

Die internationale Finanzkrise: Bedrohung für die globale Wirtschaft - Wie alles begann



Dr. Bernhard Gräf
Senior Economist
bernhard.graef@db.com

Deutsche Bank Research





Gliederung

1

Auf Sand gebaut – die US Sub-prime Krise wird zur internationalen Finanzkrise

2

Ausprägungen der Finanzkrise – der Knackpunkt: Lehman Brothers

3

Die Politik greift ein – Liquiditätsspritzen, Zinssenkungen und staatliche Rettungspakete

4

Die Weltwirtschaft gerät ins Taumeln





Gliederung



1

Auf Sand gebaut – die US Sub-prime Krise wird zur internationalen Finanzkrise

2

Ausprägungen der Finanzkrise – der Knackpunkt: Lehman Brothers

3

Die Politik greift ein – Liquiditätsspritzen, Zinssenkungen und staatliche Rettungspakete

4

Die Weltwirtschaft gerät ins Taumeln



Die US Sub-prime Krise: Ursachen

Abschlussbericht der President's Working Group on Financial Markets

(Vertreter des US Finanzministeriums, der Fed, der Securities and Exchange Commission (SEC) und der Commodity Futures Trading Commission)

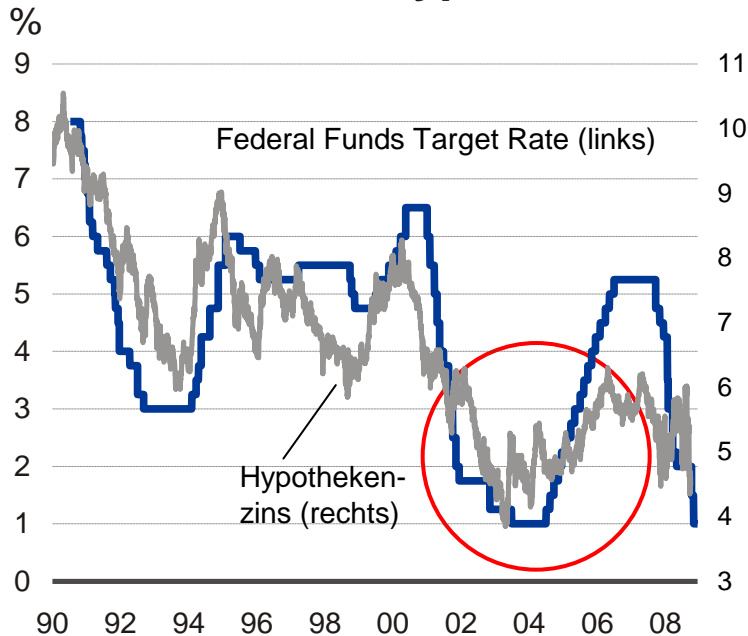
sieht Ursachen der aktuellen Finanzkrise in

- Absenkung der Kreditvergabestandards im Bereich der Sub-prime Hypotheken
- Erosion der Marktdisziplin bei allen Beteiligten beim Verpacken bzw. Verbriefen
- Fehler bei der Bewertung solcher und anderer, noch komplexer strukturierter Wertpapiere durch die Rating-Agenturen
- Schwächen im Risikomanagement der Finanzinstitute und
- Schwächen bei den Aufsichtsbehörden



... und was ist mit der US Notenbank?

USA: Leitzins & Hypothekenzins



Quelle: Fed, Freddie Mac

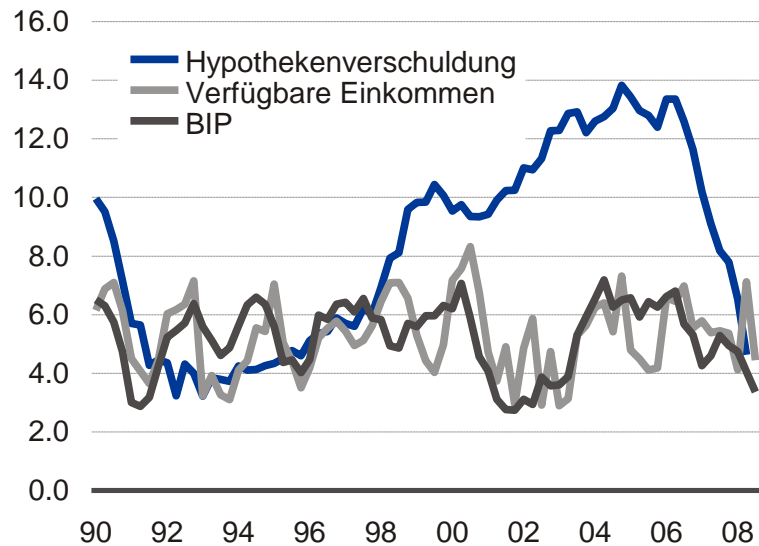
- Nach Platzen der New Economy Bubble hat Fed Leitzins von 6,50% (Anfang 2001) auf 1% (Mitte 2003) gesenkt und 1 Jahr auf diesem niedrigen Niveau belassen ...
- ... dies hat wohl erst den Boden für die Übertreibungen am Immobilienmarkt geschaffen



Liquidität floss diesmal überwiegend in den Immobilienmarkt ...

Hypothekenschuldung stark ausgeweitet

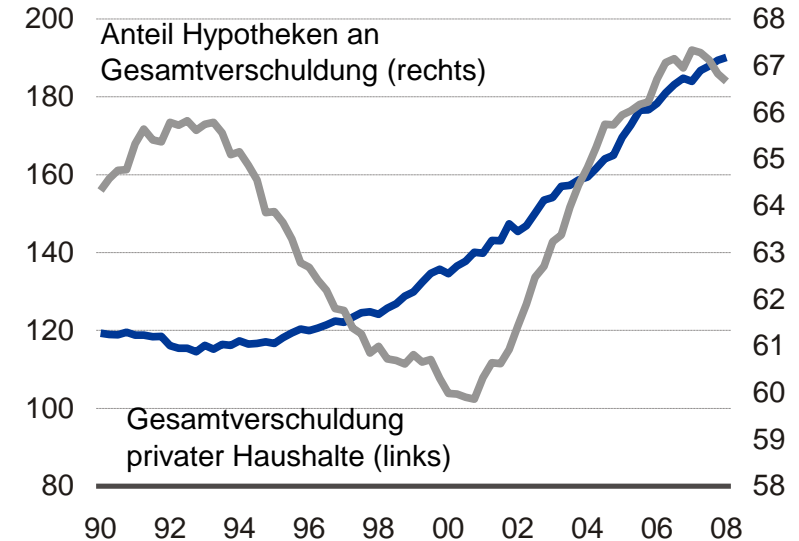
% gg.Vj.



Quellen: Fed, BEA

Anteil Hypotheken an Gesamtverschuldung auf Rekordniveau

% verf. Einkommen (links), % (rechts)



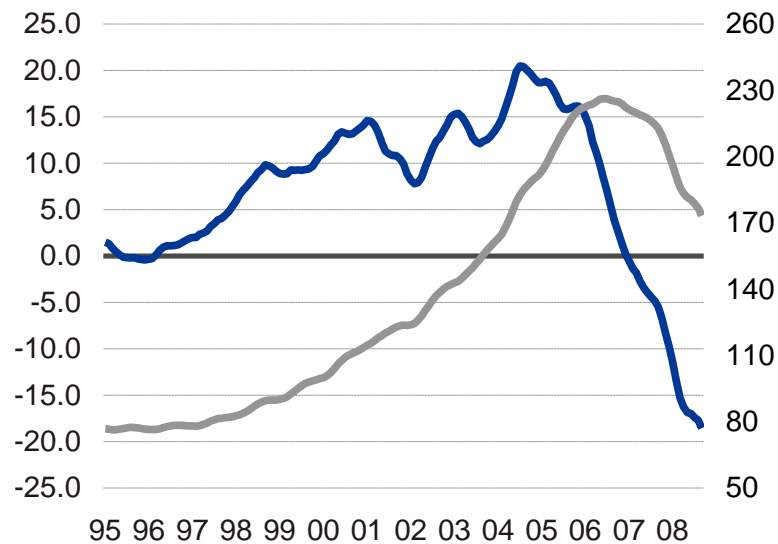
Quelle: Fed



... und trieb Immobiliennachfrage, Hauspreise und den privaten Konsum ...

Hauspreise 2001 bis 2006 um fast 14% p.a. gestiegen

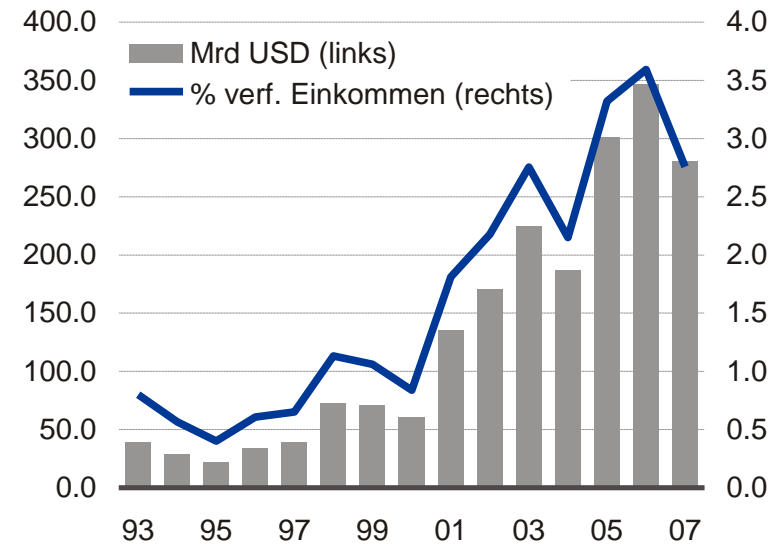
% gg.Vj. (links), Index 2000 = 100 (rechts)



Quelle: S&P/Case Shiller

Steigende Preise und fallende Zinsen ermöglichten Cash-Outs

Mrd USD (links), % verf. Einkommen (rechts)



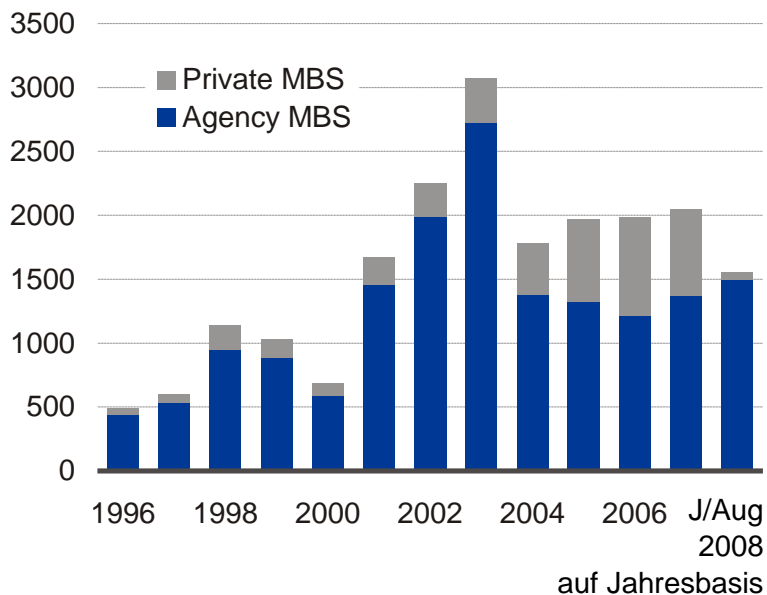
Quelle: Freddie Mac



... innovative Finanzierungsformen und Verbriefungen wirkten als Beschleuniger ...

Markt für Hypotheken besicherte Wertpapiere kräftig gewachsen

MBS = Mortgage-backed Securities, Neugeschäft, Mrd. USD



Quelle: SIFMA

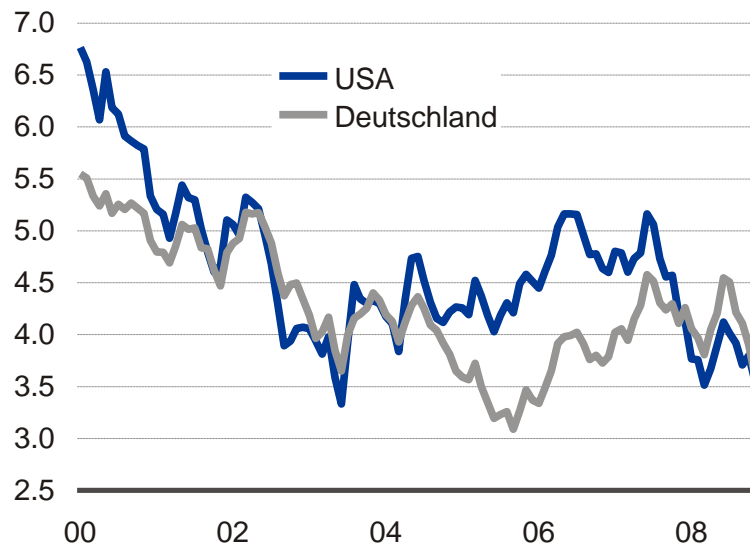
- In den vergangenen Jahren wuchs der MBS-Markt dramatisch
- Neugeschäft in 2001 bis 2007 mit durchschnittlich USD 2 000 Mrd. gegenüber 1990 bis 2000 vervierfacht
- Vor allem private MBS kräftig gewachsen, Anteil an gesamten MBS von 1996 bis 2006 vervierfacht; private MBS Neuemissionen zuletzt nahezu zum Erliegen gekommen
- Selbst Ex-Fed Präsident Alan Greenspan gab zu, dass ihm die Dynamik der Entwicklung erst sehr spät klar wurde
- Keiner der beteiligten Akteure (Hauskäufer, Hypothekenbanken, Rating-Agenturen, Politik/Aufsicht) hatte einen Anreiz einzugreifen



... die Suche nach Rendite verstärkte diese Entwicklung noch ...

Rendite merklich gesunken

Rendite 10J Staatsanleihen, %



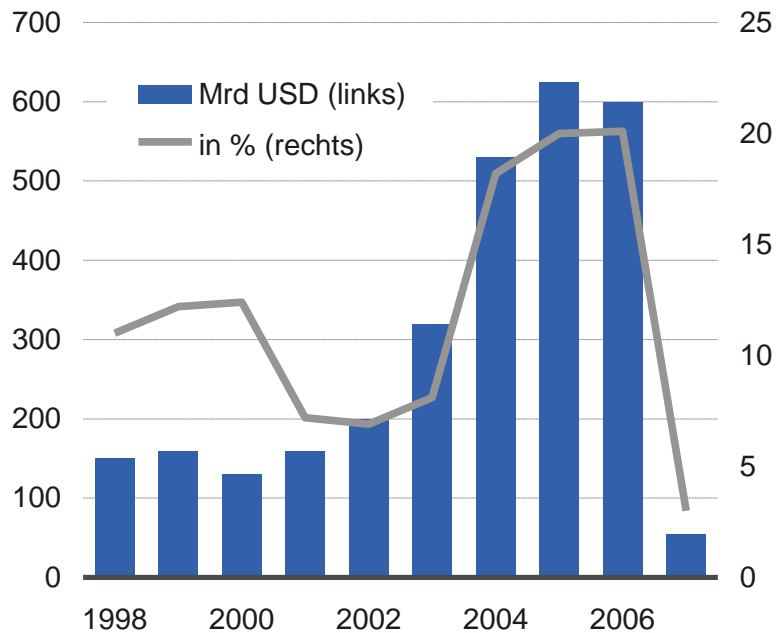
Quelle: DB Research

- Boom wurde durch Investorennachfrage nach strukturierten, höher verzinslichen Wertpapieren in einer Zeit hoher Liquiditätsüberschüsse und niedriger Renditen noch verstärkt
- Dies gilt nicht nur für die USA (siehe IKB, Sachsen LB)



... und ermöglichte so erst das rasante Wachstum im Sub-prime Segment

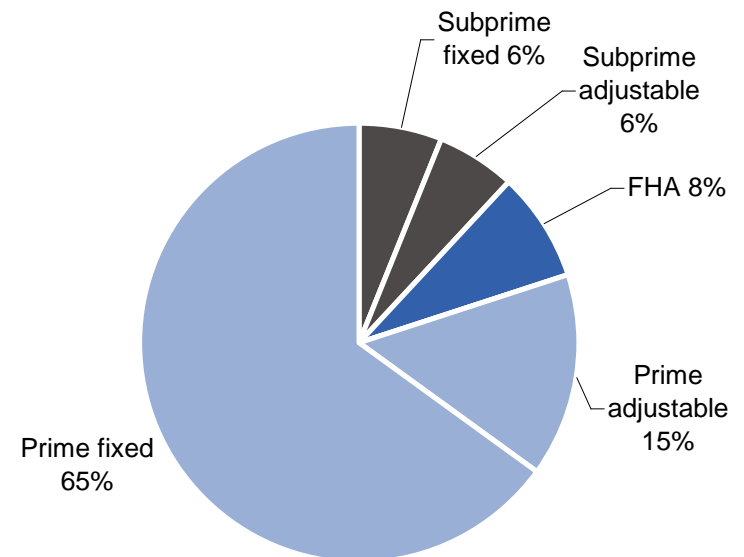
Sub-prime Neugeschäft zeitweise 20%



Quelle: OECD

Sub-prime Bestand etwa 12%

Ausstehendes Hypothekenvolumen Ende 2007:
 Insgesamt ca. USD 11.000 Mrd.
 Sub-prime ca. USD 1.300 Mrd.



Quelle: Fed, MBA



Sub-prime Schuldner haben

- fragwürdige Bonität
 - Schwierigkeiten, ihre Einkommens- und Vermögensverhältnisse zu dokumentieren
 - eine Finanzierungsquote höher als 85%
 - eine Schuldendienstquote von über 55% des verfügbaren Einkommens
- und damit ein erheblich höheres Ausfallrisiko



Sub-prime Hypotheken frei nach dem Slogan: „Nichts ist unmöglich!“

- **„Teaser Rate Hypotheken“**
(äußerst niedrige Zinsen am Anfang, spätere Anpassung an Marktzins)
- **„Interest Only“ oder „Balloon Hypotheken“**
(für die ersten Jahre müssen nur Zinsen bezahlt werden)
- **„Payment Option Hypotheken“**
(Hypothekenehmer kann selbst über die monatliche Rückzahlung entscheiden, Differenz wird der Hypothek zugeschlagen)
- **„Negative Equity Hypotheken“**
- **„Lügner Hypotheken“**
(Angaben zu Einkommen werden nicht geprüft)
- **„NINJA Hypotheken“**
(Hypothekenehmer mit **No Income, No Job, (No) Assets**)



Die Folge: „Bubble“ im Wohnungsbau ...

Neubaubeginne Anfang 2006 auf Rekordniveau

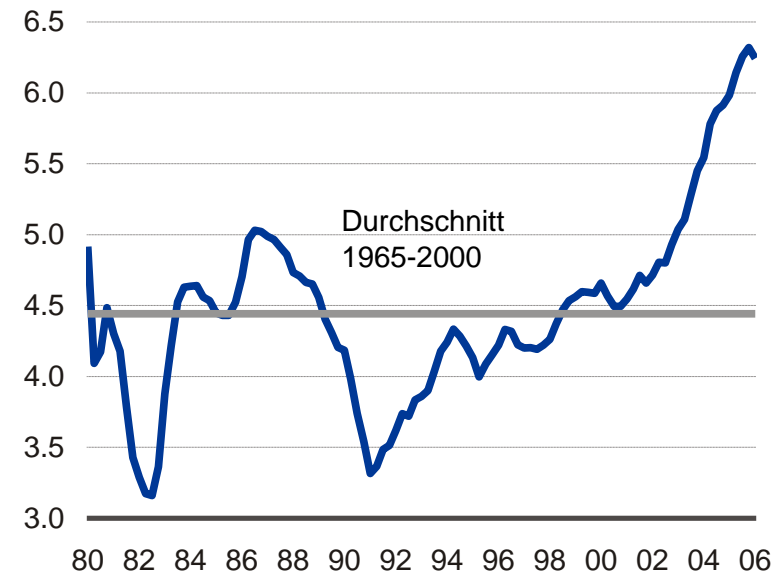
Wohnungsneubaubeginne in 1 000, Jahresbasis



Quelle: US Census

Investitionsquote drastisch gestiegen

Wohnungsbauinvestitionen in % des BIP

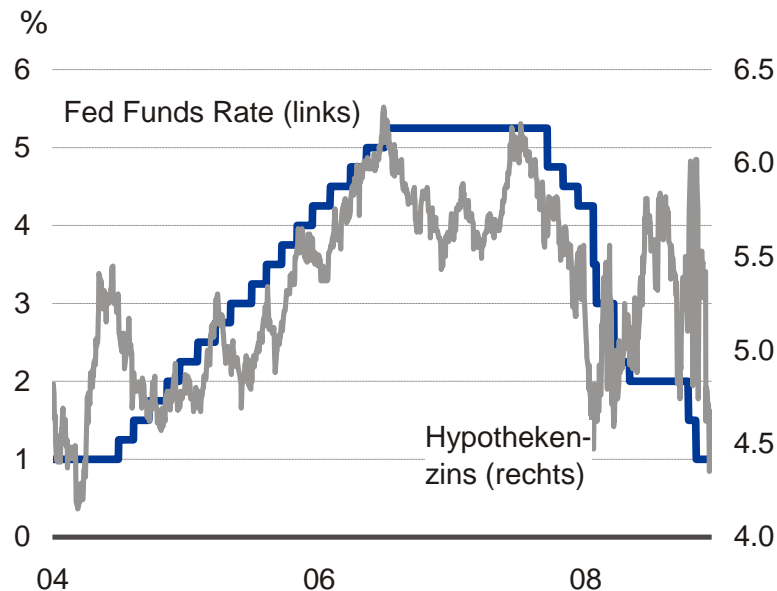


Quellen: BEA, DB Research



... die infolge der geldpolitische Straffungen der Fed platzte ...

Fed Straffung ließ Hypothekenzinsen steigen



Quellen: Fed, Freddie Mac

- Fed erhöhte Leitzins von Mitte 2004 bis Mitte 2006 von 1% auf 5,25%
- In der Folge stiegen die Hypothekenzinsen um rund 150 Basispunkte
- Hauspreisanstieg wurde drastisch gebremst, zuletzt -17% unter Vorjahr (Case Shiller Hauspreisindex)



... und eine tiefe Rezession im Wohnungsbau auslöste

Neubaubeginne auf Niveau früherer Baurezessionen

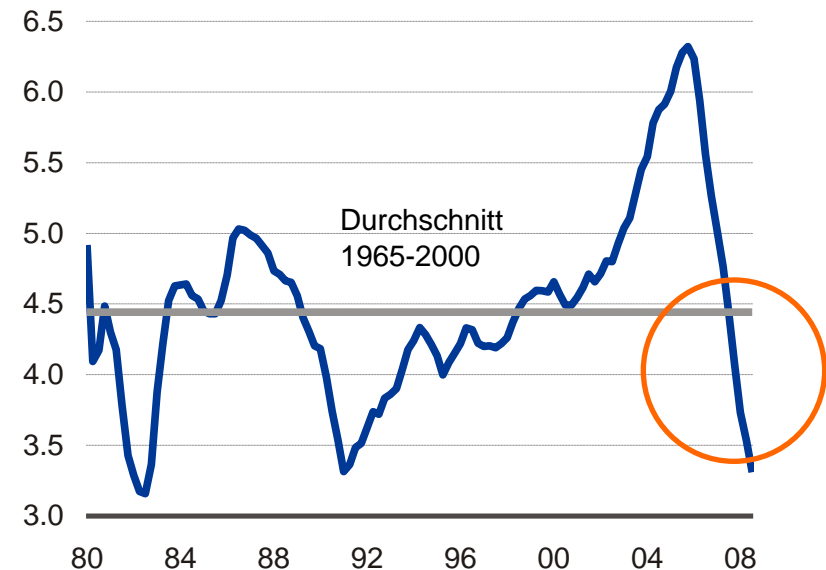
Wohnungsneubaubeginne in 1 000, Jahresbasis



Quelle: US Census

Investitionsquote merklich unter langjährigen Trend gefallen

Wohnungsbauinvestitionen in % des BIP

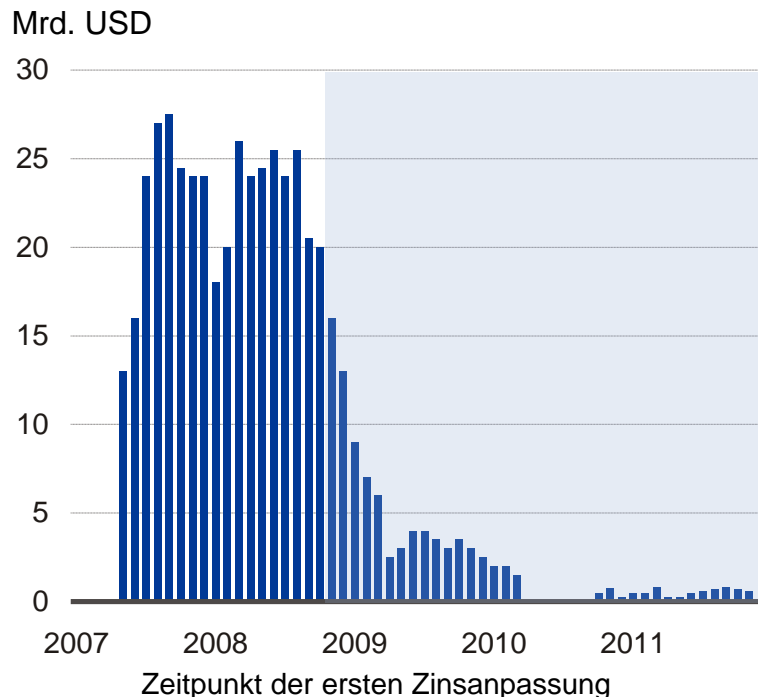


Quellen: BEA, DB Research



Zinsanstieg brachte besonders finanzschwache Haushalte in Schwierigkeiten ...

Sub-prime Hypotheken mit erster Zinsanpassung



Quelle: DB Global Market Research, SilverStreet Capital

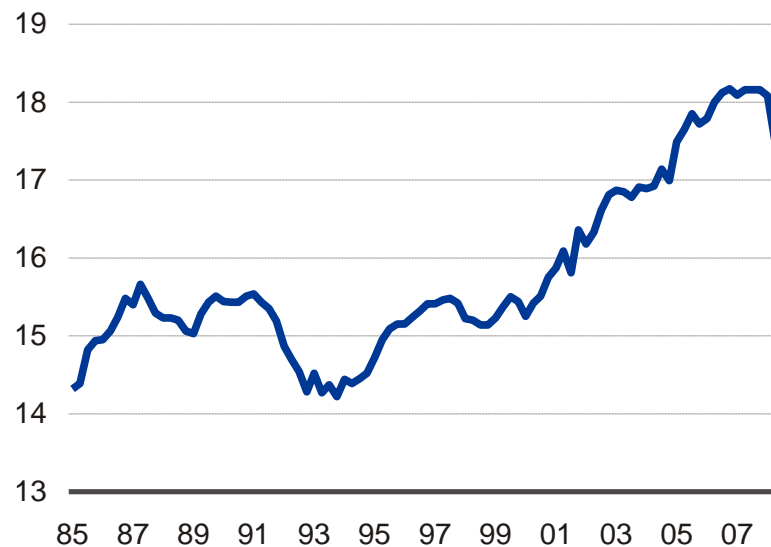
- Bei den zwischen 2004 und 2005 mit sehr niedrigen Teaser Rates vergebenen Hypotheken des Sub-prime Segments kam es ab 2006 zu massiven Zinsanpassungen
- Zwischenzeitliche Leitzinssenkungen haben dieses Problem allerdings zuletzt etwas entspannt



... Schuldendienst und Ausfallraten stiegen kräftig an und brachten eine Lawine ins Rollen

Schuldendienst von Hausbesitzern in der Spitze um gut 3%-Punkte gestiegen

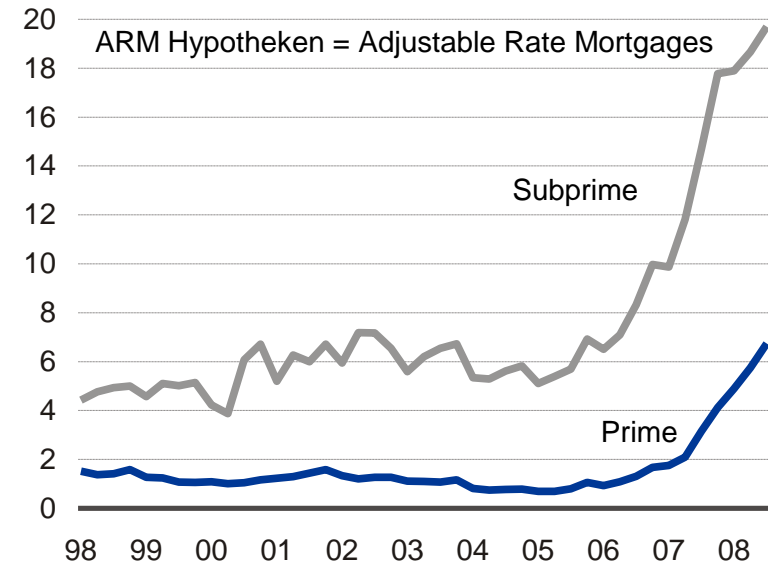
Schuldendienst in % des verfügbaren Einkommens



Quelle: Fed

Fast jede fünfte Sub-prime Hypothek mit Zahlungsproblemen

Hypotheken mit Rückzahlungsverzug von 60 Tagen und länger sowie in Zwangsvollstreckung, %



Quelle: MBA



Zweckgesellschaften mit hohen außerbilanziellen Risiken für Banken – aus langfristig wird kurzfristig

Asset-backed Commercial Paper: Volumen drastisch gesunken

Ausstehendes Volumen, Mrd. USD



Quelle: Fed

- Hinzu kam bei Finanzinstituten die Übernahme von zuvor außerbilanziell gehaltener Investmentvehikel, die verbriefte US Hypotheken hielten und bis dahin kurzfristig mit Asset-backed Commercial Papers finanzierten
- Erhebliche Refinanzierungsprobleme durch Asset-backed Commercial Papers führten zu Inanspruchnahme von Kreditlinien und zu einem dramatischen Vertrauensverlust unter Banken
- Ausstehendes Volumen von ABCP seit Mitte 2007 nahezu halbiert
- Damit schwappte die Krise, die ihren Ursprung in langfristigen US Hypotheken hatte, auf die kurzfristigen Märkte weltweit über



Zwischenfazit: Aus der Sub-prime Krise wurde die internationale Finanzkrise

- Durch die Verbriefung von US Hypothekenkrediten (einschließlich des Sub-prime Segments), der Verpackung der unterschiedlichen Risiken zu Paketen und dem weltweitem (Weiter-)Verkauf
- wurde bei steigenden Zinsen und damit zunehmenden Ausfallraten bei US Hypothekenkrediten das eigentlich amerikanische Problem zu einem Problem bei internationalen Investoren, die diese Risiken hielten
- Viele Finanzinstitute hielten diese Papiere zunächst außerbilanziell in Investmentvehikeln, die sich durch Ausgabe von Asset-backed Commercial Papers kurzfristig finanzierten
- Nach dem Platzen der US Immobilienblase kam Finanzierung ins Stocken, Kreditlinien mussten gezogen werden und das Vertrauen der Banken untereinander brach zusammen
- Damit wurde die internationale Finanzkrise zur Vertrauenskrise der Banken





Gliederung

1

Auf Sand gebaut – die US Sub-prime Krise wird zur internationalen Finanzkrise

2

**Ausprägungen der Finanzkrise
– der Knackpunkt: Lehman Brothers**

3

Die Politik greift ein – Liquiditätsspritzen, Zinssenkungen und staatliche Rettungspakete

4

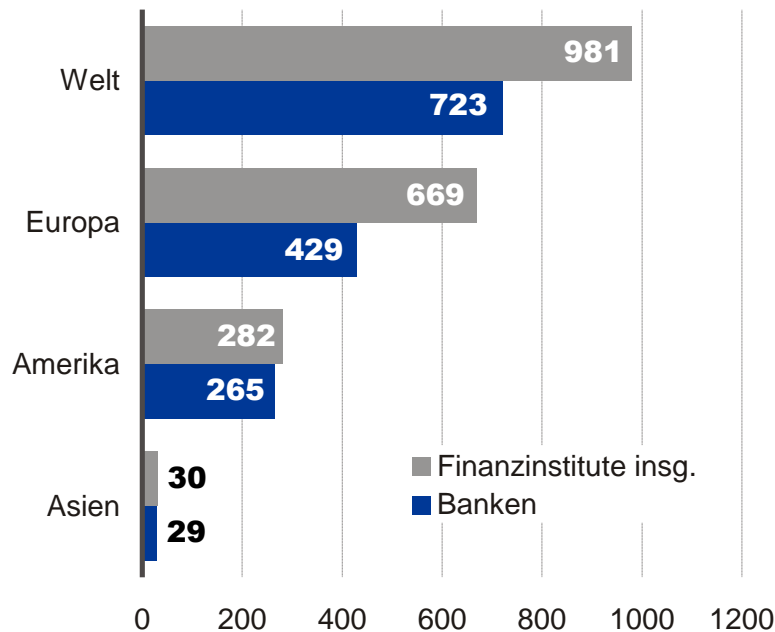
Die Weltwirtschaft gerät ins Taumeln



Finanzinstitute haben bislang weltweit fast USD 1 000 Mrd. wertberichtigt

Abschreibungen

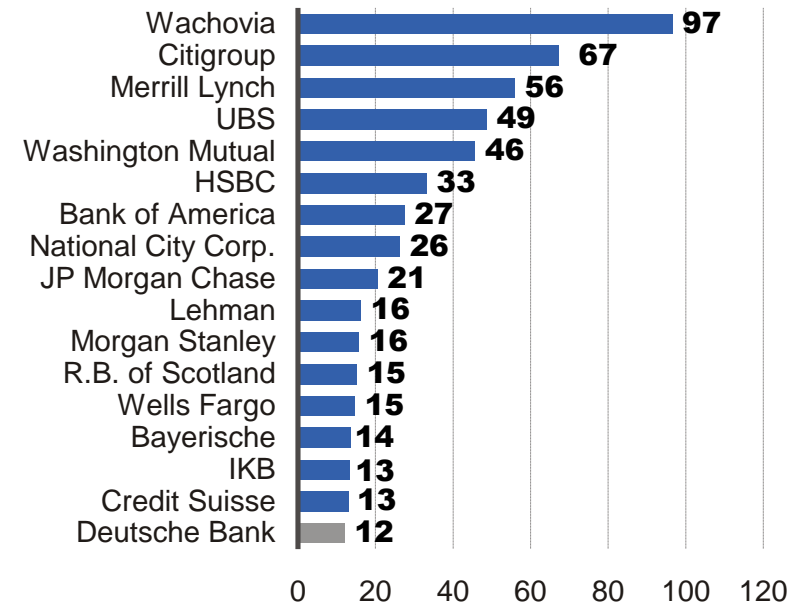
Mrd. USD



Quelle: Bloomberg

Abschreibungen von Banken

Mrd. USD

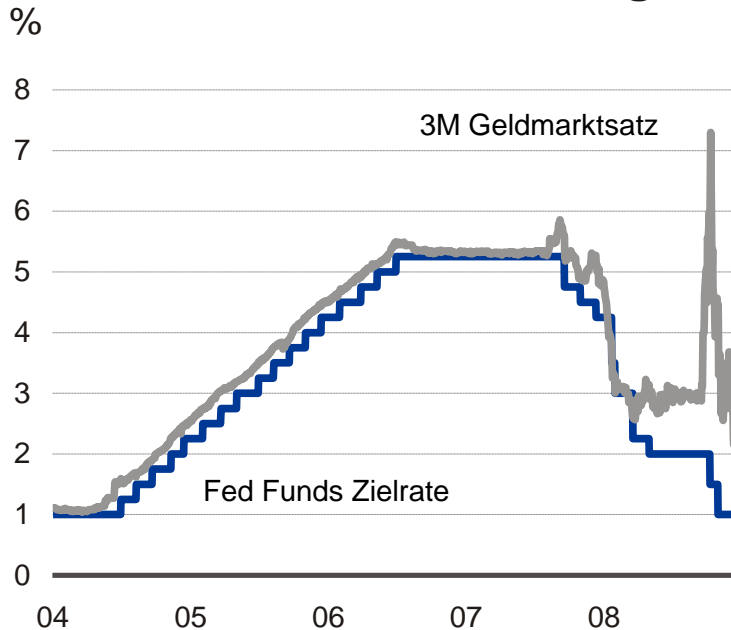


Quelle: Bloomberg



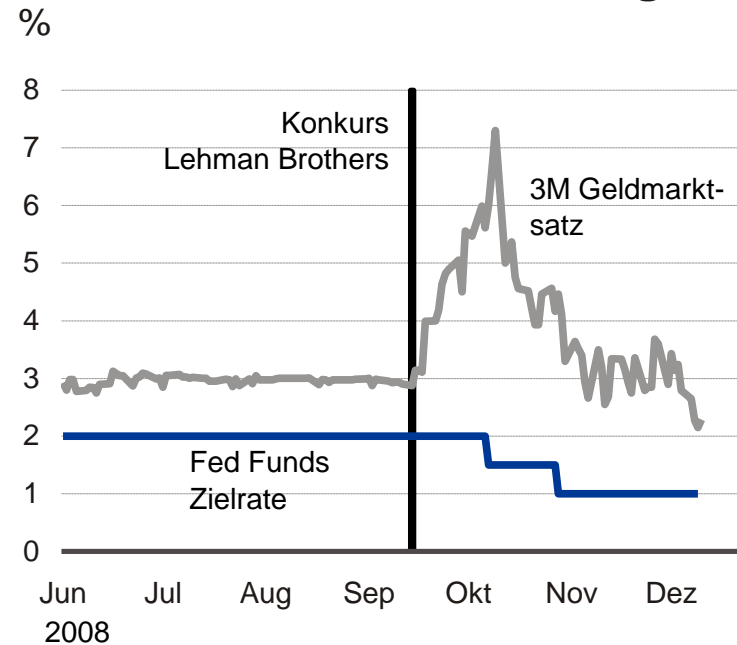
Die Finanzkrise: Dramatische Verschärfung nach dem Fall von „Lehman Brothers“

USA: Geldmarktentwicklung



Quellen: Fed, DB Research

USA: Geldmarktentwicklung



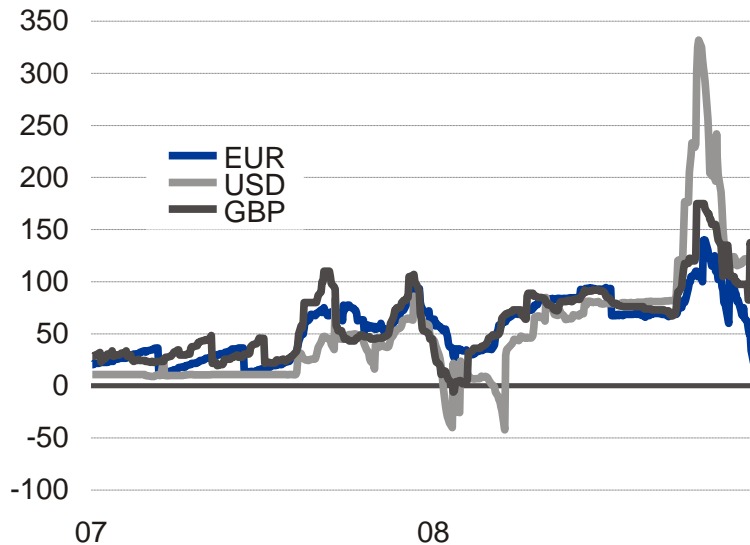
Quellen: Fed, DB Research



Spreadausweitung weltweit am Geldmarkt und auch bei Unternehmensanleihen

Geldmarktspreads

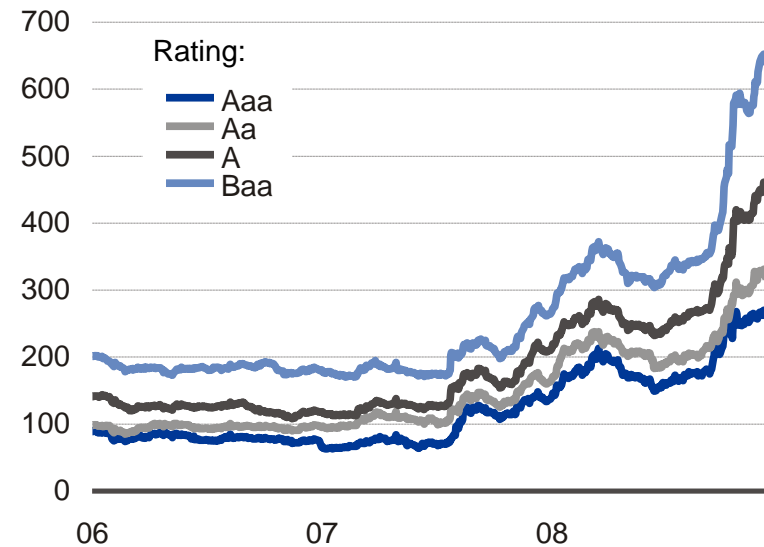
3M Satz minus Leitzins, Bp.



Source: DB Research

USA: Renditespreads

Rendite Industrie- gg. Staatsanleihen, Bp.



Quelle: Fed



Aktienmärkte im Sturzflug ...

USA: Aktienmarktentwicklung

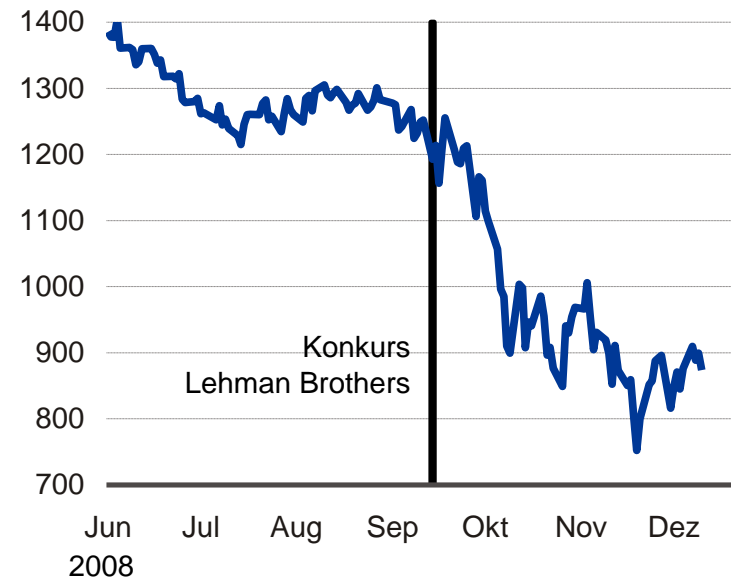
S&P 500, 1941/43 = 10



Quelle: Global Insight

USA: Aktienmarktentwicklung

S&P 500, 1941/43 = 10



Quelle: Global Insight



... mit steigender Unsicherheit

USA: Aktienmarktvolatilität

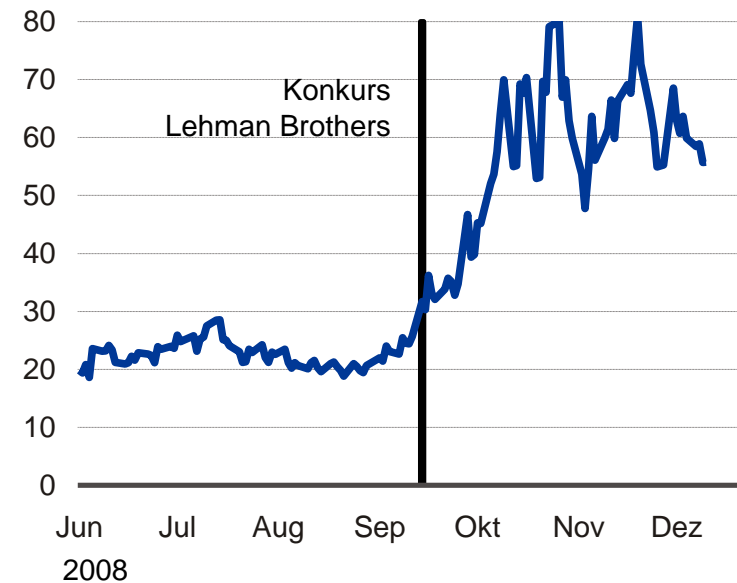
Implizite Volatilität, US VIX (S&P 500)



Quellen: Bloomberg

USA: Aktienmarktvolatilität

Implizite Volatilität, VDAX



Quellen: Bloomberg





Zwischenfazit: Dramatische Verschärfung nach dem Fall von Lehman Brothers

- Finanzkrise konnte durch Krisenmanagement (u.a. Rettung von Bear Stearns und AIG, Verstaatlichung von Freddie Mac und Fannie Mae, Sicherung der IKB) in Schach gehalten werden
- Zunehmende Erwartung, dass Notenbanken bzw. Regierungen Finanzinstitute retten werden
- Nach dem Fall von Lehman Brothers, der bis dahin fünftgrößten amerikanischen Investmentbank, brachen die Dämme
- Dramatische Verschärfung der Krise, die sich trotz der zwischenzeitlich verabschiedeten staatlichen Rettungspaketen, nur wenig entspannt hat





Gliederung

1

Auf Sand gebaut – die US Sub-prime Krise wird zur internationalen Finanzkrise

2

Ausprägungen der Finanzkrise – der Knackpunkt: Lehman Brothers

3

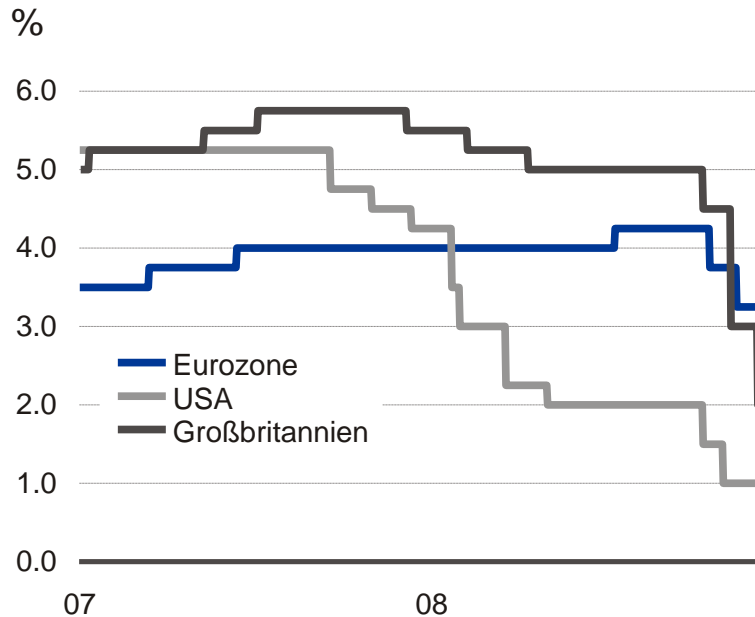
Die Politik greift ein – Liquiditätsspritzen, Zinssenkungen und staatliche Rettungspakete

4

Die Weltwirtschaft gerät ins Taumeln

Die Notenbanken reagierten zuerst

Leitzinsen

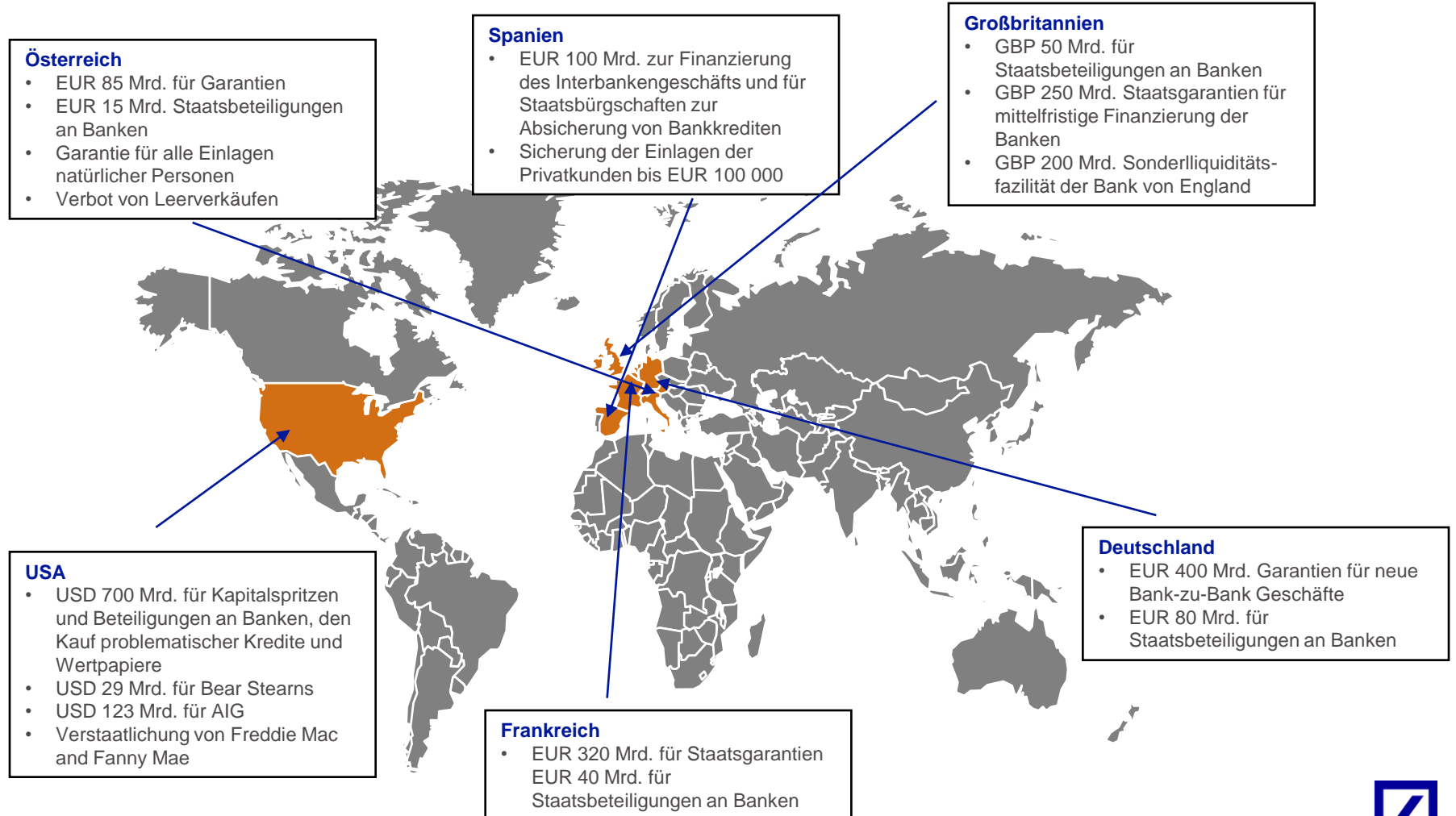


Quelle: DB Research

- Notenbanken geben nach Zusammenbruch des Interbankenmarktes Liquiditätsspritzen, weiten Kreis der refinanzierungsfähigen Finanzinstitute aus, weichen Standards notenbankfähiger Wertpapiere aus und gewähren hohe, längerfristige Kredite
- Weltweit kräftige Zinssenkungen, Fed seit September 2007 um 425 Bp. auf 1%, Bank of England innerhalb der letzten zwei Monaten um 300 Bp. auf 2% und EZB seit Oktober 2008 um 175 Bp. auf 2,5%
- Weitere Zinssenkungen (insbesondere von EZB) zu erwarten



Regierungen schnüren Rettungspakete nach der „Lehman“ Pleite





Gliederung

1

Auf Sand gebaut – die US Sub-prime Krise wird zur internationalen Finanzkrise

2

Ausprägungen der Finanzkrise – der Knackpunkt: Lehman Brothers

3

Die Politik greift ein – Liquiditätsspritzen, Zinssenkungen und staatliche Rettungspakete

4

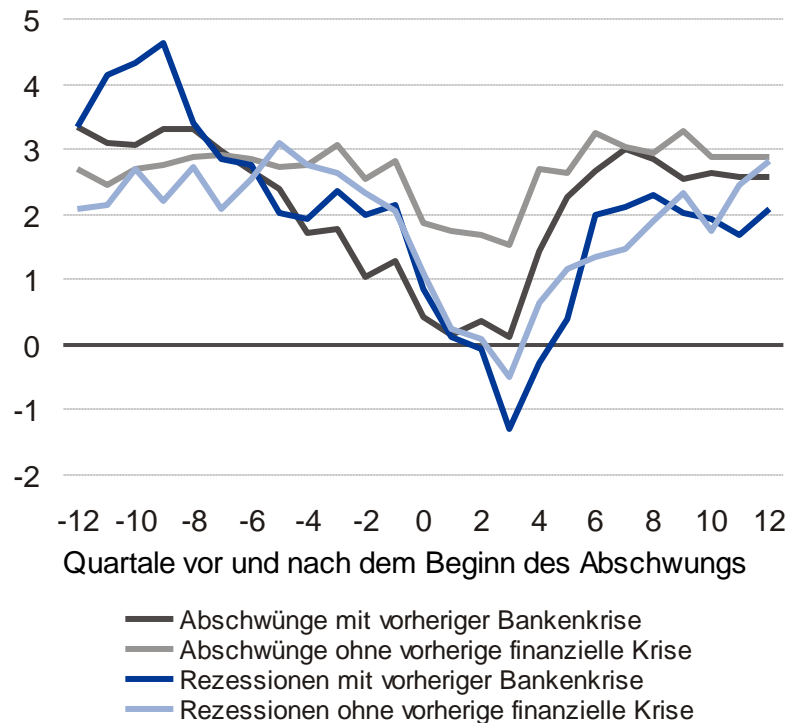
Die Weltwirtschaft gerät ins Taumeln



Abschwünge durch Finanzkrisen waren tiefer ...

Abschwünge & Rezessionen

Reales BIP (der betroffenen Länder), % gg.Vj.



Quelle: IMF

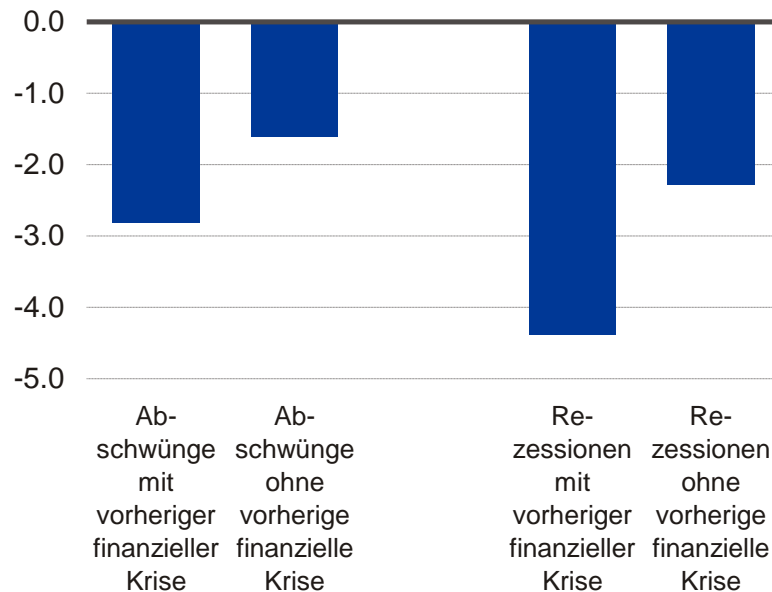
- Konjunkturelle Abschwünge und Rezessionen fielen in der Vergangenheit spürbar kräftiger aus, wenn eine Finanz- bzw. Bankenkrise voranging
- Darüber hinaus war der Wachstumsverlust bei einer Bankenkrise höher als bei einer allgemeinen Finanzkrise



... und länger

Kumulierter Wachstumsverlust

(der betroffenen Länder), % BIP



Quelle: IMF

- Durchschnittlich dauerten durch Finanzkrisen ausgelöste Abschwünge bzw. Rezession 8 Quartale
- „Normale“ Rezessionen dagegen lediglich 3 bis 4 Quartale
- Durchschnittlicher Wachstumsverlust bei durch Finanzkrisen ausgelösten Rezessionen mit etwa 4 ½% des BIP gut doppelt so hoch als bei „normalen“ Rezessionen
- Viele Belastungen für die Konjunktur bestanden schon vor der Finanzkrise



Die 1 Million Dollar Frage: Wann endet die Finanzkrise?



Sie dürfen auch jemanden anrufen!



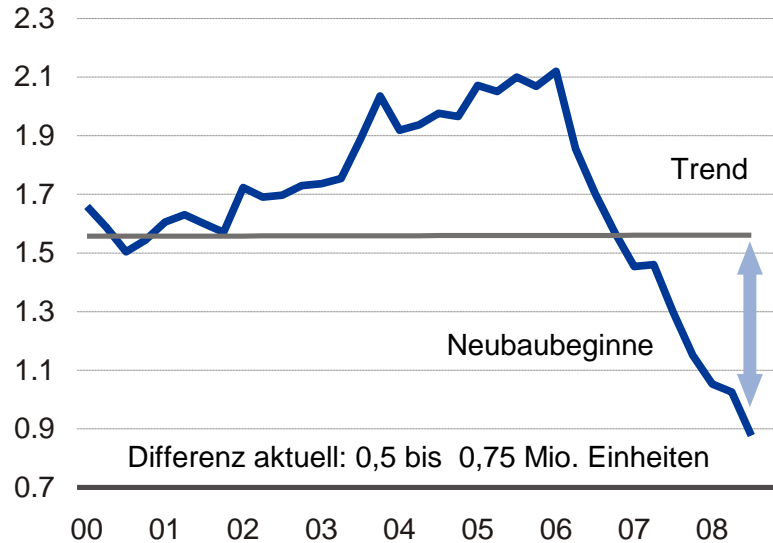
**Krise wohl erst vollständig gelöst, wenn
US Immobilienmarkt wieder im Gleichgewicht ist ...**



... aber das kann noch über ein Jahr dauern

USA: Wohnungsneubaubeginne

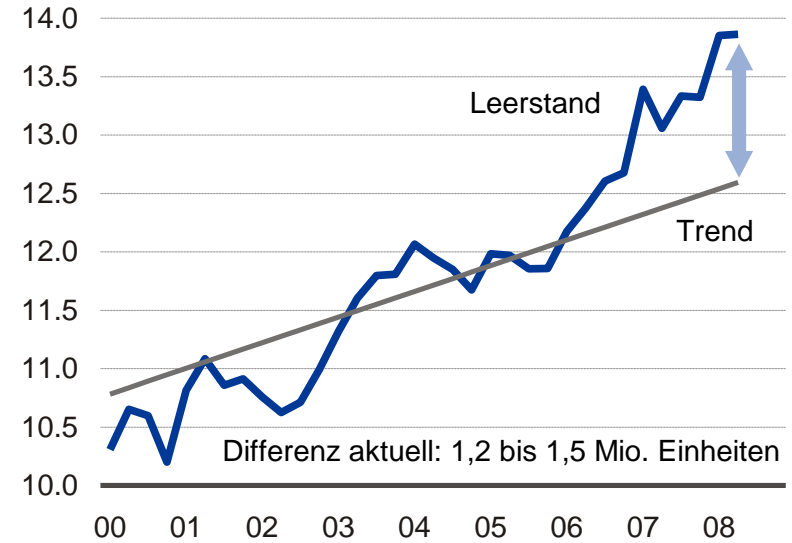
Mio. Einheiten, Jahresbasis



Quellen: US Census, DB Research

USA: Leerstand von Wohnungen

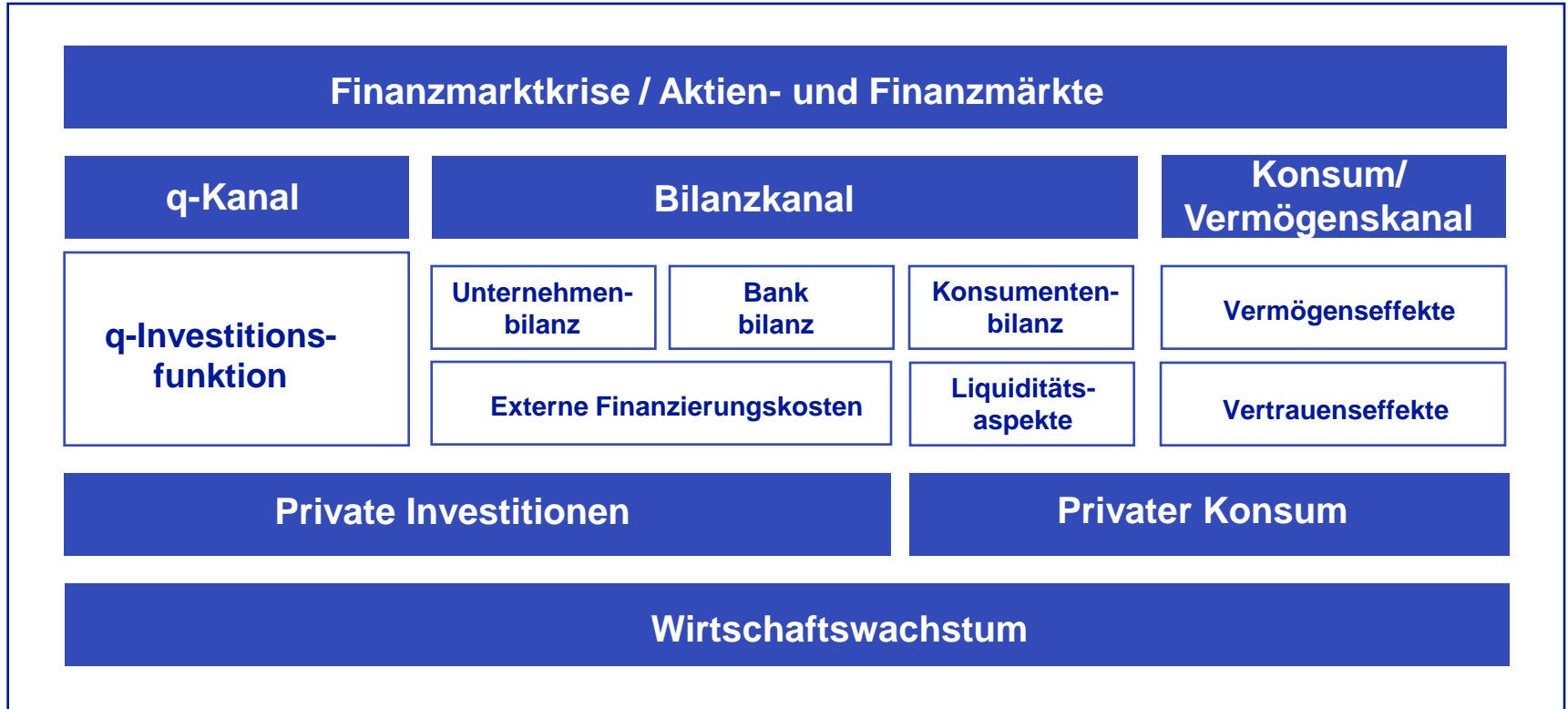
Mio. Einheiten, Jahresbasis



Quellen: US Census, DB Research

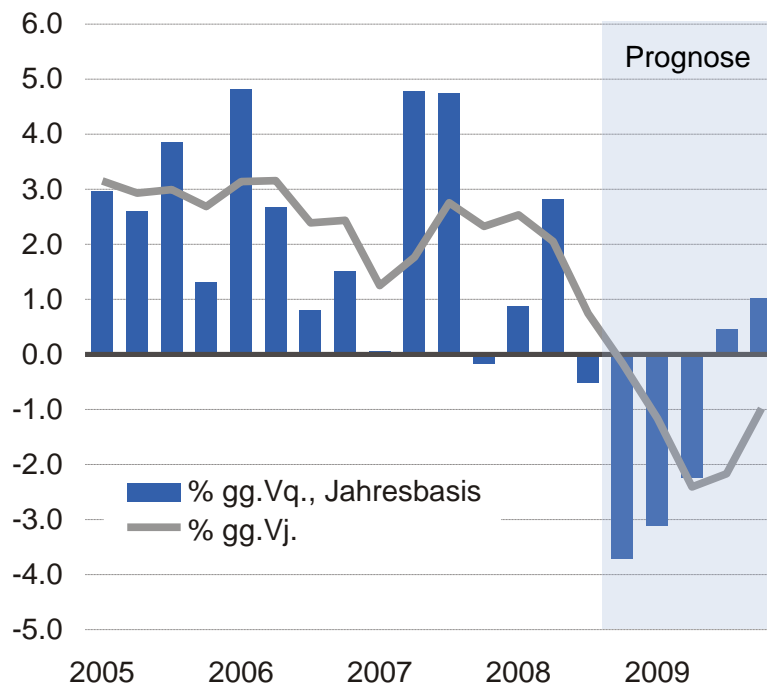


Transmissionsmechanismen der Finanzmarktkrise in die Realwirtschaft



USA: Dramatische Anpassungen beim privaten Konsum

USA: Wirtschaftswachstum



Quellen: BEA, DB Research

USA: Prognoseübersicht

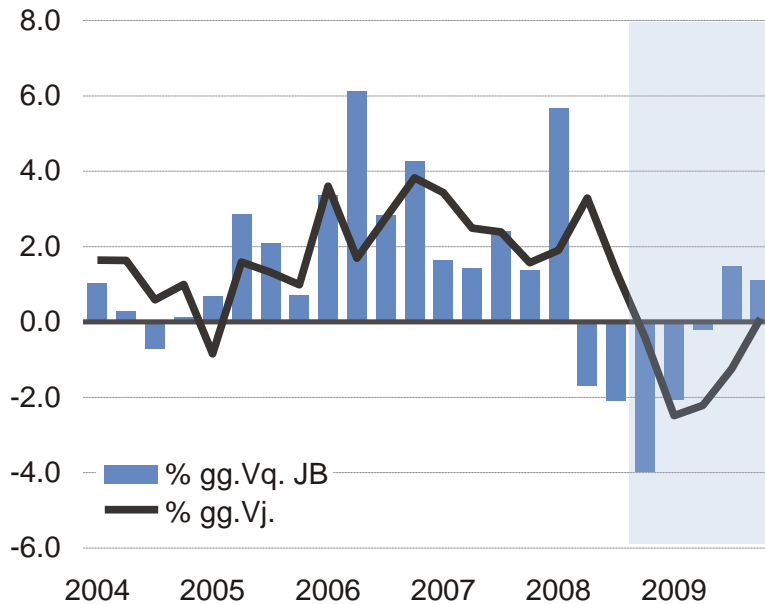
	2007	2008	2009
Reales BIP, % gg.Vj.	2.0	1.3	-1.7
Privater Konsum	2.8	0.3	-2.0
Staat	2.1	3.1	2.8
Private Investitionen	-3.1	-3.9	-3.8
Ausrüstungen	4.9	3.0	-1.8
Wohnungsbau	-17.9	-20.5	-10.8
Exporte	8.4	8.1	0.9
Importe	2.2	-2.4	-0.9
Inflation, % gg.Vj.	2.9	4.2	1.2
Arbeitslosenquote, %	4.6	5.7	7.4
Budgetsaldo öffentl. Sektor, % BIP	-3.0	-5.5	-8.3
Öffentl. Verschuldung, % BIP	66.8	70.4	79.1

Quellen: BEA, BLS, DB Research



Deutschland kann sich der globalen Entwicklung nicht entziehen

Deutschland: Wachstumsprofil



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Deutschland: Prognoseübersicht

	2007	2008	2009
Reales BIP, % gg.Vj.	2.5	1.5	-1.5
Privater Konsum	-0.4	-0.3	-0.3
Staat	2.2	2.5	2.0
Investitionen	4.1	4.5	-4.5
Ausrüstungen	6.9	5.6	-6.8
Wohnungsbau	1.8	3.6	-2.5
Exporte	7.5	4.4	-1.2
Importe	5.0	5.2	0.7
Inflation, % gg.Vj.	2.3	2.7	0.7

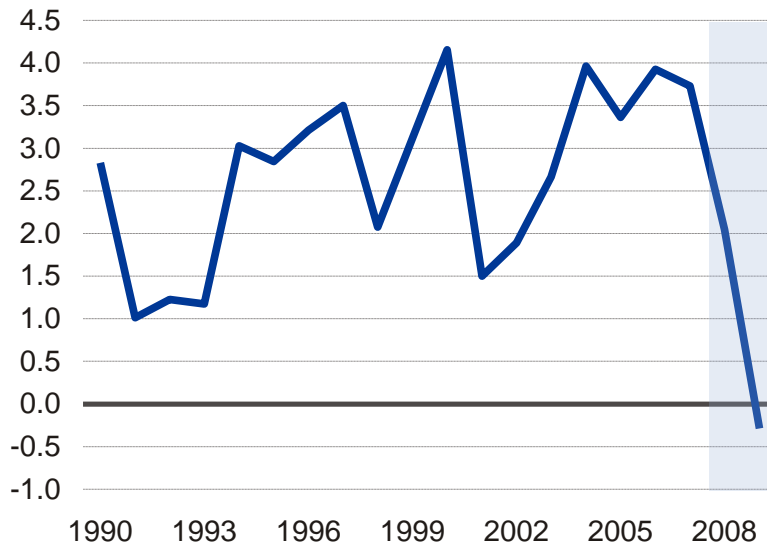
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research



Weltwirtschaft: Kräftigster Wachstumseinbruch in der Nachkriegsgeschichte

Weltwirtschaftliches Wachstum

Reales BIP, % gg.Vj.



Quellen: IWF, DB Research

Wachstum nach Regionen

% gg.Vj.	2006	2007	2008	2009
USA	2.8	2.0	1.3	-1.7
Japan	2.0	2.4	-0.1	-1.7
Eurozone	2.7	2.6	0.9	-1.4
Deutschland	3.0	2.5	1.5	-1.5
Asien ex Japan	9.0	9.1	7.1	5.1
China	11.6	11.9	9.6	7.5
Indien	9.6	9.0	6.9	6.3
Osteuropa	5.2	5.4	4.4	2.3
Russland	7.4	8.1	6.2	2.0
Mittlerer Osten	5.2	5.2	5.7	5.1
Lateinamerika	5.2	5.4	4.4	2.3
Welt	3.7	3.5	2.0	-0.3

Quellen: IWF, DB Research



Fazit: Wachstumsprognosen derzeit sehr unsicher

- Prognosen derzeit höchst unsicher
- Im Winterhalbjahr sind die meisten Industrieländer in der Rezession
- Vielfach tiefste Rezession in der Nachkriegsgeschichte
- Trotz einer robusten Binnenkonjunktur der Emerging Markets können diese sich nicht davon abkoppeln
- Notenbanken werden weiter die Zinsen senken und die Finanzinstitute mit reichlich Liquidität versorgen
- Neben den Rettungspaketen für die Banken werden die Regierungen Konjunkturprogramme beschließen
- Kurzfristig liegen die Risiken in einer noch stärkeren Abwärtsbewegung. Die Vergangenheit hat gezeigt, wie hoch die Wachstumsverluste bei Finanz- und Bankenkrisen sein können.
- Maßnahmen von Regierungen und Notenbanken aber vielversprechend, daher 2009 nicht 1929





Vielen Dank! Noch Fragen?

© Copyright 2008. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

