

Auszug aus dem Jahresgutachten 2008/09

## **Die unerwartete Ausbreitung der Krise**

( Ziffern 173 bis 186 )

In Anbetracht der historischen Dimension der Rettungsprogramme werden für die Zukunft erhebliche **Anreizprobleme** geschaffen. Mit der Bereitschaft, die Gläubiger von Banken grundsätzlich vor Vermögensverlusten zu schützen, fördern die Regierungen ein Verhalten, das die Risikobereitschaft insbesondere der Kreditgeber massiv erhöhen kann. Es ist deshalb positiv zu bewerten, dass derzeit weitreichende Reformen für eine stabilere internationale Finanzarchitektur zur Debatte stehen. Entscheidend ist dabei, dass die Staaten tatsächlich die Bereitschaft zeigen, auf nationale Kompetenzen im Bereich der Finanzmarktüberwachung zu verzichten. Aus der Sicht des Sachverständigenrates muss es dabei vor allem um zwei Punkte gehen.

Bei der Diskussion über eine stärkere **globale Ausrichtung der Finanzmarktaufsicht** wäre zunächst zu klären, welche Aufgaben in Zukunft auf der supranationalen Ebene wahrgenommen werden sollen. Die Kernaufgabe sollte darin bestehen, ein internationales Frühwarnsystem zu schaffen, das nicht nur über makroökonomische Informationen, sondern auch über mikroprudenzielle Daten individueller großer Finanzinstitutionen verfügen muss. Weitergehende Funktionen, wie zum Beispiel eine Evaluierung nationaler Aufsichtssysteme, eine Aufsicht über die größten international tätigen Finanzinstitute oder ein globales Krisenmanagement, könnten darauf aufgebaut werden. Für diese Aufgaben ist der Internationale Währungsfonds als globale Institution am ehesten geeignet. Unabhängig davon, was auf der internationalen Ebene erreicht werden kann, gilt die Notwendigkeit, effizientere Strukturen zu schaffen, insbesondere für die Europäische Union.

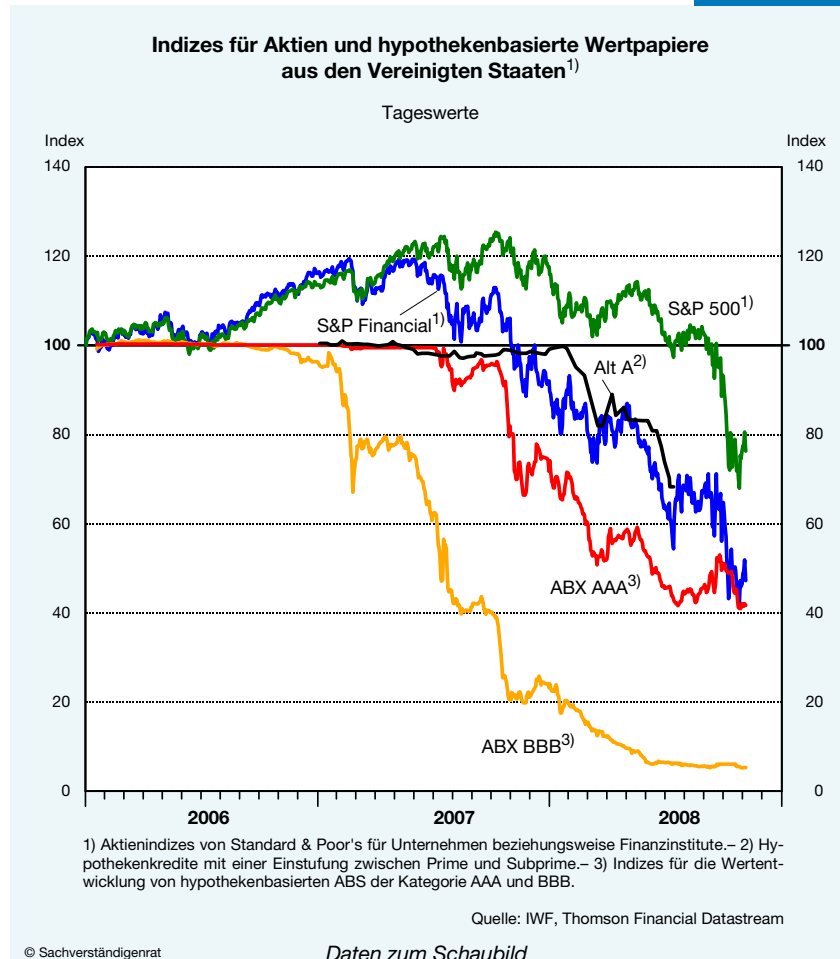
Des Weiteren muss der aufsichtsrechtliche Rahmen so geändert werden, dass die **Risikopuffer** des Systems deutlich erhöht werden und dass geringere prozyklische Wirkungen auftreten. Dazu ist es erforderlich, zusätzlich zu den an die risikogewichteten Aktiva anknüpfenden Eigenkapitalanforderungen von Basel II eine robuste Regel (**Leverage Ratio**) zu setzen, die eine feste Relation zwischen den ungewichteten Aktiva und dem Eigenkapital einer Bank vorschreibt. Eine solche Bestimmung würde sich auch dafür eignen, Überhitzungsphasen durch ein Herabsetzen des Hebels zu dämpfen. Zudem sollte erwogen werden, für Konzernbilanzen von Finanzinstituten parallel zum **Fair-Value-Ansatz** eine Bilanz zu erstellen, bei der Gewinne erst dann ausgewiesen werden, wenn sie realisiert sind.

## I. Die unerwartete Ausbreitung der Krise

**173.** Seit mehr als einem Jahr hält die internationale Finanzkrise Anleger, Politiker, Finanzinstitute und Notenbanken in Atem. Was sich bis Ende Juli 2007 zunächst als ein auf einzelne Institute beschränktes Problem manifestiert hatte, entwickelte sich im Lauf dieses Jahres immer mehr zu einem Flächenbrand, der eine Vielzahl unterschiedlicher Finanzinstitute erfasste und nur noch mit sehr weitreichenden und teilweise ausgesprochen unorthodoxen Lösungsansätzen unter Kontrolle gehalten werden konnte. Ausdruck dieses Flächenbrands ist ein massiver und sich **kaskadenartig ausbreitender Verfall von Vermögenswerten**, der bereits zu Beginn des Jahres 2007 einsetzte. Dies lässt sich anhand von vier für die Krise zentralen Vermögensklassen illustrieren (Schaubild 40). Zunächst wurden vor allem die sehr risikobehafteten Tranchen von verbrieften Kreditportfolios aus dem Subprime-Bereich erfasst (ABX-BBB). Es folgten die sehr viel besser abgesicherten Beteiligungen aus diesem Bereich (ABX-AAA). Mit dem Ausbrechen der Krise im Sommer 2007 wurden Kreditportfolios erfasst, die sich aus Immobilienkrediten höherer Qualität zu-

sammensetzen (Alt-A) sowie die Aktien von Finanzunternehmen (S&P Financial). Relativ spät, dafür aber umso deutlicher, gerieten auch die Beteiligungen an anderen Unternehmen unter Druck (S&P 500).

Schaubild 40



## 1. Zur Genesis der Krise

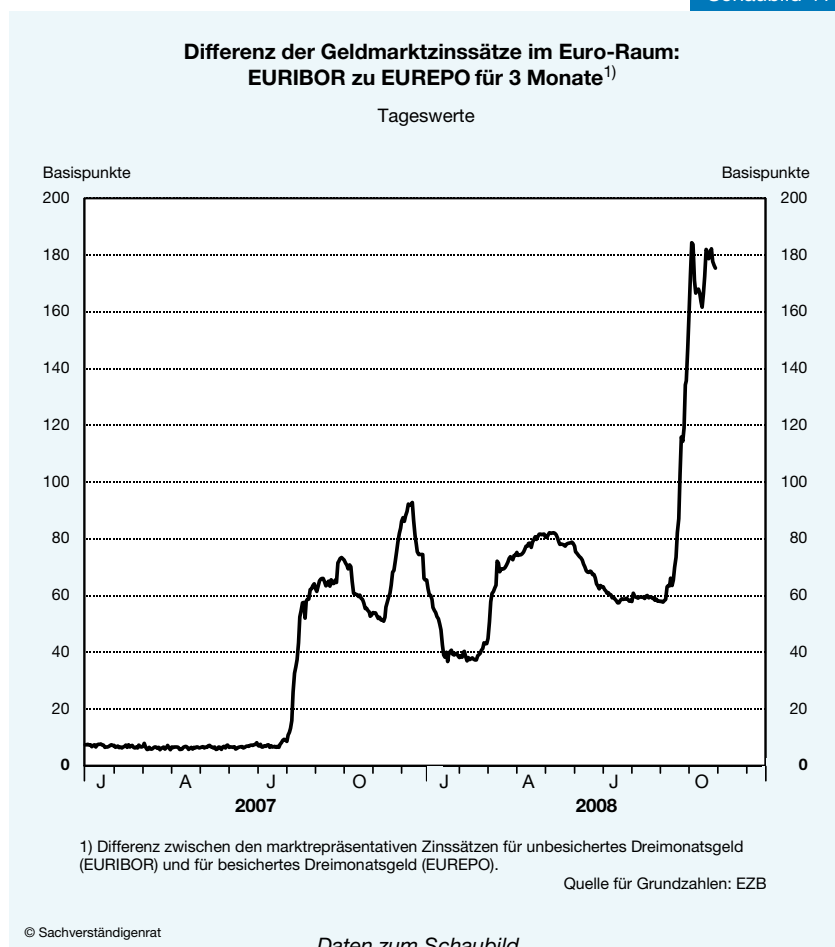
**174.** Wenn man auf die letzten Jahre zurückblickt, lässt sich die Krise auf ein Geflecht mehrerer gravierender Fehlentwicklungen zurückführen. Da der Sachverständigenrat die Ursachen in seinem Jahresgutachten 2007/08 (Ziffern 130 ff.) ausführlich beschrieben hat, soll hier nur eine kurze Zusammenfassung gegeben werden:

- Auf der **makroökonomischen Ebene** kommt einer viel zu expansiven Zinspolitik der US-amerikanischen Notenbank (Fed) eine entscheidende Rolle zu. Mit über einen langen Zeitraum äußerst niedrigen Leitzinsen von 1 % in den Jahren 2003 und 2004 schuf sie starke Anreize für alle Finanzmarktakteure, ihre Eigenkapitalrendite durch einen **sehr hohen Fremdfinanzierungsgrad** (Leverage) hochzuhebeln. Damit wurde die Grundlage für einen kräftigen Immobilienboom in den Vereinigten Staaten gelegt, der durch Politik- und Regulierungsmaßnahmen, die sich einer möglichst großen Verbreitung des Immobilieneigentums verschrieben hatten, unterstützt wurde.

- Eine zentrale mikroökonomische Voraussetzung für die Krise war die zunehmende Verbreitung des Originate-and-Distribute-Modells auf den internationalen Finanzmärkten, das heißt einer Geschäftspolitik, bei der Banken die von ihnen vergebenen und oft problembehafteten Kredite rasch an Investoren im In- und vor allem im Ausland transferierten. Beim traditionellen Modell des Buy and Hold wäre die Kreditexpansion im Immobilienbereich relativ bald an die Grenzen des Eigenkapitals der US-amerikanischen Banken gestoßen. Zudem hätten diese dann einen sehr viel größeren Anreiz gehabt, ihre Kreditnehmer sorgfältiger unter die Lupe zu nehmen. Ermöglicht wurde dieser Kredittransfer durch die **zunehmende Verbriefung** von Bankkrediten.
- Die drittklassigen US-Immobilienkredite konnten jedoch nur deshalb in die Bilanzen von Banken und Versicherungen im Inland wie im Ausland gelangen, weil sie durch die Technik der **Strukturierung** zu einem großen Teil in scheinbar erstklassige Aktiva transformiert wurden. Aus einem Portfolio, das zu 100 vH aus Subprime-Krediten bestand, konnten so über 90 vH mit AAA (einem Rating, das üblicherweise vor allem Staatspapieren von höchster Bonität zukommt) bewertete Aktiva destilliert werden (JG 2007 Ziffern 156 ff.).
- Für die mit der Strukturierung vorgenommenen Transformationsprozesse kam den **Rating-Agenturen** eine zentrale Rolle zu. Ihre Testate für strukturierte Produkte schufen den für institutionelle Anleger erforderlichen Qualitätsnachweis. Dabei litten die Bewertungen zum einen an Interessenkonflikten, da die Agenturen von den Emittenten bezahlt werden und zudem beratend bei der Gestaltung strukturierter Produkte mitwirken. Zum anderen stellte sich das Problem, dass der Erfahrungszeitraum mit einer massiven Verschuldung im Subprime-Bereich sehr kurz und auf eine Phase mit einer guten wirtschaftlichen Entwicklung begrenzt war, sodass er insbesondere die Verschlechterung der Kreditvergabestandards nicht hinreichend widerspiegeln konnte.
- Ein weiterer wichtiger Grund für die hohe Bereitschaft institutioneller Anleger, sich am US-Immobilienmarkt zu beteiligen, bestand in der **Fristentransformation** durch Special Investment Vehicles und Conduits. Diese weitgehend unregulierten Institutionen nahmen die klassische Bankfunktion der Fristentransformation wahr, indem sie auf ihrer Aktivseite strukturierte längerfristige Wertpapiere hielten, die sie durch die Emission kurzfristiger Commercial Paper finanzierten. Dazu erhielten sie Kreditzusagen durch etablierte Banken. Die Funktion dieser **Schattenbanken** bestand darin, Geschäfte aus Bankbilanzen auszulagern, um bankaufsichtsrechtliche Regeln zur Risikostreuung und zur Absicherung durch Eigenkapital zu umgehen.
- Der Auslöser für die Krise im Juli und August 2007 war die mangelnde Bereitschaft der Inhaber der Commercial Paper, diese nach Fälligkeit erneut zu erwerben. Damit gerieten die Zweckgesellschaften unter massiven Druck. Die naheliegende Lösung eines Verkaufs ihrer verbrieften Forderungen scheiterte daran, dass die Märkte plötzlich nicht mehr bereit waren, solche Aktiva zu erwerben. Deshalb mussten die Kreditlinien in Anspruch genommen werden, womit die etablierten Banken in den Strudel der Krise gerieten. Stark verschärft wurden die Probleme durch den Umstand, dass sich viele Finanzinstitutionen nicht mehr in der Lage sahen, die hochkomplexen Finanzinnovationen der letzten Jahre adäquat zu bewerten.

**175.** In der Folge kam es zu einem **wellenartigen Verlauf der Krise**, der insbesondere die zunehmenden Liquiditäts- und Vertrauensprobleme im Finanzsystem widerspiegelt (Schaubild 41). Ein guter Indikator für diese Entwicklung ist die Differenz der Zinssätze für unbesicherte (EURIBOR) und besicherte Interbankenkredite (EUREPO). Sie bildet das gegenseitige Misstrauen zwischen den Banken ab und kann deshalb gleichsam als „Pulsmesser“ für das **Stressniveau** im Finanzsystem angesehen werden. Die erste Welle, die im August 2007 einsetzte, wurde von der Ankündigung der französischen Bank BNP Paribas, Teile ihres Portfolios seien zu weiten Teilen nicht bewertbar, ausgelöst. Sie ging einher mit dem Zusammenbruch zweier am US-Hypothekenmarkt stark engagierter Hedgefonds, der englischen Bank Northern Rock und der Krise bei den deutschen Instituten Deutsche Industriebank AG (IKB) und Sachsen LB. Die zweite Welle war vorwiegend durch Liquiditätssorgen zum Jahreswechsel 2007/2008 geprägt. Danach machte sich die Hoffnung breit, dass es mit den beherzten Unterstützungsmaßnahmen der Notenbanken und den fallweisen Stützungsaktionen der Regierungen gelingen könnte, die Situation nachhaltig zu stabilisieren. Mit dem Zusammenbruch von Bear Stearns am 16. März 2008 stieg die Unsicherheit wieder rasch an. Die vierte und vorläufig letzte Welle baute sich mit der Verstaatlichung der Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac auf und erreichte ihren Höhepunkt, nachdem die Investmentbank Lehman Brothers insolvent wurde. Die seitdem eingeleiteten staatlichen Rettungsprogramme haben die Situation an den Interbankenmärkten noch nicht merklich entspannt.

Schaubild 41



## 2. Die Fehleinschätzung der US-Behörden im Fall von Lehman Brothers

**176.** Durch den Zusammenbruch der Investmentbank **Lehman Brothers** am 15. September 2008 entstand eine völlig neue Situation, weil damit zum ersten Mal seit dem Ausbruch der Krise nicht nur die Aktionäre, sondern auch die Kreditgeber eines Finanzinstituts mit Vermögensverlusten konfrontiert wurden. Die Gründe für die mangelnde Unterstützungsbereitschaft der US-Behörden könnten darin zu sehen sein, dass die Gläubiger des Instituts international weit gestreut waren, sodass möglicherweise nicht mit systemischen Risiken gerechnet wurde. Diese Fehleinschätzung löste eine unerwartet große Kettenreaktion aus, da damit das Signal gesetzt wurde, dass bei einem Bankzusammenbruch nicht mehr automatisch mit einem Bail-out für Kreditgeber gerechnet werden kann. Zudem stieg die Unsicherheit bezüglich der Werthaftigkeit einer großen Reihe von Finanzprodukten extrem an, beispielsweise im Bereich von zur Versicherung gegen Ausfallrisiken gehaltenen Kreditderivaten.

**177.** Der damit entstandene Vertrauensverlust brachte in der Folge nahezu das gesamte **Kreditgeschäft zwischen den Banken** zum Erliegen. Es hatte zwar bereits zu Beginn der Krise im Sommer 2007 in einzelnen Marktsegmenten – vor allem bei Geldmarktgeschäften mit einer Laufzeit von mehreren Monaten – größere Stockungen der Interbankenbeziehungen gegeben, insgesamt gesehen flossen die Kreditströme zwischen den Banken jedoch bis Mitte September 2008 in einigermaßen verlässlichen Bahnen.

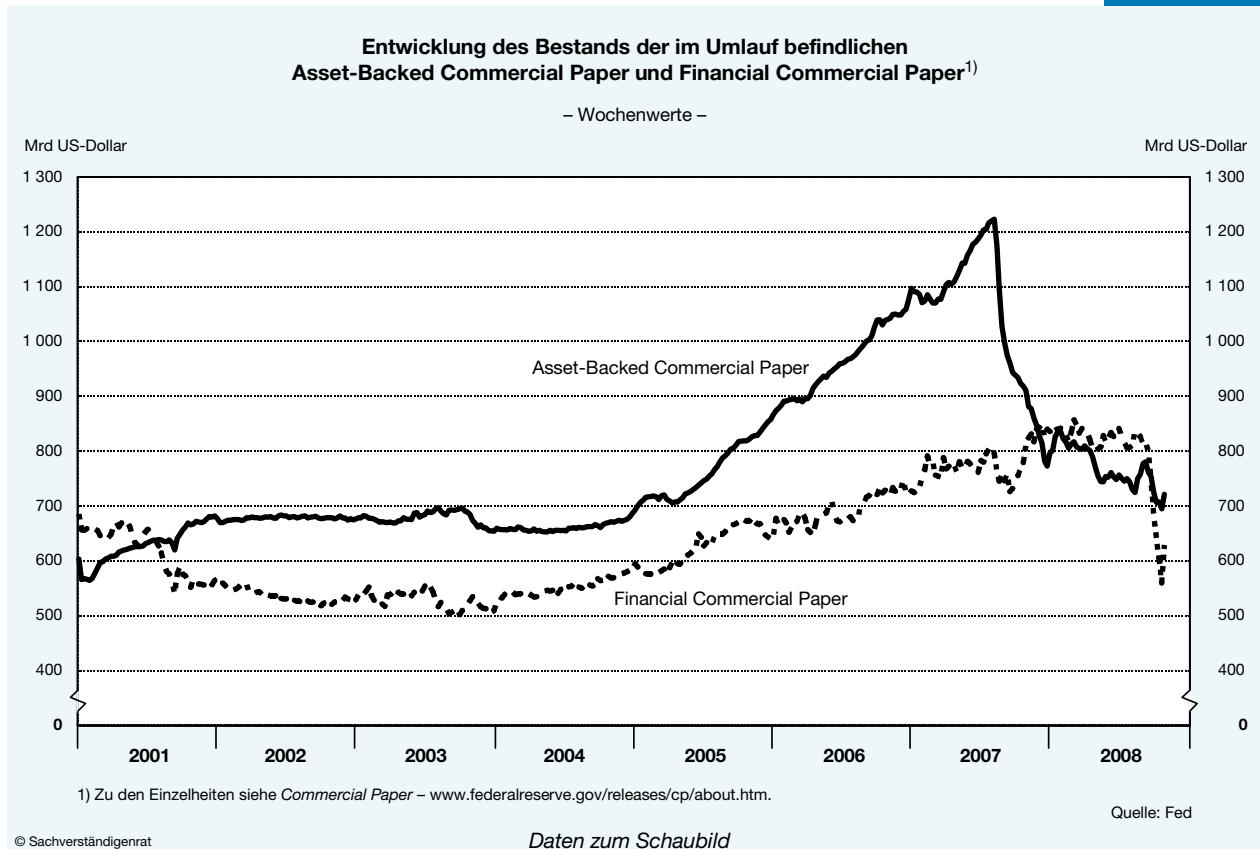
Diese Entwicklung zeigt sich besonders deutlich an dem bis Anfang September 2008 im Gegensatz zum Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) Markt noch relativ liquiden Segment der **Financial Commercial Paper** (Schaubild 42). Hierbei handelt es sich um kurzfristige Schuldverschreibungen, mit denen sich Banken Mittel für Fristen von bis zu neun Monaten beschaffen können. Innerhalb weniger Wochen ging der Umlauf dieser Papiere von 815 Mrd US-Dollar (10. September 2008) auf unter 600 Mrd US-Dollar im Oktober zurück, was bei der kurzen Laufzeit dieser Papiere einem fast vollständigen Erliegen des Neuabsatzes gleichkommt.

**178.** Das weitgehende **Austrocknen des Interbankenmarkts** brachte vor allem jene Institute in große Schwierigkeiten, die, wie beispielsweise die Hypo Real Estate, gleichsam als Großhandelsbanken über keine eigene Einlegerbasis verfügten. Sie sind deshalb insbesondere auf Kredite von den Finanzinstitutionen angewiesen, die wie Sparkassen und Kreditgenossenschaften über ein ausgeprägtes Einlagengeschäft oder wie Geldmarktfonds über ein breites Netz an Kleinanlegern verfügen. Sind diese nicht mehr bereit, die Refinanzierung der Großhandelsbanken vorzunehmen, bricht das gesamte Geschäftsmodell solcher Institute in sich zusammen.

Dass bei diesem massiven Schock ein völliger Kollaps des globalen Finanzsystems verhindert werden konnte, ist in erster Linie auf die Bereitschaft der wichtigsten Zentralbanken zurückzuführen, die fehlenden Interbankenkredite durch **direkte Notenbankkredite** zu ersetzen. Die auf diese Weise zur Verfügung gestellten Mittel stiegen sprunghaft an. In den Vereinigten Staaten erhöhte sich die gesamte Refinanzierung durch die Notenbank von 907 Mrd US-Dollar am 10. September auf 1 754 Mrd US-Dollar am 15. Oktober. Bei der Europäischen Zentralbank (EZB) kam es im selben Zeitraum zu einem Anstieg von 477 Mrd Euro auf 759 Mrd Euro. Die im Oktober 2008 von

vielen Regierungen aufgelegten Rettungsprogramme und insbesondere die dabei abgegebenen Garantieverklärungen für Bankverbindlichkeiten haben an dieser außergewöhnlichen Situation bisher nichts Grundlegendes ändern können.

Schaubild 42



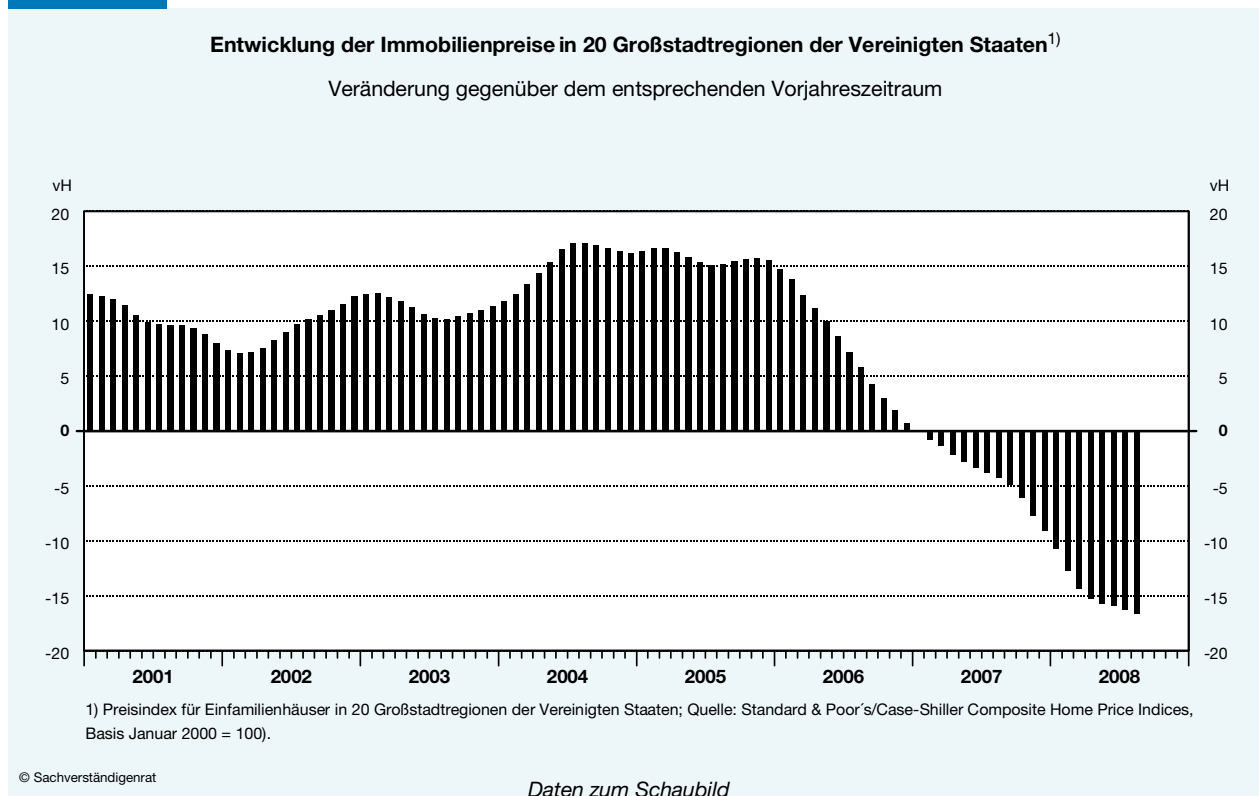
Neben der durch den Zusammenbruch von Lehman Brothers ausgelösten Schockwelle sind mehrere **fundamentale Erklärungen** für die Verstärkung der Krise zu nennen.

- Der für die Probleme ursächliche Einbruch des **US-Immobilienmarkts** hat noch immer keinen Boden gefunden. Er hat dabei neben dem Subprime-Segment zunehmend Kredite besserer Qualität und Kredite außerhalb des Immobiliensektors erfasst. Hier macht sich nachteilig bemerkbar, dass die US-amerikanische Regierung ihre Stabilisierungsbemühungen nur begrenzt auf den eigentlichen Ursachenkomplex der Krise ausrichtete.
- Die aufgetretenen Vermögensverluste führen vor allem bei Finanzmarktakteuren mit einem sehr hohen Verschuldungsgrad zu einem überproportionalen Rückgang ihrer Bilanzsummen (**Deleveraging**) und verstärken über eine Rückführung von Krediten und einen erhöhten Verkaufsdruck für Vermögenswerte ebenfalls die Krise.
- Der massive Vertrauensverlust zwischen den Finanzinstituten hat über steigende Risikoaufschläge im kurzfristigen Bereich bis in den Herbst 2008 hinein die **Refinanzierungskosten** der Banken erhöht, sodass sich die Ertragssituation der primär auf den Geldmarkt angewiesenen Institute besonders ungünstig darstellte.

### 3. Der US-amerikanische Immobilienmarkt findet keinen Boden

**179.** Eine zentrale fundamentale Ursache für die Ausbreitung der Finanzkrise ist darin zu sehen, dass sich am US-Immobilienmarkt bisher noch kein Ende des Abschwungs abzeichnet. Der Preisverfall hat sich seit Beginn der Krise verstärkt (Schaubild 43). Im August 2008 lag der Case-Shiller-Index für die Immobilienpreise in 20 Großstadregionen der Vereinigten Staaten um 17 vH unter dem Vorjahresniveau; im August 2007 hatte der Rückgang im Vorjahresvergleich nur 4 vH betragen. Diese ungünstige Entwicklung wirkte sich als eine anhaltende Belastung für alle mit Immobilien besicherten Wertpapiere aus.

Schaubild 43

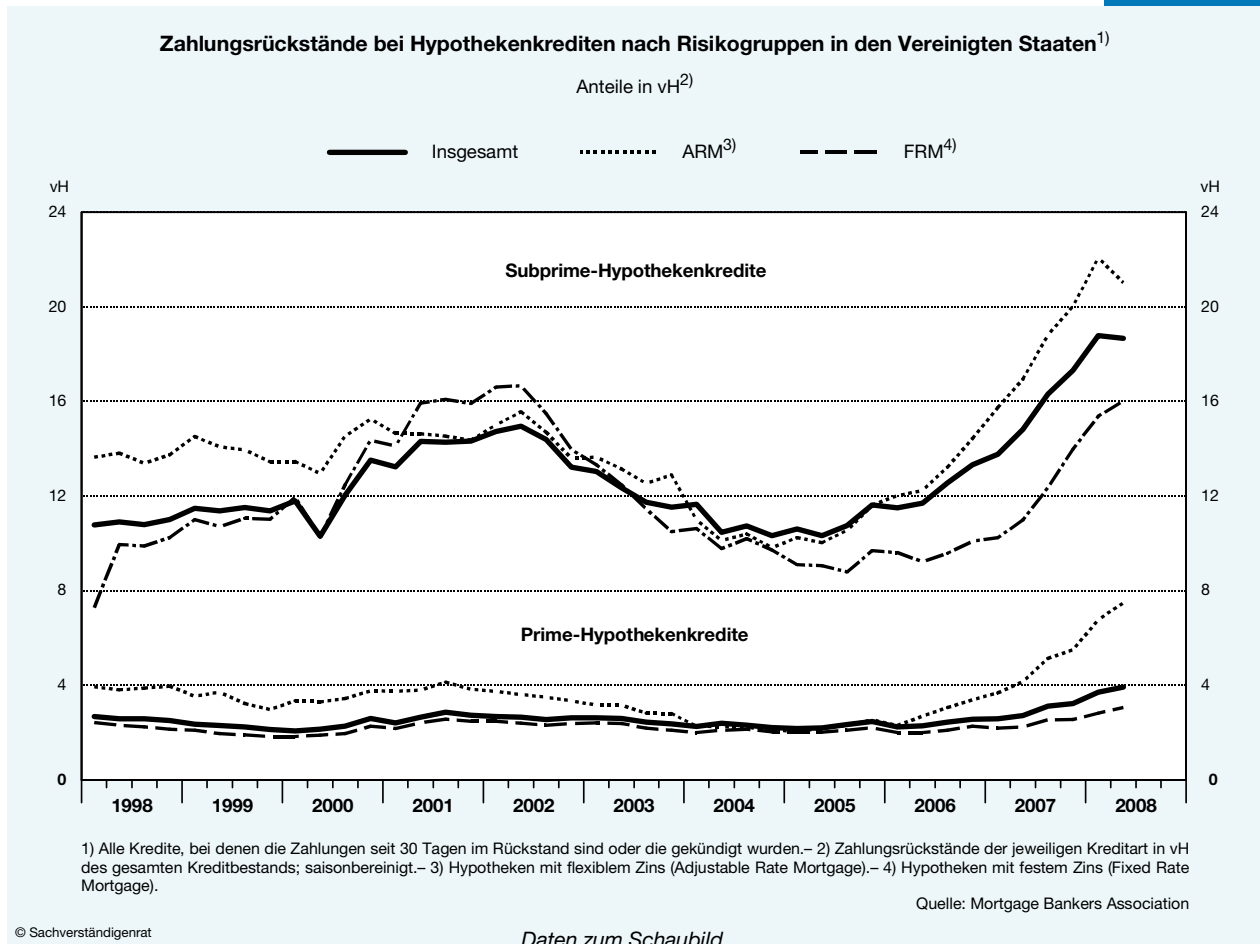


**180.** Ein wichtiger Grund für die hohe Instabilität ist zum einen darin zu sehen, dass in den Vereinigten Staaten seit längerem verstärkt **Hypothekenkredite mit variablem Zinssatz** vergeben wurden, die in diesem Jahr mit einer großen Welle von Zinsanpassungen konfrontiert waren (JG 2007 Schaubild 27). Häufig war dabei der Schuldendienst für die Anfangsphase einer Hypothek so niedrig festgelegt worden, dass es zu einem Anstieg des Schuldenstands kam (Negative Amortization). Für viele Haushalte bedeuten die meist nach zwei Jahren vorgenommenen Zinsanpassungen deshalb auch bei gesunkenen Marktzinsen einen Anstieg ihrer laufenden Zahlungen. Da solche „Lockvogelzinsen“ (Teaser Rates) nicht nur auf Kredite mit schlechter Qualität (Subprime) beschränkt waren, leiden auch die Hypotheken mit höherer Bonität unter den Zinsanpassungen. Die Ausfallraten liegen deshalb nicht nur bei den Subprime-Krediten, sondern auch bei erstklassigen Forderungen weit über denen der Vergangenheit (Schaubild 44).

**181.** Die Anspannungen auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt sind zum anderen darauf zurückzuführen, dass er nach wie vor unter einem im historischen Vergleich sehr **hohen Angebot**

an unverkauften (neuen) Häusern leidet. Derzeit beläuft sich der Bestand an unverkauften Immobilien auf einen Wert, der dem zehnfachen des aktuellen monatlichen Absatzes entspricht (Schaubild 45, Seite 126). Von der ebenfalls hohen und noch steigenden Zahl von Zwangsversteigerungen geht zusätzlich ein dämpfender Effekt auf die Immobilienpreise aus.

Schaubild 44



**182.** Das hohe Überangebot lässt sich jedoch nur sehr allmählich abbauen, da gleichzeitig die Bereitschaft der US-amerikanischen Banken, neue Hypothekenkredite zu vergeben, fast völlig zum Erliegen gekommen ist (Schaubild 46, Seite 126). Das Ausmaß dieser **Kreditklemme** zeigt sich daran, dass sich die im 2. Quartal 2008 an private Haushalte neu vergebenen Immobilienfinanzierungen gerade einmal auf ein Zwölftel des durchschnittlichen Niveaus der Boomjahre 2005 bis 2007 beliefen.

Zumindest im Rückblick verdeutlicht diese anhaltend negative Grundtendenz, dass es unter Umständen wirtschaftspolitisch sinnvoll gewesen wäre, frühzeitig Maßnahmen zur **Stabilisierung des Immobilienmarkts** zu ergreifen, um so die Krise im Kern zu begrenzen. Von prominenten US-amerikanischen Ökonomen ist die Forderung zu vernehmen, dass der Staat den von der Überschuldung bedrohten Immobilieneigentümern stärker unter die Arme greifen sollte, beispielsweise indem er ihnen eine Umschuldung zu günstigeren Konditionen ermöglicht. Leamer (2008) plädiert dafür, dass der Staat in größerem Umfang Immobilien aufkauft, um einen weiteren Preisverfall zu stoppen. Die Häuser könnten dann an bedürftige Familien vermietet werden.

Schaubild 45

Bestandsüberhang<sup>1)</sup> auf dem US-amerikanischen Häusermarkt

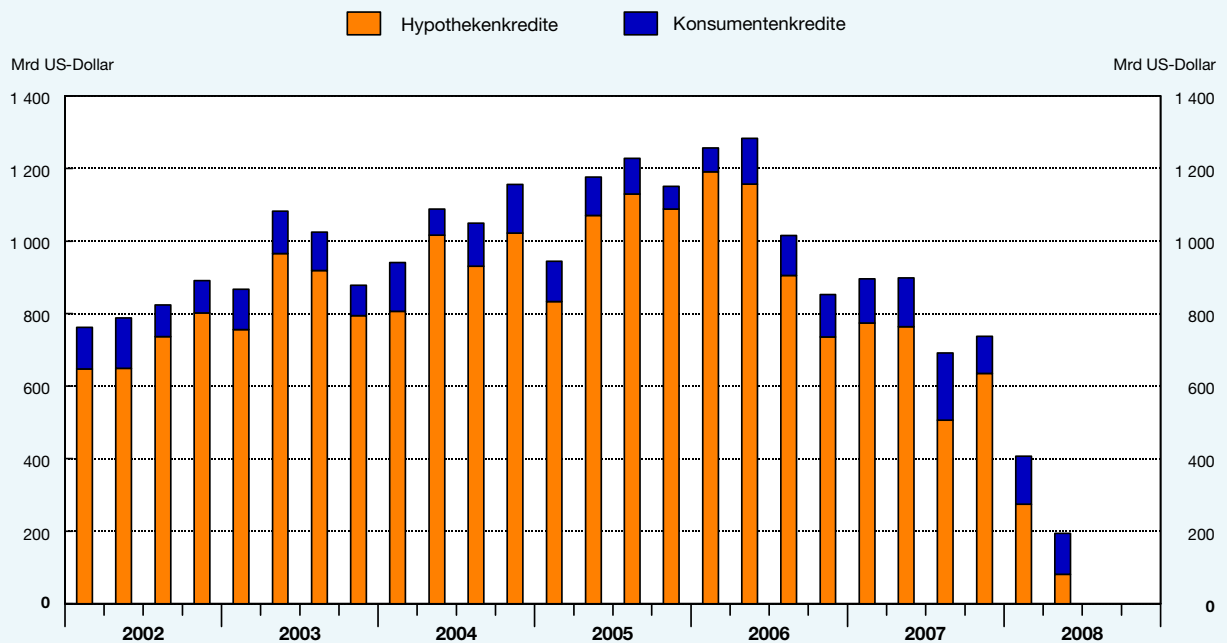
1) Bestand zum Verkauf stehender Häuser am Monatsende in Relation zu Verkäufen im Monat; saisonbereinigt.– [www.census.gov/const/sale\\_cust.xls](http://www.census.gov/const/sale_cust.xls).

Quelle: U.S. Census Bureau

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Schaubild 46

Entwicklung der Kreditvergabe an private Haushalte in den Vereinigten Staaten<sup>1)</sup>

1) Saisonbereinigte Vierteljahreswerte auf jährliche Werte umgerechnet.

Quelle: Fed

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

#### 4. Negative Selbstverstärkung durch Deleveraging

**183.** Eine wichtige Rolle bei der Verstärkung ökonomischer Zyklen spielt der **Leverage-Effekt** (JG 2007 Ziffer 133). In Phasen mit niedrigen Zinsen und einer guten Ertragslage ist es für Unternehmen und Finanzinstitutionen attraktiv, die Rendite des Eigenkapitals durch eine steigende Fremdfinanzierung hochzuhebeln. Dies wird ihnen in der Regel durch eine im konjunkturellen Aufschwung **steigende Risikobereitschaft** der Kreditgeber ermöglicht. Bei steigenden Vermögenspreisen wird dieser Effekt verstärkt, wenn Bilanzierungsregeln so beschaffen sind, dass die Aktiva zum Marktwert (Mark-to-Market) angesetzt werden, da so das Eigenkapital und damit die Beleihungsspielräume ausgeweitet werden. Diese **prozyklischen Effekte** spielen auch im Abschwung eine wichtige Rolle, wenn es gleichzeitig zu einem Wertverfall der Aktiva und einer deutlich vorsichtigeren Kreditvergabe der Banken kommt. Schon relativ geringe Preisrückgänge können dann zusammen mit einem geringeren Hebel zu einem massiven Abgabedruck führen (Kasten 5, Seite 128).

**184.** Für die Vereinigten Staaten zeigen Adrian und Shin (2008), dass ein prozyklischer Leverage – das heißt ein steigender Verschuldungsgrad in Phasen guter wirtschaftlicher Entwicklung – vor allem bei den großen **US-amerikanischen Investmentbanken** festzustellen war. Dies ist bei den Geschäftsbanken anders, die einen über den Zyklus hinweg im Wesentlichen konstanten Hebel (Leverage) aufweisen, vor allem deshalb, weil sie bankaufsichtsrechtlichen Vorschriften unterliegen. Für die großen Investmentbanken (mit einer Bilanzsumme von insgesamt mehr als 5 Bio US-Dollar) waren entsprechende Begrenzungen des Leverage im Jahr 2004 durch die Securities Exchange Commission (SEC) aufgehoben worden.

**185.** Akteure, die in guten konjunkturellen Phasen einen prozyklischen Leverage einsetzen, verringern damit ihre Eigenkapitalpuffer. Sie werden deshalb von negativen Schocks besonders stark betroffen. Durch die Hebelwirkung sind sie gezwungen, in größerem Umfang Aktiva abzustößen, was bei einer schlechten Marktsituation nur mit erheblichen Verlusten möglich ist. Da solche Institute in der Regel über keine eigenständige Einlagenbasis verfügen und sich überwiegend kurzfristig finanzieren, können sie schnell in eine Situation der Illiquidität oder Insolvenz geraten. Die intensive Nutzung des prozyklischen Leverage erklärt, wieso von den fünf großen US-Investmentbanken bis heute nur zwei überlebten (Morgan Stanley und Goldman Sachs), wobei letztere in reguläre Banken umgewandelt wurden, um in Zukunft über einen breiteren Zugang zu finanziellen Mitteln zu verfügen.

Vom Ende der traditionellen Investmentbanken dürften erhebliche negative Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit der **Hedgefonds** ausgehen. In der Vergangenheit erhielten diese ihre Kreditmittel vor allem von den als Primebroker agierenden Investmentbanken. So verwalteten Morgan Stanley, Goldman Sachs und Bear Stearns rund 50 vH der von Hedgefonds investierten Mittel (EZB, 2005). Da die Hedgefonds ebenfalls mit einem großen Hebel arbeiten, ergibt sich ein weiterer negativer Selbstverstärkungseffekt. Den Daten von Hedge Fund Research zufolge ist es allein im dritten Quartal 2008 zu einem Rückgang der von Hedgefonds verwalteten Aktiva von 1,93 auf 1,72 Bio US-Dollar gekommen.

## Kasten 5

**Beispiel für die Hebelwirkung im Fall von Schocks**

Ein Fonds setzt einen Hebel (gemessen an der Relation von Fremd- zu Eigenkapital) von 4 ein. Bei eigenen Mitteln (Eigenkapital) von 20 kann er Fremdkapital in Höhe von 80 aufnehmen und damit Aktiva in Höhe von 100 erwerben.

Aktiva	Passiva
100	Fremdkapital 80
	Eigenkapital 20

Jetzt kommt es zu einem Wertverlust der Aktiva von 5 vH, der bei unverändertem Fremdkapital zu einem Hebel von 5,3 führt.

Aktiva	Passiva
95	Fremdkapital 80
	Eigenkapital 15

Wenn der Fonds durch seine Kreditgeber gezwungen wird, den ursprünglichen Hebel von 4 wiederherzustellen, muss er Aktiva in Höhe von 20 verkaufen, um damit das Fremdkapital auf 60 zu reduzieren.

Aktiva	Passiva
75	Fremdkapital 60
	Eigenkapital 15

Wenn der Kreditgeber aufgrund der größeren Unsicherheit nur noch einen geringeren Hebel, zum Beispiel von 3, zulässt, muss der Fonds weitere Aktiva veräußern.

Aktiva	Passiva
60	Fremdkapital 45
	Eigenkapital 15

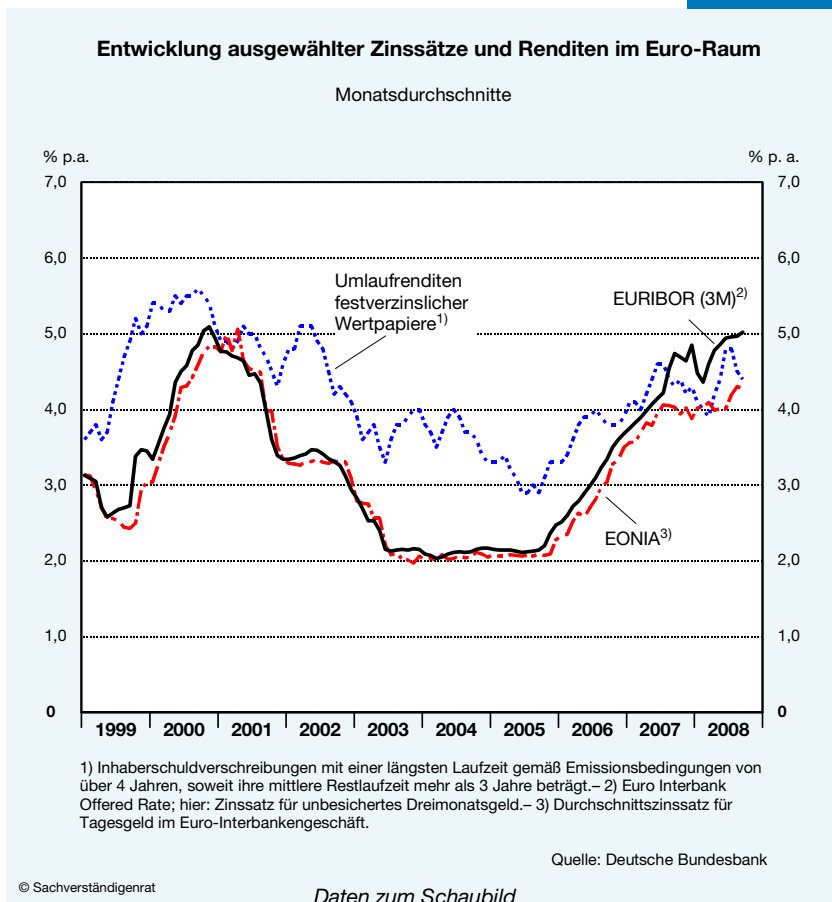
Insgesamt hat also eine relativ geringe Ausgangsstörung zu einem erheblichen Verkaufsdruck für den Fonds geführt. Konkret ergibt sich in diesem Beispiel ein Rückgang der Aktiva um 40 vH, was sich nachteilig auf deren Kurs und über die davon wiederum ausgelösten Effekte auch auf das Finanzsystem insgesamt auswirkt.

**5. Zunehmendes Misstrauen verschlechtert Ertragslage**

**186.** Das wachsende wechselseitige Misstrauen der Banken wirkte sich nicht nur auf die verfügbaren Refinanzierungsmittel aus, sondern auch auf die Zinsen, die für kurzfristige Mittel zu bezahlen waren. Der Satz für auf Euro lautende Dreimonatsgelder erreichte am 8. Oktober 2008 mit 5,39 % den höchsten Wert seit Bestehen der Währungsunion. In der Folgezeit ist er um einen halben Prozentpunkt zurückgegangen. Die zeitweise massive **Verteuerung am Interbankenmarkt** schlug sich bis zum Herbst 2008 auch in den Refinanzierungszinsen der Transaktionen mit der EZB nieder. Für das eine Woche laufende Hauptrefinanzierungsgeschäft musste am 8. Oktober 2008 ein durchschnittlicher Satz von 4,99 % gezahlt werden, der bisherige Höchstwert von 4,91 % war am 19. April 2001 erreicht worden. Aufgrund der Umstellung des von der EZB verwendeten Zuteilungsmechanismus hat seit Mitte Oktober eine deutliche Entspannung eingesetzt.

Gleichzeitig blieben die Renditen für längerfristige Staatsanleihen auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau, da diese Aktiva als „sicherer Hafen“ in der Krise angesehen wurden. Auf diese Weise bildete sich eine anhaltend **inverse Zinsstruktur** heraus, wie sie in der Phase der Währungsunion bisher noch nicht aufgetreten war (Schaubild 47). Diese Konstellation belastete vor allem Finanzinstitute wie die Deutsche Pfandbriefbank AG (DEPFA) oder Dexia, deren Geschäftsmodell darin besteht, sichere Staatsanleihen mit kurzfristigen, vor allem von anderen Finanzinstituten aufgenommenen Mitteln zu refinanzieren. Auf diese Weise wurden Banken in den Strudel der Finanzkrise gezogen, die in nur sehr geringem Umfang in drittklassigen US-amerikanischen Immobilienkrediten engagiert waren.

Schaubild 47



## II. Reaktion der Zentralbanken

**187.** Die Zentralbanken der großen Wirtschaftsräume haben in historisch einmaliger Weise auf die weltweite Krise an den Finanzmärkten reagiert. Die Reaktionen spiegeln dabei die wellenartige Ausbreitung der Krise wider:

- In den ersten Monaten der Krise im Sommer und Herbst 2007 prägten **Unterschiede im operationellen Rahmen** und in den nationalen makroökonomischen Ausgangspositionen die Zentralbankreaktionen auf die in dieser Phase noch weitgehend auf Liquiditätsengpässe beschränkten Turbulenzen. Insbesondere zeigte sich, dass der **flexible Ansatz der EZB** Vorteile birgt, da er die direkte Bereitstellung von Liquidität auch zu längeren Laufzeiten über einen breit definierten Pool an Gegenparteien und refinanzierungsfähigen Sicherheiten gewährleistet.