



Überlegungen zu den Auswirkungen der Finanzkrise

Vortrag anlässlich des
DRZW-Seminars

Die Finanz- und Wirtschaftskrise in Deutschland und Russland

Dresden, 1. Oktober 2009

Prof. Dr. Peter Reichling

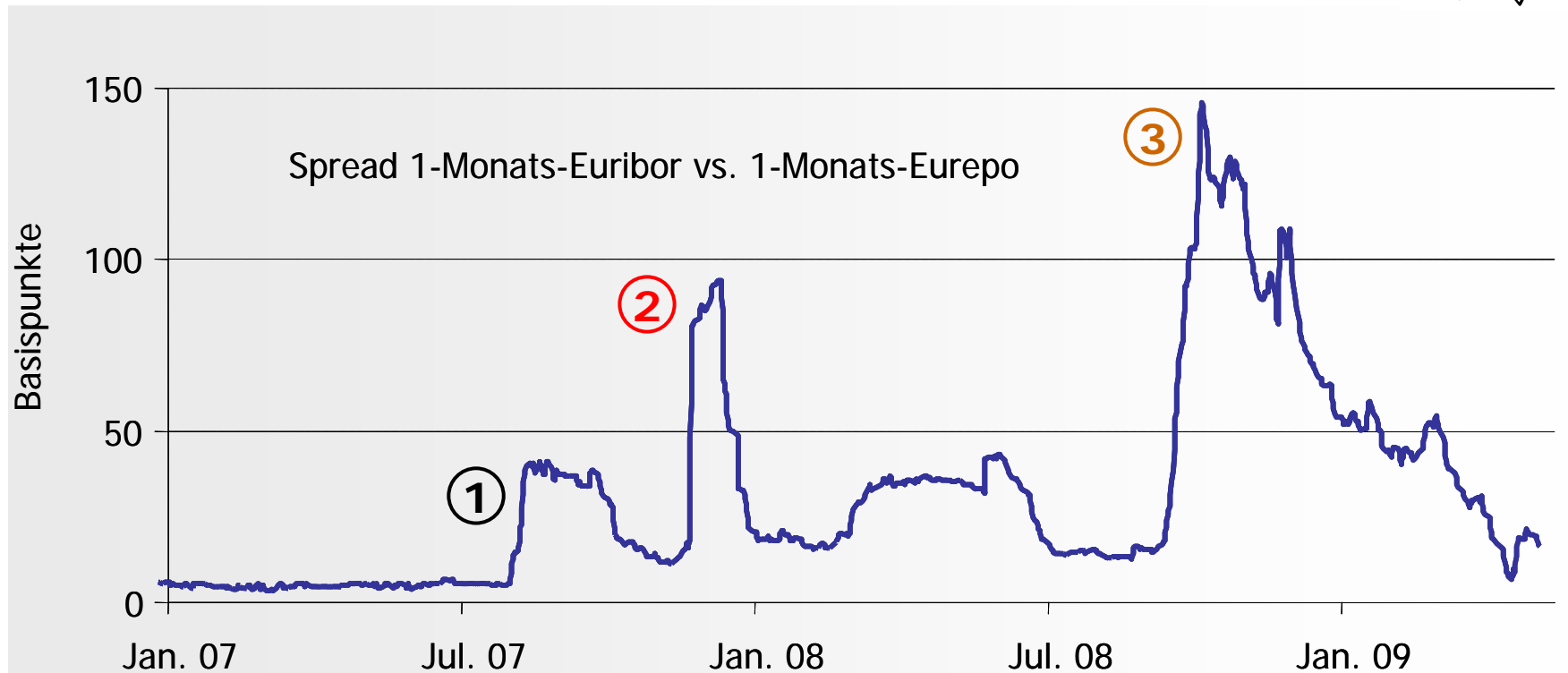
Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg
Lehrstuhl für Finanzierung und Banken



Themenkreise

- ① **Bonitätsspread und Risikoaversion**
- ② **Geldmenge und Inflationserwartung**
- ③ **Zinsstruktur und -prognose**
- ④ **Thesen**

1. Bonitätsspread und Risikoaversion



(1) Aug. 2007: IKB / Sachsen LB

(2) Nov. 2007: Milliardenabschreibungen bei Großbanken

(3) Sept. 2008: Lehman Brothers / Washington Mutual /
Hypo Real Estate

1. Bonitätsspread und Risikoaversion



(1) Aug. 2007: IKB / Sachsen LB

(2) Jan. 2008: Rezessionsängste; am „schwarzen Montag“ (21.01.2008) fällt der DAX um über 7 %

(3) Sept. 2008: Hypo Real Estate benötigt Staatshilfen / Lehman Brothers



1. Bonitätsspread und Risikoaversion

- Der **EURIBOR** (LIBOR bzw. FIBOR) galt Jahrzehnte lang als Proxy für den **risikolosen Zinssatz** (Bonitätsspread wenige Basispunkte)
- Im Verlauf der Finanzkrise (Vertrauenskrise) erreichte der **Bonitätsspread** ggü. EUREPO deutlich über 100 Basispunkte
- Die Refinanzierung auf EURIBOR-Basis kann relativ **teuer** sein (auch wenn der Bonitätsspread inzwischen wieder gesunken ist)
- Kundenseitig wird bei variabel verzinslichen **Krediten** (inkl. Swaps) die EURIBOR-Basis häufiger in Frage gestellt werden
- **Einlagenseitig** wird inzwischen bereits häufig auf Basis des EZB-Hauptrefinanzierungszinssatzes verzinst



1. Bonitätsspread und Risikoaversion

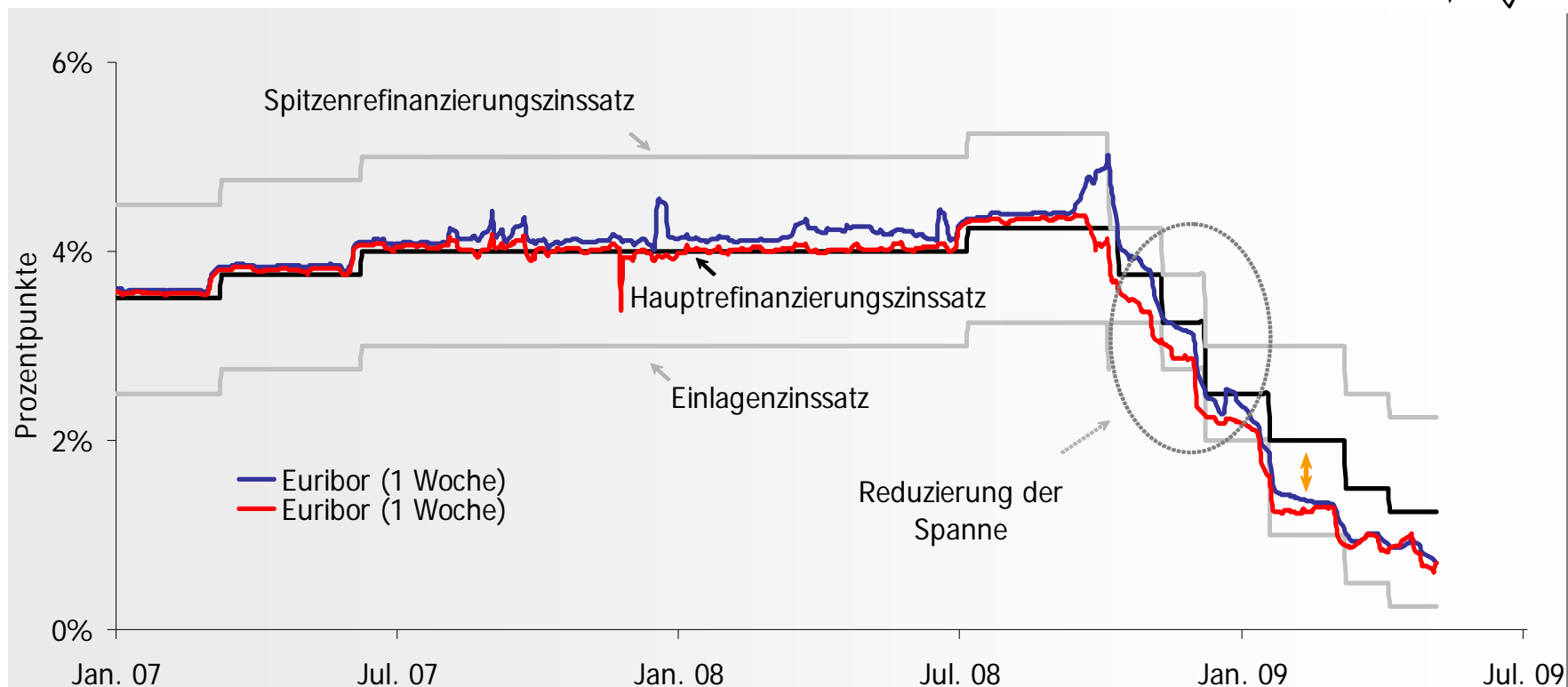
- Vertrauenskrisen äußert sich in deutlich gesteigener **Risikoaversion** (vgl. Platzen der .com-Blase)
- Bei höherer Risikoaversion steigen die geforderten **Risikoprämien (Kapitalkosten)**
- Gestiegene Risikoprämien äußern sich in gesunkenen **Preisen**
- Zudem erhöhen in Crash-Perioden gestiegene **Volatilitäten** die geforderte Risikoprämien
- Bei höherem Risiko wird die **Absicherung** teurerer (Optionspreise steigen mit der Volatilität)



Themenkreise

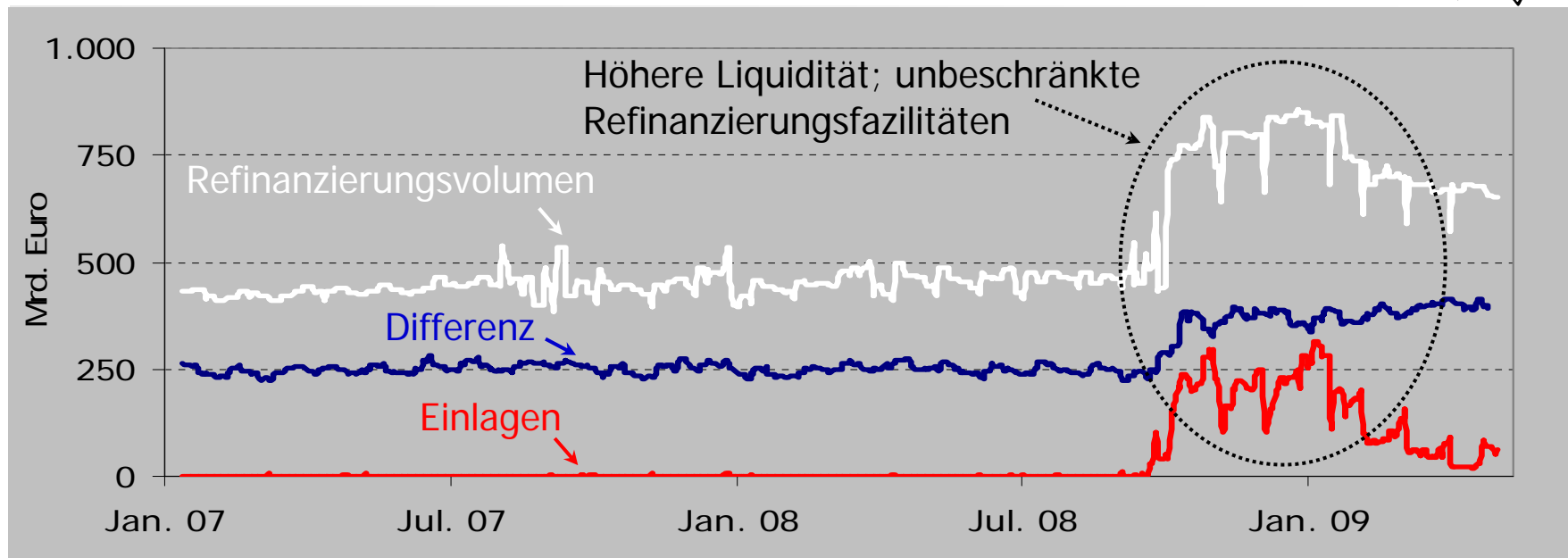
- ① **Bonitätsspread und Risikoaversion**
- ② **Geldmenge und Inflationserwartung**
- ③ **Zinsstruktur und -prognose**
- ④ **Thesen**

2. Geldmenge und Inflationserwartung



- Zunächst stiegen die Interbanken-Zinssätze;
- durch die Zinssatzsenkungen der EZB konnten aber die Interbanken-Zinssätze beeinflusst werden

2. Geldmenge und Inflationserwartung



- Die Vertrauenskrise auf dem Interbankenmarkt und die Interventionen der EZB führten zu steigender Refinanzierung bei der EZB;
- gleichzeitig wuchsen auch die Einlagen bei der EZB
- ➔ Die EZB übernimmt (teilweise) den Interbanken-Geldmarkt



2. Geldmenge und Inflationserwartung

- Gestiegene Einlagen und Kreditaufnahmen bei der EZB zeigen, dass die EZB den wenig liquiden Interbanken-Geldmarkt ersetzt
- Teilweise legen Kreditinstitute bei der EZB zu ungünstigeren Konditionen an als auf dem Interbanken-Geldmarkt
- Zudem führt die geringere Liquidität am Swap-Markt (in Verbindung mit gestiegenen Bonitätsspreads) dazu, dass Kreditinstitute ihre präferierte Risikoposition nicht mehr erreichen können



2. Geldmenge und Inflationserwartung

- Wegen der geringen Liquidität am Interbanken-Geldmarkt ist die EZB-induzierte **Geldmengenerhöhung** noch nicht in der Kreditwirtschaft „angekommen“
- Bei Wiederbelegung des Interbanken-Geldmarktes greift der **Geldschöpfungsmultiplikator**
- Eine gestiegene Geldmenge bei gleichzeitigem Rückgang der produzierten Güter und Dienstleistungen lässt eine **mittelfristige Inflationserwartung** zu

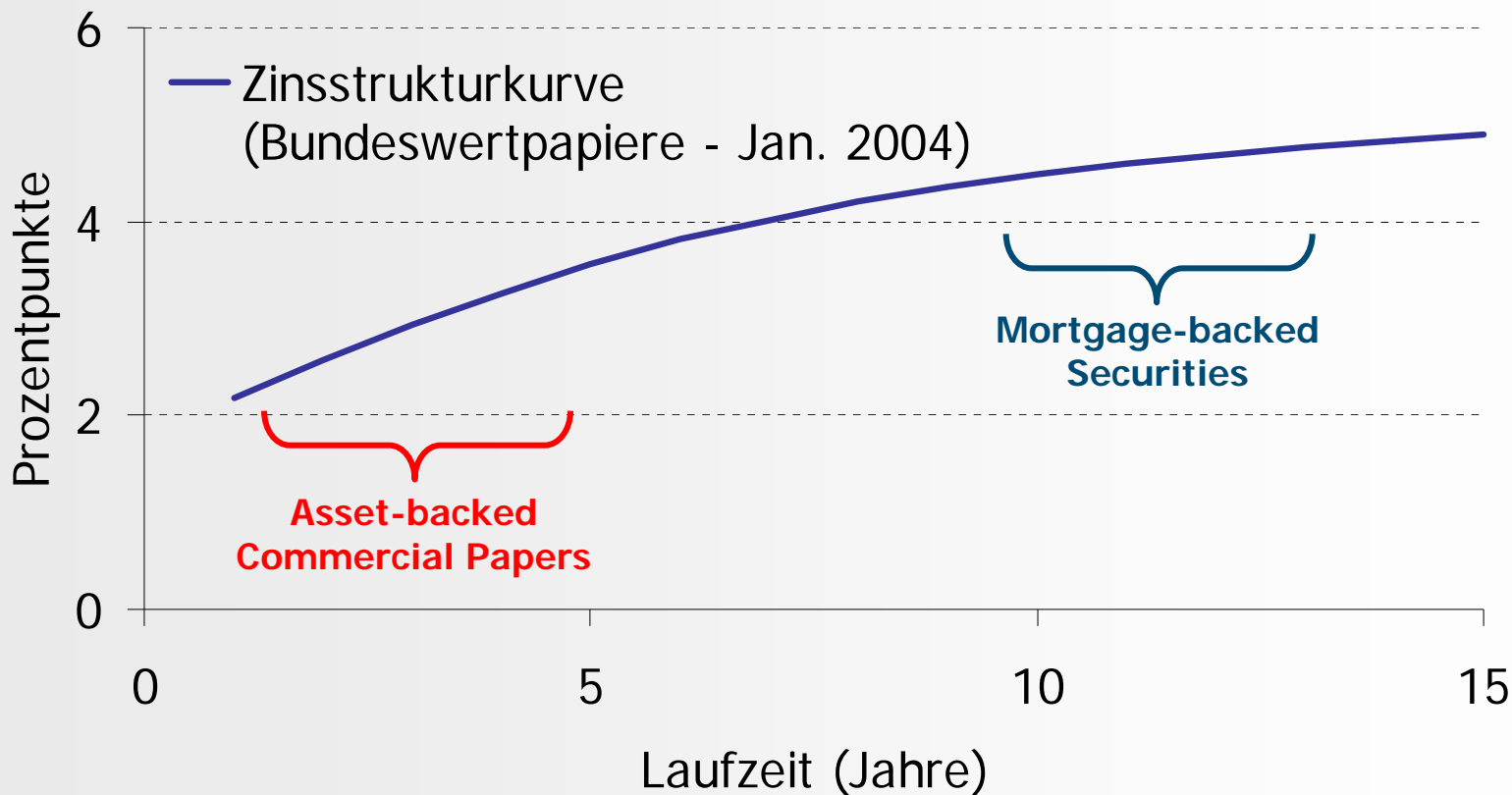


Themenkreise

- ① **Bonitätsspread und Risikoaversion**
- ② **Geldmenge und Inflationserwartung**
- ③ **Zinsstruktur und -prognose**
- ④ **Thesen**

3. Zinsstruktur und -prognose

Investoren finanzierten den Kauf langfristiger Mortgage-backed Securities durch Emission kurzfristiger Papiere (z.B. Asset-backed Commercial Papers)



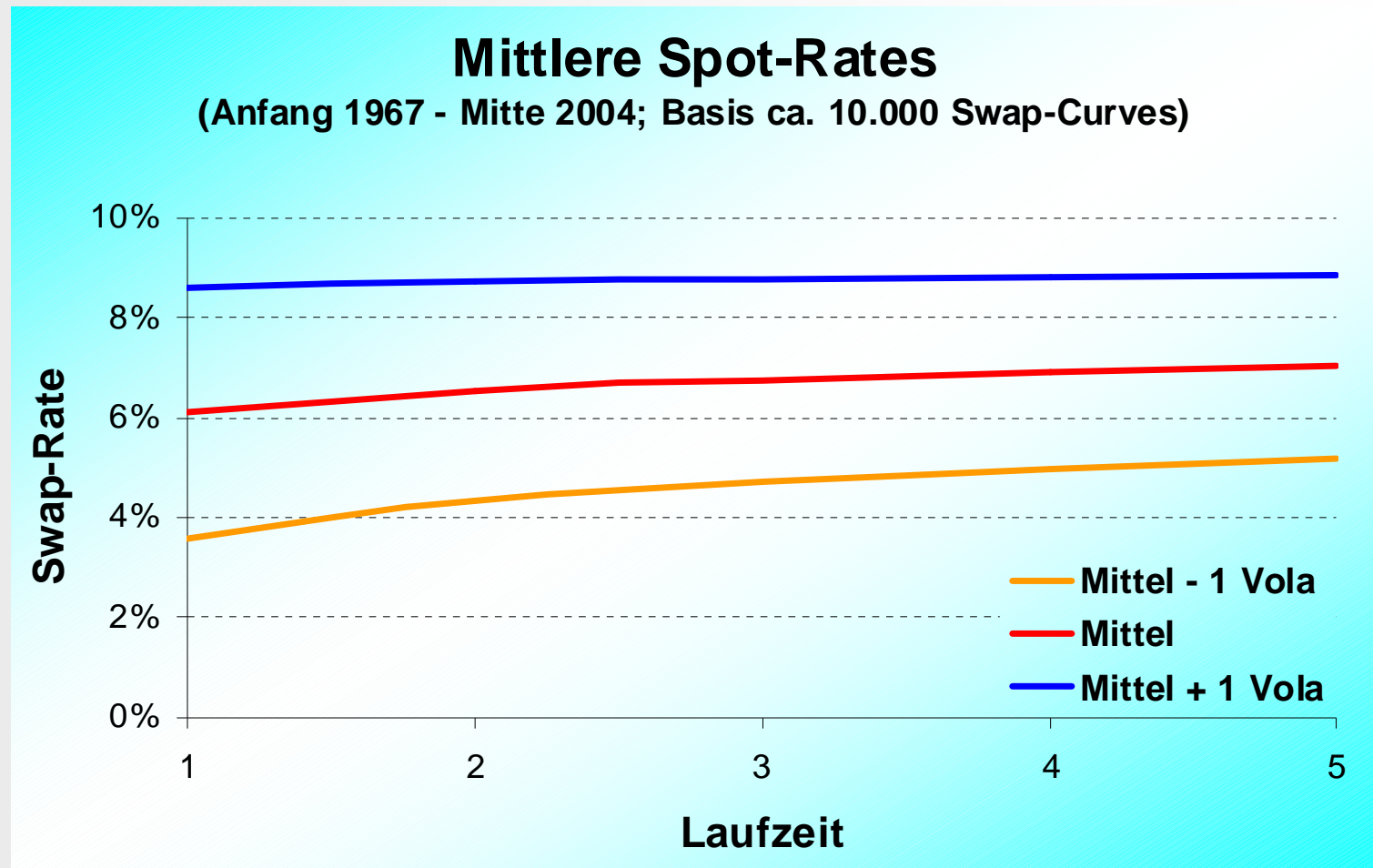


3. Zinsstruktur und -prognose

- Die **Fristentransformation** (Riding Down the Yield Curve) liefert bei normaler Zinsstruktur einen Strukturbeitrag
- Die Transformation kürzerfristiger Privatkundeneinlagen in längerfristige Firmenkundenkredite ist im deutschen Hausbanksystem **volkswirtschaftlich erstrebenswert**
- Bei reinen Kapitalmarkttransaktionen muss der Term Spread auch darauf geprüft werden, welche Risikoprämie er enthält (Stichworte: Leverageeffekt, Liquidität)

3. Zinsstruktur und -prognose

Historisch überwiegt eine normale Zinsstruktur;
kurzfristige Zinssätze schwanken stärker als langfristige

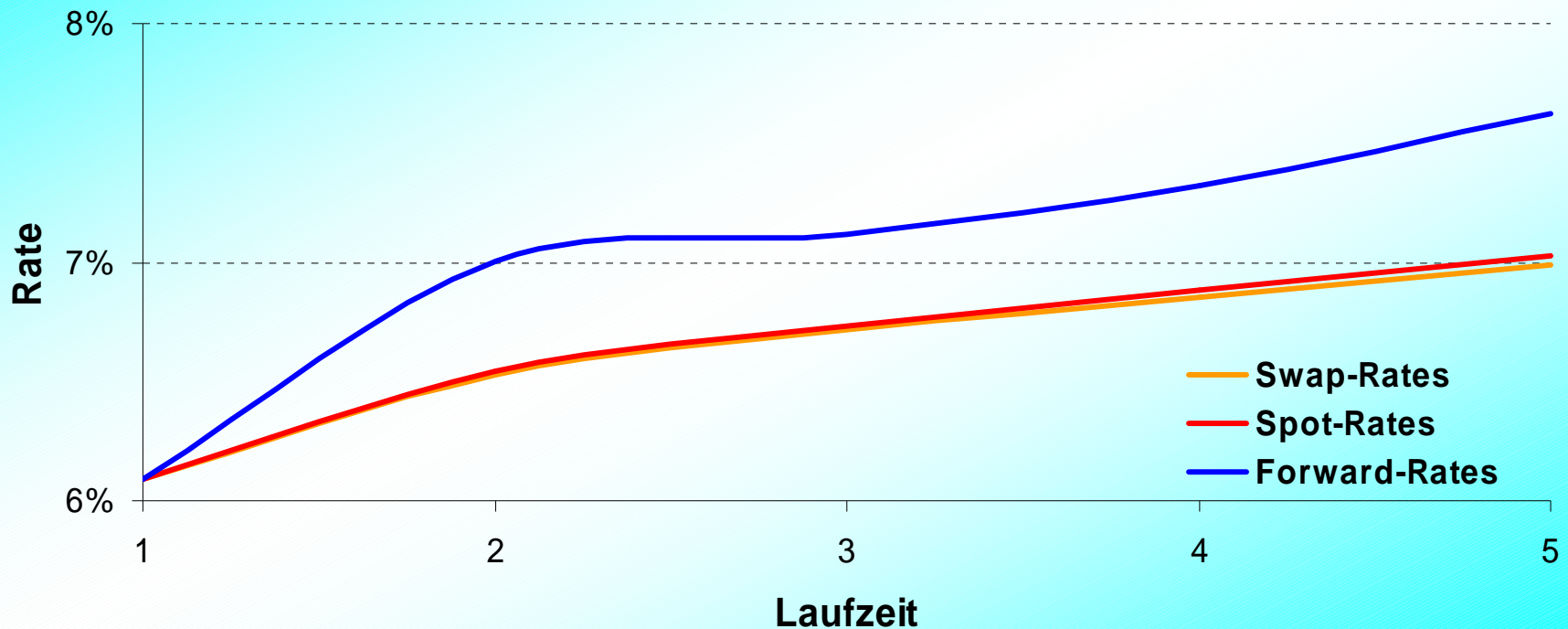


3. Zinsstruktur und -prognose

Bei normaler Zinsstruktur liegen die Forward Rates über den korrespondierenden Spot Rates

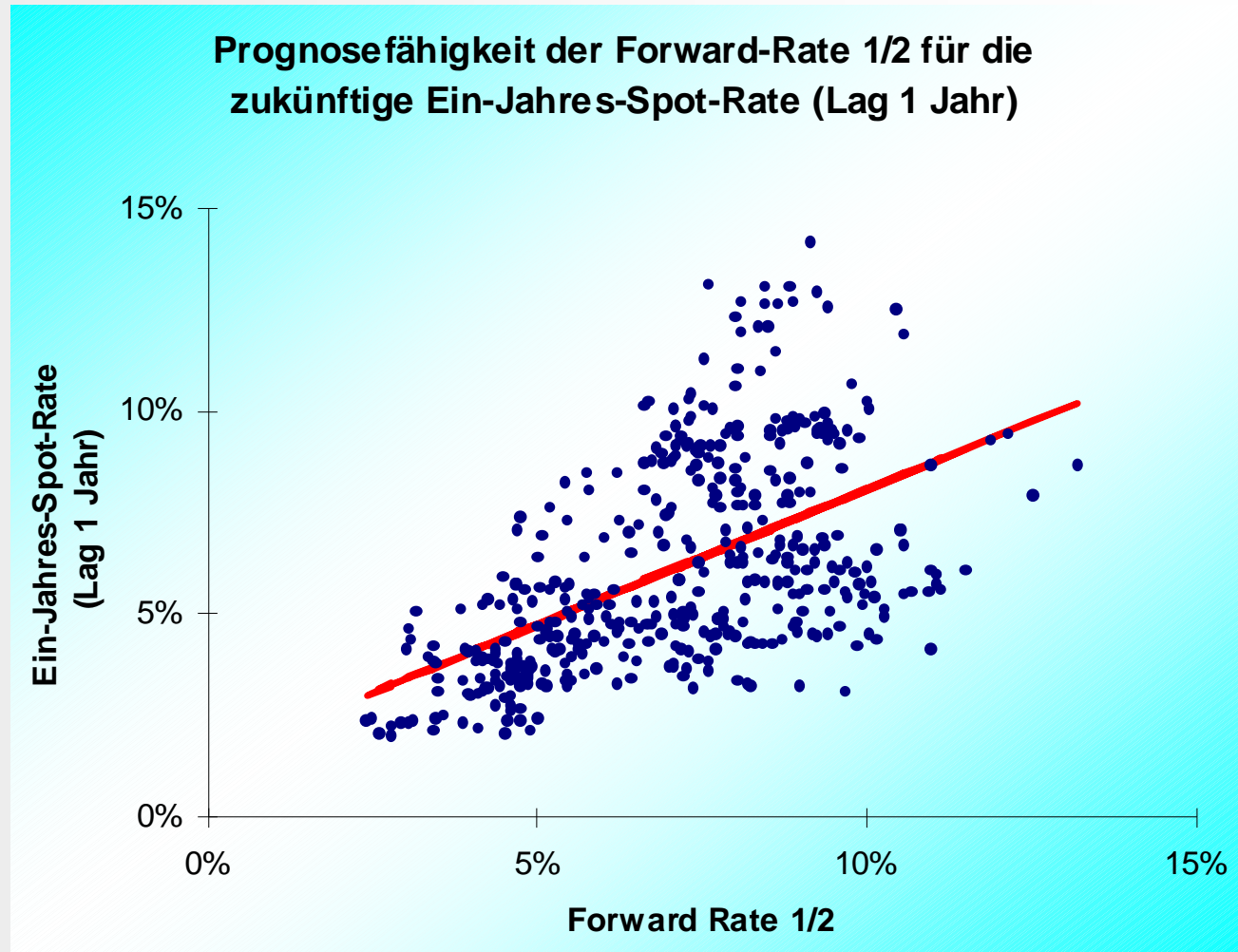
Mittlere Swap-, Spot- und Forward-Rates

(Anfang 1967 - Mitte 2004; Basis ca. 10.000 Swap-Curves)



3. Zinsstruktur und -prognose

Statistisch können die Forward Rates die zukünftigen Spot Rates **nicht** vorhersagen





Themenkreise

- ① **Bonitätsspread und Risikoaversion**
- ② **Geldmenge und Inflationserwartung**
- ③ **Zinsstruktur und -prognose**
- ④ **Thesen**



4. Thesen

- Die Vertrauenskrise hat zu aufgrund gesteigener Risikoaversion zu einem gestiegenen Bonitätsspread bei der Refinanzierung am Interbankenmarkt geführt; diese relative Verteuerung wird bei gesteigener Zuversicht wieder abnehmen
- Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB haben die Geldmenge noch nicht spürbar erhöht; mit wachsender Geldschöpfung kann eine zunehmende Inflationsrate erwartet werden
- Die Inflationserwartung ist am Kapitalmarkt noch nicht eingepreist; allerdings lassen aktuelle Forward-Rates keine zuverlässige Zinsprognose zu



4. Thesen

- Die Finanz- und die Wirtschaftskrise sollten voneinander **getrennt** betrachtet werden
- Unternehmen haben in Aufschwungjahren bei ausgeschöpften Kapazitäten kaum Bedarf zu Modernisierungs- oder **Rationalisierungsinvestitionen**; der Nachholbedarf begünstigt Kreditanfragen von Firmenkunden, hat aber ungünstige Folgen für den Arbeitsmarkt
- Dieser Effekt trifft die **neuen Bundesländer** weniger, weil hier tendenziell mit jüngeren Technologien produziert wird
- Unternehmen scheinen sich auf eine **baldige Erholung** einzustellen (weniger elastische Arbeitskräftepolitik)