

Staatsschuldenkrise im Euro-Raum bestimmt Finanzmarktgeschehen weltweit¹

Das Finanzmarktgeschehen weltweit wurde in der Zeit von Anfang September bis Anfang Dezember weitgehend von den Nachrichten zur Staatsschuldenkrise im Euro-Raum bestimmt. Angesichts von Ratingherabstufungen und politischer Unsicherheit forderten die Marktteilnehmer höhere Renditen auf italienische und spanische Staatsschuldtitel. Infolge der Schwierigkeit, in einem rezessiven Umfeld haushaltpolitische Zielvorgaben zu erfüllen, kamen gleichzeitig die Preise von griechischen und portugiesischen Staatsanleihen weiter unter Druck.

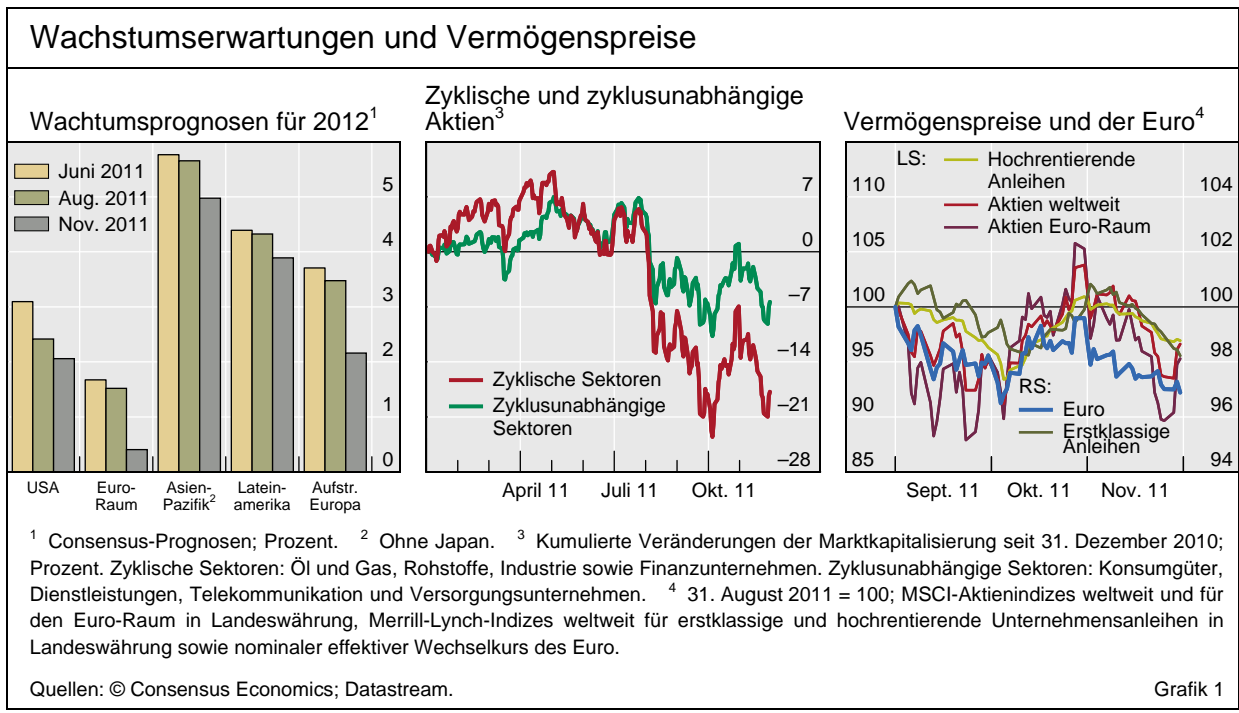
Im Oktober beruhigte sich die Lage etwas. Es kam Optimismus auf, dass beim EU-Gipfel am Monatsende umfassende Massnahmen gegen die Krise vorgeschlagen würden. Im November machte sich jedoch bei den Anlegern zunehmend Skepsis bezüglich der Wirksamkeit einiger dieser Massnahmen breit. Die Staatsanleiherenditen stiegen daraufhin für den gesamten Euro-Raum an, auch für Emittenten mit höherem Rating.

Gleichzeitig sahen sich Finanzinstitute, die gegenüber Staaten des Euro-Raums direkt exponiert waren, mit steigenden Refinanzierungskosten und erschwertem Zugang zu Finanzmitteln konfrontiert. Die betroffenen Banken ergriffen Massnahmen, um ihren Fremdfinanzierungsgrad weiter zu senken; sie verkauften Aktiva und verschärften ihre Kreditkonditionen. Darüber hinaus stiessen sie bestimmte Arten von Vermögenswerten ab, um die erhöhte Volatilität ihrer Portfolios zu dämpfen. Hierzu gehörten Wertpapiere aus aufstrebenden Volkswirtschaften. Deren Preise brachen im September ein und sanken im November erneut. Gleichzeitig stiegen die Preise von als sicher geltenden Vermögenswerten im Zuge einer Flucht in die Qualität.

Weitere Verschlechterung der globalen Wachstumsaussichten

Abgesehen von den Entwicklungen an den Märkten für Staatsanleihen des Euro-Raums drückten im September auch die sich verschlechternden Aus-

¹ Die Analyse deckt den Zeitraum bis zum 1. Dezember 2011 ab. Fragen zu diesem Artikel können an nick.vause@bis.org oder an goetz.vonpeter@bis.org gerichtet werden. Fragen zu Daten und Grafiken sollten an magdalena.erdem@bis.org und garry.tang@bis.org gerichtet werden.



sichten für das globale Wirtschaftswachstum auf die Preise konjunktursensitiver Vermögenswerte. Die Korrekturen der Wachstumserwartungen waren auf die pessimistischeren Aussichten für den Euro-Raum und – in geringerem Masse – für die aufstrebenden Volkswirtschaften zurückzuführen (Grafik 1 links). Sie folgten auf frühere Korrekturen im August, denen schlechtere Aussichten für die USA zugrunde gelegen hatten. Im Oktober wurde in vielen Prognosen davon ausgegangen, dass die Wirtschaft des Euro-Raums im letzten Quartal 2011 und in den ersten Monaten 2012 schrumpfen, aber im Gesamtjahr 2012 immer noch leicht wachsen würde. Mit Blick auf die aufstrebenden Volkswirtschaften korrigierten die Analysten ihre Prognosen für das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas am deutlichsten, da sie mit einer raschen Verlangsamung des Kreditwachstums rechneten. Aber auch für die aufstrebenden Märkte der Asien-Pazifik-Region senkten sie ihre Wachstumsprognosen und trugen so der in einigen Fällen markanten Verlangsamung des Exportwachstums – insbesondere in China – und den verheerenden Überschwemmungen in Thailand Rechnung. Folglich gingen die Preise konjunktursensitiver Vermögenswerte im September zurück, beispielsweise die Preise von Industriemetallen und Energie wie auch die Aktienpreise – namentlich in zyklischen Sektoren (Grafik 1 Mitte).

Fallende Preise konjunktursensitiver Vermögenswerte im September ...

Die Währungsbehörden reagierten auf diese erneute Verschlechterung der globalen Wachstumsaussichten mit zusätzlichen Impulsen, welche den Preisen konjunktursensitiver Vermögenswerte ab Ende September eine gewisse Stütze boten. Am 21. September kündigte die Federal Reserve an, sie werde zusätzliche US-Schatzpapiere mit einer Restlaufzeit von mehr als sechs Jahren im Wert von \$ 400 Mrd. kaufen und im selben Umfang US-Schatzpapiere mit einer Restlaufzeit von weniger als drei Jahren verkaufen (s. auch das nur auf Englisch verfügbare Feature „The impact of recent central bank asset purchase programmes“ in diesem Quartalsbericht). Der Renditespread

... dann aber gewisse Stütze durch geldpolitische Impulse

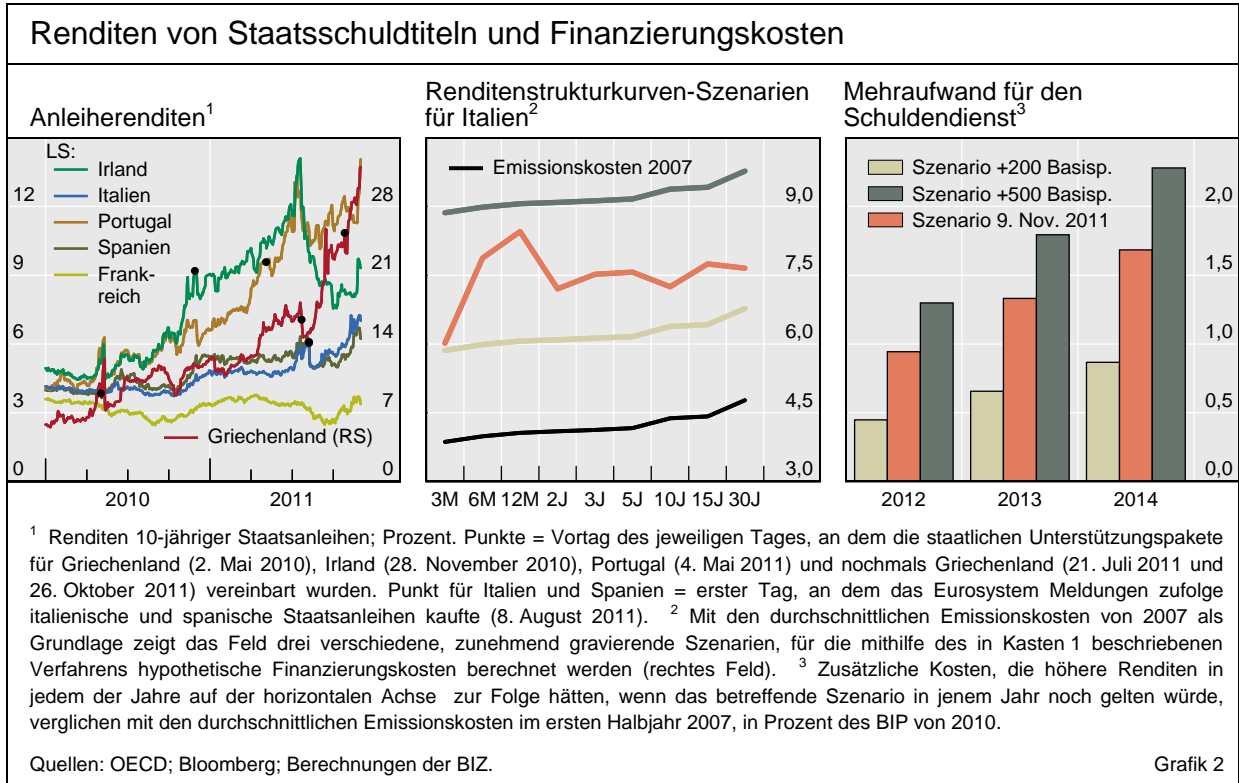
zwischen 10- und 2-jährigen US-Schatzpapieren fiel am Tag der Ankündigung um 10 Basispunkte, was in erster Linie auf den Rückgang der längerfristigen Rendite zurückzuführen war. Die Bank of England weitete ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten, das vorwiegend in britische Staatsanleihen investiert, am 6. Oktober um £ 75 Mrd. aus und damit etwas früher und um einen grösseren Betrag, als viele erwartet hatten. Das Pfund Sterling wertete am Tag der Ankündigung handelsgewichtet um 0,7% ab, während die Renditen britischer Staatsanleihen im Wesentlichen unverändert blieben. Auch die Bank of Japan beschloss am 27. Oktober, ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten um japanische Staatsanleihen im Wert von ¥ 5 Bio. aufzustoocken. Am 1. November gab die Reserve Bank of Australia – wie die EZB zwei Tage später – eine Senkung des wichtigsten Leitzinses um 25 Basispunkte bekannt. In den Terminkontrakten wurde eine weitere Zinssenkung durch die EZB von mindestens 25 Basispunkten noch vor dem Jahresende eingepreist. Auch die brasilianische, indonesische und israelische Zentralbank senkten die Leitzinsen.

Im weiteren Verlauf des Monats November kam ein US-Kongressausschuss, der über Haushaltskürzungen für die nächsten zehn Jahre beriet, zu keiner Einigung. Dies verstärkte die kurzfristigen Wachstumsbedenken. Mangels Einigung werden ab 2013 automatische Kürzungen der Staatsausgaben um \$ 1,2 Bio. erfolgen. Zudem bleibt der fiskalpolitische Kurs für 2012 ungewiss, da sich der Ausschuss nicht darauf verständigen konnte, ob die vorübergehenden Einkommensteuersenkungen und die verbesserte Arbeitslosenunterstützung über das Jahresende hinaus verlängert werden. Gemäss aktuellen Plänen werden in den USA sowohl 2012 als auch 2013 fiskalpolitische Impulse in Höhe von mehr als 2% des BIP wegfallen. Der Aktienindex S&P 500 gab am 21. November, dem Tag, an dem die Verhandlungsfrist des Ausschusses endete, um nahezu 2% nach.

Staatsschuldenkrise im Euro-Raum geht in die entscheidende Phase

Ab September waren nicht mehr die Besorgnis der Marktteilnehmer über die schlechteren Wachstumsaussichten, sondern die wachsenden Bedenken über die Tragfähigkeit der Verschuldung im Euro-Raum für die Entwicklung der Preise von Vermögenswerten ausschlaggebend. Die Marktpreise spiegelten denn auch im Wesentlichen die Wertentwicklung des Euro wider. Darin zeigte sich, welche zentrale Rolle die Entwicklungen im Euro-Raum in der Berichtsperiode spielten (Grafik 1 rechts).

In den drei Monaten durchliefen die Märkte drei verschiedene Phasen: Im September schnitten die europäischen Aktienmärkte aufgrund von Ängsten vor einer weiteren Rezession und einer möglichen ungeordneten Insolvenz schlechter ab als andere entwickelte Aktienmärkte. Im Oktober erholten sich die Aktienmärkte aufgrund der wachsenden Zuversicht, dass sich die Politiker endlich auf einen umfassenden Plan zur Überwindung der Krise einigen würden. Am Tag nach dem Euro-Gipfel vom 26. Oktober verzeichneten alle Märkte eine Erholungsrally. Die dritte Phase, die am 1. November begann, war



von einem rasanten Auf und Ab der Kurse geprägt – eine Reaktion auf die zahlreichen politischen Nachrichten zum geplanten Referendum in Griechenland und zu den Führungskrisen in Griechenland und Italien. Die Märkte vermochten sich auch dann nicht zu erholen, als in beiden Ländern reformwillige Regierungen an die Macht kamen. Die Anleihemärkte standen wiederholt unter starkem Verkaufsdruck, der immer weitere Kreise zog. Daher verharrten die Messgrößen der Volatilität an den Anleihe- und den Aktienmärkten auf hohem Niveau. Gegen Ende November begannen sich die Aktien- und Anleihemärkte etwas von den zuvor erlittenen Verlusten zu erholen.

In diesen drei Monaten gerieten die von hochverschuldeten Staaten des Euro-Raums begebenen Anleihen aufgrund der zahlreichen negativen Wirtschaftsdaten und der politischen Unsicherheit unter Druck. Die Renditen griechischer und portugiesischer Anleihen stiegen erneut. Darin kam zum Ausdruck, dass diese Länder angesichts der wirtschaftlichen Rezession im Inland Schwierigkeiten hatten, ihre Haushaltsziele zu erfüllen. Demgegenüber sanken aufgrund des Exportwachstums in Irland die Renditen und die Prämien von Credit-Default-Swaps (CDS) auf Niveaus, die bestanden hatten, bevor das Land im November 2010 multilaterale Finanzhilfen in Anspruch nahm (Grafik 2 links). Angesichts von Ratingherabstufungen und politischer Unsicherheit forderten die Marktteilnehmer höhere Renditen auf spanische und italienische Schuldtitel. Auch die Renditen staatlicher Emittenten mit hoher Bonität, insbesondere diejenigen Frankreichs, stiegen. Die wachsenden Bedenken über die Kreditwürdigkeit Italiens führten letztlich dazu, dass die 2-jährigen CDS-

Steigender
Marktdruck ...

Prämien über die 10-jährigen Prämien stiegen, da die Händler auf ein Kreditereignis in näherer Zukunft wetteten.²

... führt zu
staatlichen
Massnahmen

Der Druckaufbau an den Anleihemärkten und die damit einhergehenden Refinanzierungsprobleme der Banken zwangen die öffentlichen Entscheidungsträger dazu, umfassende Massnahmen zur Wiederherstellung des Vertrauens zu ergreifen. Am 26. Oktober 2011 einigten sich die Staats- und Regierungschefs des Euro-Raums auf einen dreigleisigen Ansatz, der einen Schuldennachlass für Griechenland, eine Hebelung der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und die Rekapitalisierung von Banken vorsah (Tabelle 1).³ Die Ankündigung am Gipfeltreffen löste aufgrund der Einschätzung, bestimmte Abwärtsrisiken seien beseitigt worden, an den globalen Finanzmärkten eine beachtliche Rally aus. Während sich die Aktien- und Kreditmärkte deutlich erholten, fiel die Reaktion am Anleihemarkt verhaltener aus, da die Mittel zur Hebelung der EFSF nach dem Dafürhalten der Analysten genau an diesem Markt zu beschaffen wären. Die Preise von Bankaktien aus aller Welt und von griechischen Anleihen festigten sich zunächst, da der geplante Schuldenschnitt mit 50% geringer ausfiel, als die Anleihepreise und die kursierenden Vorschläge hatten vermuten lassen. Die CDS-Prämien gingen anfänglich zurück, da davon ausgegangen wurde, dass eine freiwillige Umschuldung kein Kreditereignis auslösen würde.

Die Rally war jedoch von kurzer Dauer. Noch bevor die Märkte infolge des überraschend angekündigten Referendums in Griechenland am 1. November über Endspielszenarien nachzusinnen begannen, hegten die Marktteilnehmer

Am Euro-Gipfel vom 26. Oktober vereinbarte Massnahmen	
Ziel	Massnahmen
Verringerung der griechischen Schuldenlast	Freiwilliger Anleiheumtausch mit einem nominalen Abschlag von 50% auf den Nennwert der von privaten Gläubigern gehaltenen griechischen Staatsanleihen mit dem Ziel, die Staatsverschuldung bis 2020 auf 120% des BIP zu senken. Zu dieser Beteiligung des Privatsektors tragen die Mitgliedstaaten des Euro-Raums bis zu €30 Mrd. bei und sind bereit, zusätzliche Finanzmittel in Höhe von bis zu €100 Mrd. zur Verfügung zu stellen.
Sicherung der Finanzmittel für staatliche Schuldner	Pläne, neu begebene Staatsanleihen durch die EFSF zu 20–30% gegen Verluste abzusichern und die EFSF-Mittel zum Ankauf von Staatsanleihen auf mehr als €440 Mrd. zu hebeln, indem über sog. Co-Investment-Fonds Finanzmittel von privaten und staatlichen Gläubigern aufgenommen werden.
Wiederherstellung des Vertrauens in den Bankensektor	Pläne, ein staatliches Garantieprogramm für Bankschulden einzuführen und von 70 EU-Banken zu verlangen, i) dass sie ein zeitlich befristetes Kapitalpolster für ihre zum Marktwert bewerteten Forderungen gegenüber Staaten aufbauen und ii) dass sie bis Juni 2012 eine harte Kernkapitalquote von 9% aufweisen. Vorläufigen Schätzungen zufolge besteht eine Kapitalücke von insgesamt €106 Mrd.
Quellen: Europäische Union; Europäische Bankaufsichtsbehörde.	
Tabelle 1	

² Zu den Kreditereignissen bei Schuldendienstverpflichtungen staatlicher Emittenten zählen Zahlungsverzug, Zahlungsverweigerung, Schuldenmoratorium oder Umschuldung (d.h. eine Minderung der Zins- oder Tilgungszahlungen sowie deren Aufschub, Umwandlung in nachrangige Verbindlichkeiten oder Umschreibung auf eine andere Währung).

³ Ein Euro-Folgegipfel fand erst am 8./9. Dezember und somit nach Drucklegung dieses Berichts statt.

Zweifel an der Umsetzung dieser Massnahmen. Zwar wurde das Referendum drei Tage später abgesagt, doch verunsicherte die politische Ungewissheit die Märkte weiterhin. Am 9. November wurden die Marktteilnehmer von den massiven Intraday-Schwankungen der Renditen italienischer Anleihen überrascht. Nach dem Beschluss eines Clearing-Hauses im Vereinigten Königreich, die Einschussanforderungen zu erhöhen, verloren 10-jährige italienische Anleihen 5% an Wert, da ihre Renditen auf 576 Basispunkte über der Rendite der deutschen Bundesanleihe schnellten.

Erneute Anspannungen an Anleihemärkten betreffen zuerst Italien ...

In der Folge kamen Befürchtungen auf, dass länger dauernde Turbulenzen am Anleihemarkt letztlich in einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung zu einer Liquiditätskrise am drittgrössten Anleihemarkt der Welt führen könnten.⁴ Einfache Simulationen des Schuldendienstaufwands für das italienische Schatzamt in verschiedenen Szenarien für die Entwicklung der Renditenstrukturkurve, wie in Kasten 1 und Grafik 2 (Mitte) erläutert, zeigen jedoch, dass Italien in der Lage sein sollte, für gewisse Zeit höhere Renditen zu verkraften, sofern das Land den Zugang zum Markt behält. Angesichts der relativ hohen durchschnittlichen Restlaufzeit der italienischen Staatsschuldtitel (7 Jahre) würde es lange dauern, bis sich die höheren Renditen in einem erheblichen Mehraufwand für den Schuldendienst niederschlagen würden. Sollte die am 9. November beobachtete Renditenstrukturkurve während des ganzen Jahres 2012 unverändert bleiben, würde sich der jährliche Mehraufwand auf 0,95% des BIP von 2010 belaufen (Grafik 2 rechts). Sogar das schlimmste hier simulierte Szenario müsste drei Jahre andauern, damit sich der jährliche Mehraufwand auf über 2% des BIP beliefe.

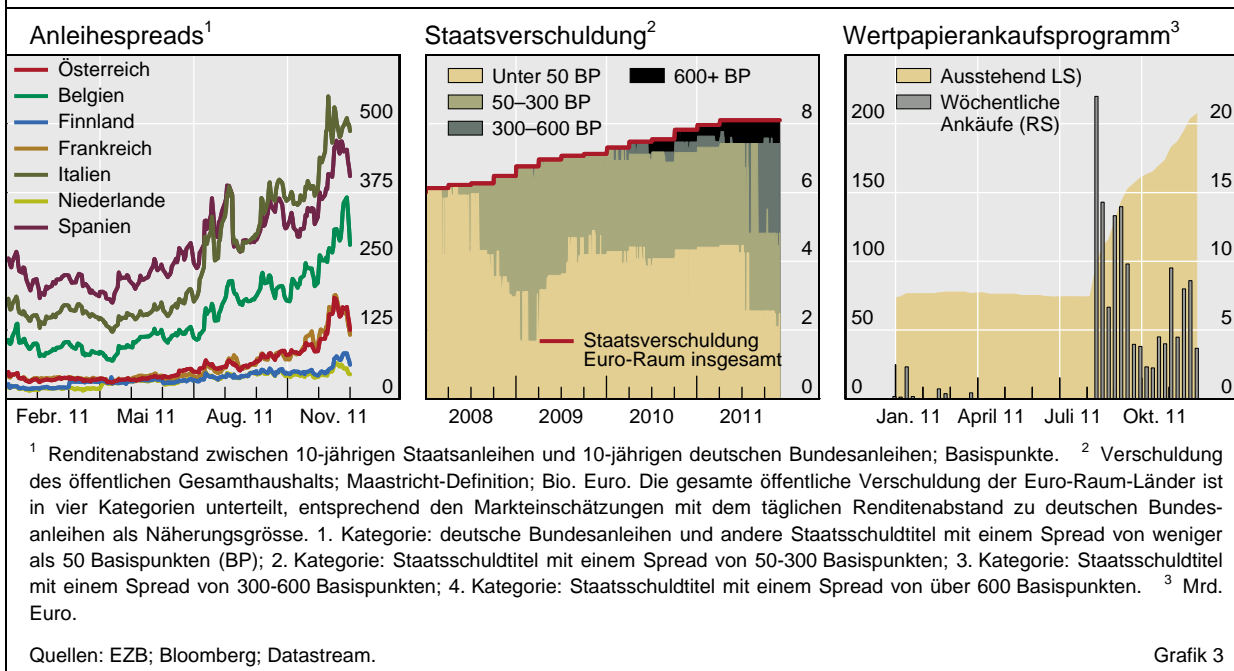
Die Anspannungen an den Anleihemärkten verstärkten sich weiter, und zwar auch dann noch, als in Griechenland und Italien neue Regierungen zur Umsetzung der Reformen eingesetzt wurden. Der Anstieg der Renditeaufschläge beschleunigte sich auf breiter Front (Grafik 3 links). Durch diesen Höhenflug stiegen die Finanzierungskosten einiger Staaten auf Niveaus, die vor der Einführung des Euro verzeichnet worden waren. Spanien begab am 17. November 10-jährige Anleihen zu einem Zinssatz von ganz knapp unter 7%, Italien zwölf Tage später zu einem Zinssatz von 7,56%. Das Eurosystem kaufte weiterhin begrenzte Mengen von Staatsanleihen an, sodass sich die im Rahmen der Wertpapierankaufsprogramme erworbenen Anleihebestände am 1. Dezember auf € 207 Mrd. beliefen (Grafik 3 rechts). An einigen der volatileren Tage im November konnte der Höhenflug der Renditen Berichten zufolge nur durch Ankäufe der öffentlichen Hand gestoppt werden. Dennoch hielt das Eurosystem dem wachsenden internationalen Druck stand, Schuldtitel in grossem Umfang anzukaufen.

... dehnen sich dann aber auf Kernstaaten aus

Es kam wiederholt zu Verkaufswellen, bei denen Anleger bisher als sicher geltende Staatsanleihen abzustossen versuchten. Die Renditeaufschläge österreichischer und französischer Anleihen näherten sich der Marke von 200 Basispunkten an, und sogar der Abstand zwischen den Renditen nieder-

⁴ Mit ausstehenden Schulden in Höhe von € 1,9 Bio. und börsengängigen Wertpapieren von insgesamt € 1,6 Bio. ist der italienische Markt für Staatsanleihen nach demjenigen Japans und der USA der drittgrösste der Welt.

Risikofreie Schuldtitel auf dem Rückzug



ländischer bzw. finnischer Staatspapiere und denjenigen deutscher Bundesanleihen begann sich auszuweiten (Grafik 3 links). Immer mehr Kernstaaten wurden vom Verkaufsdruck an den Anleihemärkten erfasst, sodass letztlich praktisch nur noch die deutschen Bundesanleihen als sicher geltende AAA-Staatspapiere im Euro-Raum übrig blieben (Grafik 3 Mitte). Die Palette an sicheren Staatspapieren schien somit gerade dann kleiner zu werden, als die Nachfrage nach sicheren Anlagen stieg, womit es zu einer Flucht in sichere Anlagen ausserhalb des Euro-Raums kam (Grafik 8). Sogar die Auktion neuer deutscher Bundesanleihen am 23. November stiess auf wenig Interesse. Nur gerade 65% des Zielbetrags wurden gezeichnet. Zwar beruhigten sich die Märkte Ende November, doch sind die Marktteilnehmer durch die Anspannungen an einigen der grössten Anleihemärkte im Euro-Raum verunsichert worden. Möglicherweise haben die Marktturbulenzen dem Anlegerkreis Schaden zugefügt, da langfristige Anleger wie Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds mit Blick auf den Kapitalerhalt an Märkten für Staatsschuldtitel investieren.

Refinanzierung und Solvenz von Banken rücken in den Vordergrund

Die Verschärfung der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum ging mit einer Schwäche des Bankensektors einher. Obwohl sich im Laufe des Jahres bei Banken immer wieder Refinanzierungsprobleme bemerkbar gemacht hatten, lenkten die öffentlichen Entscheidungsträger und Marktteilnehmer ihre Aufmerksamkeit nun vermehrt auf die Solvenz von Banken. Dies verdeutlichten die Rettung von Dexia, einer französisch-belgischen Bank, die in der Finanzierung der öffentlichen Hand tätig ist, und der Konkurs von MF Global, einer Broker-Dealer-Gesellschaft in den USA. Beide verloren den Zugang zu den

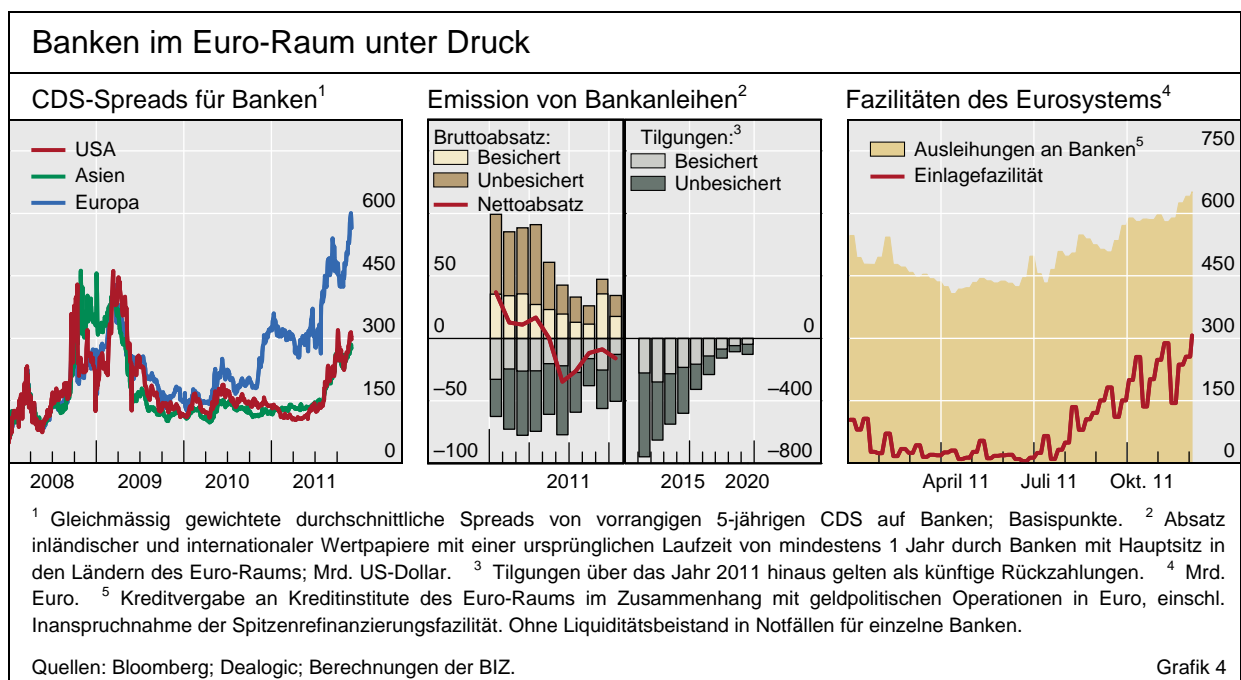
Refinanzierungsmärkten, da sich die Kreditgeber aufgrund der beträchtlichen Positionen, die Dexia und MF Global in Anleihen von staatlichen Emittenten des Euro-Raums hielten, über die künftige Solvenz dieser Institute zunehmend besorgt zeigten.

Die Ratingagenturen stuften eine Vielzahl von europäischen Banken herab. Einige Herabstufungen wurden mit einem erhöhten Länderrisiko begründet, andere mit einem Verlust der vermuteten staatlichen Unterstützung (Kasten 2). Mehrere französische Banken wurden zudem aufgrund ihrer anhaltenden Abhängigkeit von den unbeständigen Kapitalmärkten herabgestuft. Die durchschnittlichen Kreditspreads europäischer Banken entwickelten sich somit weiter von denjenigen asiatischer und US-Banken weg (Grafik 4 links) und schnellten über das Niveau hinaus, das nach dem Konkurs von Lehman Brothers 2008 beobachtet worden war.

Aufgrund einer Vielzahl von Bankenherabstufungen ...

Die Ratingherabstufungen, die in einem volatilen Marktumfeld erfolgten, verschärfte die Refinanzierungsprobleme der europäischen Banken. Die südeuropäischen Banken – mit Ausnahme einiger global operierender Akteure – hatten den Marktzugang bereits früh verloren, und einige französische Banken wurden so kritisch geprüft wie nie zuvor. Der Nettoabsatz der Anleihen von Banken des Euro-Raums war schon seit Mitte des Jahres negativ (Grafik 4 Mitte; s. auch S. 5 f. im Kapitel „Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Statistiken“ dieses Quartalsberichts). Die Banken begaben besicherte Anleihen, doch blieb das unbesicherte mittelfristige Segment effektiv geschlossen. Gleichzeitig zogen sich US-Geldmarktfonds kontinuierlich aus der Finanzierung europäischer Banken zurück (–42% seit Ende Mai), um indirekte Länderrisiken zu vermeiden. Im November erreichten die Kosten für den Tausch von Euro gegen US-Dollar das höchste Niveau seit Dezember 2008. Die Refinanzierungsschwierigkeiten könnten durchaus anhalten, denn bis Ende 2014 werden Bankschuldtitel in Höhe von fast \$ 2 Bio. fällig. Rund 13% dieses Betrages entfallen auf staatlich garantierte Anleihen, die vorwie-

... Verschärfung der Refinanzierungsprobleme von Banken ...



gend 2009 begeben wurden und Laufzeiten aufweisen, bei denen eine Verlängerung zu tragbaren Bedingungen schwierig sein dürfte.

... und daher
weitere Liquiditäts-
bereitstellung durch
das Eurosystem

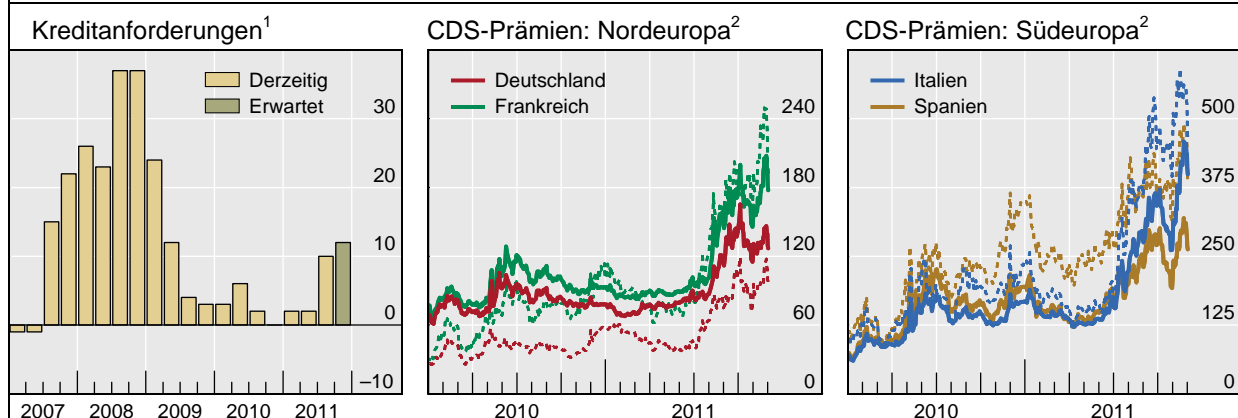
Durch die Refinanzierungsprobleme der Banken, die aufgrund der Anspannungen an den Märkten für Staatsschuldtitel anhielten, rückte das Eurosystem ins Rampenlicht. Die Zentralbanken im Euro-Raum führten dem Finanzsystem weiterhin reichlich Liquidität zu. Da aber die Banken immer weniger bereit waren, sich gegenseitig Geld zu leihen, fand sich ein Teil des Interbankmarktes faktisch in der Bilanz des Eurosystems wieder. Die Inanspruchnahme seiner Einlagefazilität erreichte am 7. November fast € 300 Mrd., während die Kredite an Banken doppelt so hoch ausfielen (Grafik 4 rechts). Auf Banken mit Hauptsitz in Frankreich, Irland und Italien entfiel mehr als die Hälfte der Eurosystem-Kredite an Banken. Französische Banken nahmen Kredite in Höhe von € 141 Mrd. auf und machten so einen Teil der eingebüßten Kapitalmarktfinanzierungen wieder wett. Die Mittelaufnahme italienischer Banken schnellte bis Ende Oktober auf € 111 Mrd. hoch, wodurch sich die Abhängigkeit von EZB-Finanzmitteln auf 2,8% ihrer aggregierten Bilanzen erhöhte. Weitere Massnahmen zum Abbau der Refinanzierungsengpässe umfassten u.a. die Gewährung von Notfallliquidität, die Wiedereinführung 1-jähriger Refinanzierungsgeschäfte und ein zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen im Umfang von € 40 Mrd.

Eine gemeinsame Aktion mehrerer Zentralbanken mit dem Ziel, dem globalen Finanzsystem mehr Liquidität zuzuführen, löste am 30. November eine Rally an den Märkten aus. Die Federal Reserve, die EZB sowie die Zentralbanken Japans, Kanadas, der Schweiz und des Vereinigten Königreichs einigten sich darauf, die Kosten für US-Dollar-Swapkreditlinien auf den Overnight-Index-Swap-Satz (OIS) plus 50 Basispunkte zu halbieren und vorsorgliche Swapkreditlinien in ihren jeweiligen Währungen einzurichten. Diese konzertierte Aktion wurde von den Marktteilnehmern sehr begrüßt. Die wichtigsten Aktienindizes legten am selben Tag um 3–4% zu, und die Renditen von Euro-Raum-Anleihen wie auch die CDS-Prämien auf Staatsanleihen des Euro-Raums fielen deutlich. Devisenswapsreads von mehr als 50 Basispunkten verengten sich umgehend. Insbesondere ging die von Finanzinstituten für den Tausch von Euro gegen US-Dollar bezahlte Prämie von 151 auf 119 Basispunkte zurück.

Druck auf Banken,
Aktiva zu
veräußern

Durch die zahlreichen Liquiditätsmassnahmen konnte zwar Zeit gewonnen werden, doch vermochten sie die mittelfristigen Refinanzierungsprobleme der Banken nicht zu mindern, wodurch die Pläne zur Stärkung des Bankensektors noch stärker in den Vordergrund rückten. Während Garantieprogramme für neu emittierte Bankschuldtitel auf nationaler Ebene stattfinden dürften, veröffentlichte die Europäische Bankaufsichtsbehörde (EBA) die Kapitalisierungsvorgaben für 70 europäische Banken mit dem Ziel, sie zu Kapitalaufnahmen in Höhe von insgesamt € 106 Mrd. zu bewegen (Tabelle 1). Da die Kapitalanforderungen auch durch den Verkauf risikobehafteter Anlagen erfüllt werden können, zeigten sich die Marktteilnehmer zunehmend darüber besorgt, dass Refinanzierungsengpässe und erhöhte Value-at-Risk-Zahlen Bilanzkürzungen begünstigen könnten, was möglicherweise makroökonomische Auswirkungen innerhalb und ausserhalb Europas hätte.

Kreditkonditionen und -kosten für Unternehmen im Euro-Raum



¹ Veränderte Anforderungen, angewandt auf neue Kredite oder Kreditlinien, gemessen als Differenz zwischen dem Prozentsatz der Banken im Euro-Raum, die ihre Anforderungen erheblich verschärften, und dem Prozentsatz derjenigen, die ihre Anforderungen erheblich lockerten, *zuzüglich* der Hälfte der Differenz zwischen dem Prozentsatz derjenigen, die ihre Anforderungen ein wenig verschärften, und dem Prozentsatz derjenigen, die ihre Anforderungen ein wenig lockerten. ² Durchschnittliche Prämien von vorrangigen 5-jährigen CDS auf die Nichtbankkomponenten der Serie 16 des CDS-Index iTraxx Europe (durchgezogene Linien) im Verhältnis zu den Prämien von 5-jährigen CDS auf Staaten (gestrichelte Linien); Basispunkte.

Quellen: EZB; Bloomberg.

Grafik 5

Die Banken des Euro-Raums verschärften bereits während des gesamten Berichtszeitraums die Kreditkonditionen für Unternehmen und Privathaushalte und erhöhten die Zinsen auf diese Kredite. Die jüngsten Zahlen des Bank Lending Survey des Eurosystems lassen erkennen, dass viele Banken des Euro-Raums die Kreditvergabestandards im dritten Quartal 2011 verschärften und dies im vierten Quartal fortsetzen wollten (Grafik 5 links). Doch waren diese Verschärfungen nicht so stark verbreitet wie auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2008. Zudem ist das Volumen der Kredite von Banken des Euro-Raums an den privaten Sektor im Oktober nicht zurückgegangen. Aus den Umfragen ging hervor, dass der Hauptgrund für diese Verschärfungen die Verschlechterung der eigenen Refinanzierungsbedingungen der Banken war. Bei den Konsortialkrediten z.B. ging der Anteil der Banken des Euro-Raums an sämtlichen neuen Krediten im Oktober auf 18% zurück, nachdem er ein Jahr zuvor noch 26% betragen hatte. Ausserdem stieg der durchschnittliche Zinssatz auf alle neuen Kredite von Banken des Euro-Raums an Unternehmen mehr oder weniger kontinuierlich an, und zwar um 1 Prozentpunkt gegenüber dem Niveau von Ende September 2010. Die Banken in Griechenland und Portugal erhöhten die Zinsen um rund 2 Prozentpunkte. Auch der durchschnittliche Zinssatz auf neue unbesicherte Kredite an Privathaushalte stieg um rund 1 Prozentpunkt. Die höheren CDS-Prämien auf Unternehmensanleihen, die in den letzten Monaten im Gleichschritt mit den CDS-Prämien auf Staatsschuldtitel gestiegen waren, deuten darauf hin, dass sich die Kreditkosten von Unternehmen seit Ende September weiter erhöht haben (Grafik 5 Mitte und rechts).

Höhere
Kreditkosten und
verschärfte Kredit-
konditionen

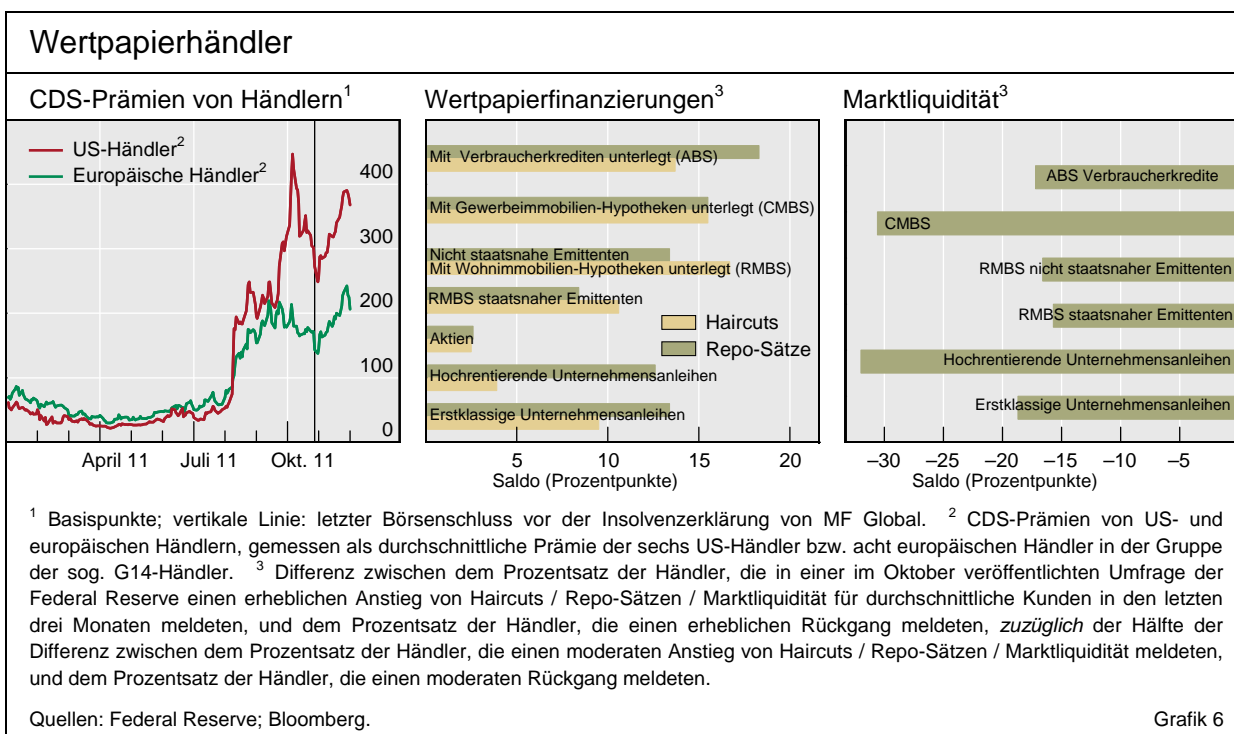
Weltweite Ansteckungseffekte

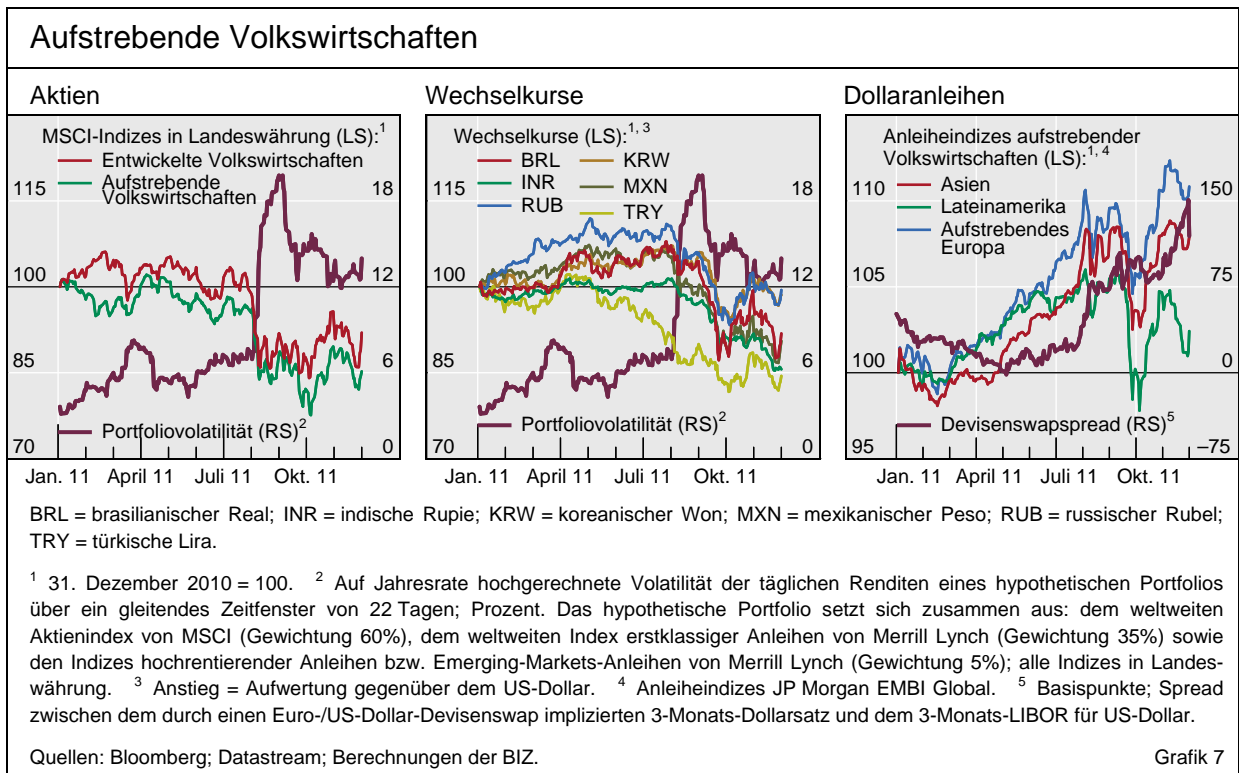
Höhere
Finanzierungs-
kosten für
Wertpapier-
händler ...

Als der Marktwert von Staats- und Bankschuldtiteln des Euro-Raums fiel und volatiler wurde, stiegen die Refinanzierungskosten für jene Finanzinstitute, die Positionen in diesen Anlagen hielten. Dies traf insbesondere auf Wertpapierhändler zu, die in der Regel einen hohen Fremdfinanzierungsanteil aufweisen und von Kapitalmarktfinanzierungen abhängig sind. Ausserdem dürften einige Wertpapierhändler beträchtliche Positionen in Derivaten auf Staatsanleihen gehalten haben. In der Vergangenheit wurden diese Positionen nicht besichert. Die kurzfristigen CDS-Prämien stiegen für US- und europäische Händler im September und November drastisch an (Grafik 6 links). Der Anstieg im November erfolgte, nachdem der Konkurs von MF Global die Bedeutung von Länderrisiken in den Vordergrund gerückt hatte.

... mit
entsprechenden
Folgen für die
Bedingungen von
Wertpapier-
finanzierungen und
-handel

Als sich ihre eigenen Refinanzierungskonditionen verschlechterten, verschärften die Wertpapierhändler die Bedingungen von Wertpapierfinanzierungen und schränkten ihre Marktmacheraktivitäten ein. Eine im Oktober veröffentlichte Umfrage der Federal Reserve bei 20 grossen Wertpapierhändlern zeigte bereits zu jenem Zeitpunkt, dass die Finanzierung von forderungsunterlegten Wertpapieren (Asset-Backed Securities), Unternehmensanleihen und Aktien in letzter Zeit teurer geworden war und mehr Sicherheiten erforderte (Grafik 6 Mitte). Sie zeigte auch, dass sich die Liquiditätssituation an diesen Märkten verschlechtert hatte (Grafik 6 rechts). Marktbeobachtern zufolge ging die Liquidität zurück, da sich die Marktmacher bemühten, Bestände abzubauen, deren Wert deutlich volatiler geworden war. Doch dadurch wurde die Volatilität noch verstärkt, denn die Transaktionen bewirkten stärkere Preisschwankungen als zuvor.





Nicht nur die Refinanzierungs- und die Marktliquidität schwankten entsprechend dem Verlauf der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum, auch die Preise risikobehafteter Anlagen entwickelten sich im Gleichschritt zur Krise. Sowohl die Aktien- als auch die Anleihekurse fielen im September, legten im Oktober zu und gingen dann im November erneut zurück – ebenso wie der nominale effektive Wert des Euro (Grafik 1 rechts).

Preise risikobehafteter Vermögenswerte entwickeln sich im Gleichschritt mit der Euro-Krise

Die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum wirkte sich auch negativ auf die aufstrebenden Volkswirtschaften aus. Die Anleger zogen im August und September mehr als \$ 25 Mrd. aus aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierten Investmentfonds ab, insbesondere aus Aktienfonds. Im September brachen die Aktienkurse aufstrebender Volkswirtschaften ein, nachdem die Volatilität in den Portfolios der Anleger eskaliert war, und zwar noch stärker als die Aktienkurse entwickelter Märkte (Grafik 7 links). Dies deutet darauf hin, dass risikobehaftete Vermögenswerte verkauft wurden, um die Portfoliovolatilitat zu reduzieren, wobei ihren fundamentalen Aussichten relativ wenig Beachtung geschenkt wurde. Tatsächlich änderten sich die Wirtschaftsprognosen für die aufstrebenden Volkswirtschaften in Lateinamerika und im Asien-Pazifik-Raum im September kaum, doch die Kurse gingen weiterhin drastisch zurück.

Preisrückgang von Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften aufgrund des Rückzugs internationaler Anleger ...

Die Kapitalabzge aus aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierten Fonds dürften auf die Rückführung von Vermögenswerten durch Anleger des Euro-Raums zurückzuführen gewesen sein. Die Abzüge aus solchen Fonds in Höhe von \$ 25 Mrd. gingen mit Portfoliostrmen in den Euro-Raum in Höhe von mehr als € 85 Mrd. einher, die durch den Abbau von Anlagen in ausländischen Vermögenswerten ausgelöst worden waren. Zahlungsbilanzdaten zeigen, dass ein Grossteil dieser Gelder nach Frankreich floss. Auf Rück-

... und aufgrund der Rückführung von Geldern in den Euro-Raum

führung lassen auch die teilweise sehr starken Rückgänge der Indizes für Anleihen in Landeswährung schliessen, die in denjenigen aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichnet wurden, in denen internationale Anleger gut vertreten sind, beispielsweise Indonesien, Mexiko und Südafrika. Eine Umwandlung von Anlagen in aufstrebenden Volkswirtschaften in Euro würde die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften unter Abwertungsdruck setzen – diese Währungen haben im September denn auch stark abgewertet (Grafik 7 Mitte). Mehrere Zentralbanken, u.a. diejenigen Brasiliens, Indonesiens, Koreas, Russlands, der Türkei und Ungarns, haben Berichten zufolge an den Devisenmärkten interveniert, um ihre Währungen zu stützen.

Umfangreichere Verkäufe von Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften aufgrund von Besorgnis über US-Dollar-Refinanzierungen

Auch Besorgnis hinsichtlich von US-Dollar-Refinanzierungen dürfte einige Anleger veranlasst haben, Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften zu veräussern. Da die Kosten für die Aufnahme von Finanzmitteln über den Währungsswapmarkt stiegen, fielen die Kurse von auf US-Dollar lautenden Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften (Grafik 7 rechts). Sie brachen im September ein und gingen auch im November zurück, wenn auch weniger stark. Marktanalysten verwiesen zudem darauf, dass sich die den aufstrebenden Volkswirtschaften zumeist in US-Dollar gewährten Handelsfinanzierungen und Exportkreditgarantien der Banken des Euro-Raums reduziert hätten. Dieses Geschäft wurde jedoch teilweise von inländischen Kreditgebern und den grossen international tätigen Geschäftsbanken übernommen.

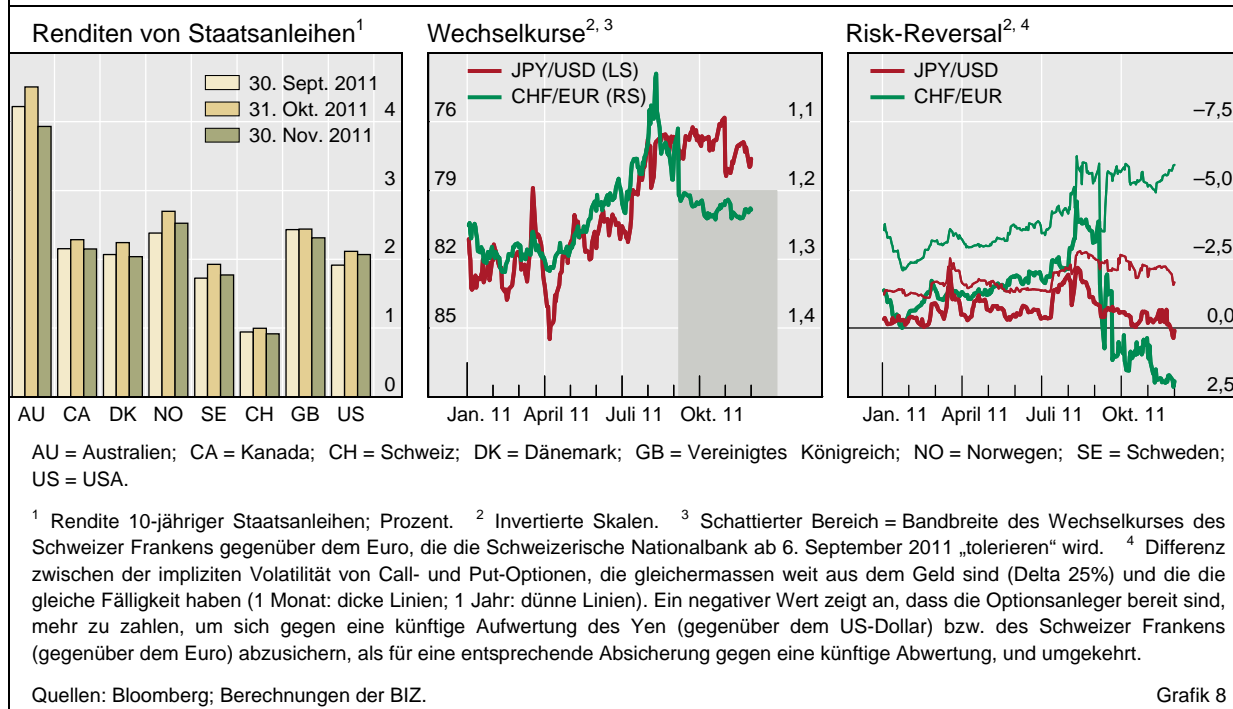
Bedenken von Analysten über eine mögliche Verringerung der Kreditvergabe an die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas

Ausserdem waren die Analysten besorgt, dass eine allfällige Reduzierung der Kredite, die Banken des Euro-Raums Unternehmen und Privathaushalten in den aufstrebenden Volkswirtschaften gewährt hatten, das Wirtschaftswachstum zusätzlich bremsen könnte. In ihren Augen waren die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas am anfälligsten, da dort rund 80% der Auslandsforderungen von Banken auf französische, griechische, italienische, österreichische und andere Banken des Euro-Raums entfielen (s. hierzu Kasten 1 im Kapitel „Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Statistiken“ dieses Quartalsberichts). Bei einigen Ländern dieser Region belaufen sich diese Forderungen auf mehr als 100% ihres BIP. Einige Banken aus dem Euro-Raum, darunter die Commerzbank und Unicredit, haben bereits angekündigt, dass sie neue Kredite an die meisten Länder der Region zurückfahren möchten. Zudem verlangte die österreichische Bankenaufsicht, dass bei allfälligen neuen Krediten an die Länder dieser Region, die von inländischen Tochtergesellschaften österreichischer Banken vergeben werden, die inländischen Einlagen entsprechend erhöht werden. Den Analysten zufolge könnte dies zu einer Kreditverknappung führen und einen möglichen Abschwung in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas verstärken. Kroatien, Rumänien, die Tschechische Republik und Ungarn weisen das grösste Volumen an ausstehenden Krediten von österreichischen Banken auf.

Preise sicherer Anlagen entwickeln sich entgegengesetzt zur Euro-Krise ...

Als die Nachfrage nach risikobehafteten Vermögenswerten im September zurückging, im Oktober wieder zunahm und im November erneut nachliess, zeichnete sich beim Verlauf der Nachfrage nach sicheren Anlagen das entgegengesetzte Muster ab. Zu den nachgefragten sicheren Anlagen zählten nordamerikanische, australische und einige nordeuropäische Staatsanleihen. Die Renditen dieser Papiere fielen im September, stiegen im Oktober und

Flucht in die Qualität und Devisenmarktinterventionen



gingen im November erneut zurück (Grafik 8 links). Die Renditen 3-monatiger US- und deutscher Staatsanleihen, 2-jähriger schweizerischer Staatsanleihen sowie 10-jähriger inflationsindexierter US- und britischer Staatsanleihen sanken im November unter null.

Auch die Kapitalströme in die als sicher geltenden japanischen Vermögenswerte hielten an. Dadurch stieg der Aufwertungsdruck auf den Yen (Grafik 8 Mitte). Die japanischen Behörden reagierten am 31. Oktober mit einer Intervention an den Devisenmärkten in einer innerhalb eines Tages offenbar noch nie dagewesenen Grössenordnung. Seit Beginn der jüngsten Serie von Interventionen im August ist das zuvor bestehende Risiko einer Yen-Aufwertung in naher Zukunft – ablesbar aus der Differenz zwischen den Prämien auf Optionen, die über den Zeitraum eines Monats Schutz vor einer Auf- bzw. Abwertung des Yen bieten – wieder gesunken. Die entsprechende Differenz zwischen den Prämien auf Optionen für den Schweizer Franken ging drastisch zurück, nachdem die Schweizerische Nationalbank Anfang September bekannt gegeben hatte, dass sie eine Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro über eine bestimmte Obergrenze hinaus zu verhindern beabsichtige. Das Risiko einer Aufwertung innerhalb der nächsten zwölf Monate bleibt jedoch sowohl für den Yen als auch für den Schweizer Franken bestehen (Grafik 8 rechts).

... und einige sichere Währungen werten erneut auf, was zu Interventionen führt

Kasten 1: Simulation des italienischen Schuldendienstaufwands

Im vorliegenden Kasten wird eine Schätzung der Schuldendienstbelastung des italienischen Staates unter Annahme unterschiedlicher Szenarien für die Entwicklung der Renditenstrukturkurve vorgestellt. Dem Basisszenario liegt eine Kurve zugrunde, die auf den durchschnittlichen Emissionskosten in der ersten Jahreshälfte 2007, d.h. vor Ausbruch der globalen Finanzkrise, beruht. In zwei weiteren Szenarien wird diese Kurve um 200 bzw. 500 Basispunkte nach oben verschoben, und im letzten Szenario wird die italienische Renditenstrukturkurve vom 9. November 2011 angesetzt (Grafik 2 Mitte).

In einem weiteren Schritt wird eine Datenbank aller zu jedem einzelnen Zeitpunkt ausstehenden Schuldverschreibungen erstellt. Dazu werden zunächst die im Zeitverlauf anfallenden Zins- und Tilgungszahlungen auf die ausstehende Verschuldung errechnet. Zur Ermittlung des Bruttoemissionsbedarfs wird von dieser Summe der von der Regierung prognostizierte positive Primärsaldo abgezogen. Die Berechnung beruht auf der Annahme, dass das italienische Schatzamt in den Jahren 2012–14 zur Deckung seines Emissionsbedarfs dieselbe Emissionspolitik verfolgt wie 2010/11, d.h. dass für jede Laufzeit ein gleichbleibender Anteil des Gesamtvolumens verlängert wird. Es wird also vorausgesetzt, dass das Schatzamt seine Emissionspolitik nicht über Laufzeitänderungen dynamisch an Veränderungen der Renditenstrukturkurve anpasst. Daher dürften die Schätzungen den tatsächlichen Schuldendienstaufwand etwas überzeichnen.

Anschließend werden die Renditenstrukturkurven der unterschiedlichen Szenarien über einen Dreijahreszeitraum auf die betreffenden Schuldverschreibungen angewandt. Während höhere Renditen den Schuldendienstaufwand für *neu emittierte* festverzinsliche Anleihen in die Höhe treiben, wirken sie sich bei variabel verzinslichen Anleihen sowohl auf bereits umlaufende Papiere als auch auf Neuemissionen aus.^① Um den *Mehraufwand* für den Schuldendienst (dargestellt in Grafik 2 rechts) zu ermitteln, werden die gesamten Kosten des Schuldendienstes für jedes Szenario auf das Jahr hochgerechnet und zu den Kosten nach dem Basisszenario ins Verhältnis gesetzt. Die Simulation beruht auf der Annahme, dass Italien weiterhin Zugang zum Kapitalmarkt hat.

^① Bei inflationsindexierten Wertpapieren wird davon ausgegangen, dass die Inflationserwartungen unverändert auf dem gegenwärtigen Niveau verbleiben und dass sich die Realrenditen in allen Szenarien parallel zu den Nominalrenditen entwickeln.

Kasten 2: Verschiedene Ursachen der jüngsten Herabstufungen von Bankenratings

Nikola Tarashev

Seit dem Frühjahr 2011 haben die Ratingagenturen eine Vielzahl von Banken herabgestuft. Zur Erläuterung dieser Schritte haben Agenturberichte sowie Marktkommentare die Beziehung zwischen Finanzinstituten und dem Staat als wichtige Bestimmungsgrösse der Kreditwürdigkeit der Banken hervorgehoben. Im vorliegenden Kasten wird dargelegt, dass sich diese Beziehung nach Auffassung der Ratingagenturen in den einzelnen Ländern unterschiedlich entwickelt hat. In einigen Fällen sind die jüngsten Herabstufungen der Bankenratings mit Herabstufungen staatlicher Emittenten einhergegangen, was der verstärkten Wechselwirkung zwischen der Finanzlage der Banken und der des betreffenden Staates entspricht. In anderen Fällen hingegen spiegeln die Herabstufungen der Bankenratings die Massnahmen zur Rückführung der staatlichen Hilfen für den Bankensektor wider.

Grundsätzlich kann sich die Entwicklung bei den staatlichen Emittenten einerseits im *Finanzkraft-rating* der betreffenden Banken, das deren intrinsische Zahlungsfähigkeit widerspiegelt, und andererseits in ihrem *All-in-Rating*, das auch den Umfang und die Wahrscheinlichkeit externer Unterstützung erfasst, niederschlagen.^① Gerät ein Staat in Not, kann dies das Finanzkraft-rating seiner Kreditgeber unter Druck setzen, da sich ihre Ausfallwahrscheinlichkeit erhöht und ihr Zugang zu den Refinanzierungsmärkten beeinträchtigt wird. Darüber hinaus würden geschwächte öffentliche Finanzen die *Fähigkeit* des Staates zur Gewährung von Unterstützung beeinträchtigen, was die All-in-Ratings der Banken in Richtung der zugrundeliegenden Finanzkraft-ratings drücken würde. Eine geringere *Bereitschaft*, Steuergelder Risiken auszusetzen, wiederum würde Bonitätsverbesserungen aufgrund staatlicher Unterstützung verringern und somit die All-in-Ratings der Banken beeinträchtigen, selbst wenn die Finanzkraft-ratings unverändert blieben.

Bei der Untersuchung einer Stichprobe von rund 50 Banken stellt sich heraus, dass die von den drei grössten Ratingagenturen (Fitch, Moody's und Standard & Poor's) im vergangenen halben Jahr vorgenommenen Herabstufungen von All-in-Ratings vornehmlich europäische Institute betrafen (Tabelle A). Heraufstufungen wurden hingegen keine vorgenommen. Zwei parallele Entwicklungen dürften zu diesen Ratinganpassungen beigetragen haben. Zum einen hatten bestimmte europäische Staaten mit gravierenden Finanzproblemen zu kämpfen, zum anderen haben sich einige Länder ausdrücklich zum Abbau der staatlichen Unterstützungsmassnahmen für Banken verpflichtet und diese Zusicherungen durch die Einführung von Liquidationsverfahren für Banken untermauert.

Herabstufungen der All-in-Ratings von Banken¹

	DE	FR	ES	IT	IE	PT	GR	CH	GB	US
Fitch	0 (8)	0 (3)	4 (4)	7 (8)	0 (3)	3 (3)	3 (3)	1 (2)	2 (6)	0 (6)
Moody's	3 (6)	1 (5)	2 (6)	7 (7)	2 (3)	4 (4)	3 (3)	0 (2)	3 (6)	2 (7)
Standard & Poor's	0 (9)	2 (5)	4 (6)	7 (8)	0 (3)	0 (4)	3 (3)	0 (2)	0 (5)	0 (6)

CH = Schweizer Banken; DE = deutsche Banken; ES = spanische Banken; FR = französische Banken; GB = britische Banken; GR = griechische Banken; IE = irische Banken; IT = italienische Banken; PT = portugiesische Banken; US = US-Banken.

¹ Stichprobenzeitraum: 1. April bis 29. November 2011 für die Ratings von Fitch und Moody's, 1. April bis 28. November 2011 für die Ratings von Standard & Poor's. Die Zahlen in Klammern geben an, wie viele Banken mit der betreffenden Konstellation Rating-agentur/Land in der Stichprobe enthalten sind.

Quelle: Bloomberg.

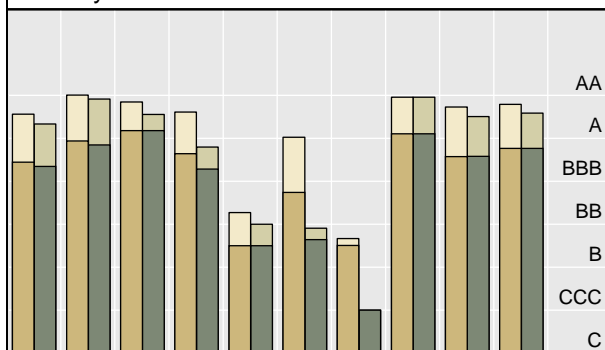
Tabelle A

Um die möglichen Ursachen der jüngsten Herabstufungen von All-in-Ratings genauer zu untersuchen, müssen auch die Finanzkraft-ratings der Banken und die Bonitätseinstufungen der betreffenden Staaten berücksichtigt werden. Vollständige Ratingsätze sind nur von Fitch und Moody's verfügbar. Zusammen legen diese nahe, dass die beiden Ratingagenturen aufgrund der Entwicklung der Beziehung zwischen der Finanzlage des Staates und der Finanzlage der betreffenden Banken drei Ländergruppen ausmachen (Grafik A).

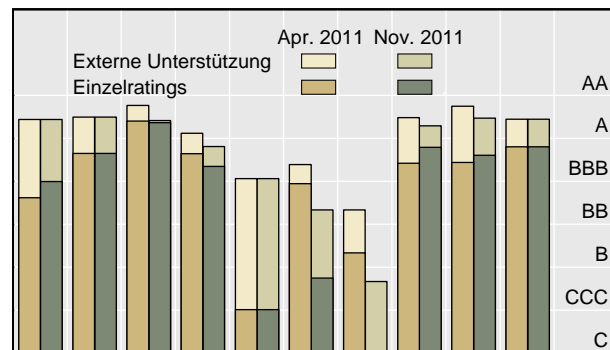
Einzelratings und die Bedeutung externer Unterstützung¹

Mit der Bilanzsumme gewichteter Durchschnitt

Moody's



Fitch



Sternchen = Länder, deren Rating die betreffende Ratingagentur im Stichprobenzeitraum herabstufte oder die sie auf die Beobachtungsliste für eine eventuelle Herabstufung setzte.

¹ Das Einzelrating zuzüglich der Bonitätsverbesserung dank externer Unterstützung entspricht dem All-in-Rating. Zwecks besserer Vergleichbarkeit werden die All-in-Ratings von Moody's in die Fitch-Ratingskala umgewandelt. Zum genauen Stichprobenzeitraum, zur Anzahl der Banken in der Stichprobe und zur Bedeutung der Ländercodes s. Tabelle A weiter oben.

Quellen: Bloomberg; The Banker Database.

Grafik A

Bei den Ländern der ersten Gruppe hat sich diese Beziehung nur wenig geändert. Die Staaten dieser Gruppe haben ihre Spitzenratings und meist auch ihre stabilen Ausblicke im vergangenen Halbjahr bewahrt. Entsprechend haben sich die All-in-Ratings der Banken aus diesen Ländern bzw. ihre Bonitätsverbesserungen aufgrund staatlicher Unterstützung nicht verändert. Frankreich gehört nach Massgabe beider Agenturen zu dieser Gruppe; Moody's rechnet darüber hinaus die Schweiz dazu, Fitch Deutschland und die USA.

Die zweite Gruppe umfasst Staaten, die sich nach Einschätzung der Ratingagenturen in finanziellen Schwierigkeiten befinden und daher nur eingeschränkt in der Lage sind, Unterstützung an Banken zu leisten. Die Ratinganpassungen, die im vergangenen halben Jahr für die Länder dieser Gruppe vorgenommen wurden, deuten darauf hin, dass die anhaltende Krise die Wechselwirkung zwischen der Finanzlage des Staates und der der betreffenden Banken verstärkt haben dürfte. Die Staaten in dieser Ländergruppe sind von mindestens einer Ratingagentur herabgestuft oder mit einem negativen Ausblick versehen worden. Infolgedessen wird die Möglichkeit staatlicher Unterstützung für Banken geringer eingeschätzt, was wiederum die All-in-Ratings der Banken beeinträchtigt hat.² In einigen Fällen haben die Engagements der Banken gegenüber notleidenden staatlichen Schuldnern auch zur Herabsetzung ihrer Finanzkraftratings beigetragen. Beide Agenturen zählen Griechenland, Italien, Portugal und Spanien zu dieser Gruppe; Moody's rechnet darüber hinaus auch Irland und die USA hinzu.³

Die Länder der dritten Gruppe schliesslich werden von beiden Ratingagenturen als finanziell stabil angesehen, jedoch zur Gewährung staatlicher Unterstützung an Banken nur bedingt bereit, was eine Entkopplung der Finanzlage des Staates und der der betreffenden Banken nahelegt. Diese Staaten haben ihre Spitzenratings und stabilen Ausblicke beibehalten. Gleichzeitig haben sich die All-in-Ratings der Banken mit Hauptsitz in den betreffenden Ländern verschlechtert, während ihre Finanzkraftratings stabil geblieben sind oder sich sogar verbessert haben. Das Vereinigte Königreich gehört nach Einschätzung beider Agenturen in diese Gruppe; Fitch zählt ausserdem die Schweiz hinzu, Moody's Deutschland.

² Siehe F. Packer und N. Tarashev (2011), „Rating methodologies for banks“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, sowie Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2011), „The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions“, *CGFS Papers*, Nr. 43, Juli. ³ Die einzige Ausnahme stellt die Bonitätseinstufung griechischer Banken durch Fitch dar. Diese Institute haben gegenwärtig im Hinblick auf ihre Finanzkraft die niedrigstmögliche Einstufung, auf All-in-Basis erhält das Rating jedoch erheblichen Auftrieb durch die vermutete staatliche Unterstützung. ⁴ Fitch hatte den irischen Staat und die irischen Banken bereits im April 2011 und somit vor Beginn des Stichprobenzeitraums herabgestuft.