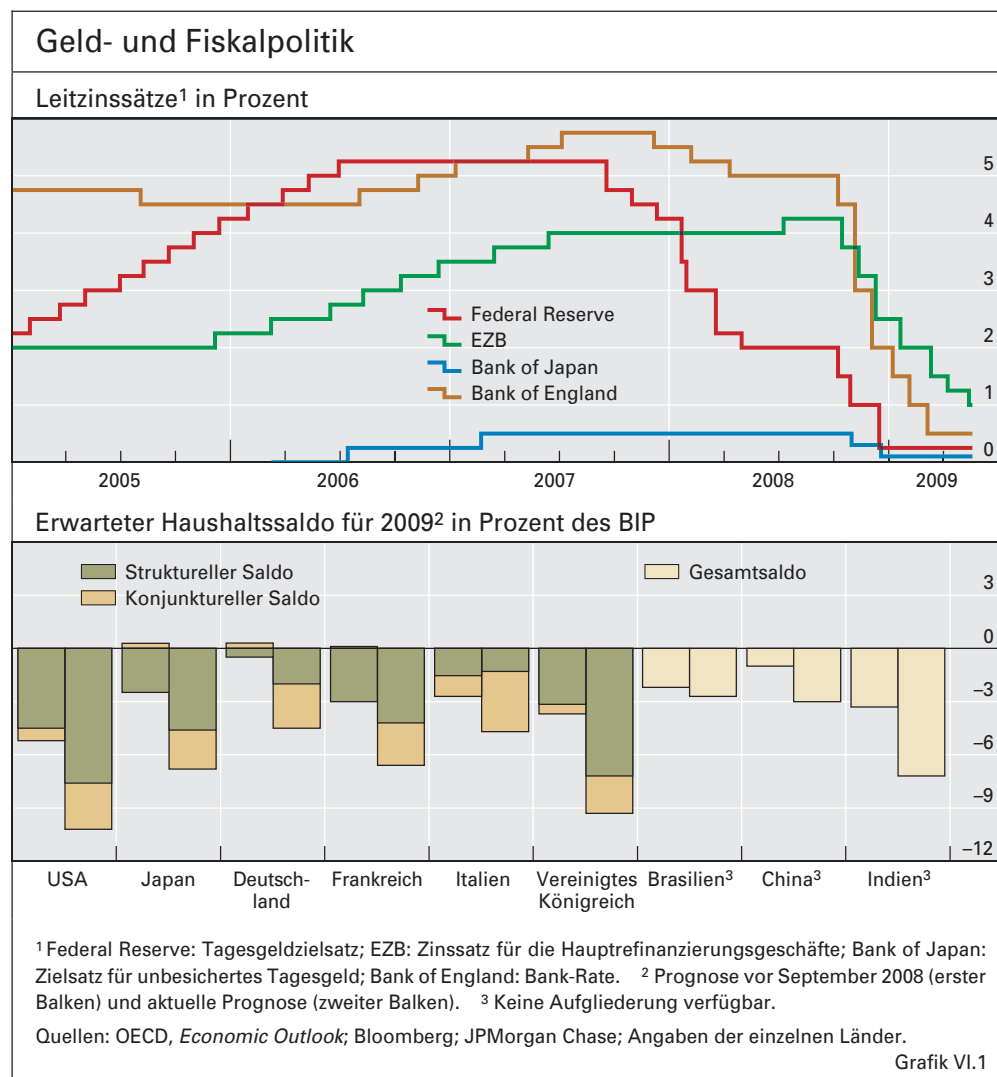


VI. Wirtschaftspolitische Reaktionen auf die Krise

Die Verschärfung der globalen Finanzkrise in der dritten Phase (September bis Oktober 2008) und der anschließend einsetzende gravierende weltwirtschaftliche Abschwung zogen beispiellose wirtschaftspolitische Reaktionen nach sich (ein Überblick über den Verlauf der Krise findet sich in Tabelle I.1). Auf der ganzen Welt senkten die Zentralbanken ihre Leitzinsen beträchtlich, vielfach auf Niveaus nahe null (Grafik VI.1 oben). Im Normalfall hätten diese Zinssenkungen eine stark konjunkturbelebende Wirkung gehabt, doch aufgrund der Funktionsstörungen im Finanzsystem konnten sie ihre Wirkung nur sehr begrenzt entfalten. Daher ergriffen die wichtigsten Zentralbanken zusätzliche Maßnahmen. Gleichzeitig stellte sich heraus, dass die ersten, im vierten Quartal 2008 bekanntgegebenen Rettungspakete für Banken offensichtlich nicht ausreichten, um das Finanzsystem zu stabilisieren. Entsprechend sahen sich die Regierungen im weiteren Verlauf gezwungen, die Bedingungen der



Rettungspakete anzupassen und ihren Umfang auszuweiten. Gegen Ende 2008 wurde allerdings zunehmend deutlich, dass sich weder durch geldpolitische Maßnahmen noch mithilfe der Rettungspakete eine starke Kontraktion der Realwirtschaft verhindern ließ. Die Regierungen reagierten hierauf mit umfangreichen fiskalpolitischen Impulsen zur Stützung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage (Grafik VI.1 unten).

Die außergewöhnliche Verschlechterung der wirtschaftlichen Aussichten gegen Ende 2008 und Anfang 2009 verlangte außerordentliche staatliche Maßnahmen, die in den nächsten drei Abschnitten dieses Kapitels im Einzelnen diskutiert werden. Ob diese Maßnahmen zu einer nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung führen werden, ist zum Zeitpunkt der Drucklegung dieses Jahresberichts eine offene Frage. Anlass zu Bedenken geben, wie im letzten Abschnitt argumentiert, vor allem der mangelnde Fortschritt bei der Lösung der strukturellen Probleme im Finanzsektor und die Risiken im Zusammenhang mit den im Berichtszeitraum ergriffenen expansiven geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen.

Geldpolitik

Während der Finanzmarkturbulenzen Mitte 2008 hatten die Zentralbanken nicht nur mit anhaltend hohen Inflationsraten, sondern auch mit einer Abschwächung des Produktionswachstums zu kämpfen. Dabei waren Ausmaß und Verlauf der konjunkturellen Abkühlung in den einzelnen Ländern unterschiedlich. In den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften war das Wirtschaftswachstum Anfang 2008 noch recht robust, bevor es ab Mitte 2008 zu einem Rückgang der Wirtschaftsleistung kam (Kapitel IV). Während die aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin ein kräftiges Wachstum verzeichneten, gab es in den exportorientierten Volkswirtschaften Ostasiens und Mitteleuropas schon vor der Vertrauenskrise im September und Oktober Anzeichen einer Konjunkturabschwächung (Kapitel V). Fast überall lagen die Inflationsraten über den (impliziten oder expliziten) Zielvorgaben der Zentralbanken, da die Nahrungsmittel- und Energiepreise in der ersten Jahreshälfte 2008 stark gestiegen waren.

In diesem Umfeld stellte die Wahl angemessener geldpolitischer Reaktionen eine besondere Herausforderung dar. Im Nachhinein zeigt sich, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger Mitte 2008 das Ausmaß der Abkühlung und der damit einhergehenden disinflationären Kräfte unterschätzt hatten. Obgleich vorauszusehen war, dass die Wachstumsabschwächung über die Freisetzung von Kapazitäten nach und nach die Preise stabilisieren würde, erwarteten die wenigsten Zentralbanken einen Inflationsrückgang vor Ende 2009. Damit bestand in der Zwischenzeit die Gefahr, dass sich die anhaltend hohe Inflation in dauerhaft erhöhten Inflationserwartungen niederschlagen würde, was möglicherweise ein verstärktes Durchschlagen der Rohstoffpreise auf die übrigen Preise sowie auf die Lohnentwicklung zur Folge gehabt hätte. Aus diesem Grund beließen die Zentralbanken sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften ihre Leitzinsen entweder unverändert oder entschieden sich für Zinserhöhungen.

Wachstumsabschwächung und hohe Inflationsraten Mitte 2008 ...

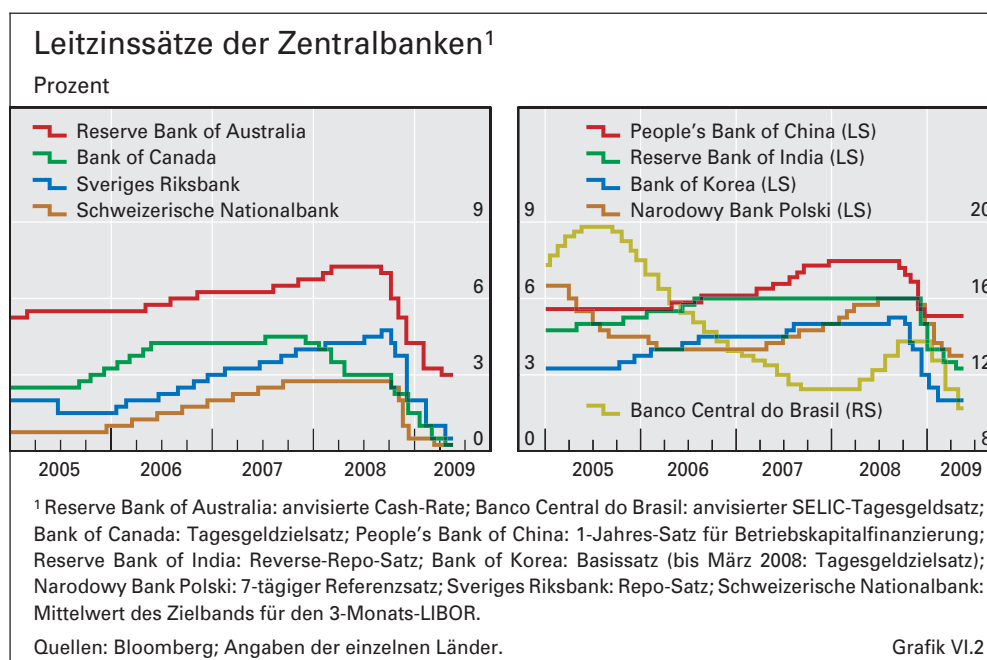
... erschweren geldpolitische Entscheidungsfindung

Kräftige Leitzinssenkungen nach dem Lehman-Konkurs

Ein Wendepunkt für Weltwirtschaft und Geldpolitik war der Konkurs von Lehman Brothers am 15. September. In den darauffolgenden Wochen lastete enormer Druck auf den Kreditmärkten, die Stabilität wichtiger Finanzinstitute war ernsthaft bedroht, und die Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit beschleunigte sich. Am 8. Oktober kam es zum ersten konzertierten internationalen Zinsschritt der Geschichte, als sechs führende Zentralbanken gleichzeitig Zinssenkungen ankündigten. Auch andere Zentralbanken weltweit zogen mit raschen Zinssenkungen nach (Grafik VI.1 oben und Grafik VI.2). Die globalen Einbrüche von Produktion und Inflation im vierten Quartal 2008 und Anfang 2009 übertrafen bei Weitem die Erwartungen, die sich auf Basis der nur wenige Monate zuvor identifizierten Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum gebildet hatten. Bis Ende Mai 2009 senkten die Federal Reserve, die Bank of Japan, die Bank of England, die Bank of Canada, die Sveriges Riksbank und die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre Leitzinsen auf nahe null. Die Europäische Zentralbank (EZB) verringerte ihren Hauptrefinanzierungssatz von September 2008 bis Mai 2009 um 3¼ Prozentpunkte, beließ ihn damit aber noch deutlich über der Untergrenze von null. Trotzdem bewegten sich die Tagesgeldsätze im Euro-Raum ab Ende 2008 fast gegen null, da sie sich aufgrund der umfassenden Versorgung mit Zentralbankguthaben dem Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB annäherten. Auch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wurden die Leitzinsen gesenkt, allerdings ausgehend von erheblich höheren Anfangsniveaus.

Teilweise beschränkter geldpolitischer Spielraum aufgrund von Währungsproblemen

Nicht alle Zentralbanken verfügten über den nötigen Spielraum, um ihre Zinsen zu senken. In Island, Russland und Ungarn sahen sich die Zentralbanken gegen Ende 2008 aufgrund einer Flucht aus den betreffenden Währungen gezwungen, ihre geldpolitischen Zügel trotz sinkender Inflationsraten und einer realwirtschaftlichen Abschwächung zu straffen. Im Verlauf der darauffolgenden Monate begannen allerdings auch sie, ihre Leitzinsen allmählich herabzusetzen.



Trotz der schnellen und umfangreichen Leitzinssenkungen nach dem Konkurs von Lehman Brothers zeigte sich in vielen Ländern immer deutlicher, dass die Zinspolitik an ihre Grenzen stieß. Die Anspannungen an den Finanzmärkten und die steigenden Kredit- und Liquiditätsrisikoprämien (Kapitel II) behinderten den geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Beispielsweise erhöhten sich die Renditen von Unternehmensanleihen trotz der stark rückläufigen Leitzinsen. Die Banken reichten niedrigere Finanzierungskosten zwar in der Regel an die Kunden weiter, verschärften aber gleichzeitig die Kreditkonditionen erheblich, womit sie wiederum dem Effekt der Leitzinssenkungen auf die allgemeinen Refinanzierungsbedingungen entgegenwirkten (Kapitel IV).

Funktionsstörungen
des Finanzsystems ...

Als die Leitzinsen in vielen Ländern auf historische Tiefstände sanken, wurde der geldpolitische Handlungsspielraum durch die Nullzinsgrenze eingeschränkt. So war es nicht mehr möglich, geldpolitischen Regeln zu folgen, die angesichts zunehmender Produktionslücken und sinkender Inflationsraten negative nominale Leitzinsen erfordert hätten. Überdies veranlasste eine Reihe von Überlegungen die Zentralbanken, von weiteren Zinssenkungen abzusehen, nachdem die Leitzinsen ein Niveau leicht über null erreicht hatten. So können die Einlagenzinsen der Banken auf null sinken, selbst wenn die Geldmarktsätze noch positiv sind, weil die Einlagenzinsen üblicherweise unter den Geldmarktsätzen liegen. In diesem Fall dürften weitere Rückgänge der Marktzinsen kaum an die privaten Haushalte und Unternehmen weitergegeben werden, da die Banken eine Marge zwischen den Einlagen- und Kreditzinsen beibehalten müssen, um profitbringend wirtschaften zu können. Zudem können auch Geldmarktfonds unrentabel werden, wenn die Zinsen unter ein bestimmtes Niveau fallen.

... und Nullzins-
grenze beeinträch-
tigten Wirksamkeit
der Zinspolitik

Erweiterung des geldpolitischen Handlungsrahmens

Vor dem Hintergrund der beschriebenen Entwicklungen unternahmen viele Zentralbanken zusätzliche Schritte, um die Funktionsfähigkeit der Kreditmärkte zu verbessern und die Finanzierungsbedingungen zu lockern. Angesichts der beispiellosen Bandbreite der Maßnahmen, die in zahlreichen Ländern ergriffen wurden, bietet es sich an, die unterschiedlichen Facetten der Zentralbankreaktionen mithilfe eines einheitlichen konzeptionellen Rahmens zu beurteilen.

Einheitlicher Rahmen
für Beurteilung von
Zentralbankreaktionen

Heutzutage gestalten die Zentralbanken ihre Geldpolitik in der Regel anhand von Zielvorgaben für die sehr kurzfristigen Zinssätze. Dieser Ansatz basiert auf zwei Kernelementen: erstens der Signalisierung des anvisierten geldpolitischen Kurses durch die Bekanntgabe eines Leitzinses (des Notenbankzinssatzes)¹ und zweitens der Durchführung von Liquiditätssteuerungsoperationen. Letztere schließen im weiteren Sinne unterschiedliche Aspekte des geldpolitischen Handlungsrahmens – z.B. die Laufzeiten, Kosten und Besicherungsanforderungen von Zentralbankliquidität – ein und zielen darauf ab, den gewünschten geldpolitischen Kurs zu stützen, indem sie den relevanten Marktzins nahe am Leitzins halten. Die Ausgestaltung und Umsetzung der Liquiditätssteuerungsgeschäfte erfolgt dabei in aller Regel

Liquiditätssteuerung
in normalen Zeiten ...

¹ Beim Leitzins kann es sich entweder um einen tatsächlich von der Zentralbank in ihren Geschäften angesetzten Zinssatz handeln (z.B. Mindestbietungssatz der EZB) oder einfach um eine Zielvorgabe für einen Marktzins (z.B. Tagesgeldzielsatz der Federal Reserve).

sehr sorgfältig, um sicherzustellen, dass sie sich nur auf den speziellen Marktzins auswirken, der im Augenmerk der Geldpolitik steht. Somit stellen die Liquiditätssteuerungsgeschäfte unterstützende Maßnahmen dar, die weder den geldpolitischen Kurs beeinträchtigen, noch geldpolitisch relevante Informationen beinhalten.

... und in
Stressphasen

Solche Geschäfte zur Steuerung der Liquiditätsbedingungen können jedoch auch gezielt eingesetzt werden, um bestimmte Elemente des geldpolitischen Transmissionsmechanismus *über den Leitzins hinaus* zu beeinflussen, beispielsweise bestimmte Vermögenspreise, Renditen und Finanzierungsbedingungen. In solchen Fällen spielen Liquiditätsoperationen nicht bloß eine passive Rolle, sondern werden zum integralen Bestandteil der allgemeinen geldpolitischen Ausrichtung. Da sich derartige Operationen in der Regel deutlich in den Bilanzen der Zentralbanken niederschlagen und deren Umfang, Zusammensetzung und Risikoprofil beeinflussen, werden sie nachfolgend unter dem Begriff *Bilanzpolitik* zusammengefasst.

Bilanzpolitik
unterscheidet sich
im Hinblick auf
anvisierten Markt ...

Die verschiedenen Arten bilanzpolitischer Maßnahmen unterscheiden sich im Hinblick auf die Märkte, auf die sie abzielen. Die häufigste und gängigste Form solcher Geschäfte sind sterilisierte Devisenmarktinterventionen, mit denen versucht wird, unabhängig vom Leitzins, der die offizielle geldpolitische Ausrichtung angibt, über Devisenkäufe oder -verkäufe Einfluss auf den Wechselkurs zu nehmen. In der gegenwärtigen Krise wurden außerdem bilanzpolitische Maßnahmen ergriffen, die auf die kurzfristigen Geldmarktsätze (mit Laufzeiten bis zu einem Jahr), die Renditen langfristiger Staatsanleihen sowie verschiedene Risikoaufschläge ausgerichtet waren. Im Hinblick auf ihre Rechtfertigung, ihre grundlegende Wirkungsweise, ihre Transmissionskanäle und ihre Implikationen für die Bilanzen unterscheiden sich diese Maßnahmen zwar nicht von Devisenmarktinterventionen, doch was die *Wahl der Märkte* betrifft, sind sie untypisch und in einigen Fällen völlig neuartig. „Unkonventionell“ an den jüngsten Maßnahmen der Zentralbanken ist also die Ausrichtung der Maßnahmen auf bestimmte Märkte und nicht etwa das allgemeine Bestreben, über den Leitzins hinaus bestimmte Elemente des Transmissionsmechanismus zu beeinflussen.

... und lässt sich
unabhängig
vom Zinsniveau
umsetzen

Die Bilanzpolitik zeichnet sich dadurch aus, dass sie sich *unabhängig* vom aktuellen Zinsniveau umsetzen lässt. Dies wird z.B. regelmäßig bei Devisenmarktinterventionen genutzt. Solange Zentralbanken in der Lage sind, die Auswirkungen auf die Geldmenge durch gegenläufige Geschäfte zu neutralisieren, wird weder eine Ausweitung der Aktiva noch eine Änderung ihrer Zusammensetzung notwendigerweise die Fähigkeit der Zentralbank beeinträchtigen, ihren Leitzins nahe an der Zielvorgabe zu halten. So ist es zahlreichen asiatischen Zentralbanken, die in den vergangenen Jahren aktiv an den Devisenmärkten interveniert haben, trotz erheblicher Bilanzverlängerungen gelungen, ihre offiziellen Zinsziele zu erreichen.

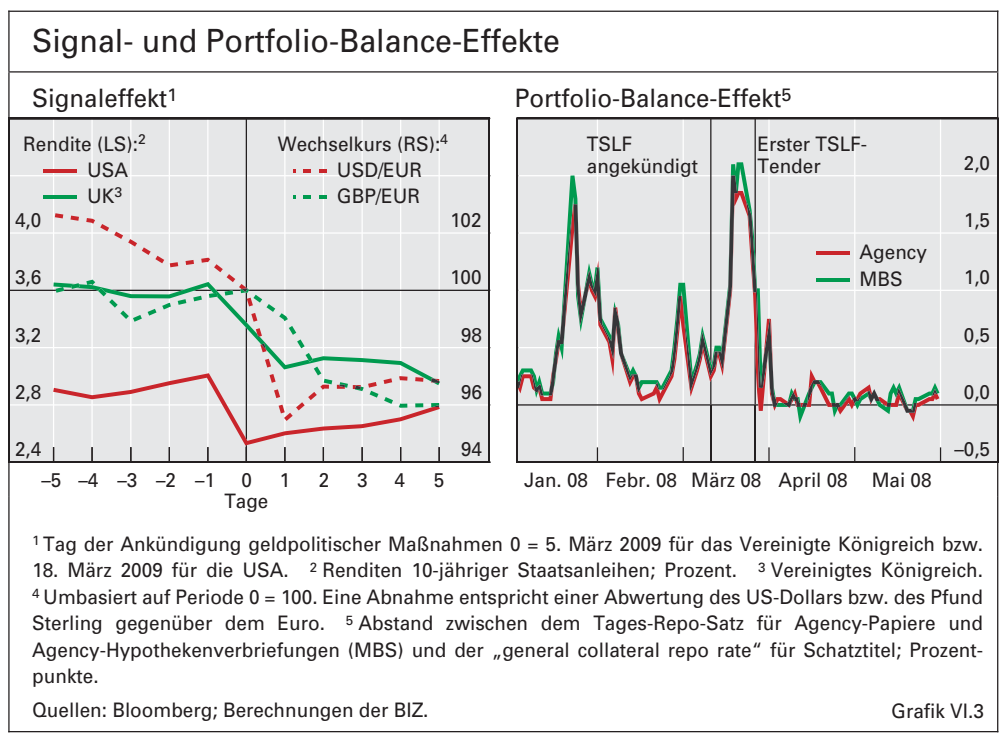
Bilanzpolitik
wirkt über
Signalisierung ...

Bilanzpolitische Maßnahmen entfalten ihre Wirkung grundsätzlich über zwei Hauptkanäle. Zum einen haben sie eine Signalwirkung, analog zu der, die genutzt wird, um kurzfristige Zinsziele zu erreichen. In diesem Fall beeinflussen die Geschäfte der Zentralbank bzw. ihre Kommunikation die Erwartungen der Öffentlichkeit in Bezug auf die wesentlichen Faktoren, die der

Marktbewertung der jeweiligen Aktiva zugrunde liegen. Diese Erwartungen betreffen u.a. den künftigen geldpolitischen Kurs, die Inflation, die relative Knappheit unterschiedlicher Vermögenswerte sowie deren Risiko- und Liquiditätsprofile. Allein die Ankündigung, dass die Zentralbank bereit ist, Geschäfte im Zusammenhang mit illiquiden Aktiva zu tätigen, kann das Vertrauen der Anleger in die betreffenden Vermögenswerte stärken, wodurch sich die Liquiditätsprämien verringern und der Handel angekurbelt wird. Die Signalwirkung solcher Maßnahmen kann beachtlich sein. So gingen die langfristigen Staatsanleiherenditen und auch die Wechselkurse in den USA und im Vereinigten Königreich stark zurück, nachdem die Zentralbanken der beiden Länder ihre Absicht erklärt hatten, Staatsanleihen direkt aufzukaufen (Grafik VI.3 links; weitere Beispiele in Kapitel II).

Der zweite Kanal – eine umfassendere Version des üblichen Portfolio-Balance-Effekts – basiert auf dem Einfluss der Zentralbankgeschäfte auf die Portfoliozusammensetzung des privaten Sektors. Wenn Vermögenswerte unvollständige Substitute füreinander darstellen, dann können Zentralbankgeschäfte, die das relative Angebot dieser Vermögenswerte beeinflussen, die Portfoliozusammensetzung maßgeblich verändern. Zum Ausgleich dieser Veränderungen müssen sich in der Regel die relativen Renditen der betreffenden Aktiva anpassen, was wiederum realwirtschaftliche Auswirkungen haben kann. Dieser Vorgang kann die Bilanzen stärken und die Werthaltigkeit von Sicherheiten sowie das Reinvermögen erhöhen, was seinerseits dazu beitragen kann, Kreditbeschränkungen zu lockern, die Prämien für die Außenfinanzierung zu verringern und dadurch die private Kreditnachfrage anzukurbeln. Wenn die Zentralbanken beispielsweise von Banken risikoreiche private Wertpapiere gegen risikofreie Staatstitel erwerben, verbessert sich dadurch

... und Portfolio-Balance-Effekte



das allgemeine Risikoprofil der Bankbilanzen, und die Banken sind möglicherweise bereit und in der Lage, in größerem Umfang Kredite zu vergeben.

Ein solcher Portfolio-Balance-Effekt ist derzeit in den USA zu beobachten, wo die Term Securities Lending Facility (TSLF) der Federal Reserve die Zinsdifferenz zwischen mit Staatsanleihen besicherten und anderweitig besicherten Repo-Geschäften – ein Maßstab für die relative Knappheit von Staatsanleihen bzw. anderen Sicherheiten – veränderte. Solche Wertpapierleihen entfalten ihre Wirkung direkt über ihren Effekt auf das relative Angebot verschiedener Sicherheiten am Markt. Dass die Repo-Spreads erst nach der Einführung der TSLF und nicht bereits nach deren Ankündigung zurückgingen, verdeutlicht den Portfolio-Balance-Effekt, der sich erheblich vom Signaleffekt unterscheidet (Grafik VI.3 rechts).

Quantitative
Lockerung und
Kreditlockerung

Ob die Wirksamkeit bilanzpolitischer Maßnahmen von der jeweiligen Struktur der Zentralbankverbindlichkeiten abhängt, ist umstritten. So liegt der Fokus der quantitativen Lockerung („quantitative easing“) – im Sinne der Operationen der Bank of Japan von 2001 bis 2006 – auf der Ausweitung der passivseitig ausgewiesenen Zentralbankguthaben der Banken. Demgegenüber zielt die aktuelle Kreditlockerung („credit easing“) der Federal Reserve auf die Zusammensetzung der Aktiva in den Bilanzen der Zentralbanken und deren Einfluss auf die Kreditkonditionen für den privaten Sektor ab. Bei der quantitativen Lockerung kommt den Zentralbankguthaben der Banken eine besondere Rolle zu, entweder weil sie als Katalysator für die Kreditvergabe der Banken fungieren oder aber weil sie die Stabilität und das Vertrauen der Märkte stärken. Die Kreditlockerung dagegen misst den Zentralbankguthaben keine besondere Bedeutung bei; hier werden die unterschiedlichen Zentralbankverbindlichkeiten implizit als sehr nahe Substitute nicht nur füreinander, sondern auch für bestimmte Staatsschuldtitel betrachtet. Entsprechend hängt die Wirksamkeit bilanzpolitischer Maßnahmen nicht vorrangig davon ab, wie diese finanziert werden – sei es über die Emission von Zentralbanktiteln, über die Begebung kurzfristiger Schatzwechsel und die Anlage der Einnahmen bei der Zentralbank oder einfach über eine Erhöhung der (möglicherweise zinstragenden) Zentralbankeinlagen. Zudem unterscheiden sich die beiden Ansätze offensichtlich auch im Hinblick auf die geldpolitische Kommunikation.

Die Reaktionen der Zentralbanken – ein Überblick

Drei Arten von
Zentralbankmaß-
nahmen:

Der obenbeschriebene konzeptionelle Rahmen eignet sich auch zur Beurteilung der bisherigen Reaktionen der Zentralbanken auf die aktuelle Krise. Ausgehend von den unmittelbaren Zielsetzungen lassen sich die Zentralbankreaktionen in drei allgemeine Kategorien unterteilen (Tabelle VI.1). Die erste Kategorie umfasst Maßnahmen, durch die der Marktzins nahe am Leitzins gehalten werden soll. Die zweite bezieht sich auf Operationen zur Milderung der Anspannungen im institutionellen Interbankmarkt. Die dritte beinhaltet Aktionen, die auf die Unterstützung bestimmter Kreditmärkte insbesondere im Nichtbankenbereich und eine allgemeine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen abzielen. Die beiden letztgenannten Kategorien sind der Bilanzpolitik zuzuordnen, insofern sie Operationen betreffen, die über den

Reaktionen von Zentralbanken auf die Krise								
Ziel	Ergriffene Maßnahmen	Fed	EZB	BoE	BoJ	BoC	RBA	SNB
Durchsetzen des offiziellen Kurses der Geldpolitik	Außerordentliche Feinsteuerungsoperationen Änderung der Mindestreservanforderungen Engerer Korridor für den Tagesgeldsatz Verzinsung der Mindestreserven Erhöhte Treasury-Einlagen Kurzfristige Einlagen oder Zentralbankwechsel	✓	✓ ¹	✓	✓	✓	✓	✓
Beeinflussung der Konditionen an den Interbankmärkten	Änderung der Diskontfazilität Außerordentliche langfristige Geschäfte Zulassung zusätzlicher notenbankfähiger Sicherheiten Erweiterung des Kontrahentenkreises Devisenswaplinien zwischen Zentralbanken Einführung bzw. Lockerung der Konditionen für die Wertpapierleihe	✓ ⁵ ✓	✓ ⁶	✓	✓	✓	✓	✓
Beeinflussung der Konditionen an Kreditmärkten und von Finanzgeschäften allgemein	CP-Refinanzierung/-Ankauf/-Zulassung als Sicherheit ABS-Refinanzierung/-Ankauf/-Zulassung als Sicherheit Unternehmensanleihe-Refinanzierung/-Ankauf/-Zulassung als Sicherheit Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors Ankauf von Wertpapieren außerhalb des öffentlichen Sektors	✓ ⁷ ✓ ¹² ✓ ¹⁵	✓ ¹³	✓ ⁸ ✓ ⁸ ✓ ⁸	✓ ⁹ ✓ ¹⁴ ✓ ¹⁶ ✓ ¹⁷	✓ ¹⁰ ✓ ¹⁰	✓ ¹¹ ✓ ¹¹	✓ ¹⁸

Fed = Federal Reserve; EZB = Europäische Zentralbank; BoE = Bank of England; BoJ = Bank of Japan; BoC = Bank of Canada; RBA = Reserve Bank of Australia; SNB = Schweizerische Nationalbank. ✓ = ja; kein Eintrag = nein.

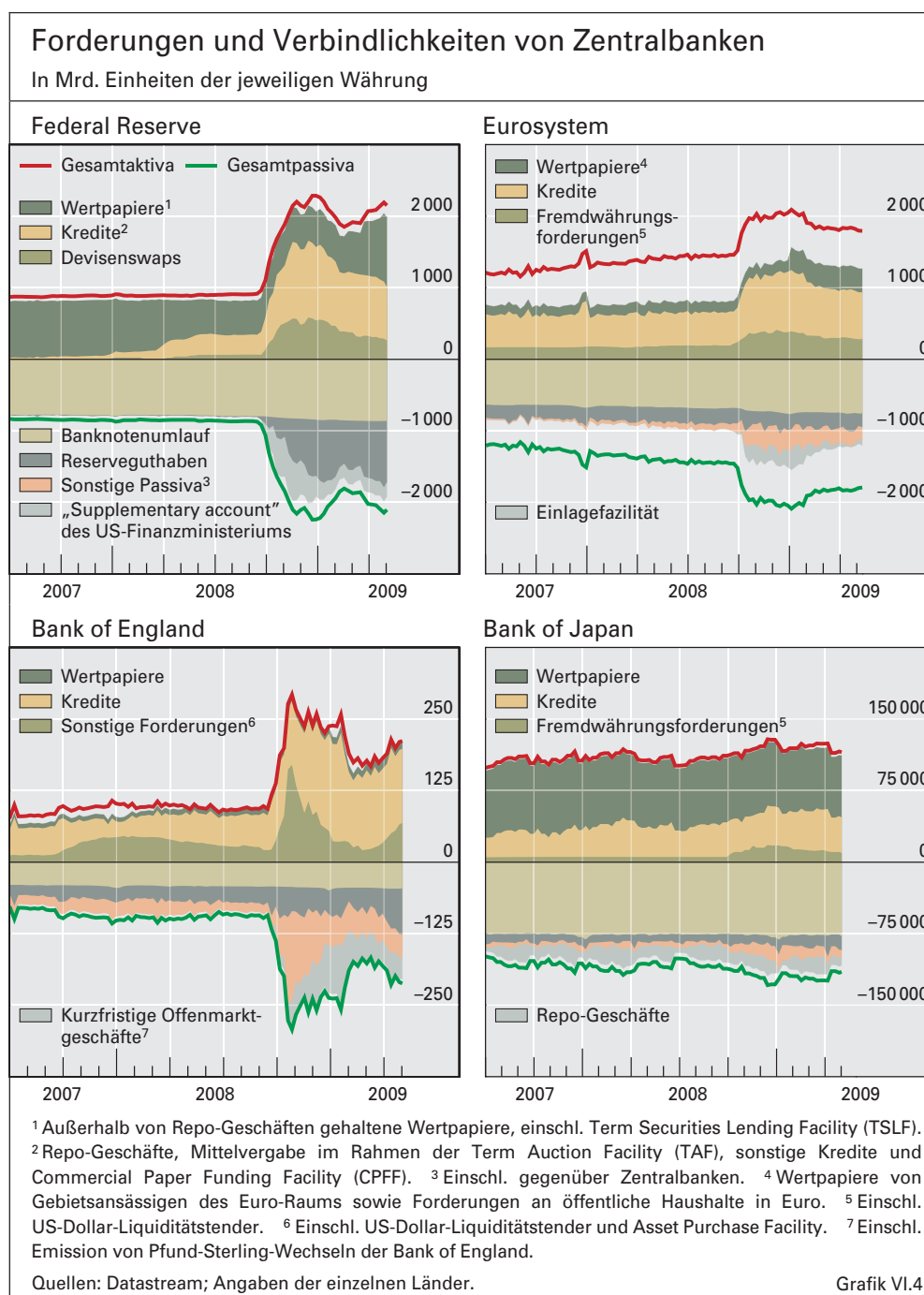
¹ Einschl. Vorziehen der Mindestreserveerfüllung. ² Ausweitung der Bandbreite des verzinlichen Mindestreservevolumens. ³ Senkung des Diskontsatzes gegenüber dem Tagesgeldzielsatz. ⁴ Verzinsung von Überschussreserven (Complementary Deposit Facility). ⁵ Senkung des Diskontsatzes und Möglichkeit der längeren Inanspruchnahme; Zulassung von Primary Dealers (Primary Dealer Credit Facility). ⁶ Einschl. Mengentender mit vollständiger Zuteilung. ⁷ Refinanzierung von kurzfristigen Einlagezertifikaten, Commercial Paper (CP) und Asset-backed Commercial Paper (ABCP) (Money Market Investor Funding Facility, Asset-backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility und Commercial Paper Funding Facility). ⁸ Asset Purchase Facility. ⁹ Erhöhung von Häufigkeit und Umfang von CP-Repo-Geschäften sowie Einführung von CP-Aufkäufen. ¹⁰ Term Purchase and Resale Agreement Facility for Private Sector Instruments. ¹¹ Zulassung von Verbriefungen von Hypotheken auf Wohnimmobilien sowie ABCP als Sicherheit bei Repo-Geschäften. ¹² Refinanzierung von Verbriefungen (ABS), die mit Studiendarlehen, Autokrediten, Kreditkartenforderungen und sonstigen garantierten Krediten unterlegt sind (Term Asset-backed Securities Loan Facility). ¹³ Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen. ¹⁴ Ausweitung der Palette von Unternehmensschuldtiteln, die als Sicherheiten zugelassen werden; Einführung einer Kreditfazilität mit Unternehmensschuldtiteln als Besicherung. ¹⁵ Ankauf von Staatsschuldtiteln sowie von gewöhnlichen Anleihen und Hypothekenverbriefungen der staatsnahen Wohnimmobilienfinanzierer. ¹⁶ Ankauf japanischer Staatsanleihen zur Unterstützung der Geldmarktgeschäfte (zielt nicht auf die Veränderung von Anleihepreisen ab). ¹⁷ Ankauf von Aktien aus Beständen von Finanzinstituten. ¹⁸ Ankauf von Fremdwährungspapieren.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle VI.1

traditionellen Leitzins hinausgehend bestimmte Stufen des Transmissionsmechanismus beeinflussen sollen.

Zur Umsetzung der Zinsziele – der ersten Kategorie – war es vielfach erforderlich, den in der Krise höheren Schwankungen der Nachfrage nach – zur Umsetzung des Leitzinsziels

Reserveguthaben durch eine flexiblere Liquiditätsversorgung Rechnung zu tragen, und zwar sowohl in Bezug auf den Umfang als auch auf die Häufigkeit der Operationen. Um die kurzfristigen Zinssätze enger an den Leitzins zu binden, verringerten die Bank of England und die Federal Reserve außerdem ihren effektiven Korridor für den Tagesgeldsatz, indem sie die Zinssätze für die ständigen Fazilitäten änderten. Gleichzeitig mussten die Zentralbanken ihre Kapazität zur Abschöpfung von Überschussreserven ausbauen, um die Auswirkung der stark ausgeweiteten Operationen auf die Tagesgeldsätze zu neutralisieren. Wie anhand der Zusammensetzung der Zentralbankverbindlichkeiten deutlich wird, wurde dies auf unterschiedlichem Wege erreicht (Grafik VI.4): Die Bank of England und die SNB begannen Zentralbanktitel zu



Kasten VI.A: Koordiniertes Vorgehen der Zentralbanken während der Krise

Der Informationsaustausch gehört zum Tagesgeschäft der Zentralbanken. Sie tauschen sich über viele Aspekte ihres geldpolitischen Handlungsrahmens und ihres volkswirtschaftlichen Ansatzes aus, sodass sie in der Regel ähnliche Maßnahmen ergreifen, wenn sie vor gemeinsamen Herausforderungen stehen. Explizite koordinierte Aktionen jedoch sind außergewöhnlich. Zur Begrenzung von Wechselkursbewegungen waren koordinierte Interventionen in der Vergangenheit zwar nicht ungewöhnlich, sind aber inzwischen zumindest in den Industrieländern selten geworden.

Im Verlauf der aktuellen Finanzkrise haben die Zentralbanken in bislang ungekanntem Ausmaß koordinierte Maßnahmen ergriffen. Im vorliegenden Kasten wird erörtert, weshalb die Geldpolitiker in diesem Fall bevorzugt auf Koordination setzten.

Koordiniertes Vorgehen im Verlauf der Krise: Liquidität und Zinssätze

Die engste Abstimmung erfolgte bei der Bekämpfung der Fremdwährungs-Liquiditätsengpässe an den Interbankmärkten, die vor allem den US-Dollar betrafen.^① Aufgrund der Anspannungen an den Dollar-Geldmärkten während der Krise wurde es für Banken außerhalb der USA sehr schwierig, Finanzmittel in US-Währung aufzubringen. Dies kam in den Verwerfungen an den Märkten für Devisenswaps und in der Ausweitung der LIBOR-OIS-Spreads zum Ausdruck (Kapitel II und III). Um diese US-Dollar-Engpässe zu entschärfen, richtete die Federal Reserve Swapkreditlinien mit Zentralbanken in Europa ein. Nach dem Lehman-Konkurs erwies es sich als notwendig, der zunehmenden Knappheit von US-Dollar-Finanzmitteln an allen großen Märkten gleichzeitig gegenzusteuern, und so wurden die Swaplinien erhöht und geografisch ausgeweitet (Tabelle VI.A). Später wurden ähnliche Fazilitäten eingerichtet, um die

Koordiniertes Vorgehen der Zentralbanken während der Krise

	Dez. 07	März 08	Sept. 08	Okt. 08	Nov. 08	Jan. 09	Febr. 09
Liquidität bereitstellende Zentralbanken (Währung)	Liquiditätspolitik: Ankündigung von Swaplinien mit den Zentralbanken von:						
Federal Reserve (USD)	CH, XM		JP, GB, AU, CA, DK, NO, SE	BR, KR, MX, NZ, SG			
Schweizerische Nationalbank (CHF)				XM	PL	HU	
EZB (EUR)				DK, HU ¹	PL ¹		
Nordische Zentralbanken ² (EUR)		IS					
Sveriges Riksbank (SEK)							EE
	Zinspolitik: Gemeinsame Zinssenkung durch die Zentralbanken von:						
				CA, XM, CH, SE, GB, US			

AU = Australien; BR = Brasilien; CA = Kanada; CH = Schweiz; DK = Dänemark; EE = Estland; GB = Vereinigtes Königreich; HU = Ungarn; IS = Island; JP = Japan; KR = Korea; MX = Mexiko; NO = Norwegen; NZ = Neuseeland; PL = Polen; SE = Schweden; SG = Singapur; US = USA; XM = Euro-Raum.

Im Dezember 2008 erweiterte die Bank of Japan eine bestehende bilaterale JPY/KRW-Swapfazilität mit der Bank of Korea. Im April 2009 gaben die Bank of England, die EZB, die Bank of Japan und die Schweizerische Nationalbank die Einrichtung von Swapfazilitäten bekannt, um nötigenfalls der Federal Reserve ihre jeweilige Landeswährung zur Verfügung zu stellen.

¹ Auf der Basis von Repo-Geschäften. ² Zentralbanken von Dänemark, Norwegen und Schweden.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle VI.A

Versorgung europäischer Banken mit Liquidität in Euro und Schweizer Franken sicherzustellen; zudem wurden bestehende Swaplinien genutzt, um die Yen-Knappheit in Asien zu bekämpfen.

Obwohl die Zentralbanken ihre Zinspolitik üblicherweise nicht abstimmen, kündigte eine Reihe von Zentralbanken in den Industrieländern am 8. Oktober 2008 in einem bis dato beispiellosen Schritt konzertierte Zinssenkungen an.

Gründe für das koordinierte Vorgehen

Die Bereitstellung von Devisen über Swaplinien bot für beide Seiten Vorteile. Durch die Bekämpfung der US-Dollar-Knappheit ausländischer Banken konnte die Federal Reserve z.B. ihre Kontrolle über die Verzinsung von US-Dollar-Finanzmitteln an den Geldmärkten verbessern und außerdem das Risiko verringern, dass es bei ausländischen Instituten zu Panikverkäufen von Dollar-Vermögenswerten kommen könnte. Die Federal Reserve stellte den US-Niederlassungen ausländischer Banken zwar über verschiedene Programme im Rahmen ihrer Inlandsgeschäfte bereits Liquidität in US-Dollar zur Verfügung. Eine Ausdehnung dieser direkten Liquiditätsbereitstellung auf ausländische Banken hätte sich aber über weitere Zeitzonen und Institute hinweg schwierig gestaltet. Dazu wären zusätzliche Kreditvereinbarungen erforderlich gewesen, einschließlich einer Anpassung der Besicherungsanforderungen oder Kreditrisikoprüfungen der betreffenden Geschäftspartner. Durch die Swapkreditlinien mit anderen Zentralbanken konnte die Federal Reserve hingegen die bestehenden Refinanzierungsinfrastrukturen dieser Zentralbanken nutzen – beispielsweise die Abwicklungssysteme sowie die Mechanismen zur Überwachung der Geschäftspartner und der notenbankfähigen Sicherheiten. Die Kreditvergabe über andere Zentralbanken brachte außerdem die Aufsichtspflichten dieser Zentralbanken in Einklang mit der Liquiditätsbereitstellung.

Aus Sicht der anderen Zentralbanken stellte die Knappheit von Devisen für ihre inländischen Geschäftspartner eine potenzielle Bedrohung des Finanzsystems dar. Um Abhilfe zu schaffen, hätten sie auf vorhandene Währungsreserven zurückgreifen oder sich über die Märkte Devisen leihen können. Diese Strategien sind aber in Krisenzeiten wenig attraktiv, wenn die Währungsreserven der Zentralbank begrenzt oder die Devisenmärkte angeschlagen sind – die Nutzung von Swaplinien mit anderen Zentralbanken war deshalb die bessere Lösung.

Außerdem haben die geldpolitischen Entscheidungsträger in einer globalen Krise womöglich ein Interesse daran, demonstrativ zu kooperieren, um das Vertrauen der Marktteilnehmer zu stärken. Dies ist vermutlich das schlagkräftigste Argument für die konzertierten Zinssenkungen im Oktober 2008.

Evaluation des koordinierten Vorgehens

Vielen Marktteilnehmern zufolge hat sich durch die ausgeweiteten Swapfazilitäten die Refinanzierungssituation verbessert.⁹ Nach einer besonders intensiven Nutzung Ende Oktober ging die Nachfrage nach den Swapfazilitäten allmählich zurück; einige Zentralbanken nahmen die Fazilitäten gar nicht in Anspruch. Die Divergenzen an den Märkten für Devisenswaps verringerten sich insbesondere bei den Währungskombinationen EUR/USD bzw. CHF/USD, und die LIBOR-OIS-Spreads waren insgesamt rückläufig. Obgleich im selben Zeitraum auch zahlreiche andere geldpolitische Maßnahmen ergriffen wurden, hing diese positive Entwicklung wohl teilweise mit den Swapfazilitäten der Zentralbanken zusammen.

⁹ Einzelheiten zu den während der Krise von den Zentralbanken eingerichteten Swapfazilitäten finden sich in C. Ho und F.-L. Michaud, „Massnahmen der Zentralbanken zur Überwindung von Fremdwährungs-Liquiditätsengpässen“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2008, S. 24-26. ¹⁰ S. N. Baba und F. Packer, „From turmoil to crisis: dislocations in the FX swap market before and after the failure of Lehman Brothers“, Vortrag im Rahmen der Konferenz zum Thema *The global financial crisis: causes, threats and opportunities*, Warwick, 6. April 2009.

emittieren, die EZB und die Reserve Bank of Australia nahmen verstärkt verzinsliche Einlagen herein, und die Federal Reserve akzeptierte in größerem Umfang Staatseinlagen und begann, die Reserveguthaben zu verzinsen.

Während der ersten beiden Phasen der Krise dominierten Maßnahmen der zweiten Kategorie zur Verringerung der Spreads bei den kurzfristigen Interbankmarktsätzen, an denen sich die Anspannungen in diesem

– zur Milderung
der Spannungen
am institutionellen
Interbankmarkt

Schlüsselsegment des Marktes manifestierten. Dies erfolgte sowohl direkt über eine verstärkte Bereitstellung von Finanzmitteln im Laufzeitbereich von bis zu einem Jahr, um dem Angebotsengpass an den Märkten entgegenzuwirken, als auch indirekt über Maßnahmen zur reibungsloseren Verteilung der Reserveguthaben im Finanzsystem und zur Sicherstellung des Zugangs zur Refinanzierung über die Zentralbanken. Dazu wurden die Modalitäten für die Bereitstellung von Reserveguthaben im Hinblick auf die notenbankfähigen Sicherheiten und die zu den Geschäften zugelassenen Geschäftspartner gelockert, die Laufzeiten der Refinanzierungsgeschäfte verlängert und Swaplinien zwischen den Zentralbanken eingerichtet, um den Finanzierungsdruck an den Offshore-Märkten zu lindern, der vor allem den US-Dollar betraf (sowie einige andere Währungen: Kasten VI.A und Kapitel II). Die Nutzung von Swaplinien war maßgeblich für die Bilanzverlängerungen der großen Zentralbanken in dieser Zeit verantwortlich (Grafik VI.4).² Außerdem begannen viele Zentralbanken mit der Verleihung hochliquider Wertpapiere – in der Regel Staatsanleihen – gegen weniger liquide, am Markt gehandelte Wertpapiere oder lockerten bestehende Bedingungen für eine solche Verleihung mit dem Ziel, die Finanzierungsbedingungen am Geldmarkt zu verbessern.

Die dritte Kategorie geldpolitischer Reaktionen, die mit der Verschärfung der Turbulenzen an den Finanzmärkten (Phasen drei bis fünf der Krise) an Bedeutung gewann, zielte auf eine direkte Lockerung der strikten Kreditkonditionen im Nichtbankensektor sowie eine Verbesserung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen ab. Dies geschah u.a. durch die Bereitstellung von Mitteln an Nichtbanken zur Verbesserung ihrer Liquiditätsausstattung und zur Verringerung der Risikospreads an bestimmten Märkten – z.B. für Commercial Paper, forderungsunterlegte Wertpapiere und Unternehmensanleihen – sowie über den Ankauf von Wertpapieren staatlicher Emittenten mit dem Ziel, auf die Referenzrenditen im Allgemeinen Einfluss zu nehmen. Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang die Devisenmarktintervention der SNB zur Eindämmung des Aufwärtsdrucks auf den Schweizer Franken. Dieser Schritt stand im Zeichen der Bemühungen dieser Zentralbank, die Deflationsrisiken zu mindern und die monetäre Lage insgesamt zu entspannen.

Als Nebeneffekt dieser Aktionen kam es zu einer erheblichen Verlängerung der Zentralbankbilanzen und einer deutlichen Veränderung ihrer Zusammensetzung (Grafik VI.4). Dabei gab es unter den einzelnen Ländern große Unterschiede, was die relative Bedeutung privater Wertpapiere im Vergleich zu Staatstiteln bzw. der Bankenmärkte im Vergleich zu den Nichtbankenmärkten betraf. Die Federal Reserve konzentrierte sich vornehmlich auf die Kreditmärkte außerhalb des Bankensektors sowie auf Operationen mit privaten Wertpapieren und ergriff in diesem Zusammenhang Maßnahmen wie die Einführung der Commercial Paper Funding Facility und der Term Asset-Backed Securities Loan Facility (die in Grafik VI.4 links oben unter

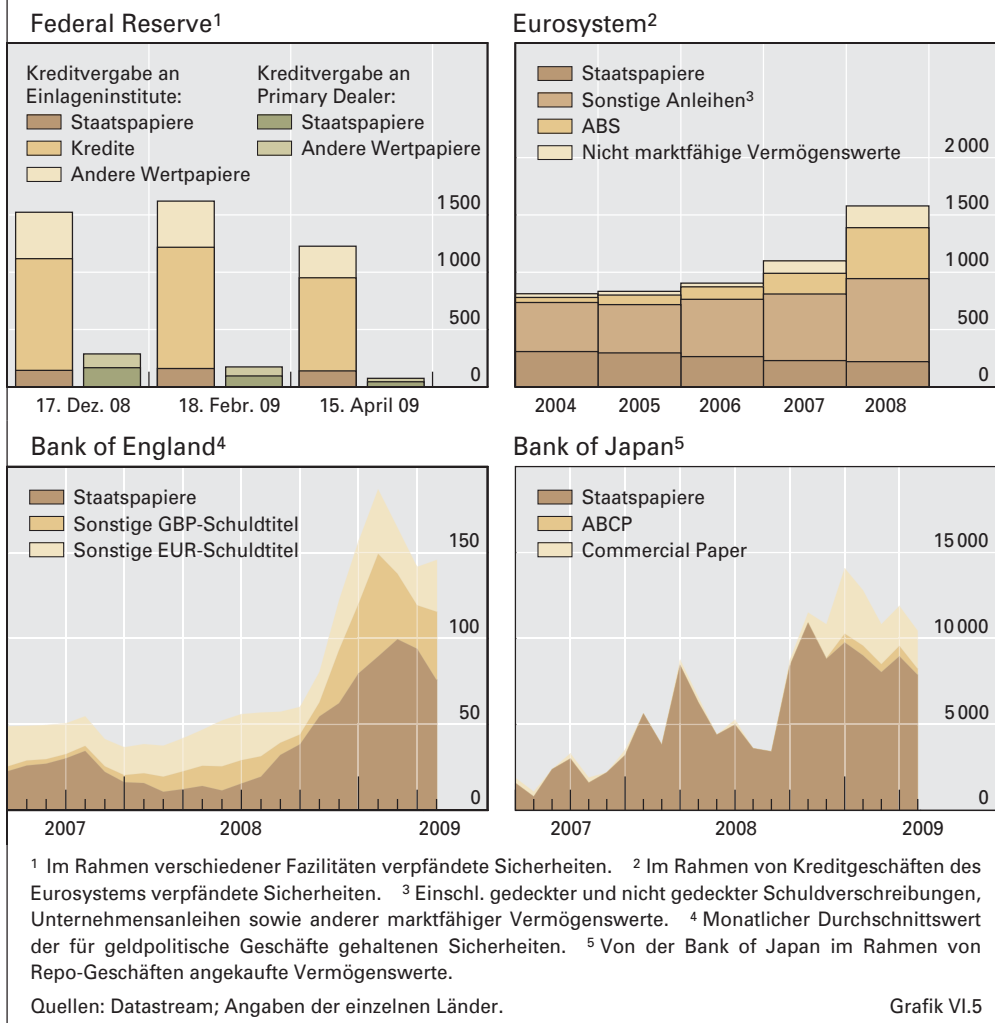
– zur Einflussnahme auf Kreditmärkte und allgemeine Finanzierungsbedingungen

Schwerpunkt der Maßnahmen von Land zu Land unterschiedlich

² In den Zentralbankbilanzen werden über Swaplinien in Anspruch genommene Mittel auf der Aktivseite sowie auf der Passivseite als Verbindlichkeiten in Landeswährung gegenüber ausländischen Zentralbanken ausgewiesen (solange Letztere die im Rahmen der Swaps erhaltene Fremdwährung nicht verwenden).

Sicherheiten bei Zentralbankoperationen

In Mrd. Einheiten der jeweiligen Währung



„Kredite“ fallen). Die Bank of England hingegen zielte mit ihrer Asset Purchase Facility (die in Grafik VI.4 links unten in die Kategorie „Sonstige Forderungen“ fällt) zunächst in erster Linie auf den Erwerb von Staatsanleihen ab. Der Fokus der EZB lag auf der Liquidität des Bankensystems, zu deren Sicherstellung sie Refinanzierungsgeschäfte in Form von Mengentendern mit vollständiger Zuteilung und Laufzeiten von bis zu zwölf Monaten durchführte (die in Grafik VI.4 rechts oben als „Kredite“ ausgewiesen werden) und gedeckte Schuldverschreibungen kaufte. Die Bank of Japan ergriff umfangreiche Maßnahmen, um die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen u.a. an den Märkten für Commercial Paper und Unternehmensanleihen zu verbessern. Diese unterschiedliche Schwerpunktsetzung ist zum Teil auf die verschiedenen Strukturen des Finanzsektors der einzelnen Länder zurückzuführen. So stehen die direkteren Interventionen an den Nichtbankenkreditmärkten in den USA mit dem vorwiegend kapitalmarktbasiereten System der USA im Einklang, während die Konzentration der EZB auf die Unterstützung der Banken deren größere Bedeutung für die Finanzintermediation im Euro-Raum widerspiegelt.

Durch den verstärkten Einsatz bilanzpolitischer Maßnahmen kommt den Zentralbanken eine zunehmend umfassende Rolle im Prozess der Finanzintermediation und ein wichtigerer Einfluss auf das relative Angebot der Forderungen gegenüber dem Staat zu. Dies macht eine enge Koordination mit der Fiskalpolitik vor allem aus zwei Gründen erforderlich. Erstens wirken sich umfangreiche Käufe von Staatsanleihen und die damit einhergehende rasche Ausweitung der Zentralbankverbindlichkeiten auf das öffentliche Verschuldungsprofil aus. Die geldpolitische Wirkung der Ankäufe von Staatsanleihen durch die Zentralbank kann allerdings durch die Umschichtung oder Ausweitung der Verschuldung durch die Finanzministerien – hauptsächlich aufgrund des in der Regel größeren Umfangs solcher Maßnahmen – konterkariert werden, falls keine Abstimmung erfolgt. Zweitens gehen die Zentralbanken gegenwärtig größere Kredit- und Marktrisiken ein, was u.a. darin zum Ausdruck kommt, dass bei den geldpolitischen Operationen vermehrt Wertpapiere des privaten Sektors als Sicherheit zugelassen werden (Grafik VI.5). Daher ist eine enge Zusammenarbeit zwischen der Zentralbank und der Regierung erforderlich, um Rahmenbedingungen zu schaffen, die gewährleisten, dass potenzielle Verluste nicht die operative Unabhängigkeit der Zentralbanken gefährden.

Enge Koordination mit der Fiskalpolitik erforderlich

Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems

In den ersten beiden Phasen der Krise konzentrierten sich die Maßnahmen der Zentralbanken auf den unmittelbaren Finanzierungsbedarf der Banken. Die gravierenden Marktverwerfungen nach dem Konkurs von Lehman Brothers im September ließen dann aber Befürchtungen hinsichtlich der Solvenz einer Reihe systemkritischer Finanzinstitute aufkommen (Kapitel II und III). Angesichts ihrer Bedeutung für die Realwirtschaft bemühten sich die Regierungen, Zusammenbrüche zu vermeiden und das Vertrauen in das Finanzsystem wiederherzustellen. So wurden die staatlichen Stützungsmaßnahmen letztlich darauf ausgerichtet, die Kreditversorgung der privaten Haushalte und Unternehmen wiederzubeleben und das realwirtschaftliche Wachstum zu stützen.

Staatliche Interventionen zur Rettung wichtiger Finanzinstitute ...

Durch staatliche Eingriffe konnten ein Zusammenbruch des Finanzsystems verhindert und die Märkte beruhigt werden. Allerdings ist es bisher nicht gelungen, das Problem der notleidenden Vermögenswerte in den Bilanzen der Banken wirklich in den Griff zu bekommen. Dadurch könnten sich die Anpassungen verzögern, die erforderlich sind, um ein effizientes und nachhaltiges Funktionieren des Finanzsystems zu gewährleisten. Außerdem müssen die Steuerzahler womöglich potenziell größere Verluste tragen. Im Mai 2009 gab es immer noch Bedenken, was die langfristige Solidität der wichtigen globalen Banken betraf. Die Unsicherheit hinsichtlich potenzieller Verluste bei den Darlehensportfolios und sonstigen Kreditengagements der Banken erschwert ihnen den Zugang zu Kapital aus privaten Quellen.

... aber weiterhin Probleme bei notleidenden Vermögenswerten

Nachfolgend werden zunächst die wichtigsten Merkmale der staatlichen Rettungspakete sowie die Reaktionen der Märkte auf diese Maßnahmen beschrieben. Danach werden die Maßnahmen der Regierungen vor dem Hintergrund der Lehren aus den Krisen der nordischen Länder in den 1990er

Jahren beleuchtet (Kasten VI.B). Abschließend werden einige Bedenken erörtert, die im Hinblick auf die längerfristigen Konsequenzen der staatlichen Interventionen bestehen.

Merkmale der staatlichen Rettungsprogramme

Einlagengarantien, Refinanzierungs-erleichterungen und Rekapitalisierungen von Banken

Nach ersten Ad-hoc-Maßnahmen zur Rettung einzelner Institute Ende September kündigten die meisten führenden Volkswirtschaften im Oktober umfassende Rettungspakete an. Gleichzeitig wurde zugesichert, dass systemkritische Institute vor dem Zusammenbruch geschützt würden. Die Rettungsprogramme umfassten Maßnahmen zur Stärkung der Liquiditätsausstattung und Solvenz einzelner Institute und zur Stützung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte (Tabelle VI.2). In den früheren Phasen der Krise hatten die Zentralbanken den einzelnen Instituten kurzfristige Finanzierungsmittel zur Verfügung gestellt. Ab der dritten Phase waren es die Regierungen, die den Zugang zu längerfristigen Finanzierungsquellen über Garantien für Kredite und Bankeinlagen erleichterten bzw. den Solvenzproblemen der Banken mit Kapitalzuführungen begegneten. Um das Problem notleidender Aktiva anzugehen, kauften sie entweder bestimmte Vermögenswerte auf oder versicherten Portfolios wichtiger Institute gegen außergewöhnlich hohe Verluste. Als letztes Mittel zum Schutz von Einlegern und zur Vermeidung von Ansteckungseffekten wurden zudem insolvente Finanzinstitute verstaatlicht oder Mehrheitsbeteiligungen erworben.

Erhalt der wichtigsten Finanzierungsquellen durch Garantien für Einlagen und Schuldtitel

Indem staatliche Garantien den Schutz der Einleger und Bankgläubiger verbesserten, hielten sie die wichtigsten Quellen der Bankenfinanzierung aufrecht und erleichterten die Refinanzierung fällig werdender Verbindlichkeiten (Tabelle VI.2). In mehr als 20 Ländern wurden Einlagensicherungssysteme für Privatkunden und Unternehmen ins Leben gerufen oder ausgeweitet, wodurch die Gefahr von Runs auf Banken eingedämmt wurde. Die staatlichen Garantien für Schuldtitel ermöglichten ausgewählten Banken die Emission neuer, explizit staatlich abgesicherter Anleihen gegen eine jährliche Gebühr.

Sondermaßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems ¹													
	AU	BR	CA	CH	DE	FR	GB	HK	IT	JP	KR	NL	US
Einlagensicherung	✓			✓	✓		✓	✓	✓		✓		✓
Einschränkung von Leerverkäufen	✓		✓		✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓
Kapitalzuführungen		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Garantien von Verbindlichkeiten	✓		✓		✓	✓ ²	✓		✓	✓	✓	✓	✓
Versicherung von Aktiva							✓					✓	✓
Ankauf von Aktiva	✓		✓	✓	✓		✓			✓			✓
Verstaatlichung					✓		✓					✓	✓

AU = Australien; BR = Brasilien; CA = Kanada; CH = Schweiz; DE = Deutschland; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; HK = Hongkong SVR; IT = Italien; JP = Japan; KR = Korea; NL = Niederlande; US = USA. ✓ = ja; kein Eintrag = nein.

¹ Bis Ende April 2009. ² Über die Société de financement de l'économie française.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle VI.2

Kasten VI.B: Bewältigung der Finanzkrise: Lehren aus den nordischen Ländern

Die Reaktion von Finnland, Norwegen und Schweden auf ihre Bankenkrisen Ende der 1980er und Anfang der 1990er Jahre gilt allgemein als Musterbeispiel.^① Ein Vergleich dieser Krisen mit der aktuellen Krise zeigt, dass die zugrundeliegende Problematik zwar ähnlich gelagert war, die Krisen sich aber unterschiedlich manifestierten, was sich wiederum deutlich auf Zeitpunkt und Art der wirtschaftspolitischen Interventionen auswirkte. Der vorliegende Kasten betont die Bedeutung zweier Grundsätze für die Bewältigung von Bankenkrisen, die sich aus den damaligen Erfahrungen herausgebildet haben, und vergleicht, inwiefern diesen Grundsätzen angesichts der unterschiedlichen Rahmenbedingungen jeweils Rechnung getragen wurde.

Das Hauptziel von Krisenmanagement und -bewältigung ist es, die realwirtschaftlichen Kosten einer Finanzkrise zu minimieren, wobei zumindest über zwei Best-Practice-Grundsätze weitgehend Konsens besteht. Erstens ist es wichtig, dass Art und Umfang der Bankenprobleme rasch erkannt werden und Interventionen zügig erfolgen. Dadurch lassen sich versteckte Bonitätsverschlechterungen vermeiden, die die Kosten der Krisenbewältigung in die Höhe treiben könnten. Zweitens sollten die Interventionen tiefgreifend und breit angelegt sein. So sollte von staatlicher Seite sichergestellt werden, dass auf die unmittelbaren Stabilisierungsmaßnahmen weitere Schritte folgen, nämlich die Verbuchung der Verluste, die Bereinigung der Bilanzen um notleidende Aktiva, die Rekapitalisierung des Systems und der Abbau eventueller Kapazitätsüberschüsse. Die Sanierung der Bilanzen und die Förderung struktureller Anpassungen sollten die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems wiederherstellen, seine langfristige Ertragskraft stärken und somit die Grundlage für eine sich selbst tragende wirtschaftliche Erholung schaffen.

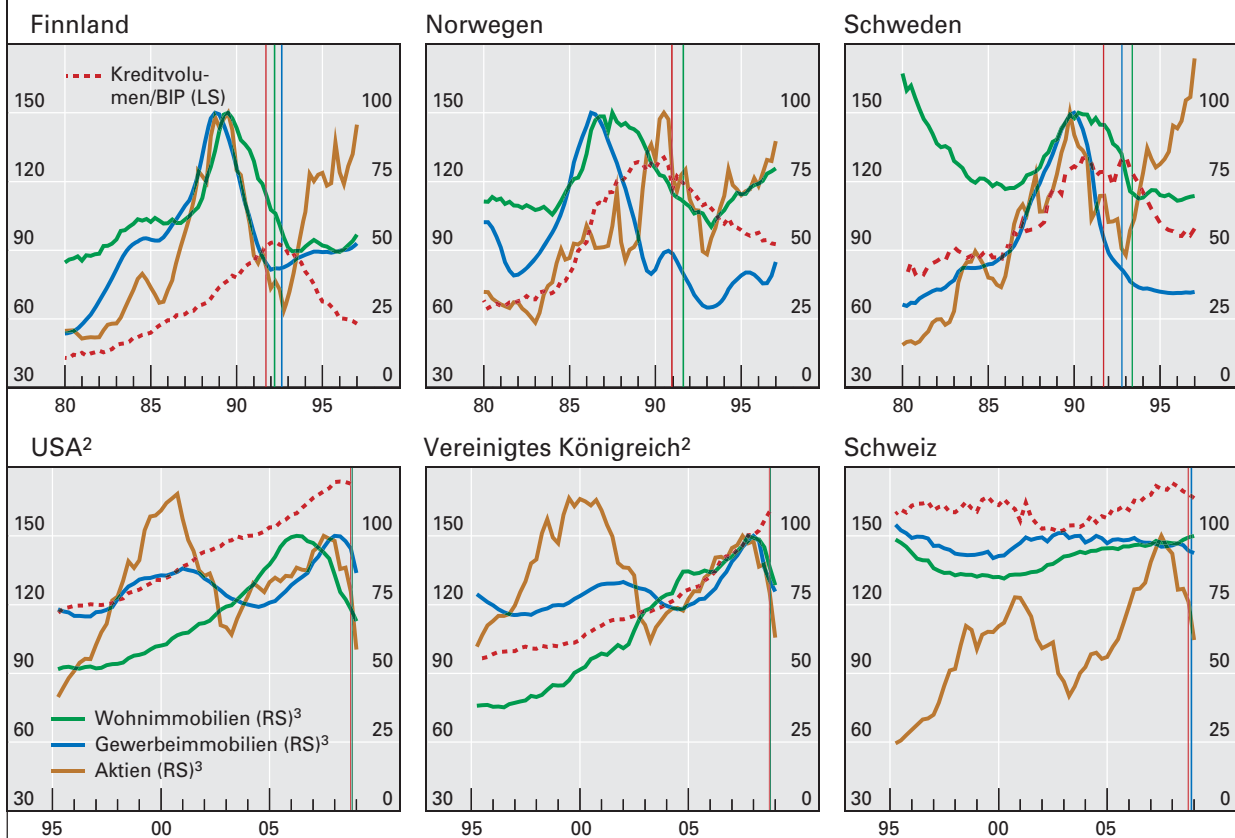
Welche Maßnahmen im Einzelnen ergriffen werden sollten, hängt von den jeweiligen Rahmenbedingungen ab. Auf jeden Fall muss die Politik bereit sein, öffentliche Mittel zur Verfügung zu stellen, und sie muss in der Lage sein, eine ausreichende Kontrolle über die Finanzintermediäre auszuüben, sei es durch strenge Auflagen oder durch Verstaatlichungen. Auf diese Weise können Führungskräfte und Aktionäre in die Verantwortung genommen werden, und es wird vermieden, dass staatlich unterstützte Institute einen unfairen Wettbewerbsvorteil erlangen. Außerdem verringert sich so das Risiko, dass die Manager versuchen, sich durch hochriskante Spekulationen zu retten („gambling for resurrection“), und die Kosten für den Steuerzahler werden begrenzt. Management und Aktionäre sind aufgrund der bestehenden Anreize nämlich eher bestrebt, die Offenlegung von Verlusten hinauszuzögern und die für sie vorteilhaftesten Bedingungen abzuwarten.

Die Bankenkrisen in den nordischen Ländern und die heutige Finanzkrise weisen in einem weiteren wesentlichen Aspekt Parallelen auf: Beide können als Ergebnis der Korrektur eines überzogenen Kredit- und Vermögenspreiszyklus („Finanzzyklus“) betrachtet werden (Grafik VI.B). Im Vorfeld der Krisen nahm die Kreditvergabe an den privaten Sektor im Verhältnis zum BIP über längere Zeit außergewöhnlich rasch zu, und ebenso rasant stiegen die Vermögenspreise, insbesondere im Immobilienbereich. Aktuelle Analysen zeigen, dass in Echtzeit verfügbare Vorlaufindikatoren auf Basis von Kredit- und Vermögenspreisbooms dazu beitragen können, solche Bankenkrisen frühzeitig vorherzusagen.^②

Obgleich die Rahmenbedingungen in beiden Krisenphasen Ähnlichkeiten aufweisen, gibt es markante Unterschiede im Hinblick auf den Zeitpunkt der ersten systemrelevanten Ereignisse und der wirtschaftspolitischen Eingriffe innerhalb des Finanzzyklus (Grafik VI.B). Bei den Bankenkrisen der nordischen Länder erfolgten umfassende staatliche Interventionen, lange nachdem der Fall der Immobilienpreise eingesetzt hatte. Die aktuelle Finanzkrise hingegen manifestierte sich in einem früheren Stadium der Abschwungphase des Finanzzyklus, wie es am Beispiel der USA und des Vereinigten Königreichs deutlich wird. Außerdem waren die nordischen Banken buchhalterisch gesehen der Insolvenz näher; damals zielten die staatlichen Interventionen teilweise erst darauf ab, das Eigenkapital über die Mindestvorgaben von Basel I anzuheben. In der aktuellen Krise dagegen lag die Eigenkapitalausstattung der meisten Institute bereits deutlich über diesen Mindestanforderungen. Im Hinblick auf die Rechtzeitigkeit der Interventionen – dem ersten obengenannten Best-Practice-Grundsatz – schneidet die aktuelle Krisenbewältigung somit im Vergleich zur damaligen besser ab.

Diese zeitliche Divergenz lässt sich wahrscheinlich weitgehend mit unterschiedlichen Rechnungslegungspraktiken erklären. Die gegenwärtige Krise begann als Marktbewertungskrise: Die ersten Verluste wurden bei besicherten Forderungen verbucht, die zum Marktwert zu bilanzieren waren; solche Forde-

Finanzzyklus und Banken Krisen¹



¹ Vermögenspreisreihen normalisiert auf 100 mit den – innerhalb eines Zeitfensters rund um jede Bankenkrise – beobachteten Spitzenwerten (nordische Länder: 1985–92; übrige Länder: 2004–09). Die senkrechten Linien zeigen folgende Ereignisse an: rot = erstes systemrelevantes Ereignis (bedeutende Insolvenz bzw. Rettung); blau = Einführung eines Schuldengarantieprogramms; grün = allgemeines Bankenrekapitalisierungsprogramm. ² Einführung eines Schuldengarantieprogramms und eines allgemeinen Bankenrekapitalisierungsprogramms am selben Tag. ³ Reale Preise.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Grafik VI.B

rungen machten sogar einen Großteil der Verluste aus (Tabelle III.2). Bei den nordischen Banken Krisen dagegen wurden die Verluste periodengerecht abgegrenzt ausgewiesen, d.h. erst nachdem es bereits zu Wertminderungen von Krediten gekommen war. Bei der Bilanzierung zum Marktwert sind Verluste viel früher zu verbuchen als bei der periodengerechten Bilanzierung, da hierzu kein Kreditereignis erforderlich ist. Der Preis des Wertpapiers sinkt, sobald die Marktteilnehmer mit einem Ausfall rechnen. Außerdem wird der Preisrückgang in der Regel durch eine zunehmende Risikoscheu und eventuell auch durch Panikverkäufe verschärft.

Hinsichtlich des zweiten Best-Practice-Grundsatzes erschwerten die schnellere Verbuchung von Verlusten und die früheren wirtschaftspolitischen Interventionen die Krisenbewältigung paradoxerweise: Für die staatlichen Stellen war es dadurch schwieriger, die notwendige Kontrolle auszuüben, um die Sanierung der Bilanzen voranzutreiben. Die Verbuchung von Verlusten zum Marktwert hat zwar viele Institute geschwächt, objektiv betrachtet jedoch nicht zu ihrer Insolvenz geführt (Kapitel III und VI). Unter diesen Umständen hatten die staatlichen Stellen einen begrenzteren Spielraum, um beispielsweise strenge Auflagen durchzusetzen und Wertberichtigungen zu erzwingen; zugleich war das Risiko höher, gegen die Eigentumsrechte der Aktionäre zu verstoßen. Vor allem aber könnten die Finanzierungsschwierigkeiten, die durch die Bilanzierung zum Marktwert entstanden, zu einer Fehlinterpretation der grundlegenden Problematik geführt haben. So wurde die Situation, die eigentlich eine drohende Solvenzkrise darstellte, lange Zeit überwiegend für eine reine Liquiditätskrise gehalten (Kapitel II). Nach der herrschenden Meinung waren die starken Vermögenspreiserückgänge nur temporär, weshalb die Liquiditätsspritzen der Zentralbanken ausgereicht hätten, um die Funktionsfähigkeit der Märkte sowie eine effektive Intermediation wiederherzustellen. Wenn sich der Kreditzyklus allerdings ähnlich entwickelt wie bei früheren gravierenden

Bankenkrisen, wird auf die bereits angefallenen Bewertungsverluste eine deutliche Verschlechterung des Darlehensportfolios folgen.

Mittlerweile besteht das Risiko, dass sich die staatlichen Maßnahmen zu stark auf die Stützung der Kreditvergabe, der Vermögenspreise und der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage konzentrieren, statt die notwendigen Bilanzanpassungen bei den Banken voranzutreiben. Die nordische Strategie zur Bewältigung der Bankenkrisen dagegen umfasste eine vollständige Verbuchung von Verlusten, Kapitalabschreibungen und bei denjenigen Banken, die gezielt gestützt wurden, Bilanzkürzungen sowie die Verkleinerung der Filialnetze. Zu diesem Zweck wurden strenge Bedingungen auferlegt, und es wurden Banken verstaatlicht. Lediglich in Finnland wurde den Banken generell Kapital zugeführt, um zwischen Instituten, die staatliche Unterstützung benötigten, und solchen, die nicht darauf angewiesen waren, wieder unverzerrte Wettbewerbsbedingungen herzustellen und zudem die Kreditvergabe zu stützen. Die Auflagen der jüngsten Rettungspakete hingegen zielen in der Regel nicht darauf ab, den Anpassungsprozess zu forcieren. Vielmehr sind zum Teil sogar Ziele für die Kreditvergabe erhöht worden, um das Angebot von Inlandskrediten zu stützen. Dies birgt das Risiko, dass die Schaffung der Grundlagen für eine sich selbst tragende Erholung hinausgezögert werden könnte.

[Ⓢ] Eine vergleichende Untersuchung der Bewältigung der nordischen Bankenkrisen findet sich im *63. BIZ-Jahresbericht*, Juni 1993, Kapitel VII und VIII. [Ⓢ] Ausnahmen diesbezüglich gelten insbesondere für Bankensysteme, die in der aktuellen Krise nur aufgrund ihrer Auslandsengagements in Not gerieten, was z.B. in Deutschland und der Schweiz der Fall war. S. C. Borio und M. Drehmann, „Assessing the risk of banking crises – revisited“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2009.

Im vierten Quartal 2008 und im ersten Quartal 2009 wurden Bankanleihen größtenteils im Rahmen dieser Programme emittiert.

Die Inanspruchnahme der staatlichen Garantieprogramme für Bankanleihen verlief allerdings schleppender als erwartet, da die Banken von den mit ihnen verbundenen Auflagen und Kosten abgeschreckt wurden. Die angebotenen Laufzeiten variierten je nach Land typischerweise zwischen drei und fünf Jahren, wobei sich die meisten Banken für die längste verfügbare Laufzeit entschieden. In Europa waren die Kosten der Garantien für Bankanleihen höher als in den USA, wo unabhängig vom Rating für alle Schuldner eine Pauschalgebühr erhoben wurde. Für europäische Banken hingegen wurden die Kosten anhand früherer CDS-Spreads der betreffenden Banken ermittelt, wodurch die Garantien für risikoreichere Kreditnehmer teurer wurden. In einigen Fällen machten diese Kosten die Garantien im Vergleich zur kurzfristigeren Finanzierung über die Zentralbankfazilitäten unattraktiv.

Einige Investoren hielten sich angesichts der Komplexität und der in verschiedenen Rechtsräumen unterschiedlichen Behandlung der Garantieprogramme zurück. Die Risikogewichtung staatlich garantierter Anleihen ist von Land zu Land unterschiedlich. Einige Aufsichtsinstanzen behandeln sie im Hinblick auf die Eigenkapitalanforderungen als risikofrei, während andere eine Eigenkapitalanforderung von 20% ansetzen. Nicht alle Märkte akzeptierten die staatlich garantierten Bankschuldtitel als Sicherheit. Außerdem wurden manche Investoren durch rechtliche oder operative Beschränkungen am Erwerb dieser neuartigen Papiere gehindert.

Die Regierungen führten den Banken Kapital zu, um ihren Fremdkapitalanteil zu verringern und ihre Zahlungsfähigkeit zu verbessern. Während dies im Vereinigten Königreich über Stammaktien geschah, kauften die meisten Regierungen hybride Wertpapiere wie Vorzugsaktien oder Pflichtwandel-

Unerwartet schleppende Inanspruchnahme der staatlichen Garantien für Bankanleihen ...

... aufgrund der Komplexität der Programme und operativer Probleme

Verbesserte Zahlungsfähigkeit der Banken durch staatliche Kapitalzuführungen

anleihen, die wie Anleihen stabil verzinst sind, zugleich aber wie Stammaktien im Wert steigen können.³ Diese hybriden Wertpapiere können bei der Berechnung der regulatorischen Eigenkapitalquote eventuell als Eigenkapital angerechnet werden, genießen aber bei den Marktteilnehmern kein allzu großes Vertrauen, da sie nur in eingeschränktem Maß Verluste abfangen können.

Regierungen erwerben überwiegend Vorzugsaktien mit geringerem Risiko, aber ohne Stimmrecht

Die Regierungen kauften vorwiegend Vorzugsaktien, da diese das Risiko von Verlusten für den Steuerzahler minimieren und gleichzeitig höhere Dividenden abwerfen als Stammaktien. Dafür haben Vorzugsaktionäre aber in der Regel auf den Aktionärsversammlungen kein Stimmrecht und können daher nur in begrenztem Maß Einfluss auf die Unternehmensleitung nehmen. Die US-Regierung beispielsweise erwarb mit 10-jährigen Optionsscheinen ausgestattete Vorzugsaktien, die ihr das Recht einräumen, zu einem festgelegten Preis Stammaktien zu erwerben und somit mögliche Wertsteigerungen zu realisieren. Aufgrund der unterschiedlichen Ausgestaltung der Pläne sind die Kosten und Bedingungen der Kapitalzuführungen in den verschiedenen Ländern nur schwer vergleichbar.

Auflagen von Kapitalzuführungen schwer durchsetzbar

Die staatlichen Kapitalzuführungen waren mit Auflagen verbunden. Viele Länder folgten dem Beispiel Frankreichs und verknüpften die staatliche Unterstützung mit der Forderung nach der Gewährung neuer, an die Zentralbank zu meldender Inlandskredite. In den USA und Deutschland waren die Kapitalzuführungen anfänglich an Obergrenzen für Dividendenausschüttungen auf Stammaktien gebunden. Ausdrücklich untersagt wurden solche Ausschüttungen jedoch nur im Vereinigten Königreich, solange die Regierung Vorzugsaktien hielt. Einige der Bedingungen waren schwer durchsetzbar, da sie nicht präzise genug formuliert waren und sich die Regierungen nicht in die Geschäftsführung der Banken einmischen wollten oder konnten. So sahen viele Rettungsprogramme allgemeine Begrenzungen für Managergehälter vor, doch den Regierungen fehlten die notwendigen Stimmrechte, die Unterstützung der Führungsgremien der Banken und die rechtlichen Grundlagen zur Blockierung solcher Zahlungen.

Ankauf von Bankaktiva nur in der Schweiz

Einige Regierungen unterstützten die wichtigsten Finanzinstitute, indem sie notleidende Vermögenswerte aufkauften oder ausgewählte Portfolios gegen Verluste versicherten. Die SNB erwarb von der Großbank UBS hypothekenbezogene Wertpapiere und platzierte sie bei einer Zweckgesellschaft. Durch diese Transaktion verringerten sich die risikogewichteten Aktiva der UBS und damit auch die Höhe des regulatorischen Eigenkapitals, das die Bank zur Deckung potenzieller Verluste vorhalten muss. Die SNB trägt zwar das Verlustrisiko, ist aber im Falle einer Erholung der Vermögenswerte auch an den Gewinnen beteiligt. Die USA und Deutschland kündigten Pläne zum Ankauf von Vermögenswerten an, hatten aber bis Mai noch keine konkreten Maßnahmen ergriffen.

Die Regierungen der Niederlande, der USA und des Vereinigten Königreichs boten ausgewählten Banken (ING, RBS, Lloyds TSB, Bank of America

³ Vorzugsaktien sind in der Regel stimmrechtslos, bieten gegenüber Stammaktien eine bevorzugte Dividendenausschüttung und werden im Falle einer Insolvenz vorrangig behandelt. Wandelanleihen räumen dem Investor das Recht ein, die Anleihe später in eine festgelegte Anzahl von Stammaktien einzutauschen.

und Citigroup) eine Absicherung des Verlustrisikos bestimmter Aktiva an. Im Rahmen dieser Programme übernehmen die Regierungen in der Regel 80–90% der potenziellen Verluste ausgewählter Portfolios, nachdem die Bank für den ersten Anteil bzw. den Selbstbehalt aufgekommen ist. Im Gegenzug zahlt die Bank der Regierung eine Versicherungsprämie, deren Höhe vom Risikograd des Portfolios abhängt. Durch solche Versicherungen werden die potenziellen Verluste der Banken eingedämmt, wodurch ihre Eigenkapitalanforderungen sinken. Auf die Regierungen können jedoch umfangreiche Verluste zukommen, wenn die Vermögenswerte stark an Wert verlieren.

Verlustversicherung für ausgewählte britische, niederländische und US-Banken

In Irland, Island, den USA und dem Vereinigten Königreich stellten die Regierungen letztlich eine Reihe insolventer Finanzinstitute unter staatliche Kontrolle, um die Einleger zu schützen und eine Ansteckung anderer Finanzinstitute zu verhindern (Kapitel II). Die Kontrollübernahme erfolgte entweder direkt über die Aufsichtsinstanzen (im Falle der staatlich unterstützten Institute in den USA und der isländischen Banken) oder durch gerichtliche Verfügungen (im Falle der britischen Bradford & Bingley und des belgisch-niederländischen Fortis-Konzerns). In einigen Fällen wurde die staatliche Kontrolle indirekt über den Erwerb einer Mehrheit bzw. der Gesamtheit der stimmberechtigten Aktien (zum Beispiel AIG und RBS) hergestellt. In den USA waren die rechtlichen Grundlagen für Übernahmen durch die Aufsichtsbehörde gegeben. In Deutschland und im Vereinigten Königreich hingegen mussten zu diesem Zweck neue Gesetze erlassen werden, da die Verstaatlichungen sonst von Aktionären hätten blockiert werden können. Aufgrund der Unsicherheit über ihre Solvenz und des Risikos einer späteren Verstaatlichung war es für einige Finanzinstitute fast unmöglich, Kapital aufzunehmen, da Anleger und Kreditgeber den Verlust ihres zur Verfügung gestellten Kapitals fürchten mussten.

Insolvente Banken unter staatlicher Kontrolle

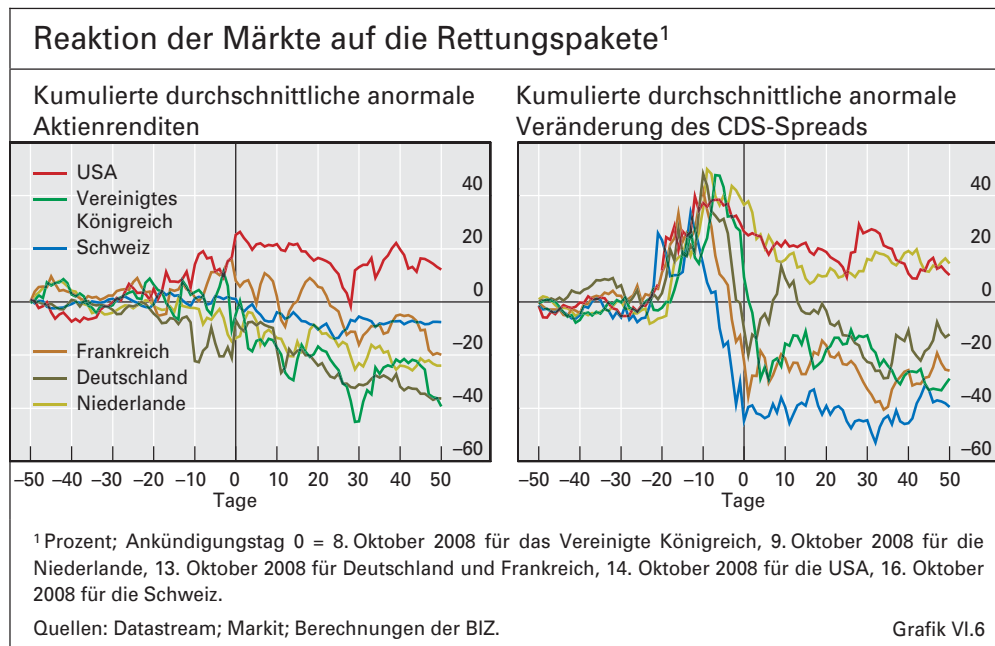
Reaktion der Märkte auf die Rettungspakete

Obgleich durch die staatlichen Interventionen Ende September und im Oktober 2008 Insolvenzen wichtiger Banken verhindert und die Einleger geschützt wurden, gelang es nicht, die Bedenken hinsichtlich der Solidität der großen internationalen Banken gänzlich zu zerstreuen. Zwar schöpften die Gläubiger durch die staatliche Unterstützung Vertrauen, was sich in einer Verringerung der Bonitätsaufschläge (Credit-Spreads) gegenüber Staatsanleihen sowie der CDS-Spreads äußerte, doch für die meisten Banken war es nach wie vor schwierig oder gar unmöglich, neues Kapital von privaten Investoren aufzunehmen (Kapitel II). Daher führten einige Regierungen ausgewählten Banken von November 2008 bis Mai 2009 mehrfach Kapital zu.

Längerfristiges Vertrauen trotz staatlicher Interventionen gering ...

Im Oktober reagierten die Aktienkurse zunächst positiv auf die Ankündigungen der Rettungspakete, doch im Verlauf der nachfolgenden Monate fielen sie ab, weil die Stammaktionäre offensichtlich mit weiteren Verlusten rechneten. Die Rettungspläne waren nämlich nicht auf den Schutz der Aktionäre ausgelegt, und angesichts der Verwässerung der Beteiligungen wurde ein mäßiger Rückgang der Bankaktienkurse erwartet (Grafik VI.6 links). In allen sechs hier betrachteten Ländern entwickelten sich die Börsenkurse der Banken nach den Kapitalzuführungen unterdurchschnittlich, wobei die Kurse im Ver-

... was Kursrückgang von Bankaktien verdeutlicht



einigten Königreich wegen des Verbots von Dividendenausschüttungen auf Stammaktien stärker einbrachen als in den anderen Ländern. Außerdem schnitten Banken, die staatliche Kapitalzuführungen erhielten, schlechter ab als solche, die keine staatliche Unterstützung in Anspruch nahmen.

Positivere Beurteilung der staatlichen Maßnahmen durch Gläubiger ...

Die Gläubiger standen den staatlichen Rettungsmaßnahmen vergleichsweise positiver gegenüber; dies kam in der Verringerung der CDS-Spreads von Banken in mehreren Ländern zum Ausdruck (Grafik VI.6 rechts). Da die staatlichen Hilfspakete die Eigenkapitalquoten der Banken erhöhten und Möglichkeiten zur Refinanzierung bestehender Schulden boten, sank die Ausfallwahrscheinlichkeit der Banken, wodurch sich die durchschnittlichen CDS-Prämien verringerten. Die Credit-Spreads vorrangiger und nachrangiger Bankschuldentitel gegenüber vergleichbaren Staatsanleihen waren ebenfalls rückläufig. Trotz dieser positiven Anzeichen schien die Notlage einiger Banken weiter anzuhalten, und die Credit-Spreads blieben erhöht. Die relativ hohen Spreads von Bankanleihen, die unter den verschiedenen staatlichen Garantieprogrammen emittiert wurden, lassen den Schluss zu, dass die Gläubiger an der finanziellen Solidität der Banken zweifelten und den staatlichen Zusicherungen, systemkritische Institute würden vor dem Zusammenbruch geschützt, skeptisch gegenüberstanden.

... aber nach wie vor erhöhte Credit-Spreads

Beurteilung der staatlichen Interventionen

Staatliche Lösung des Problems notleidender Bankaktiva schwierig

Insgesamt haben die Regierungen möglicherweise nicht schnell genug reagiert, als es darum ging, problematische Vermögenswerte aus den Bilanzen der wichtigen Banken zu entfernen. Die Erfahrungen der nordischen Länder in den 1990er Jahren verdeutlichen, dass das Problem notleidender Aktiva entschieden angegangen werden muss, um Unsicherheit abzubauen, das Vertrauen nachhaltig zu stärken und die Grundlagen für ein effizientes Finanzsystem zu schaffen (Kasten VI.B). Dies wurde zwar erkannt, doch die bisher ergriffenen Schritte haben sich vorwiegend auf die Gewährung von

Garantien und staatlich subventionierten Kapitalzuführungen konzentriert. Gleichzeitig wurden die Steuerzahler durch die Staatsgarantien und Versicherungen für Vermögenswerte potenziell großen Verlusten ausgesetzt. Die Fortschritte bei notleidenden Aktiva wurden durch die Komplexität der betroffenen Wertpapiere, rechtliche Beschränkungen und insbesondere durch die mangelnde politische Bereitschaft, öffentliche Mittel zur Lösung des Problems bereitzustellen, behindert. Dadurch besteht die Gefahr, dass sich die Krise in die Länge zieht und die Erholung verzögert, weil die stimulierende Wirkung monetärer und fiskalpolitischer Impulse durch ein funktionsgestörtes Finanzsystem gebremst wird.

Dass sich die Bereinigung der Bankbilanzen um notleidende Vermögenswerte und die Verbuchung der diesbezüglichen Verluste schwierig gestaltet, veranschaulichen die Erfahrungen der USA. Anstatt solche Aktiva aufzukaufen, kündigte das US-Finanzministerium im März ein Auktionsprogramm zur Ausgliederung der – vorher entsprechend zu bewertenden – Vermögenswerte an (Public-Private Investment Program, PPIP). Im Rahmen des PPIP können zugelassene Privatinvestoren notleidende Immobilienpapiere der Banken ersteigern. Wer den Zuschlag erhält, bekommt die Hälfte des Eigenkapitalanteils vom Staat und eine rückgriffslose Finanzierung zu attraktiven Konditionen. Außerdem kommt die US-Regierung für alle Verluste auf, die über das investierte Kapital hinausgehen. Diese großzügigen Konditionen werden u.a. gewährt, um den Wert der zugrundeliegenden Wertpapiere zu erhöhen, privaten Investoren genügend Anreiz zu bieten und Expertenwissen für die Bewertung und Verwaltung der Vermögenswerte anzuziehen. Trotz der günstigen Bedingungen waren die Aussichten für das PPIP im Mai 2009 nach wie vor ungewiss.

Um das Vertrauen in die Banken zu stärken, führte die US-Aufsichtsbehörde im April 2009 Stresstests bei 19 Bankholdinggesellschaften durch, die sicherstellen sollten, dass diese über eine ausreichende Kapitalbasis verfügen. Die Beurteilung erfolgte anhand einer Reihe von Annahmen zu den Verlusten bei verschiedenen Bankaktiva in den kommenden zwei Jahren. Nach der Veröffentlichung der Ergebnisse Anfang Mai forderte die Aufsichtsbehörde zehn der untersuchten Bankholdinggesellschaften auf, ihr Eigenkapital aufzustocken oder zugunsten von Stammaktien umzuschichten. Einige Banken nutzten die nachlassende Unsicherheit und die gestiegene Risikobereitschaft der Anleger im Anschluss an die Veröffentlichung der Ergebnisse der Stresstests, um Eigenkapital aufzunehmen und Schuldtitel zu begeben. Im Vereinigten Königreich wurden ähnliche Tests durchgeführt, während in den europäischen Ländern ganz allgemein noch die Vor- und Nachteile eines EU-weiten Stresstests diskutiert wurden.

Zweifellos wird es aufgrund der sich verschlechternden Kreditqualität zu weiteren Verlusten in den Darlehensportfolios und sonstigen Kreditengagements der Banken kommen (Kapitel III). Dies könnte die Banken veranlassen, solche Verluste möglichst spät zu verbuchen, wobei ihnen Bilanzierungsregeln zugute kommen, die im Hinblick auf den Zeitpunkt der Abschreibung von Vermögenswerten einen größeren Spielraum gewähren. Obwohl höhere potenzielle Verluste nicht im Sinne der Steuerzahler sind, werden die wich-

Stresstests bei den 19 größten US-Banken

Zunehmende Kreditverluste und Ausfälle bei anhaltender Krise

tigsten Finanzinstitute jedoch wahrscheinlich weitere staatliche Unterstützung benötigen, um die notwendigen Anpassungen vorzunehmen, das Vertrauen in das Finanzsystem wiederherzustellen und die Kreditvergabe wieder auf einer nachhaltigen Basis aufzunehmen.

Längerfristige Überlegungen

Bedenken bestehen vor allem hinsichtlich der längerfristigen Folgen der staatlichen Stützungsprogramme für Banken.

Erstens müssen die öffentlichen Entscheidungsträger den Trade-off zwischen kurzfristigen und mittelfristigen Zielsetzungen beachten. Kurzfristige Maßnahmen, die die strukturelle Anpassung des Finanzsystems hinauszögern und lediglich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stützen, sind möglicherweise nicht mit der Notwendigkeit vereinbar, mittelfristig den Fremdkapitalanteil in den Bankbilanzen abzubauen und dadurch die Grundvoraussetzungen für ein solides Finanzsystem und eine sich selbst tragende Erholung zu schaffen.

Zweitens sind die möglichen Auswirkungen der Rettungsprogramme für Banken, die aufgrund ihrer Größe oder ihrer Bedeutung für andere Banken als systemkritisch („too big to fail“) gelten, auf künftige Anreize zu berücksichtigen (Stichwort Moral Hazard). Da man nach der Lehman-Insolvenz der Auffassung war, dass der Konkurs wichtiger Finanzinstitute vermieden werden müsste, wurden Befürchtungen hinsichtlich Moral Hazard als unvermeidbares Übel hingenommen. Der Schutz von Gläubigern und die Begrenzung der Verluste von Kapitaleignern durch die Rettungsprogramme birgt jedoch das Risiko, Anreize für eine intensive Überwachung der Banken durch die Investoren nachhaltig zu reduzieren. Außerdem werden Führungskräfte und Händler von Banken, die in der Vergangenheit von den eingegangenen Risiken profitiert haben, möglicherweise nicht ausreichend für Verluste zur Rechenschaft gezogen.

Drittens treiben die Rettungspläne und staatlich gestützten Verkäufe insolventer Banken möglicherweise unbeabsichtigt das Systemrisiko in die Höhe, indem sie noch größere Finanzinstitute schaffen. In den USA beispielsweise wurde durch den Zentralbankkredit an JPMorgan Chase die Übernahme von Bear Stearns im März 2008 ermöglicht, und im September 2008 arrangierte die Bundeseinlagensicherung FDIC den Verkauf der Banktöchter von Washington Mutual an JPMorgan Chase. Im Vereinigten Königreich verkaufte die Regierung die Privatkundensparte von Bradford & Bingley an Banco Santander, gemessen an ihrer Bilanzsumme eine der größten Banken des Euro-Raums. In anderen Ländern kam es zu ähnlichen Übernahmen. Wie in Kapitel VII erörtert, stellen besonders große Finanzinstitute ein unverhältnismäßig hohes Systemrisiko dar.

Viertens wird aufgrund der unkoordinierten Maßnahmen in den einzelnen Ländern eine Verzerrung des Wettbewerbs befürchtet. Insbesondere unterscheiden sich die nationalen Hilfspakete hinsichtlich ihrer Bedingungen, ihres Umfangs und ihrer Kosten, sodass einige Banken zu günstigeren Konditionen Unterstützung erhielten als ihre Konkurrenten. Zwar wurden die Rettungspläne der EU-Mitgliedstaaten von der Europäischen Kommission

Kurzfristige Reaktionen möglicherweise im Widerspruch zu mittelfristigen Zielen

Auf längere Sicht Gefahr von Moral Hazard

Bankrettungsaktionen erhöhen möglicherweise künftiges Systemrisiko

Wettbewerbsverzerrung durch unkoordinierte Maßnahmen der einzelnen Länder

geprüft, um unangemessenen Wettbewerbsverzerrungen vorzubeugen, doch die Rettungspakete für Banken in anderen Ländern erfuhren keine solche Überprüfung. So besteht das Risiko, dass es durch die mangelnde globale Koordination zu ungleichen Wettbewerbsbedingungen für internationale Banken kommt. Außerdem könnten staatliche Hilfsmaßnahmen, die explizit an die inländische Kreditvergabe gekoppelt sind, unbeabsichtigt zu einem Rückgang der Aktivitäten international tätiger Banken an Auslandsmärkten beitragen (Kapitel III und V).

Fiskalpolitik zur Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage

Als die Krise Ende 2008 in ihre vierte Phase trat, nahmen die Befürchtungen zu, dass geldpolitische Maßnahmen möglicherweise nicht ausreichen würden, um eine scharfe Kontraktion der Wirtschaftstätigkeit zu verhindern. Zudem konnte durch die Rekapitalisierungsprogramme und staatlichen Garantien für Banken zwar ein Zusammenbruch des Finanzsystems abgewendet werden, doch wurden diese Maßnahmen als unzureichend erachtet, um kurzfristig die Konjunktur zu beleben. Vor diesem Hintergrund ergriffen alle großen Volkswirtschaften fiskalpolitische Maßnahmen, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzukurbeln und somit den Abschwung zu bremsen. Bis Mai 2009 haben nahezu alle OECD-Länder sowie zahlreiche aufstrebende Volkswirtschaften außerhalb der OECD fiskalpolitische Konjunkturpakete angekündigt.

Fiskalpolitische
Maßnahmen als
letztes Mittel

Der Umfang dieser Konjunkturpakete ist sehr unterschiedlich. Unter den OECD-Ländern verabschiedete die USA das größte Paket: Die Belastung für den Staatshaushalt dürfte dort 2009 und 2010 jeweils deutlich mehr als 2% des BIP betragen (Grafik VI.7 oben).⁴ Der relative Umfang der verabschiedeten Konjunkturpakete korreliert nicht direkt mit der Schwere des Abschwungs in den betreffenden Ländern (Grafik VI.8 links). Er hängt vielmehr von der relativen Bedeutung der automatischen Stabilisatoren in der jeweiligen Volkswirtschaft ab; diese erklärt den unterschiedlichen Umfang der Fiskalpakete in den einzelnen OECD-Ländern zu rund einem Fünftel (Grafik VI.8 Mitte).

Umfang der Fiskalpakete spiegelt unterschiedliche Bedeutung automatischer Stabilisatoren wider

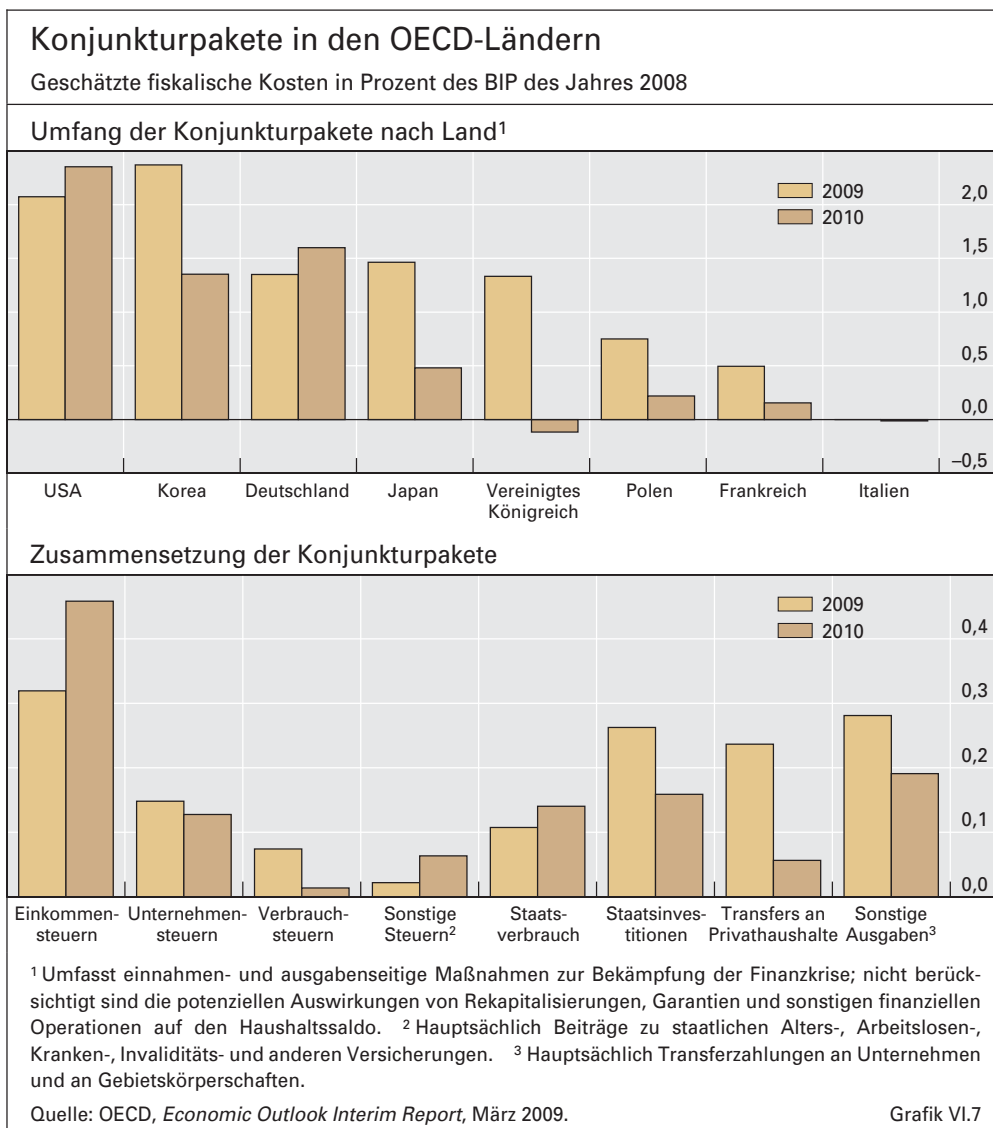
Angesichts der großen Bedeutung automatischer Stabilisatoren in vielen Volkswirtschaften sollten diskretionäre Maßnahmen nicht isoliert betrachtet werden. Zur Einschätzung des Gesamtimpulses sollte vielmehr untersucht werden, wie sich die erwarteten kurzfristigen Haushaltssalden in Reaktion auf die Krise entwickelt haben, da sich hierin auch die Ausgaben (und Einnahmen) im Zusammenhang mit den Hilfspaketen für Banken sowie Einnahmeneinbußen infolge sinkender Vermögenspreise niederschlagen. Dementsprechend wird der fiskalpolitische Impuls durch die Gesamtheit der Komponenten bestimmt und nicht von einer einzelnen Komponente.

Defizitveränderung als Messgröße für Fiskalimpulse

Die Haushaltsdefizite dürften deutlich stärker ansteigen als vor der Verschärfung der Krise im September angenommen. Sowohl der strukturelle

Drastische Ausweitung der Defizite

⁴ Einige Länder außerhalb der OECD kündigten Fiskalpakete an, die gemessen am BIP sogar noch umfangreicher waren als in den USA. Allerdings fällt der tatsächliche zusätzliche Impuls häufig erheblich geringer aus als die unbereinigten Zahlen annehmen lassen, da diese bereits zugesagte Ausgaben oder Eventualverbindlichkeiten umfassen können. Die OECD-Berechnungen sind um diese Positionen bereinigt.

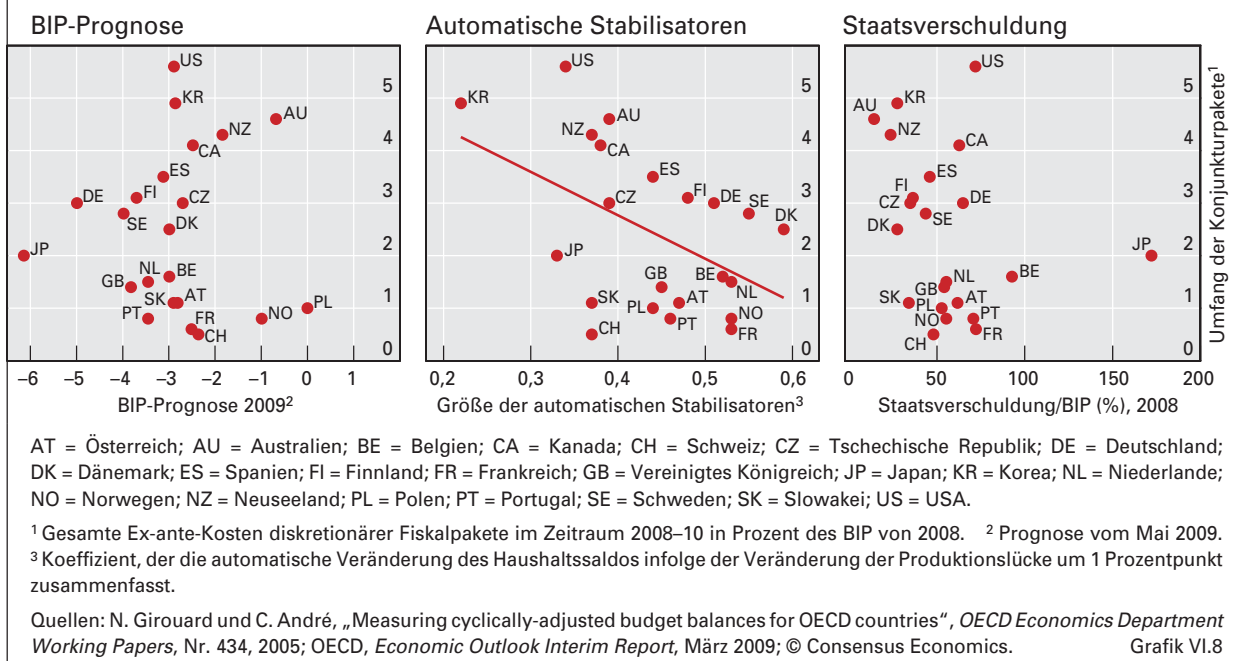


als auch der nicht konjunkturbereinigte Haushaltssaldo werden sich Vorhersagen zufolge erheblich ausweiten (Grafik VI.1 unten). In ihrer Prognose vom März 2009 erwartete die OECD für die USA ein Defizit in Höhe von 10% des BIP im Jahr 2009, nachdem ihre Prognose Mitte 2008 noch bei rund 5% gelegen hatte. Auch in Deutschland, Frankreich, Japan und dem Vereinigten Königreich war die Fiskalpolitik stark expansiv. In Italien blieb der strukturelle Haushaltssaldo weitgehend unverändert, da keine umfangreichen diskretionären Maßnahmen ergriffen wurden. Die automatischen Stabilisatoren führten jedoch zu einem Anstieg des nicht konjunkturbereinigten Defizits.

In den einzelnen Ländern ist der Spielraum für konjunkturstimulierende Maßnahmen unterschiedlich groß. Hochverschuldete Länder, die auch ohne diskretionäre Konjunkturpakete hohe Haushaltsdefizite schreiben oder über die explizite Staatsverschuldung hinaus umfangreiche ungedeckte Verbindlichkeiten aufweisen, haben einen geringeren Spielraum als solche mit solideren öffentlichen Finanzen. Diese Beschränkungen scheinen allerdings bei der Ausgestaltung der Konjunkturpakete in den wichtigsten Volkswirtschaften bisher keine Rolle gespielt zu haben: In den OECD-Ländern war

Eingeschränkter Handlungsspielraum ...

Diskretionäre Fiskalstimuli: Notwendigkeit und Spielraum



kein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Umfang der Rettungspakete und dem Schuldenstand des Staates erkennbar (Grafik VI.8 rechts). Zudem sind die Finanzierungskosten für Staatsschulden trotz der starken Ausweitung der Haushaltsdefizite insgesamt rückläufig (Grafik VI.9 unten). Dies gilt jedoch nicht für einige kleinere Staaten wie z.B. Irland, Island und Ungarn, die große Schwierigkeiten hatten, staatliche Schuldtitel zu platzieren, und sich in den Phasen drei und vier der Krise zu einer fiskalpolitischen Konsolidierung gezwungen sahen.

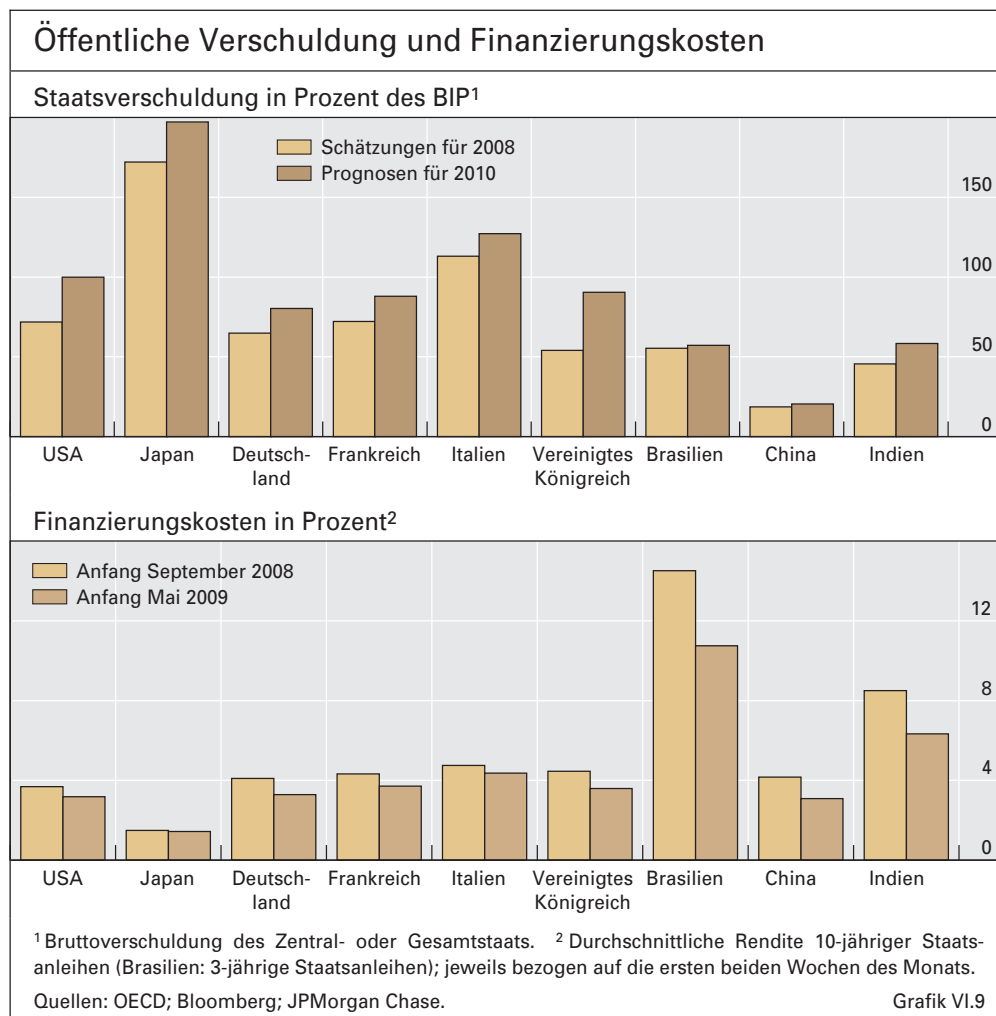
Die Konjunkturpakete der einzelnen Länder bestehen trotz unterschiedlicher Ansätze in der Regel aus einem Mix einnahmen- und ausgabenseitiger Maßnahmen (Grafik VI.7 unten). Dabei wirken Steuersenkungen tendenziell weniger stark wachstumsfördernd als ausgabenseitige Maßnahmen, die auf private Haushalte mit niedrigem Einkommen (und wohl entsprechend geringerer Sparquote) abzielen. Gleichwohl spricht bei den jüngsten Konjunkturpaketen einiges für die Einbeziehung steuerentlastender Maßnahmen. Erstens sind politische Mehrheiten für umfangreiche Konjunkturpakete einfacher zu erreichen, wenn diese mit Erleichterungen für eine große Gruppe von Steuerzahlern einhergehen. Zweitens lassen sich Steuersenkungen recht zügig umsetzen, wohingegen eine Erhöhung der öffentlichen Ausgaben häufig nur mit erheblicher Verzögerung erfolgen kann. Drittens können Einkommensteuersenkungen die Entschuldung der privaten Haushalte unterstützen und somit im weiteren Verlauf die konjunkturelle Erholung beschleunigen, auch wenn sie kurzfristig nur einen geringen Einfluss auf das BIP haben.

Die fiskalpolitischen Maßnahmenpakete sind im historischen Vergleich zweifellos sehr umfangreich. Allerdings stellt sich die Frage, inwiefern sie auch wirksam sind. Hierzu gibt es abweichende Schätzungen. So erwartet das Congressional Budget Office der USA ausgehend von beobachteten Durch-

... nur in kleineren Volkswirtschaften mit schwieriger Haushaltslage

Zusammensetzung der Konjunkturpakete und die Frage der Wirksamkeit

Unsicherheit über fiskalische Multiplikatoren



schnittswerten, dass der American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) – der die meisten fiskalpolitischen Maßnahmen enthält – 2009 zu einem zusätzlichen Wachstumsimpuls von 1,4 bis 3,8 Prozentpunkten des BIP und im Folgejahr zu einem etwas niedrigeren Impuls führen wird. Die Ungenauigkeit dieser Schätzungen spiegelt die große Bandbreite wider, mit der die Höhe der fiskalischen Multiplikatoren in der Fachliteratur beziffert wird.⁵ Da die Datenbasis dieser ökonometrischen Schätzungen allerdings aus Beobachtungen bei gegebener Funktionsfähigkeit des Finanzsystems besteht, ist unklar, ob die so hergeleiteten Multiplikatoren für die Einschätzung der aktuellen fiskalpolitischen Impulse hilfreich sein können. Einerseits dürfte sich aufgrund der Anspannungen im Finanzsektor der Anteil der privaten Haushalte und Unternehmen, die keinen Zugang zu Krediten haben und daher wahrscheinlich einen größeren Anteil des zusätzlich verfügbaren Einkommens ausgeben, erhöhen. Andererseits könnten die privaten Haushalte und Unternehmen

⁵ Auf der Basis von strukturellen makroökonomischen Modellen mit vergangenheitsbezogenen (adaptiven) Erwartungen erhält man in der Regel Multiplikatoren von über 1, was bedeutet, dass jeder Dollar, der vom Staat ausgegeben wird, eine Erhöhung des BIP um mehr als einen Dollar bewirkt. Modelle mit eher vorausschauenden Erwartungen sowie Fallstudien legen hingegen nahe, dass die Multiplikatoren meist einen Wert von unter 1 haben, da höhere Staatsausgaben zu niedrigeren Ausgaben in anderen Bereichen führen.

aufgrund der erhöhten Unsicherheit ihre Verschuldung abbauen oder verstärkt sparen, was den Multiplikator reduzieren würde.

Risiken

Zur Zeit der Drucklegung dieses Jahresberichts war noch unklar, ob es mit den expansiven Maßnahmen, die als Reaktion auf die starke Kontraktion der Wirtschaft Ende 2008 und Anfang 2009 ergriffen wurden, gelingen wird, eine gesamtwirtschaftliche Stabilisierung herbeizuführen. Anlass zur Sorge ist vor allem der geringe Fortschritt bei der Lösung der strukturellen Probleme im Finanzsektor. Die Erfahrungen der nordischen Länder in den 1990er Jahren (Kasten VI.B) und die Lehren aus anderen vergleichbaren Phasen legen nahe, dass eine nachhaltige Erholung nicht möglich ist, ohne dass die Banken – im Zweifelsfall unter staatlichem Druck – ihre Verluste verbuchen, ihre Bilanzen um notleidende Vermögenswerte bereinigen, ihre Kapazitätsüberschüsse abbauen und ihre Eigenkapitalbasis stärken. Gegenwärtig ist dies noch nicht der Fall. Daher besteht ein erhebliches Risiko darin, dass die aktuellen Rettungspakete lediglich eine vorübergehende Belebung bewirken werden, auf die dann eine lang anhaltende Stagnation folgt. Wenn es zu einer solchen temporären Erholung kommt, könnte es für die Behörden zudem schwerer werden, unbeliebte, aber notwendige Maßnahmen zur Sanierung des Finanzsystems durchzusetzen, was letztlich die Phase schleppenden Wachstums verlängern könnte.

Das vielleicht größte kurzfristige Risiko im Zusammenhang mit den expansiven Rettungsmaßnahmen ist ein erzwungener Kurswechsel. Die Währungs- und Finanzbehörden der wichtigsten Volkswirtschaften unterlagen bislang bei der Gestaltung einer expansiven Wirtschaftspolitik keinen wesentlichen Beschränkungen. Das muss nicht zwangsläufig so bleiben. Eine ausgedehnte wirtschaftliche Stagnationsphase könnte die Glaubwürdigkeit der beschlossenen Maßnahmen untergraben. Die Regierungen könnten Schwierigkeiten bekommen, Schuldtitel zu platzieren, wenn die Marktteilnehmer davon ausgehen, dass die strukturellen Haushaltssalden der Länder über Jahre negativ bleiben werden. In solchen Situationen könnten sich die Finanzierungskosten plötzlich erhöhen, wodurch sich die Regierungen womöglich gezwungen sähen, starke Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen vorzunehmen. Einige Länder könnten auch durch außenwirtschaftliche Zwänge beeinträchtigt werden. Vor allem in kleineren und offeneren Volkswirtschaften könnten sich die Zentralbanken infolge eines Drucks auf ihre Währung veranlasst sehen, die geldpolitischen Zügel stärker zu straffen, als dies angesichts ihrer nationalen Wirtschaftslage angemessen erscheint.

Darüber hinaus gibt es mittelfristige Risiken. Während die Reaktionen der öffentlichen Entscheidungsträger zunächst unmittelbar auf die Abfederung des starken Wirtschaftsabschwungs abzielten, werden sich die Ende 2008 und Anfang 2009 ergriffenen expansiven Schritte auch auf den Übergang zu neuen gesamtwirtschaftlichen Strukturen mit geringeren Schuldenquoten und einem entsprechend kleineren Finanzsektor auswirken. Eine gewisse Glättung dieser Anpassung ist eindeutig zu begrüßen. Allerdings kann die Korrektur der in Kapitel I beschriebenen Ungleichgewichte nicht endlos hinausgeschoben

Wirksamkeit einer expansiven Wirtschaftspolitik ...

... kann durch schwaches Finanzsystem untergraben werden

Risiko eines erzwungenen Kurswechsels

Übergang zu neuen wirtschaftlichen Strukturen

werden. Um ihre Glaubwürdigkeit zu wahren, müssen sich die öffentlichen Entscheidungsträger dieser Herausforderung stellen.

Straffung technisch machbar ...

Irgendwann wird sich die Wirtschaft erholen, und dann muss die geld- und fiskalpolitische Lockerung wieder rückgängig gemacht werden. Aus technischer Sicht gestaltet sich dies recht einfach. Es wird zwar einige Zeit dauern, die umfangreichen Bestände an Vermögenswerten zu verkaufen, die die Zentralbanken seit dem Konkurs von Lehman Brothers erworben haben; dies beeinträchtigt jedoch nicht die Fähigkeit der Zentralbanken, die monetären Impulse zu reduzieren. Selbst wenn sie nicht in der Lage sind, Bilanzkürzungen vorzunehmen, können sie doch über Repo-Geschäfte, die Begebung von Zentralbanktiteln oder attraktivere Konditionen für Reserveguthaben Liquidität abschöpfen. Wie oben erwähnt wurden einige dieser Maßnahmen im Verlauf der Krise bereits eingesetzt, um der Verlängerung der Zentralbankbilanzen zumindest teilweise entgegenzuwirken. Auch die Rücknahme der fiskalpolitischen Impulse dürfte eher unproblematisch sein. Einige Maßnahmen waren nur auf kurze Sicht ausgelegt und werden auslaufen, es sei denn, sie werden verlängert. Andere haben zwar keine explizite Laufzeit, können aber innerhalb des normalen Budgetverfahrens beendet werden.

... richtiger Zeitpunkt aber extrem heikel

Dass die Rückführung der monetären und fiskalpolitischen Impulse ohne größere technische Schwierigkeiten vonstatten gehen kann, bedeutet aber nicht, dass die wirtschaftspolitische Straffung leicht sein wird. Das erste Problem ist die Wahl des richtigen Zeitpunkts. Erfolgt die Straffung zu früh, könnte dies die Erholung beeinträchtigen. Kommt sie hingegen zu spät, könnte die anhaltende Wirkung der Impulse Inflationsdruck verursachen oder zu einem erneuten Zyklus von Vermögenspreisblasen und steigender Fremdfinanzierung beitragen. Sogar unter den günstigsten wirtschaftlichen Bedingungen ist es schwierig zu bestimmen, wann der Zeitpunkt für Straffungen gekommen ist. In der derzeitigen Lage ist dies noch weit problematischer. Die Standardmessgrößen der Produktionslücke dürften hier nur bedingt nützlich sein, da unklar ist, inwiefern die Probleme im Finanzsektor das künftige Produktionspotenzial beeinträchtigen werden. Das zweite Problem ist politischer Natur. Die Zentralbanken und die Finanzministerien dürften unter starken politischen Druck geraten, wirtschaftspolitische Straffungen möglichst lang hinauszuzögern.

Risiko der staatlichen Überschuldung

Ungeachtet der Fragezeichen bezüglich ihrer Wirksamkeit werden die expansiven Maßnahmen der Jahre 2008 und 2009 langfristige Folgen haben, allen voran eine aus den Konjunkturpaketen resultierende hohe Staatsverschuldung. Selbst bei einer raschen Rücknahme der Impulse könnten die Verbindlichkeiten, die sich aus den finanziellen Rettungspaketen ergeben, die Staatskassen noch über Jahre belasten. Hinzu kommt, dass aufgrund der niedrigeren Vermögenspreise Einnahmeausfälle zu erwarten sind. Die höhere Staatsverschuldung wiederum könnte die Realzinsen nach oben treiben und dadurch private Investitionen verdrängen. So geht z.B. das Congressional Budget Office davon aus, dass die Folgewirkungen des US-Konjunkturpakets das künftige Wirtschaftswachstum langfristig um jährlich 0,2% des BIP dämpfen werden. Daher wird die wichtigste politische Herausforderung für die kommenden Jahre die Sanierung der öffentlichen Finanzen sein.