barwert des Humankapitals nicht berücksichtigt werden.

Verschuldung der privaten Haushalte und des Staates¹



Einsetzen des Wohnimmobilienbooms. Die Erfahrungen der Vergangenheit legen daher nahe, dass mit einem beträchtlichen weiteren Schuldenabbau zu rechnen ist.

Zusammenfassung

Die Erholung des Finanzsektors und der Gesamtwirtschaft dauert an, ist jedoch unvollständig und fragil – zumindest in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Die Geldpolitik ist beinahe überall weiterhin äußerst akkommodierend, wenn auch in einigen Volkswirtschaften erste Schritte hin zu einem neutraleren geldpolitischen Kurs unternommen wurden. Die Fiskalpolitik bleibt expansiv, sodass die Staatsverschuldung in einem besorgniserregenden Tempo steigt. Die Banken haben die Gewinnzone wieder erreicht und ihren Fremdkapitalanteil abgebaut, doch mehrere Faktoren lassen an der Nachhaltigkeit ihrer Gewinnsituation und ihrer Fähigkeit, sich Finanzmittel zu beschaffen, zweifeln. Die privaten Investitionen bleiben schwach, und das Wirtschaftswachstum wird nach wie vor weitgehend durch den Wiederaufbau von Lagerbeständen getrieben. Gleichzeitig sieht sich eine Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften mit dem gegenteiligen Problem konfrontiert: Die direkten Auswirkungen der Krise auf die Wirtschaftsleistung waren geringer als befürchtet, die im In- und Ausland ergriffenen expansiven Maßnahmen aber haben das Produktionswachstum an den Rand der Überhitzung getrieben.

Am Horizont zeichnet sich eine straffere Fiskalpolitik ab. Die Marktteilnehmer haben die Tragfähigkeit der Staatshaushalte neu bewertet, was bereits eine Reihe von Volkswirtschaften des Euro-Raums dazu gezwungen hat, Sparmaßnahmen einzuführen. Diese dürften einen viel stärker kontraktiven Effekt haben, als bei einer rechtzeitigen Beendigung der expansiven Fiskalpolitik zu erwarten gewesen wäre.

Bei der Geldpolitik werden die Folgen der Haushaltskonsolidierung zu berücksichtigen sein, wenn die Verantwortlichen beschließen, wann sie den

geldpolitischen Kurs normalisieren wollen. Allerdings bestehen neben den offensichtlichen Gefahren einer zu frühen Straffung der Geldpolitik auch Risiken bei einer zu späten Straffung. Die Zinssätze mussten auf Rekordtiefstände gesenkt werden, um einen vollständigen Kollaps des Finanzsystems und der Realwirtschaft zu verhindern. Werden sie jedoch allzu lange so tief gehalten, könnte sich die notwendige Anpassung an ein tragfähigeres Wirtschafts- und Finanzmodell verzögern.