

Zeitschrift
für das gesamte
Kreditwesen

Pflichtblatt der
Frankfurter Wertpapierbörse

Fritz Knapp Verlag
ISSN 0341 4019



61. Jahrgang
1. September 2008

17-2008



**Dem stabilen Geld
verpflichtet -**

60 Jahre ZfgK

Foto: Staatsarchiv Bremen; Banknoten (außer 20 Euroschein): Deutsche Bundesbank



risikomanagement profitabilität banksteuerung

Vom Risiko- zum Profitabilitätsmanagement

Steigende Wettbewerbsanforderungen in der Finanzindustrie stellen strategische Herausforderungen an das Management. Die aktuellen Themen – jenseits von Basel II – sind:

- **Erwirtschaftung nachhaltiger Renditen unter Berücksichtigung der Kapitalkosten**
- **Methoden zur Berechnung von ökonomischen Kapital und zur Kapitalallokation**
- **Strategie und Konzeption einer wertschöpfungsorientierten Banksteuerung**
- **Integration von Risiko- und Kapitalmanagement zur effektiven Planung und Steuerung des nach Basel II prozyklischen Tier 1 Kapitals**

Die Peers legen die Messlatte hoch. Seit mehreren Jahren bereits entwickeln international tätige Banken die notwendigen Methoden, Instrumente und Prozesse zu diesen Themen.

Der Aufwand zur Einführung notwendiger Instrumentarien einer auf ökonomischem Kapital (EC) basierten Banksteuerung lohnt. Gerade die großen internationalen Banken erfüllen in der Regel nachhaltig ihre ambitionierten Return on Equity (RoE) Ziele und steigern damit systematisch den Firmenwert auf ein Vielfaches ihrer Kapitalbasis.

Machen Sie Ihr Institut fit, diese strategischen Ziele zu erreichen!

Nutzen Sie dazu die langjährige Erfahrung von d-fine. Aufgrund unserer Expertise gehören wir bei den Themen Strategieentwicklung für das Kreditrisikomanagement, Portfoliomodellierung, wertorientierte Banksteuerung, Kapitalplanung, Kapitalmanagement sowie Aktives Kreditportfoliomangement zu Europas führenden Beratungen. Unser Dienstleistungsspektrum deckt Ihre Bedürfnisse ab:

- **von der strategischen Beratung**
- **über die Entwicklung der Methoden**
- **dem Aufbau der notwendigen Instrumentarien**
- **der Gestaltung und Umsetzung der Prozesse**
- **bis hin zur Erstellung steuerungsrelevanter Reports**

Bauen Sie Ihre vorhandenen Basel II Methoden von einer reinen Risikosteuerung zu einem echten Profitabilitätsmanagement aus.

Nähere Informationen zu d-fine's Leistungen rund um eine EC-basierte Banksteuerung und unserer gesamten Dienstleistungspalette erhalten Sie:

- im Internet unter www.d-fine.de/Strategie
- telefonisch unter 069-90737-0,
Stichwort »Banksteuerung & Profitabilitätsmanagement«

Wir helfen Ihnen. Von der ersten Idee bis zur professionellen Implementierung der Lösung, vom finanzmathematischen Modell bis zur real-time Schnittstelle.

Zeitschrift
für das gesamte

Kreditwesen

Gegründet von
Dr. Walter Hofmann
Fritz Knapp
Dr. Volkmar Muthesius

Pflichtblatt der
Frankfurter Wertpapierbörse

61. Jahrgang
Heft 17
1. September 2008

Herausgegeben von
Prof. Dr. Jörg-E. Cramer
Dr. Andreas R. Dombret
Hans-Michael Heitmüller
Jürgen Hilse
Dr. Siegfried Jaschinski
Wolfgang Kirsch
Hermann-Josef Lamberti
Klaus-Peter Müller
Klaus-Friedrich Otto
Prof. Dr. Bernd Rudolph
Hans Wagener
Dr. Herbert Walter



Leitartikel

Philipp Otto
60 Jahre Stabilität 820

Gespräch des Tages

IKB: Vielfach verrechnet 822
Standortpolitik: Frankfurter Alleingang? 822
Sparkassen: Lebendige Gruppendynamik 823
Staatsfonds: Vermasselte Einkaufstour? 823
US-Hypothekenfinanzierer: Staatshilfen
auf amerikanisch 824
Notenbanken: Transparenz, Glaubwürdigkeit
und Nichtwissen 825

60 Jahre ZfgK

**Aufgabe und Erfüllung – die
Erwartungen an eine Fachzeitschrift**
Gedanken der Herausgeber 828

Interview

Peer Steinbrück
„Die Unabhängigkeit der EZB ist ein
hohes Gut und steht außer Frage“ 840
Otmar Issing
„Auf Dauer müssen stabiles Geld und
solide Finanzen zusammengehen“ 842

Aufsätze

Thomas J. Jordan
Von der Geldmengensteuerung zur
Inflationsprognose: das geldpolitische
Konzept der Schweizerischen Nationalbank 847
Gerhard Illing / Sebastian Watzka
Die Geldpolitik von EZB und Fed in
Zeiten von Finanzmarkturbulenzen –
eine aktuelle Bewertung 852
Thorsten Polleit
Die Krise des staatlichen Geldes 860

Dokumente

Wilhelm Vocke (1949) · Erich Achterberg (1950) ·
L. Albert Hahn (1951) · Wilhelm Röpke (1954) ·
Günter Schmolders (1957) · Ludwig von Mises (1964) ·
Volkmar Muthesius (1970) 864

Börsen

Turquoise: verhaltener Marktstart · CME-Angebot für
Nymex erfolgreich · Bats: Börsenlizenz erhalten · Berlin:
„Maker/Taker“-Preismodell · Börse Stuttgart und
Goldman Sachs · Xontro: Neuregelung der Verträge 880

Vermerkt

Bankenchronik 826
Personalien 827
Zentralbanken 881
Impressum 846

60 Jahre Stabilität

Der griechische Politiker, Gesetzgeber und Dichter Solon schuf im 6. Jahrhundert vor Christus eine neue Verfassung mit regierenden Archonten und einer beschlussfassenden Volksversammlung. Er musste die Missstände der aristokratischen Herrschaft beseitigen und den Bürgern neues Vertrauen in eine Politik geben, in der durch stabile politische Verhältnisse Sicherheit erzeugt wird. Denn das ist es doch, was den Menschen am meisten beunruhigt und verängstigt – Unsicherheit. Das Individuum strebt aus sich heraus nach Berechenbarkeit. Im Fortschritt der Entwicklung nahm dieses Bedürfnis keineswegs ab, auch wenn sich die Inhalte verändert haben. Vor allem die Bedeutung der wirtschaftlichen Verhältnisse scheint ständig größer zu werden. Und speziell: „Das Bemühen um ein stabiles Preisniveau steht an der Spitze der wirtschaftlichen Rangordnung“, stellte Ludwig Erhard 1957 heraus.

Die Verpflichtung für das „stabile Geld“ war die entscheidende Motivation für die Gründer dieser „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“ vor 60 Jahren, genau einem Monat nach Einführung der D-Mark, die „die Herrschaft des beseitigten schlechten Geldes“ vergessen ließ. So schrieb der erste Chefredakteur Volkmar Muthesius im Leitartikel der Erstausgabe. Die Zeitschrift machte es sich zum Auftrag, zu analysieren, zu erklären und natürlich auch zu verbreiten, warum gutes Geld die entscheidende Grundlage für die Gesellschafts- und Staatsidee der modernen sozialen Marktwirtschaft sein muss. Ihre Grundauffassung, dass der freie Markt der staatlichen Lenkung stets vorzuziehen ist und die Freiheit des Individuums nicht durch Gesetze, sondern nur aus sich selbst heraus durch die persönliche Verantwortung begrenzt werden kann, hat sie in den vergangenen 60 Jahren stets mit allem Nachdruck vertreten. Sie schrie auf, wenn gezögert wurde, Zinsen und Wechselkurse zu deregulieren, kämpfte gegen die Wahrnehmung der freien Preisbildung als Unordnung, prangerte überflüssige Interventionen und Protektionen an und kritisierte jeden Versuch, die Unabhängigkeit der Notenbank in Frage zu stellen. Schnell, vielleicht sogar überraschend schnell, fanden sich all die Verteidiger dieser Gedankenhaltung in der ZfgK zusammen: Wissenschaftler und Wirtschaftler, Notenbanker und Geldpolitiker, Staatsminister und Präsidenten. Einige, wie die Redaktion meint, besonders typische Beispiele lesen Sie ab Seite 864.

So schrieb der in Frankfurt und später in New York lebende Bankier L. Albert Hahn 1951, angespornt durch die vor allem in Amerika einkehrende Geisteshaltung, die schleichende Inflation als Dauererscheinung zu akzeptieren und die Preis-

steigerungen gar im Voraus berechnen zu wollen: „Es ist keine neue Entdeckung, dass die Inflation unter bestimmten Umständen und für bestimmte Zeitspannen die Wirtschaft in einer ans Wunderbare grenzenden Weise zu verbessern in der Lage ist. [...] Aber seit den Tagen der Klassiker hat kein ernster Nationalökonom daran gezweifelt, dass diese günstigen Wirkungen vorübergehend sind: Sie halten nur so lange an, als die Bezahlung der Produktionsfaktoren nicht der verminderten Kaufkraft des Geldes angepasst wird. Sie treten deshalb dann nie ein, wenn die Inflation gleich zu Anfang als solche erkannt wird. Eine im Voraus geplante und von allen erwartete Inflation kann deshalb überhaupt keine günstigen Folgen haben. [...] Die Inflation ist nicht respektabel, sie ist ein Verbrechen, schon deshalb, weil sie die Einkommens- und Vermögensverteilung in ungesetzlicher und sehr ungerechter Weise verändert“.

Oder der große Nationalökonom Wilhelm Röpke, der anlässlich der englischen Neuauflage von „Theorie des Geldes und der Umlaufmittel“ 1954 nochmals das Loblied für die Gedanken Ludwig von Mises anstimmte: „Nichts könnte mir willkommener sein, als eine aktuelle Gelegenheit zu haben, aufs neue davon zu sprechen, [...] auch in sehr nachdrücklicher Hervorhebung der Bedeutung, die dieses Buch immer noch für uns besitzt. Ja, vielleicht heute in besonderem Maße, da eine neue Epoche geldtheoretischer Verwirrungen und geldpolitischer Irrtümer, ausgelöst, wenn auch nicht eindeutig verschuldet durch Keynes und seine Lehre, auf einen Abschluss drängt und in allem, was das Geld und den Kredit betrifft, die Rückkehr zur theoretischen Klarheit wie zur praktischen Vernunft nicht länger hinauszuschieben ist.“ Überhaupt Keynes reizte die Autoren immer wieder zum Widerspruch. Doch selbst das dauerhafte Bemühen so namhafter Gelehrten wie Ludwig von Mises, Friedrich A. von Hayek, Günter Schmolders, Wilhelm Röpke, Alfred Müller-Armack und Friedrich Lutz reichte nicht aus, um „den Mythos Keynes“ endgültig auszulöschen. Dabei zeigte sich immer wieder, dass das deficit spending der Finanzpolitik à la Keynes meistens viel zu spät kommt, dann prozyklisch wirkt und vor allem das Schuldenproblem aus den Augen verliert (siehe dazu auch das Interview mit Otmar Issing, der in seinem Buch „Der Euro“ den keynesianischen Ansatz gar als illusionär bezeichnet).

In dem Maße, wie die turbulenten Nachkriegsjahre verklungen, die Deutsche Mark sich ihren Platz unter den Währungen dieser Welt souverän erkämpfte und Geldpolitik „langweiliger“ wurde, ist „Kreditwesen“ vielleicht etwas weniger grundsätzlich, dafür fachlicher geworden. Sie begleitete den Lebenslauf der D-Mark bis zu ihrem Höhepunkt 1999, als die deutsche Währung neun Jahre nach der Wiedervereinigung und 50 Jahre nach ihrer Geburt dem Euro Platz machte. Sie begleitet seitdem den Euro als nicht mehr umkehrbaren Versuch, eine einheitliche Währung für zunächst mehr als 300 Millionen Menschen in 15 Nationen mit unter-

schiedlichen Grund-, Arbeits- und Steuergesetzen und völlig unterschiedlichen fiskalischen Orientierungen zu schaffen. Wer hätte damals geglaubt (außer den Überzeugungstätern natürlich), dass der Euro nur zehn Jahre später die D-Mark im internationalen Währungsgefüge höchstens als Erinnerungsposten verbleiben lassen würde und mit Wechselkursen von 1,50 Dollar und mehr so stabil wie nie zuvor dasteht? Und das in einer Zeit, in der sich die Machtverhältnisse weg von Amerika und Europa immer weiter nach Asien verschieben. Dass der Euro trotzdem für die Menschen, vor allem die Bundesbürger, ein immer noch ungeliebtes Kind ist und dass er am Stammtisch für die Preis-schübe der vergangenen Jahre (die wahrlich andere Ursachen haben) verantwortlich gemacht wird, darauf könnten EZB und Bundesbank gelegentlich noch etwas dezidierter antworten. Es ist aber doch schon ein gutes Zeichen, dass fast 80 Prozent der Bevölkerung den Euro langfristig als stabile Währung einschätzen.



Wertsache: von Wim Duisenberg für die ZfgK signiert

Das ist ein Verdienst der EZB und ihrer Verantwortlichen, die die Herausforderung, für nahezu ganz Europa denken zu müssen, ordentlich meistern. Wer dabei heute immer noch die „deutschen Gedanken“ im Eurotower und in der Geldpolitik geißelt, der irrt zum Glück. Denn es ist nicht etwa dem Einfluss Deutschlands oder der Deutschen Bundesbank zuzuschreiben, dass selbst der Franzose Jean-Claude Trichet innerhalb kürzester Zeit auf dem Präsidentenstuhl der EZB die Aufgabe der Preisstabilität so vernehmlich ernst nimmt, dass sich seine Landsleute verwundert die Augen reiben. Es ist vielmehr das höchste Lob auf das außerordentlich erfolgreiche Modell Bundesbank mit dem stets präsenten Primat der Preisstabilität, das in der EZB gekonnt weiterentwickelt wurde. Schon jetzt muss man von einer erfolgreichen EZB und einer erfolgreichen europäischen Geldpolitik sprechen. Sowohl das geldpolitische Instrumentarium als auch die Zwei-Säulen-Strategie haben sich in der aktuellen Finanzkrise wacker geschlagen. Mehr noch, die Annäherung der Bank of England und der Fed an Mindestreservspflicht und die Liquiditätsinstrumente der EZB zeigt die Beispielhaftigkeit der europäischen Notenbank.

Und die Bundesbank? Auch sie hat ihre neue Rolle inzwischen meistens gefunden, vielleicht besonders als Hüter der nationalen Financial Stability in einem internationalen Gefüge. Das hängt natürlich mit dem Verlust der geldpolitischen Hoheit zusammen. Aber diese neue (Kern-)Aufgabe ist vielleicht schon wichtiger geworden, als „nur“ für stabiles Geld zu sorgen. Denn die Risiken, die in einem immer stärker vernetzten Finanzsystem mit immer neuen Innovationen und immer risikofreudigeren Produzenten liegen, sind erschre-

ckend gefährlich. Das zeigt sich natürlich besonders in der seit mehr als einem Jahr immer wieder aufflammenden Finanzkrise, die mit keinem bislang erkannten Instrument auch nur ansatzweise wirksam bekämpft werden konnte.

Um an dieser Stelle nochmals auf die liberale Grundidee dieser Zeitschrift zurückzukommen: Natürlich würde der Markt auch diese Finanzkrise regeln, würde aussortieren und verenden lassen, was nicht nachhaltig überleben kann. Danach sähe die (Banken-)Welt wahrlich anders aus. Doch der Preis hierfür erscheint den Zeitgenossen viel zu hoch. Diesen

Prozess der Bereinigung auszustehen, ist kaum einer bereit. Stattdessen bedient man sich lieber, weil weniger schmerzhaft, ordnungspolitisch verwerflicher, staatlicher Eingriffe, um die Folgewirkungen von Bankenpleiten und damit einen „Flächenbrand“ so gut wie möglich abzumildern. Dabei ist zu dem bekannten „to big to fail“ längst ein „to connected to fail“ hinzugekommen. Dafür gibt es nicht zuletzt schlechte deutsche Beispiele:

Auch wenn der Markt eine IKB sicherlich nicht (mehr) braucht und es volkswirtschaftlich eindeutig besser gewesen wäre, dieses Institut schon vor einem Jahr sauber zu liquidieren, anstatt es mit Milliarden und Abermilliarden künstlich am Leben zu erhalten, man tat dies nicht. Unzählige Verwicklungen mit der IKB und deren Verlust bei einer Pleite hätten die Sparkassen und Volksbanken und Raiffeisenbanken mit bis zu 20 Milliarden Euro belastet. Das hätten viele der unter der Zinsspanne leidenden Institute nicht mehr verkraftet – auch hier erschien der Preis den jeweiligen Präsidenten eindeutig zu hoch. Dass all dies natürlich völlig falsche Anreize an die verantwortlichen Banker setzt, man nimmt es hin.

Das Schicksal der beiden großen Verbände liegt der „Kreditwesen“ natürlich am Herzen, entfallen auf diese beiden Gruppierungen trotz aller Konsolidierung doch immer noch rund zwei Drittel der heimischen Banken. Doch auch hier nimmt die Zeitschrift ihren Namen ernst, und bietet als „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“ Großbanken und Privatbankiers, Leasinggesellschaften und KAGs, Private Wealth Managern wie Investmentbankern, Förderbanken und Finanzierern, Immobilienbanken und Bausparkassen, Börsen und Handelsplätzen eine Diskussionsplattform.

Die steten Brüsseler Bemühungen nach mehr Integration werden nicht ohne Folgen bleiben. Was all dies für das Finanzsystem und für die Stabilität in Deutschland, aber auch der Welt bedeutet, ist heute keineswegs absehbar: Kreditwesen wird weiterhin beobachten, analysieren, verbreiten – loben, wenn möglich, mahnen, wenn nötig. P.O.



IKB

Vielfach verrechnet

Auf 10,7 Milliarden Euro haben Tageszeitungen die Gesamtbelastungen der IKB Deutsche Industriebank AG beziffert, die von der Aufdeckung ihrer Schieflage im Sommer 2007 bis zu ihrem Verkauf an den amerikanischen Finanzinvestor Lone Star ein gutes Jahr später aufgelaufen sind. Ob die nähere Aufarbeitung dieses turbulenten Jahres ein paar Hundert Millionen Euro mehr oder weniger zutage fördert, spielt für die heutige Lagebeurteilung nicht mehr die entscheidende Rolle. Denn im Zweifel reihen sich die jüngsten Zahlen nur in eine Serie von Fehlkalkulationen. Als die deutsche Kreditwirtschaft am letzten Juli-Wochenende 2007 die gemeinsame Risikoabschirmung beschloss, und knapp zwei Wochen später einen Bankenpool unter Führung der KfW gründete, durfte die Förderbank noch von einer tragbaren Risikolage ausgehen. Selbst als die IKB Anfang September 2007 weitere stille Lasten in ihrer Bilanz aufdeckte, erhielt sie von der KfW noch Lob für die Bereitschaft, Restrukturierungsmaßnahmen aus eigener Kraft tragen zu wollen. Als einen Monat später in der KfW erstmals von einer Prüfung der Verkaufsoption die Rede war, sprach die Branche schon von weiteren unkalkulierbaren Risiken aus der ständigen Neubewertung der Portfolios in Milliardenhöhe. Spätestens als dieser wahre Ernst der Lage deutlich wurde, stand die KfW ziemlich alleine da und brauchte für die Risikoabschirmung bis Ende 2007 ihren gesamten Fonds für allgemeine Bankrisiken auf.

Von Fehleinschätzungen war auch der Verkaufsprozess geprägt. Zum Start Mitte Januar 2008 gingen die Verkäufer wie die Medien von vielen Bietern aus dem In- und Ausland aus. Selbst als sich so manche Adresse schon verabschiedet hatte, kalkulierte das BMF noch mit 800 Millionen Euro Erlös. Lone Star hat nun die kürzlich noch mit einer Kapitalerhöhung um 1,25 Milliarden Euro ausgestattete IKB weit unter Buchwert gekauft und sich von vornherein einen erheblichen Risikopuffer für die angepeilte Restrukturierung auf den Mittelstandskern gesichert. Auch diverse vertragliche Absprachen wie die weitere Kapitalerhöhung für die IKB von 225 Millionen Euro und 200 Millionen Euro Eigenkapitalausstattung für die Auslagerung des übernommenen Wertpapierportfolios lassen noch finanziellen Spielraum. Sollte die Restrukturierung der IKB misslingen, wäre das eine weitere Fehlkalkulation, diesmal von Lone Star, bei Erfolg lockt freilich eine umso sattere Verkaufsprämie.

Standortpolitik

Frankfurter Alleingang?

Es spricht für die Reflektionsfähigkeit der Frankfurter Oberbürgermeisterin, wenn sie bei der Vorstellung der neuen Standortinitiative ihrer Stadt den eigenen Auftritt offensichtlich insofern als ein wenig unglücklich empfunden hat, als ihr in freier Rede gleich zu

Beginn des Eingangsstatements der neue Name Frankfurt Main Finance erst nach sichtbar suchendem Blick auf die Präsentationsmaterialien über die Lippen kam. Dem weiteren Ablauf der Veranstaltung bescherte dieser etwas holprige Start freilich eine erhebliche Verdeutlichung der Interessenlagen. Denn Petra Roth erläuterte später mit klaren Worten, weshalb aus Sicht der Initiatoren ein weiterer Anlauf zur Verbesserung des Standortmarketings der Main-Metropole so dringlich geboten ist. Ohne die Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) explizit zu nennen, verdeutlichte sie das grundlegende Dilemma der Standortförderung in einem föderalen Staatswesen. Die Bundesregierung, so ließ sie mit gewissem Grundverständnis durchblicken, kann wegen ihrer Gesamtverantwortung für die Regionen nicht so offensiv und schon gar nicht ausschließlich werben, sondern muss im Zweifel ihre Neutralität wahren. Ähnlich verhält es sich mit der Deutschen Bundesbank und der EZB, die trotz ihrer Zentralen in Frankfurt nie zu offensichtlich Partei für die Stadt nehmen dürfen.

Folglich blieb es den direkt in der Bankenmetropole ansässigen Kreditinstituten, zahlreichen wissenschaftlichen Einrichtungen sowie der Stadt und dem Land Hessen vorbehalten, ein „neues Markenzeichen für die integrierte Vermarktung des Finanzplatzes Frankfurt“ zu kreieren. Unter Mitwirkung von zunächst zwölf Mitgliedern der Frankfurter Finanzszene (Bankhaus Metzler, Commerzbank, Deutsche Bank, Deutsche Börse, Dresdner Bank, DZ Bank, Frankfurter Sparkasse, Frankfurter Volksbank, Helaba, Morgan Stanley sowie gleichberechtigt Stadt Frankfurt und Land Hessen) sollen die Kräfte mit bereits laufenden Aktivitäten im Finanzplatz Marketing gebündelt werden, etwa der Wirtschaftsförderung Frankfurt und der IHK. Im Fokus hat man dabei nicht zuletzt die Wachstumsmärkte Osteuropas, mit denen man über einen vielfältigen Austausch der Akteure besser ins Geschäft kommen will. Noch in diesem Herbst will man für Leistungen aus Wissenschaft, Journalismus und Praxis, die speziell den Finanzplatz Frankfurt fördern, Preise ausschreiben. Ferner soll der bereits bestehende und von der Helaba organisatorisch unterstützte Finanzplatzindex des Center for Financial Studies in seiner Öffentlichkeitswirkung verstärkt und im Rahmen eines umfassenderen Finanzplatz-Monitoring um den sogenannten Frankfurt Strength Index ergänzt werden, der noch in diesem Jahr entwickelt werden soll. Überhaupt wird die Verzahnung mit der ortsansässigen Forschung als wichtiges Element der künftigen Arbeit gesehen.

Dass der Start des Frankfurter Projektes in den Medien von einer guten Portion Skepsis begleitet sein könnte, haben die Initiatoren offenbar einkalkuliert. Zu oft hat in den vergangenen Jahren die Vielfalt der Einzelprojekte von regionalen Finanzplätzen – seien es die Ambitionen in München, Stuttgart, Hamburg oder NRW – die Effizienz der Gesamtwahrnehmung im Ausland verwässert. In der Main-Metropole will man sich deshalb ausdrücklich nicht als Interessenvertretung zur Beeinflussung der politischen Rahmenbedingungen, sondern lediglich als Instanz zur Bündelung der Kräfte im Standortmarketing verstanden wissen – getragen von der Wortmarke „Frankfurt Main Finance“ und der Bildmarke als Symbol der Weltkugel, des Euro sowie „F“ für Frankfurt und Finance. Diesem Selbstverständnis nach darf man der engen personellen Verknüpfung mit der IFD dann sogar etwas Positives abgewinnen, auch wenn es wesentlich überzeugender gewesen wäre, die Arbeitsteilung und insbesondere die künftige Verwendung der beiden Logos im Vorfeld zu klären. Wie intensiv und nachhaltig sich Glo-

bal Player wie Morgan Stanley, die Deutsche Bank oder die noch nach München gehörende Dresdner Bank engagieren werden, bleibt ebenfalls spannend.

Es müssen viele clevere Verhaltensweisen und noch mehr intelligente Marketingideen zusammenkommen, um in dem erst einmal auf drei Jahre durchfinanzierten Projekt von Mitgliederbeiträgen von 75 000 Euro und einem kaum kalkulierbaren Sponsoringetat den zentralisierten Metropolen Paris und London Paroli bieten zu können. In diesem Sinne zeugt es von professioneller Routine, wenn der hessische Ministerpräsident das obligatorische Fernsehinterview zum Start der Kampagne dezent aber bestimmt von der trostlosen Fensterfront des Veranstaltungsraums vor den Aufsteller mit dem in frischem grün leuchtenden Logo verlegt.

Sparkassen

Lebendige Gruppendynamik

Stolz erklärt die Gemeinschaft der bundesdeutschen Sparkassen nur allzu gerne, dass in ihrer mittlerweile gut 200 Jahre währenden Geschichte noch kein einziges Mal ein Mitglied „im Stich gelassen wurde“ – der satzungsmäßig verankerten Institutssicherung sei Dank. „Im Kleinen“ wurden angeschlagene Primäre – sei's durch Fusionen mit benachbarten Instituten oder, wie zuletzt in der Finanzmetropole am Main, durch die ansässige Landesbank – bislang noch immer aufgefangen. „Im Großen“ wurden sowohl für die Bankgesellschaft in Berlin wie auch die Sachsen-LB in Leipzig Lösungen gefunden, mit denen die jeweiligen Institute im Verbund verbleiben konnten – und damit auch weiterhin auf die Haftung der Organisation als Ganzes zurückgreifen können. Und selbst ohne ganz akute Not, aber immer mit Blick auf die vielerorts für notwendig erachtete Konsolidierung im Landesbankensektor, gibt es bekanntlich hier und dort einige bevorzugte Ansätze. Im Süden der Republik etwa machen sich Landesbank Baden-Württemberg und Bayern-LB offene Avancen, auch wenn hinsichtlich der „Gleichstellung“ der beiden Fusionspartner im neuen Gebilde vielleicht noch das ein oder andere Haar gespalten werden muss. Alles in allem scheint ein Zusammenrücken zur „Süd-LB“ derzeit ein durchaus gangbarer Konsolidierungsschritt.

Was weiterhin ungeklärt bleibt, ist die Zukunft des derzeit wohl größten und von der EU-Kommission schon eingehend betrachteten Beihilfefalls in S-Deutschland. Und der liegt bekanntlich in Nordrhein-Westfalen. War die LBBW in Sachsen und Rheinland-Pfalz für Rettungsaktionen und Konsolidierungsmaßnahmen offen, wird ein Auffangen der WestLB im Schwabenland seit Monaten ausgeschlossen. Dass man ein Familienmitglied im Stich lasse oder die Attraktivität einiger Teile der Düsseldorfer Bank beziehungsweise erst recht des rheinisch-westfälischen Marktes verkenne, will man sich dabei in Stuttgart nicht vorwerfen lassen. Vielmehr sieht man sich dort einfach voll und ganz mit der Integration der heutigen Sachsen Bank beschäftigt.

Weil sich um die Jahreswende bekanntlich auch Hessen/Thüringen und NRW nicht auf eine Lösung einigen konnten, die die WestLB aus dem Feuer gezogen hätte, dürfte nun fast zwangs-

läufig auch die Prüfung verbundexterner Möglichkeiten stärker in den Fokus rücken. Zwar wehrt man sich nicht nur im Süden der Republik noch gegen solche Ansätze, allein weil in Sachen Haftungsverbund schon die Frage gestellt werden darf, wieso die Sparkassen für eine sich in privater Hand befindliche „Ex-Landesbank“ geradestehen sollen. Allzu gerne wird dabei manchmal auch ein misstrauischer Blick gen Hamburg und Kiel geworfen. Nichtsdestotrotz müssen dringend belastbare Lösungen her. Das gebieten sowohl der politische Druck aus Brüssel wie auch der betriebswirtschaftliche in Düsseldorf und anderswo. Wenn die Partnersuche im Sparkassenlager für „die Großen“ tatsächlich so schwierig ist, wie es nach außen hin scheint, wird man sich am Rhein und in Berlin bald noch ernsthafter mit den etwas unbeliebteren Ansätzen auseinandersetzen müssen – und in den Folgewirkungen auch bei der Landesbank und den Sparkassen in Baden-Württemberg.

Übrigens: Abseits jedweder Diskussion um die deutsche Landesbankstruktur haben die 55 dortigen Primären ihre Bilanzsumme zum 30. Juni dieses Jahres auf insgesamt 165 Milliarden Euro ausgeweitet. Das ist ein Plus von 5,3 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitpunkt. Mit dieser Steigerung sieht man sich deutlich über dem Bundesdurchschnitt, der bei rund plus 2,4 Prozent liegt. Die Einlagen stiegen dabei um drei Prozent an, was der größte Zuwachs seit dem Jahr 2001 ist. Rund 99 Milliarden Euro werden hier bilanziert (2007 waren es am 30. Juni 96,2 Milliarden Euro). Zum Jahresende soll die 100-Milliarden-Euro-Marke übertroffen sein.

Staatsfonds

Vermasselte Einkaufstour?

Dr. Bettina Wieß, Frankfurt, schreibt der Redaktion: „Der britische Oppositionsführer David Cameron forderte nach dem Einmarsch russischer Truppen in Georgien strengere Einreisebestimmungen für russische Staatsbürger, die ein ‚Shopping- und Luxuswochenende‘ in London verbringen wollen. Die Beschränkung einer ‚Einkaufstour‘ ganz anderer Art stand im August auf der Tagesordnung des Bundeskabinetts: Mit einer Abänderung des Außenwirtschaftsgesetzes soll das Bundeswirtschaftsministerium ein Prüf- und Vetorecht bei einem Erwerb eines Anteils von mehr als 25 Prozent durch einen ausländischen Investor an einem Unternehmen erhalten, wenn damit die öffentliche Ordnung und Sicherheit bedroht werden könnte. Gemeint sind vor allem Staatsfonds, die ihre Einnahmen aus Rohstoffexporten oder ihre Devisenreserven zunehmend in Aktien anlegen. Industrie und Banken warnen vor einem ‚Abschotten‘ der Bundesrepublik vor internationalen Finanzinvestoren, hatten sich doch Staatsfonds aus Singapur, China und den arabischen Staaten in den letzten Monaten um die Stabilisierung internationaler, vor allem US-amerikanischer Großbanken verdient gemacht und investieren doch auch gerade deutsche Unternehmen große Summen im Ausland. Der Vorsitzende des Bundesverbandes deutscher Banken, Commerzbank-Aufsichtsratschef Klaus-Peter Müller, sprach von einer befremdlichen Situation, als er bei einem Besuch in arabischen Anlagestaaten habe erklären müssen, warum nun diese gesetzlichen Regelungen kämen, obwohl doch Kuwait zum beiderseitigen Vorteil seit 1974 einen Anteil an dem Stuttgarter Autobauer Daimler halte.“

Dass China nicht weiterhin die amerikanische Verschuldung durch den Kauf niedrig verzinsten US-Treasuries finanzieren will ist verständlich. Und selbst gut ausgestattete Finanzinvestoren werden nicht auf Dauer zusehen wollen, wie ihre Kapitaleinlagen bei den Investmentbanken durch Kursrückgänge bei den Bankwerten dahin schmelzen, auch wenn langfristig von einer Erholung ausgegangen werden kann. Bleiben als Anlagemöglichkeit international gut aufgestellte Konzerne, von denen einige in Deutschland sitzen. Sie sind nicht nur im größten Absatzmarkt der EU zu Hause, sondern verfügen zudem über Kompetenzen und strategische Vorteile, die sie international wettbewerbsfähig gemacht haben. Hier zu fragen, ob ein Investor auch ein strategisches Interesse haben könnte, kann so falsch nicht sein. Denn wir sind nicht nur ungeübt bei anstehenden feindlichen Übernahmen (nicht einmal unter deutschen Akteuren, wie gerade das Gefecht um die Beteiligung von Schaeffler an Continental zeigte), sondern selbstverständlich müssen wir ein Interesse daran haben zu kontrollieren, was mit Telekommunikation, Stromversorgung oder Dienstleistungen von strategischer Bedeutung passiert – bevor andere es tun. Es ist durchaus ein legitimes Vorgehen, mit diesen Fragen Bundesministerien und den Gesetzgeber zu befassen. Das Zusammenbauen von Handys kann jedenfalls, wie der Fall Nokia gezeigt hat – trotz erheblicher öffentlicher Subventionen – nicht dauerhaft Arbeitsplätze sichern. Zukünftigen Besuchern arabischer Staaten kann mit auf den Weg gegeben werden: Ein 7,6-prozentiger Anteil an Daimler steht nicht zur Debatte. Aber andererseits würden es die Öl exportierenden Länder vermutlich auch nicht zulassen, dass ein Unternehmen ohne Zustimmung der herrschenden Klasse 25 Prozent an den Ölvorkommen des Landes verkaufen würde – selbst wenn der Investor der Einzige wäre, der Ölpumpen hätte.“

Die Redaktion stellt diesen Beitrag zur Diskussion.

US-Hypothekenfinanzierer

Staatshilfen auf amerikanisch

Es ist längst nicht mehr die Frage, ob der amerikanische Steuerzahler die beiden halbstaatlichen Hypothekenfinanzierer Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) und den etwas kleineren Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) mit Milliarden Steuergeldern stützen muss, sondern nur noch wann. Dabei geht es für die beiden Hypothekenfinanzierer um nicht weniger als die Abwendung einer Pleite, deren Auswirkungen nicht nur die US-Wirtschaft massiv in Mitleidenschaft ziehen würde. Denn ungeachtet ihrer possierlichen Namen sind die beiden Institute die Zentralgestirne des US-Wohnungsbaumarktes, die mittlerweile jeden zweiten Eigenheimkredit in den USA in ihren Büchern stehen haben. Deren Volumen summieren sich auf nicht weniger als 5 000 Milliarden US-Dollar (zum Vergleich: das US-BIP beträgt rund 14 000 Milliarden US-Dollar).

Der Grund für dieses gewaltige Volumen liegt im US-amerikanischen Hypothekensystem begründet, bei dem als Aktiengesellschaften strukturierte halbstaatliche Institutionen die Eigenheimhypotheken der Banken sichern, wenn diese den Bonitätskriterien entsprechen. Dazu werden die Forderungen der privaten Immo-

lienfinanzierer angekauft, gebündelt und als Verbriefung am internationalen Kapitalmarkt platziert.

Dieses Prinzip hat durchaus Charme, denn es senkt tendenziell die Finanzierungskosten für Eigenheimerwerber, weil einerseits die Banken das Risiko nicht oder nur teilweise nehmen müssen und andererseits die bestehenden Risiken besser strukturiert und weltweit am Kapitalmarkt als liquide Bonds verbrieft werden können. Soweit die Theorie und die lange Zeit bewährte Praxis. Jetzt droht das System zu kollabieren, obwohl Fannie Mae und Freddie Mac an der Subprime-Krise keinen Anteil haben, weil sie minderwertige Kredite gar nicht ankaufen dürfen. Allerdings führten die krisenbedingten Zwangsversteigerungen und Notverkäufe – die gerade erst ihren Höhepunkt erreichen – zu einem deutlichen Preisverfall bei US-Eigenheimen. Dies wiederum wertet auch die Sicherheiten der intakten Baufinanzierungen ab. Doch gerade auf diese immobilien Werte ist die Refinanzierung von Fannie Mae und Freddie Mac abgestellt. Folglich finden deren Verbriefungen nur noch mit deutlichen Risikoaufschlägen Abnehmer.

Insgesamt haben Fannie Mae und Freddie Mac Schuldverschreibungen in Höhe von 1 700 Milliarden US-Dollar ausstehen. Davon werden im September rund 225 Milliarden Euro fällig. Diese zu ersetzen, wird teuer, denn schon bei den wesentlich kleineren Refinanzierungsvolumina der vergangenen Wochen haben beide Institute ihren Kapitalbedarf nur mit Mühe und zu erheblich höheren Kosten decken können. Binnen drei Monaten hatten sich die Spreads fast verdoppelt. Damit konnte offensichtlich auch eine Ende Juli vom Kongress beschlossene Kompetenzerweiterung für das Schatzamt, demnach den beiden Instituten in unlimitierter Form mit staatlichen Krediten und/oder Kapitaleinlagen unter die Arme gegriffen werden darf, kein besseres Klima bei Investoren machen. Bemerkenswert an dieser politischen Rettungsoption ist, dass es im heutigen Amerika offensichtlich weniger Beklemmungen bei der Gewährung staatlicher Beihilfen gibt, als dies in Europa der Fall ist, wo Wettbewerbshüter der Europäischen Kommission mit Eifer in jeder staatlichen Garantie oder Kreditgewährung einen unzulässigen Markteingriff argwöhnen, den es zu verhindern gilt.

Eines aber gilt angesichts der Leiden von Fannie Mae und Freddie Mac als gewiss: Das amerikanische System sollte nicht als Vorbild für Europa dienen, auch wenn der eine oder andere anglophile Lobbyist in Brüssel gerne das Gegenteil beweisen möchte. Umgekehrt gilt jedoch ebenso, dass die aus europäischen Traditionen, Krisen und Mentalitäten gewachsene Finanzierungslandschaft kaum als Blaupause für die USA gelten kann. Vor Belehrungen oder gar Häme sollten sich die Europäer tunlichst hüten, denn Irrungen und Wirrungen sind auch dem hiesigen Finanzplatz nicht fremd.

Eine Erkenntnis sollte sich aber sowohl an den Ufern des Potomac als auch an der Spree durchsetzen: Die (halb-)staatliche Eigentümerschaft an privatwirtschaftlichen Kreditinstituten bedarf permanenter, sorgfältiger und kritischer Überprüfung – nicht nur aus ordnungspolitischen Erwägungen, sondern vor allem wegen des immer wieder zu beobachtenden Moral-Hazard-Problems. Offensichtlich verleitet die öffentlich garantierte Insolvenzfestigkeit dazu, Risiken bereitwilliger zu nehmen und nicht immer marktgerecht zu bepreisen. Wohin dieser Leichtsinns führt, erlebt derzeit nicht nur Amerika.

Transparenz, Glaubwürdigkeit und Nichtwissen

Michael Altenburg, Luzern, schreibt der Redaktion: „Mitte Juli gab Jean-Claude Trichet, der Präsident der Europäischen Zentralbank, ein ausführliches Interview, das simultan in der FAZ, dem Journal de Negocios, in Le Figaro und The Irish Times veröffentlicht wurde. Kernbotschaft im Anschluss an die Erhöhung des Euro-Leitzinses von vier auf 4,25 Prozent am 3. Juli war: ‚Wir sagen den Haushalten, Unternehmern und allen Sozialpartnern, dass wir auf mittlere Frist Preisstabilität wahren werden – also die Jahresinflation unter, aber nahe zwei Prozent halten werden; und dass sie dies berücksichtigen müssen, wenn sie ihre eigenen Preise setzen.¹⁾ Das hört sich an, als ob es in der Macht der EZB stehe, das Ziel mittelfristiger Preisstabilität ‚unter, aber nahe zwei Prozent‘ tatsächlich durchzusetzen. Auf die Rückfrage nach den relevanten Hebeln und Instrumenten der EZB wick Trichet geschickt mit dem Hinweis aus, dass Ökonomen die mehreren von den Zentralbanken zur Sicherung der Preisstabilität nutzbaren ‚Kanäle‘ näher erklären könnten: ‚den Zins-, den Kredit-, den Risiko-Kanal‘ und betonte zusätzlich besonders die Bedeutung der Glaubwürdigkeit der Zentralbank.

Allerdings gibt es gerade im jetzigen Umfeld Einflussfaktoren, die innerhalb der Europäischen Währungsunion preissteigernd wirken, auf welche die drei spezifisch benannten ‚Kanäle‘ wenig Wirkung haben. Dazu sind der Anstieg der Energie- und Rohstoffpreise zu rechnen, zusätzlich aber auch konjunkturelle Sonderentwicklungen in den mit dem unfreundlichen Acronym PIGS gekennzeichneten EU-Mitgliedsländern Portugal, Italien, Griechenland und Spanien – zu denen, mit Blick auf die jüngste Entwicklung der nationalen Credit-Default-Swap-Sätze, neuerdings wohl auch Irland zu rechnen wäre. Was interne Spannungen zwischen den EMU-Ländern (European Monetary Union) angeht, kann man nur auf eine weiter funktionierende Abstimmung monetärer und fiskalischer Maßnahmen hoffen. Einen eindeutig dominierenden Einfluss hat die EZB in diesem Zusammenhang kaum – schon gar nicht im Hinblick auf die globale Energie- und Rohstoffhaushalte.

Andererseits deutet der jüngste Rückgang der Ölpreise auf eine gewisse Entlastung an der Preisdruckfront. Ob er die bloße Korrektur eines spekulationsgetriebenen Exzesses war oder bereits ein Anzeichen für die der anhaltenden Finanzmarktkrise folgenden Kontraktionen im realwirtschaftlichen Bereich, kann zurzeit niemand mit Bestimmtheit sagen. Weiter noch nicht näher bestimmbar sind die Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf das Kreditgebaren der Banken. Hier scheint es Verzögerungseffekte zu geben, die unterschätzt wurden. In den USA, dem Ausgangspunkt der Subprime-Mortgage-Krise, neigen Fed und Treasury zu der Auffassung, dass stark kontraktive und damit deflationäre Wirkungen überwiegen und deshalb angeschlagene Finanzinstitutionen auch dann vor dem Zusammenbruch gerettet werden, wenn hiervon stark expansive monetäre Wirkungen ausgehen. Ob diese geld- und fiskalpolitische Linie der USA weiterhin mit den Zielsetzungen der EZB harmonisieren wird, bleibt abzuwarten. Konflikte deuten sich jedenfalls an im Verhältnis USA/China. China hat seine Dollarreserven seit 1994 bis Ende 2007 auf über 1,5 Billionen US-Dollar (Trillionen im englischen Sprachgebrauch) verdreifacht²⁾ und ist nach Jahren eines überhitzten Wachstums um Dämpfungsmaßnahmen

bemüht, zu denen eine weiter beschleunigte Aufwertung der chinesischen Währung gegenüber dem Dollar schlecht passen würde. Hier kann eine EZB nur analysieren, beobachten und kommentieren. Am Ende geben Interessen den Ausschlag, die auch im Kreise abgeklärter Zentralbanker durchaus von Währungsregion zu Währungsregion legitimer Weise stark voneinander abweichen können. Insofern überzieht EZB Präsident Trichet seine Position vielleicht doch etwas. Angesichts der anhaltenden Fragilität der internationalen Finanzmärkte ist es sicher seine Aufgabe und auch unter allen Aspekten sinnvoll, dass er einer Erosion des Vertrauens entgegenzuwirken versucht. Der Kreis der Fachleute und Experten, die den finanz- und geldpolitischen Entwicklungen im Einzelnen zu folgen vermögen, ist klein genug, sodass glaubwürdiger Führung in der Tat ein bedeutender Stellenwert zukommt.

Bei Licht besehen kann man dem EZB-Präsidenten und seinem Direktorium aber nur zubilligen, dass sie sich alle Mühe geben. Zusicherungen oder Versprechungen in Richtung Preisstabilität ‚unter, aber nahe zwei Prozent‘ sind nicht mehr als Absichtserklärungen, auf die man in intellektueller Redlichkeit nur hoffen kann. Dass es nicht immer gut ausgehen muss, zeigt das jüngste Scheitern der DOHA-Runde von WTO-Gesprächen über eine allgemeine Handelsliberalisierung, das primär aus einem Konflikt zwischen den USA einerseits und China und Indien andererseits resultierte. China und Indien haben heute eine deutlich stärkere Verhandlungsposition gegenüber den USA als etwa noch vor fünf Jahren, und die bisher ausreichenden internationalen Abstimmungs- und Koordinationsinstanzen scheinen nicht mehr reibungslos zu funktionieren.

Das gilt auch mit Blick auf die anhaltende internationale Finanzkrise, die von einer einzigen Zentralbank ohne entsprechende internationale Koordination kaum noch beherrscht, geschweige denn gelöst werden kann. Insofern trifft der gern wiederholte Hinweis, wie viel man aus der Weltwirtschaftskrise 1929 bis 1932 gelernt habe und dass daher ein systemischer Zusammenbruch ausgeschlossen sei, nicht den Punkt. Natürlich kann man einzelne Banken retten, wenn deren Zusammenbruch systemische Risiken verstärken sollte. Das hat man aus tatsächlich gelernt, obgleich auch hier expansive monetäre Rückwirkungen und vor allem Moral-Hazard-Probleme zu berücksichtigen sind. Aber vielleicht werden noch nicht alle Systemrisiken der modernen globalisierten Finanzwirtschaft zutreffend verstanden wie William R. White, früher Deputy Governor der Bank of Canada und von 1995 bis zu seinem kürzlichen Ausscheiden aus Altersgründen Economic Advisor und Head of the Monetary and Economic Department der Basler Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, es zur Eröffnung der Ende Juni in Luzern stattfindenden siebenten Jahreskonferenz der BIZ mit einer entwaffnenden Einschätzung eingeräumt hat.³⁾

Fußnoten

¹⁾ FAZ vom 18. Juli 2008, Seite 12, „Es gibt keinen Konflikt zwischen Preisstabilität und Wachstum“ Im Gespräch: Jean-Claude Trichet, der Präsident der EZB..

²⁾ Vgl. The People's Bank of China Annual Report 2007 und Statistiken: <http://www.pbc.gov.cn/english/diaochatongji/tongjishuju/gofile.asp?file=2007S09.htm>.

³⁾ William R. White: Einführende Bemerkungen zur 7. Jahreskonferenz der BIS zum Thema „Whither monetary policy? Monetary policy challenges in the decade ahead“; <http://www.bis.org/events/conf080626/white.pdf>.

Ein Aktienpaket von 26,75 Prozent an dem Finanzvertrieb **MLP AG**, Wiesloch, hat der schweizerische Versicherungskonzern **Swiss Life** vom Vorstandsvorsitzenden der **AWD Holding AG**, Hannover, Carsten Maschmeyer, erworben. Der Gesamtbetrag der Transaktion wird auf 307 Millionen Euro beziffert. Darüber hinaus veräußert Maschmeyer seine verbliebene Beteiligung von 10,46 Prozent an AWD zum Preis des ursprünglichen öffentlichen Übernahmeangebotes für insgesamt rund 120 Millionen Euro an Swiss Life. Der Schweizer Konzern hält damit 96,71 Prozent der Aktien des Hannoveraner Finanzvertriebs. Im Gegenzug will der AWD-Gründer für mindestens 300 Millionen Schweizer Franken Swiss-Life-Aktien erwerben und wird mit einer Beteiligung von rund drei Prozent größter privater Aktionär des Unternehmens.

Sein Dienstleistungsangebot auf dem asiatischen Markt erweitert der Zahlungsabwickler **Wirecard AG**, Grasbrunn, um ein weiteres regionales chinesisches Zahlungsverfahren. In diesem Zusammenhang ist der Anbieter eine Allianz mit dem Shanghaier Wettbewerber **IPS** eingegangen. Letzterer kann als erster Zahlungsdienstleister in China internationale Kreditkartentransaktionen in Echtzeit akzeptieren. Gemeinsam sollen Zahlungs- und Risikomanagementlösungen für den europäischen und chinesischen Markt angeboten werden.

In einem Rundschreiben hat die **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)**, Bonn, die Regeln zur Überwachung von Mitarbeitergeschäften konkretisiert. Demnach müssen Banken künftig verhindern, dass ihre Mitarbeiter eigene Angehörige als Kunden bevorzugt Orders zuteilen oder ihnen andere Vorteile verschaffen. Um insbesondere den privaten Missbrauch von Insiderinformationen zu unterbinden, sollen sich die Institute zum Beispiel Aufstellungen aller getätigten Geschäfte von der Depotbank ihrer Angestellten zuschicken lassen, was gegenwärtig schon praktiziert werde.

Ihre US-amerikanische Tochter **Union Bank of California (UnionBanCal)** will die japanische Bank **Mitsubishi UFJ Financial Group (MUFG)** vollständig übernehmen. Nachdem ein erstes Angebot von 63 US-Dollar pro Aktie von der kalifornischen Unternehmensführung als zu niedrig abgelehnt wurde, bietet MUFG für das ausstehende gute Drittel der Anteile den

9. August 2008 bis 22. August 2008

Aktionären nunmehr 73,50 US-Dollar pro Aktie. Damit wurde das Angebot um 17 Prozent auf insgesamt 3,5 Milliarden US-Dollar angehoben, zuvor hatte es einer Prämie von gut acht Prozent auf den letzten Schlusskurs entsprochen. Dem neuen Angebot habe der Verwaltungsrat nun zugestimmt. UnionBanCal ist an der New Yorker Börse gelistet.

Nach Ablauf der bis Mitte August dieses Jahres verlängerten Annahmefrist für die zuvor ausgesprochene Barofferte hielt **ING Direct**, die Direktbanksparte des niederländischen ING-Konzerns, insgesamt 91,21 Prozent am Münchener Baufinanzierungsvermittler **Interhyp AG**, München. ING Direct hatte Mitte Mai erklärt, das Münchener Institut für 64 Euro je Aktie beziehungsweise insgesamt rund 416 Millionen Euro übernehmen zu wollen.

Mit der Eintragung ins Handelsregister Mitte August dieses Jahres ist die **Hypothekenbank in Essen (Essen Hyp)** als Staatsfinanzierer auf die Eurohypo AG, Eschborn, verschmolzen worden, die Immobilienfinanzierungstochter der **Commerzbank AG**, Frankfurt am Main. Anfang Juli waren die Aktien der Essen Hyp vom Frankfurter Institut auf die benachbarte Immobilien-Tochter übergegangen. Im November vergangenen Jahres hatte die Commerzbank die ausstehenden 49 Prozent an der Essen Hyp von der **Dr. Schuppli-Gruppe** übernommen.

Konkretere Vorgaben zum Risikomanagement von Investmentfonds plant der **europäische Regulierungsausschuss für die Wertpapiermärkte (CESR)**. Insbesondere sollen die in einem Konsultationspapier dargestellten strikteren Regeln für solche Fonds gelten, die in Verbriefungspapiere wie Asset Backed Securities (ABS) oder in außerbörslich gehandelte Derivate investieren. Bis Mitte Oktober dieses Jahres können Branchenvertreter Stellung nehmen. Im Mittelpunkt des Regelwerks stehen dabei mögliche Liquiditätsschwierigkeiten. Zudem plädiert der Ausschuss für Stresstests, die die Auswirkungen von extremen Kapitalmarktentwicklungen simulieren.

Nachdem es vor einem Jahr im Rahmen der sich abzeichnenden Finanzkrise zur Schließung des Asset-Backed-Securities-Fonds **FT ABS-Plus** gekommen war, hat die Fondsgesellschaft **Frankfurt Trust Investment-Gesellschaft mbH**, Frankfurt am Main, den Fonds mit Wirkung zum 21. August 2008 wieder geöffnet. Aufgrund der bei Fondsöffnung zu berücksichtigenden immer noch sehr hohen Liquiditätsabschläge auf die Bewertungskurse von ABS-Titeln lag der Anteilspreis zu diesem Zeitpunkt bei 29,03 Euro, und damit rund 30 Prozent niedriger als vor der Schließung. Verbunden mit der Öffnung wurde zudem eine Rückgabefrist von 30 Kalendertagen eingeführt.

Ab Januar 2009 trennt die **Commerzbank AG**, Frankfurt am Main, die Geschäftsfelder Wealth Management – hier sind die Private-Banking-Aktivitäten gebündelt – sowie Privat- und Geschäftskunden organisatorisch voneinander. Damit seien Anpassungen im Filialnetz verbunden; die Zahl der Geschäftsstellen und ihre personelle Ausstattung sollen jedoch unverändert bleiben. Bisher war das Segment regional in 20 Gebietsfilialen organisiert. Künftig wird das Wealth Management fünf, das Geschäftsfeld Privat- und Geschäftskunden zehn Gebietsfilialen umfassen.

Zehn neue Geschäftsstellen will die **Commerzbank AG**, Frankfurt am Main, zum Oktober dieses Jahres im Stadtgebiet von Hamburg eröffnen. Damit steigt die Zahl der Commerzbank-Filialen in der Hansestadt auf 37 an. Bis Ende des Jahres 2009 will das Institut die Kundenzahl in der Stadt um 15 000 auf insgesamt 165 000 steigern.

Einen Vertrag zur Übernahme der **IKB Deutsche Industriebank AG**, Düsseldorf, haben der bisherige Eigentümer, die bundeseigene **KfW Bankengruppe**, Frankfurt am Main, und US-amerikanischen Finanzinvestor **Lone Star** unterzeichnet. Danach erwirbt Lone Star den gesamten Anteil der Förderbank an der IKB in Höhe von rund 90,8 Prozent. Die bilanziellen Gesamtbelastungen aus der IKB-Krise beziffert die KfW per 31. Dezember 2007 auf 7,2 Milliarden Euro. Mit Abschluss der Transaktion sollen weitere bilanzielle Belastungen für die KfW in Höhe von maximal zehn Prozent der bisherigen Rettungsmaßnahmen entstehen (siehe auch Gespräch des Tages in diesem Heft).

Personalien

Dietmar P. Binkowska ist Ende August dieses Jahres vom Verwaltungsrat der NRW Bank, Düsseldorf, als neuer Vorstandsvorsitzender des Instituts bestätigt worden. **Ernst Gerlach** und **Klaus Neuhaus** sind weitere Mitglieder des Gremiums.

Marcel Herter wurde zum Managing Director und zum Head of Debt Advisory der Investmentbank Lazard in Deutschland bestellt.

Hans-Ulrich Meister wurde mit Wirkung zum 1. September dieses Jahres zum Chief Executive Officer (CEO) für den Schweizer Markt und zum Mitglied der Konzern-Geschäftsleitung der schweizerischen Großbank Credit Suisse berufen.

Richard Pym, ehemals Chef der britischen Alliance & Leicester, ist zum Chief Executive Officer (CEO) der Hypothekbank Bradford & Bingley berufen worden.

Iris Weidinger, bislang Generalbevollmächtigte, ist als neues Mitglied des Vorstands der European Energy Exchange (EEX), Leipzig, zum Chief Financial Officer (CFO) der Strombörse bestellt worden.

Aus den Volks- und Raiffeisenbanken*

Stefan Gerlach wurde zum Mitglied des Vorstands der Raiffeisenbank Teck, Owen, bestellt.

Bernhard Heinlein ist zum stellvertretenden Vorstandsmitglied der Münchener Hypothekbank, München, berufen worden.

Michael Jung und **Gerhard Rübenacker** sind in den Vorstand der Volksbank Bruchsal-Bretten berufen worden.

Kurt Jürgens wurde zum Mitglied des Vorstands der Volksbank Raiffeisenbank Greifswald bestellt. **Henry Haase** ist aus dem Gremium ausgeschieden.

Gabriela Lüber ist neues Vorstandsmitglied der Volksbank Klettgau-Wutöschingen. Sie tritt die Nachfolge von **Thomas Burger** an, der aus dem Gremium ausgeschieden ist.

Bernd Mayer ist in den Vorstand der Volksbank Untere Saar, Losheim am See, eingetreten.

Walter Quodt wurde zum Vorstandsmitglied der Volksbank Wachtberg berufen. **Heinz-Peter Schneider** ist aus dem Gremium ausgeschieden.

Helmuth Wiedenmann ist neuer Vorstandsvorsitzender der Raiffeisen-Volksbank Ries, Nördlingen. **Paul Ritter** wurde zum neuen Mitglied des Führungsgremiums bestellt.

Feier-Tage

Wolf-Dieter Baumgartl, ehemaliger Vorstandsvorsitzender der Talanx-Gruppe, Hannover, vollendete am 17. August dieses Jahres sein 65. Lebensjahr.

Jakob Bergths, Vorstandsmitglied im Ruhestand der Sparkasse der Stadt Straelen, feierte am 17. August dieses Jahres seinen 65. Geburtstag.

Hans-Jürgen Born, früheres Mitglied des Vorstands der Sparkasse Mainz, beging am 15. August dieses Jahres seinen 75. Geburtstag.

Dr. Dieter Ebbinghaus, ehemaliges Vorstandsmitglied der Kreis- und Stadtparkasse Wasserburg am Inn, vollendete am 16. August dieses Jahres sein 65. Lebensjahr.

Dr. Hans Georg Gottheiner, ehemaliger Aufsichtsratsvorsitzender und früherer Geschäftsinhaber der BHF-Bank AG, Frankfurt am Main, wurde am 21. August dieses Jahres 90 Jahre alt.

Karl-Ludwig Kamprath, Vorsitzender des Vorstands der Kreissparkasse München, beging am 1. August dieses Jahres seinen 65. Geburtstag.

Karl-Heinz Kischel, früheres Mitglied des Vorstands der Stadtparkasse Düsseldorf, vollendete am 19. August dieses Jahres sein 75. Lebensjahr.

Nout Wellink 65

Seit mehr als einem Jahrzehnt steht **Dr. Nout Wellink** nun an der Spitze der niederländischen Notenbank. Der promovierte Volkswirt hatte dort den mittlerweile verstorbenen Wim Duisenberg abgelöst, der als erster Präsident zur Europäischen Zent-

ralbank wechselte. Zum Jahresbeginn 1999 wurde Wellink selbst Mitglied im Governing Council der EZB, seit Juli 2006 ist er zudem Vorsitzender des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht. Zuvor war er Mitglied und später Chairman des Board of Directors der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Am 27. August dieses Jahres feierte Wellink seinen 65. Geburtstag.

Dr. Sieghardt Rometsch, Vorsitzender des Aufsichtsrats von HSBC Trinkaus und ehemaliger Sprecher der persönlich haftenden Gesellschafter der HSBC Trinkaus & Burkhart KGaA, Düsseldorf, beging am 26. August 2008 seinen 70. Geburtstag.

Joachim E. Schielke, Vorstandsvorsitzender der Baden-Württembergischen Bank (BW-Bank), Stuttgart, und Mitglied des Vorstands der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW), Stuttgart, feierte am 23. August dieses Jahres seinen 60. Geburtstag.

Karl Seidenstücker, ehemaliges Mitglied des Vorstands der Kasseler Sparkasse, wurde am 16. August dieses Jahres 70 Jahre alt.

Horst-Alexander Spitzkopf, Geschäftsführender Gesellschafter der AS Projektentwicklung GmbH, Wiesbaden, und früherer Vorstandsvorsitzender der Allgemeinen Hypothekbank Rheinboden (AHBR), Frankfurt am Main, vollendete am 28. Juli dieses Jahres sein 65. Lebensjahr.

*Wichtige Basis für Personalien ist neben den Pressemitteilungen der jeweiligen Institute und den eigenen Recherchen insbesondere bei den Volks- und Raiffeisenbanken das Unternehmensregister, dessen Veröffentlichungstermine leider nicht sehr zeitnah sind.

Aufgabe und Erfüllung – die Erwartungen an eine Fachzeitschrift

60 Jahre sind ein Jubiläum, das gewiss gefeiert werden darf. Aber der Rückblick auf die inzwischen schon recht lange Geschichte der ZfgK gibt gleichzeitig Anlass, offensiv die Herausforderungen der Zukunft anzunehmen. In diesem Sinne darf sich die Redaktion bei ausnahmslos allen aktuellen Herausgebern für Gedanken zum zeitgemäßen Anforderungsprofil einer Fachzeit-

schrift bedanken. Selbst wenn man die Statements um gebührende Abstriche an natürlicher Sympathiebekundung der Herausgeberschaft bereinigt, bescheinigen die Praktiker der ZfgK auch unter den gewandelten Anforderungen einer Wissensgesellschaft im Internetzeitalter nach wie vor die klare Existenzberechtigung. Die Einordnung und Wertung des kreditwirtschaftlichen

Geschehens, das Gespür für neue Entwicklungen und Nutzenstiftung durch Vermittlung von Spezialwissen sind demnach wichtige Aufgaben. Sich weiter als lebendiges Diskussionsforum zwischen Theorie und Praxis zu erweisen, wird der Redaktion Anspruch und Verpflichtung bleiben – als unabhängiger und neutraler Dienstleister für die gesamte Kreditwirtschaft. (Red.)

Jörg-E. Cramer

Podium für lebendigen Meinungs-austausch, für kritische Analyse und neue Ideen

Prof. Dr. Jörg-E. Cramer, Bad Homburg

Zeitungen und Zeitschriften dienen in erster Linie der Information, das Fachblatt der Kommunikation. Damit ist eigentlich alles schon gesagt. Fragt sich nur, inwieweit das Fachblatt – gemeint ist wohl kaum irgendeine, sondern speziell die Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen – dieser Aufgabe gerecht wird, nämlich seinen Lesern ein Podium für einen lebendigen Meinungs-austausch, für kritische Analyse und neue Ideen, zu bieten.

Die Qualität einer solchen Diskussion – gerade bei oft als langweilig empfundenen Fachthemen – wird maßgeblich davon bestimmt, dass sich diejenigen, die etwas zu sagen haben, auch herausgefordert fühlen,

es von sich zu geben und Stellung zu beziehen. Die Redaktion tut daher gut daran, bereits bei der Auswahl der Beiträge nicht auf einen Konsens hinzuarbeiten, sondern allen Stimmen Gehör zu verschaffen und es dabei durchaus auch einmal zu kämpferischer Auseinandersetzung kommen zu lassen. Nur so stößt das Podium auf breites Interesse, werden passive Abonnenten zu aufmerksamen Lesern. Geht es doch weniger darum, für fachliche Probleme eine fertige Lösung zu präsentieren, als vielmehr darum, auch die Pros und Cons zu liefern und sie auf ihre Stichhaltigkeit abzuklopfen, damit sich die Leser so ihr eigenes Urteil bilden können.

Diesem Anspruch zu genügen, fällt der Redaktion sicherlich nicht immer leicht. Nicht nur, dass sie stets genau wissen muss, wo

überall in der Branche der Schuh drückt, sie muss bisweilen auch einigen Mut aufbringen, sei es bei der Auswahl der Themen, sei es bei der Auswahl der Autoren. Je zugespitzter die Diskussion jedoch verläuft, desto eher durfte sich der eine oder andere Entscheidungsträger herausgefordert fühlen, sich auch seinerseits einzubringen. Das ist natürlich ganz im Sinne der Sache – solange nicht versucht wird, auf die Redaktion selbst Einfluss zu nehmen. Jedenfalls darf sie sich unter keinen Umständen in die Diskussion hineinziehen lassen oder gar der Versuchung erliegen, sich in eine bestimmte Richtung lenken zu lassen. Ihre Aufgabe kann es nicht sein, bestimmten Interessenträgern das Wort zu reden, ihre Aufgabe ist es wie bisher, für das gesamte Kreditwesen ein Sprachrohr zu sein.

Andreas Dombret

Bewertung, Einordnung, Gedankenaustausch, Diskurs, Guidance

Dr. Andreas Dombret, Vorsitzender der Geschäftsleitung für Deutschland, Österreich und die Schweiz, Bank of America, Frankfurt am Main

In Zeiten des täglichen Nachrichten-Stakatos hat es eine Fachzeitschrift schwer – so sollte man zumindest meinen. Die 60 Jahre junge Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen belegt seit vielen Jahren ganz offensichtlich das Gegenteil.

Wie oft beschleicht den Finanzexperten beim Blättern in der Tageszeitung das Déjà-vu-Gefühl, das meiste schon gestern auf dem Bildschirm gelesen zu haben. Was kann angesichts dieser Nachrichtenflut eine alle 14 Tage erscheinende Fachzeitschrift wie die Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen da noch Wochen später bieten? Kurz gesagt: Alles, was man auf dem Nachrichten-Terminal nicht findet und in Tageszeitungen manchmal vermisst, nämlich Bewertung, Einordnung, Gedankenaustausch, Diskurs, Guidance – nur keine reine Unterhaltung im Sinne von Infotainment, auch wenn einzuräumen ist, dass auch Fachzeitschriften in den letzten Jahren Kundenorientierung ohne Niveauverlust durch verbesserte Lesbarkeit bewiesen haben. Eine Fachzeitschrift als „Landmark“ eben.

So ist die Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen in den letzten Jahren für viele

Marktteilnehmer in doppeltem Sinne ein wichtiger Leuchtturm gewesen: Sie hat als Orientierung in dem teilweise recht stürmischen Gewässer der deutschen und internationalen Finanzmärkte gedient, und sie hat als Diskussionsplattform mit Weitblick die Kursbestimmung der Navigatoren unterstützt. Es ist das Verdienst der Gründerväter Fritz und Max Knapp, Dr. Walter Hofmann und Dr. Volkmar Muthesius sowie der langjährigen Chefredakteure Klaus-Friedrich Otto, seines Sohnes Philipp Otto und Dr. Berthold Morschhäuser, dass die Zeitschrift ein Inbegriff für Kompetenz und Verlässlichkeit wurde und bis heute bleibt.

Die ZfgK bietet über 60 Jahre hinweg von der ersten Stunde der D-Mark bis zum kritisch begleiteten Euro ein Diskussionsforum von Vorständen für Vorstände, das allen Themen eine Heimat bot, seien sie aus der Währungs- und Geldpolitik, aus der Bankpolitik – durch die Frankfurter, Berliner oder Brüsseler Brille gesehen – oder ging es um Strukturen im Umbruch oder um Bilanzen in der Diskussion.

An Themen und kontroversen Diskursen wird es der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen auch in Zukunft ganz gewiss nicht mangeln. Schließlich ist der Bedarf an Orientierung und an Leuchttürmen eher steigend als fallend. Ein Blick in den The-

menplan des 61. Jahrgangs der ZfgK zeigt, dass es mehr Themen gibt, als uns der nervöse Pulsschlag der Nachrichtenticker derzeit signalisiert. Beim Blick nach vorn geht es um Konsequenzen aus der derzeitigen Unruhe an den Geld- und Währungsmärkten, um Verfahren und Vorgehensweisen, wenn es darum geht, die Banken- und Finanzwelt ein wenig sicherer zu machen, um Struktur- sowie Regulierungsfragen und um europäische und internationale Standards und deren Verbindlichkeit, um nur einige künftig zu behandelnde Aspekte zu nennen. Aber nicht zuletzt wird es auch darum gehen, das Vertrauen der Bankkunden, der nationalen und internationalen Politik und der globalen Öffentlichkeiten wiederzugewinnen, um das Geschäft strangulierende nationale und internationale Regulierungen zu vermeiden.

So wünschen wir uns als Leser für unsere Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, dass sie auch in den kommenden 60 Jahren ihres Bestehens eine meinungsbildende Diskursplattform bleibt. Ich bin zuversichtlich, dass die ZfgK noch lange einen substanziellen und unverzichtbaren Beitrag dazu leistet, auch in Krisenzeiten die sicheren Häfen der Finanzwirtschaft zu finden und zu erreichen. Herausgebern und Redaktion wünsche ich hierbei allen Erfolg und werde sie auch künftig gerne unterstützen.

Hans-Michael Heitmüller

Informieren, analysieren und zusammenfassen – mit Weitblick und Durchsetzungskraft

Hans-Michael Heitmüller, Vorsitzender des Vorstands, Deutsche Leasing AG, Bad Homburg v. d. Höhe

Für einen Fachverlag – wie für jedes marktorientierte Unternehmen – ist es

nicht leicht, dauerhaft im Wettbewerb zu bestehen. Mit seinem ersten Verlagsobjekt und Flaggschiff im Verlagsprogramm, der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (ZfgK), hat der Fritz Knapp Verlag schon 60 Jahre lang Durchsetzungsvermögen be-

wiesen. Immerhin tummeln sich heute 3 899 Fachzeitschriftentitel mit einer verbreiteten Auflage von insgesamt 502 Millionen Exemplaren auf dem deutschen Zeitschriftenmarkt, so die Branchendaten der Deutschen Fachpresse für 2007.

Obgleich im vergangenen Jahr 146 Titel hinzukamen, ist regelmäßig auch ein Abgang von Publikationen zu beobachten. In diesem Geschäft genügt es eben nicht, jedem Trend nachzulaufen. Schließlich muss für Fachzeitschriften ein Fachpublikum gefunden und gebunden werden, was der ZfgK als Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse mit ihren Themen aus der Finanz- und Kreditwirtschaft immer wieder gelingt.

Was den Fritz Knapp Verlag auszeichnet: Er steht für ganz besondere Qualität. Letztlich hängt diese bei Fachzeitschriften davon ab, wer sie macht. Das wissen auch die Wirtschaftsredakteure der ZfgK, die mit Herz und Verstand schreiben und damit überzeugen können. Gestärkt wird der Qualitätsanspruch durch die Tatsache, dass der Verlag bis heute eines der wenigen inhabergeführten Unternehmen in der Branche ist. Seit nunmehr 15 Jahren im Besitz der Familie Otto wurde die Führung des Verlages 2005 vom Vater zum Sohn weitergegeben.

Es ist hinlänglich bekannt: Familienunternehmen sind tragende Säulen der deutschen Wirtschaft. Sie stehen für Weitsicht in der langfristigen Planung, konzentrieren sich auf ihre Kernkompetenzen und halten

sich dennoch hinreichend flexibel im Operativen. Die Familienunternehmen orientieren sich gerade nicht an den falsch verstandenen Shareholder-Value-Rezepten und eilen ungeprüft allen Management-Moden und Beraterweisheiten aus den USA hinterher. Statt Erfolgsrezepte als Benchmarking anderer nur nachzuahmen, setzen sie eigene Ziele und Regeln im „Benchmarking“ und können damit besser sein als andere.

Das 60-jährige Bestehen der Zeitschrift ist angesichts einer wechselhaften finanzwirtschaftlichen Entwicklung etwas Besonderes. Es zeigt sich, was eine gute Fachzeitschrift ausmacht: Oberste Priorität hat die redaktionelle Qualität, die Verpackung ist Beiwerk: Im seriösen blau-weißen Outfit präsentiert sich die ZfgK, oftmals von Schaubildern, Tabellen und Zahlenkolonnen durchsetzt. Ebenso stimmig der inhaltliche Part. Um schnell und vorausschauend informiert zu sein, muss eine Fachzeitschrift vor allem einen Überblick über aktuelle Marktthemen verschaffen und über Branchentrends und Perspektiven berichten. Die Themen sollten interessant und facettenreich zusammengestellt und die Artikel flüssig geschrieben sein. Eine Fachzeitschrift muss informieren, analysieren und zusammenfassen.

Diese Anforderungen spiegeln sich beispielhaft in der ZfgK. Die Redaktion geht auf Themen aus der Finanzwelt ein und bereitet diese fachlich kompetent auf. Mein Anspruch an Aktualität ist gewahrt, die Themen sind abwechslungsreich und gut recherchiert. Die Aufsätze kommen von Fachleuten für Fachleute und haben meist wissenschaftliches Niveau, die Interviews und Kommentare zeugen von Objektivität und kritischem Journalismus.

Der Erfolg der ZfgK gründet sich seit 60 Jahren auf ihre Unabhängigkeit, ebenso wie die erfolgreiche Entwicklung der Deutschen Leasing Gruppe – wenn auch noch nicht so lange, schließlich gibt es sie erst seit 1962. Die ZfgK ist Dienstleister der Finanz- und Kreditwirtschaft, die Deutsche Leasing Dienstleister für den deutschen Mittelstand.

Von der ZfgK erwarte ich auch weiterhin ihre langjährig bewiesene Kompetenz und Weitsicht. Seien Sie uns im Gegenzug auf unseren Pressekonferenzen herzlich willkommen! Denn schließlich braucht guter Journalismus immer auch ausreichende und regelmäßige Information.

Herzlichen Glückwunsch, ZfgK!

Jürgen Hilse

Die Kunst, das Schwere leicht und angenehm zu machen

Jürgen Hilse, Vorsitzender des Vorstands, Kreissparkasse Göppingen

Spontan sind mir folgende Erwartungen eingefallen: Eine Fachzeitschrift muss immer aktuelle Themen behandeln; sie sollte die Gurus der Branche zu Wort kommen lassen. Dazu soll sie Innovationen und Best-Practice-Beispielen ein Forum bieten. Dem Leser vermittelt sie auf diese Weise das Gefühl, dass sie am Puls der Zeit tätig ist, ihr nichts Wichtiges entgeht, was sich gerade in der Branche Kreditwesen abspielt und künftig abspielen könnte.

Bei einigem Nachdenken sind ein paar tiefer gehende Aufgaben aufgetaucht, die den Leser bewegen, wenn er zur Fachzeit-

schrift greift. An erster Stelle steht die Suche nach einem Erkenntnisgewinn. Dies setzt Fachwissen voraus, verlangt eine Übersicht über das Ganze und die Gabe der Unterscheidung des Wichtigen vom Unwichtigen.

Es geht immer wieder darum, Klarheit zu schaffen über die Lage unserer Branche sowie ihrer Institute und ihren Produkten und Dienstleistungen. Diese Aufgabe ist angesichts der Veränderungen in Wirtschaft und Gesellschaft ohne Ende – eine Daueraufgabe.

Die zweite Idee kann man auf die Formel bringen: Eine Fachzeitschrift muss die Kunst beherrschen, das Schwere leichter

und angenehm für den Leser zu machen. Zugegeben, ein sehr hoher Anspruch ist das. Zumal dieses Postulat mit Freiheit zu tun hat, und mit Unabhängigkeit, die sich diese Zeitschrift seit 60 Jahren erfolgreich bewahrt hat.

Der geneigte Leser sollte nach dem Studium eines Artikels der Fachzeitschrift in die Lage versetzt sein, das aktuell Sinnvolle zu tun. In seiner individuellen Situation, gemessen an seiner Aufgabenstellung, die er jetzt gerade zu bewältigen hat. Jeder an seinem Arbeitsplatz. Das wäre eine Art von Erfüllung des Auftrags.

Ein dritter Erwartungshorizont ist die Ambivalenz vom schön geordneten Chaos



Seit 60 Jahren ein kompetenter Partner
des Finanzmarktes.

Die Helaba gratuliert zum Geburtstag.

Herzlichen Glückwunsch an die Zeitschrift für
das **gesamte Kreditwesen**. Wir freuen uns auf viele
weitere Jahre mit kompetenten Analysen und ent-
scheidenden Informationen für den Finanzmarkt.
www.helaba.de

Helaba | 
Landesbank
Hessen-Thüringen

in unserer Branchenentwicklung. Gemeint ist Folgendes: Wenn es mit Hilfe der Fachzeitschrift gelingt, der Fülle von Neuheiten und Veränderungen noch eine Ordnung und Transparenz zu geben, dann ist für manchen Leser schon viel erreicht. Wer kann heute schon erwarten, das ganze Spektrum des ständig wachsenden Wissensvolumens in Breite und Tiefe in sich aufzunehmen und zu speichern? Das Ganze aber in einen geordneten Rahmen zu setzen und die Übersicht zu be-

halten, ohne in jedem Detail Bescheid zu wissen, das ist ein zulässiger Anspruchsniveau.

Zusammengefasst ist die Aufgabe einer Fachzeitschrift dann gut erledigt, wenn die Erwartungen der Leser erfüllt sind. Bei mir sind es neben Aktualität, Innovationen und Best-Practice-Beispielen sowie den Aufsätzen der Branchen-Gurus vor allem: Erkenntnisgewinn, die Kunst das Schwere leicht und angenehm zu machen sowie

zum schön geordneten Chaos des Lesers Beiträge zu liefern.

Sorry, liebe Redaktion, einfacher ging es nicht. Viel schöner hat das der Philosoph Seneca in folgendem Satz gesagt, der den Kern des Gesagten eigentlich trifft: „Bei bestimmten Geistern muss man verweilen und sich von ihnen durchdringen lassen, wenn du etwas gewinnen willst, was in der Seele zuverlässig Platz finden soll.“

Siegfried Jaschinski

Lesertreue als Beleg für Qualität und Notwendigkeit

Dr. Siegfried Jaschinski, Vorsitzender des Vorstands, Landesbank Baden-Württemberg (LBBW), Stuttgart

Laut einer Studie von ARD und ZDF nutzen die Deutschen rund zehn Stunden am Tag diverse Medien. Statistisch betrachtet konsumieren sie dabei im Schnitt jeweils fast vier Stunden Radio- und Fernsehsendungen, surfen 44 Minuten im Internet und lesen eine halbe Stunde lang Zeitung, Zeitschriften – nicht weiter unterteilt in Illustrierte, Magazine oder Fachzeitschriften – haben sie gerade mal zwölf Minuten in der Hand.

Rein quantitativ kann man sich also durchaus die Frage stellen: Braucht es Zeitschriften, speziell Fachzeitschriften, denn überhaupt? Um es vorweg zu nehmen; aus qualitativer Sicht kann die Antwort nur „ja“ lauten. Entscheidend ist nämlich die Art und Weise des Konsums: Sollen uns die Medien mit Musik, Sportübertragungen oder Spielshows einfach unterhalten, laufen Radio oder Fernseher nur im Hintergrund, oder wollen wir uns gezielt und Nutzen bringend informieren. Wer die letztgenannte Absicht verfolgt, für den sind Fachzeitschriften als Teil des Medienportfolios unabdingbar.

Nutzen schaffen durch gezielte Informationsauswahl: Das mediale Angebot und die Flut an – nicht zuletzt durch Online-Medien und mobile Kommunikationsgeräte –

immer und überall verfügbaren Informationen machen eine gezielte Selektion und Aufarbeitung all der Berichte, Fakten und Meinungen wichtiger denn je. Wer gut informiert sein will, stellt zudem klare Anforderungen an seine „Quellen“: Sie müssen aktuell, korrekt, selektiv, objektiv und verlässlich sein und dürfen – zur noch besseren Orientierung – durchaus auch werten und kommentieren.

Genau diese Aufgabe wird nicht zuletzt von Fachzeitschriften übernommen; Publikationen, die sich mit einem klar eingegrenzten Themengebiet befassen und sich an professionell oder fachlich orientierte Leser wenden. Leser, die den Anspruch haben, durch „ihre“ Fachzeitschrift – und davon gibt es in Deutschland insgesamt fast 4 000 Titel zu den unterschiedlichsten Themenfeldern – bei minimalem Aufwand (nämlich dem Lesen nur einer oder weniger Publikationen) bestens auf dem Laufenden gehalten zu werden.

Kompetenz und Selbstverständnis sichern Qualität der Fachzeitschriften: Fachzeitschriften können kompetent und qualitativ

gut informieren, weil ihre Redakteure/innen sich auf ein Themengebiet fokussiert haben. Nur wer sich intensiv, kontinuierlich und über einen langen Zeitraum hinweg mit einer Materie beschäftigt, verfügt über ein profundes Wissen und kann damit eine entsprechende Informationsqualität und dadurch dem Leser einen echten Mehrwert liefern. Entscheidend dabei sind auch das Selbstverständnis und der Anspruch der Journalisten in den Redaktionen der Fachzeitschriften an sich selbst. Dazu gehören nicht nur eine gründliche Recherche, die gewachsene Kompetenz und die Kontakte zu den Experten und Ansprechpartnern in der „Szene“, sondern auch das Wissen um die Interessen und Bedürfnisse der Leser. So ist es als ein hohes Qualitätsmerkmal anzusehen, wenn eine Fachzeitschrift über Jahrzehnte – bei der ZfgK sind es mittlerweile schon deren sechs – ihre Leserschaft kontinuierlich mit profunden Informationen und treffenden Kommentaren versorgt. Denn vor allem die Lesertreue ist ein Beleg für die Qualität und Notwendigkeit solcher Publikationen.

Solange das Themenfeld einer Fachzeitschrift nicht obsolet wird, und solange die Leser aus der Lektüre einen für sich relevanten Nutzen ziehen können, werden Fachzeitschriften ihren Sinn, ihre Aufgabe und damit einen festen Platz und eine wichtige Funktion in der Medienlandschaft haben.

Beilagenhinweis

Dieser Ausgabe liegt ein
Prospekt der Management
Circle AG, Eschborn/Ts., bei.

Wolfgang Kirsch

Mix aus Basisinformation, Hintergrund- und Spezialwissen

Wolfgang Kirsch, Vorsitzender des Vorstands, DZ BANK AG, Frankfurt am Main

Zahlreiche Analysen zeigen, dass sich die Informationsflut, die täglich auf uns alle niederprasselt, zu einem echten Problem entwickelt hat. Die wesentlichen Informationen aus der Masse der irrelevanten herauszufiltern, erfordert viel Zeit; Zeit, die die wenigsten von uns haben. Umso wichtiger ist es, dass es geeignete Gatekeeper gibt, die Nachrichten selektieren und sinnvoll zusammenfassen, gleichzeitig aber auch Themen aufgreifen, vertiefen, sie mitbestimmen. Sie sind mittlerweile unverzichtbar für den Meinungsaustausch geworden.

Gerade in einer so komplexen Branche wie der Finanzwirtschaft können die großen Tageszeitungen und Wirtschaftstitel diese Aufgabe nur sehr eingeschränkt erfüllen. Deshalb sind tieferegehende Medien unverzichtbar – und hier zuallererst Fachzeitschriften wie die „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“.

Dabei verfügen Fachzeitschriften im Gegensatz zu breiten Publikumsmedien zwar

in der Regel über eine recht homogene Leserschaft. Die speziellen inhaltlichen Anforderungen an die Titel sind allerdings sehr breit gefächert und in unserer Branche auch sehr hoch. Das zumindest ist mein subjektiver Eindruck aus den Erfahrungen in unserem Hause.

Würden diese Anforderungen in einen Katalog an die Chefredaktion der ZfgK münden, wäre dieser in drei gleichgewichtete Blöcke unterteilt:

– Zum einen die obligatorischen Basis-Informationen über die Finanzwirtschaft. Darunter fallen insbesondere Nachrichten über die Branche, ihre Unternehmen, die handelnden Personen, aber beispielsweise auch über die aktuelle branchenspezifische Rechtsprechung.

– An zweiter Stelle kämen mit journalistischem Sachverstand geschriebene Hintergrundberichte, wie sie die ZfgK beispielsweise unter der Rubrik „Gespräch des Tages“ abdruckt. Dass die Autoren der Artikel das Geschehen häufig mit kritischem Sachverstand, aber nicht polemisch beglei-

ten, ist dabei ein Markenzeichen, das der ZfgK gut zu Gesicht steht.

– Und schließlich würde der Anforderungskatalog Fachbeiträge umfassen, die wirklich tief in eine Materie einsteigen, branchenrelevante Trends aufzeigen oder auch Denkanstöße geben, Ideen liefern und Diskussionen anstoßen. Kurz: Hier geht es um echten Mehrwert. Da gerade auch das Themenspektrum der in der ZfgK abgedruckten Fachbeiträge äußerst weitreichend ist, dürften viele von ihnen zwar nur einen vergleichsweise kleinen Leserkreis ansprechen, den aber umso mehr.

Angesichts der geschilderten Leserwünsche liegt es nahe, eine Brücke von der ZfgK zu einer anderen Zeitschrift zu schlagen, die in diesen Tagen ebenfalls ihren 60. Geburtstag feierte: dem „Stern“. Dessen Gründer Henri Nannen verglich seine Zeitschrift gerne mit einer „Wundertüte“, bei dessen Durchblättern jeder etwas finden solle, was ihn interessiert. Im Grunde genommen ist es mit der ZfgK nicht viel anders – und diese Aufgabe erfüllt sie in hervorragender Weise.

Hermann-Josef Lamberti

Ein Filter abseits des unterhaltsamen Infotainments

Hermann-Josef Lamberti, Mitglied des Vorstands, Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main

Schnell ist gut! Schnell ist wichtig! Die Geschwindigkeit der Information ist heute ein Erfolgsfaktor. Und doch: Wer mit Unternehmensführung zu tun hat, benötigt neben den neuesten Informationen und guten Beratern auch Medien, die Informationen in den Zusammenhang stellen und einordnen, verständlich machen, kenntnisreich interpretieren und werten. Auf einer fundierten Basis getroffene Entscheidungen erweisen sich dann im Nachhinein gesehen als meist richtiger und zielführender.

Entsprechend haben Printmedien gegenüber Onlinemedien nichts von ihrer Relevanz eingebüßt. Gerade die Verbindung beider Medien bietet die nötige Sicherheit, alle relevanten Informationen und Fakten aufbereitet zu haben, um unternehmerisch verantwortlich entscheiden zu können. So bleibt der Qualitätsjournalismus auch nach der Etablierung der neuen Informations- und Kommunikationskultur im Netz ein wesentliches Element vorausschauenden Handelns.

Fachzeitschriften sind daher unverzichtbar. Ihr Anspruch sollte sein, abseits des unterhaltsamen Infotainments als Filter

zu dienen, hintergründig und fachkundig zu berichten, neutral das Marktgeschehen aufzubereiten, Wissen zu vermitteln, Erkenntnisse weiterzugeben und Empfehlungen auszusprechen. Tatsächlich stehen Fachzeitschriften in ihrer Nutzung heute für eine „Insel des Rückzugs“ im positiven Sinne: Sie passen sich dem individuellen Lese- und Informationsverhalten an, das allein schon aus Zeitgründen mehr denn je themenabhängig und motivgeprägt ist. In einer multimedialen Welt ist es die gezielte Lektüre beruflich relevanter Themen, interessant und kompetent aufbereitet in einer seriösen Fachzeitschrift, die der Leser ergänzend zu den elektronischen

Medien wünscht. Mehr noch: Ohne sie verschleißt sich dem Leser der reinen Onlineinformation inhärenten Informationswert.

Die ZfgK ist eine solche Fachzeitschrift und zudem eine mit langer Tradition. Sie blickt auf 60 erfolgreiche Jahre zurück, in denen sie mit hohem Sachverstand ihrer erfahrenen Redaktion und der Fachkundigkeit ihrer Autoren über die facettenreichen Entwicklungen rund um die deutsche Kreditwirtschaft berichtet und dem Leser stets eine wertvolle Orientierung im Labyrinth von neuen Gesetzen, Regulierungen und Trends gegeben hat. Sie ist seit jeher ein engagierter, kompetenter und kritischer Beobachter und publizistischer Begleiter, der von der deutschen Finanzwirtschaft geschätzt wird und ein hohes Vertrauen genießt.

Was ist ihr Erfolgsrezept? „Anders sein als die anderen“, sagte bereits Woody Allen, und dürfte damit ungewollt ein wesentliches Charakteristikum der ZfgK treffen. Sie verzichtet weitgehend auf Bilder, Grafiken und Farbe und verlangt noch eine echte Lesearbeit. Diese puristische Strenge ist außergewöhnlich – erst recht in einer Zeit, die es sich angewöhnt hat, Informationen immer aufwendiger zu verpacken und das Layout immer effektvoller zu gestalten. Doch mit einem klaren Profil, ohne jeden Schnickschnack und ausschließlich an der Sache und dem fachkundigen Leser orientiert, hat sie ihre Position in einem nicht immer einfachen Umfeld der Wirtschaftspublizistik bis heute behaupten und festigen können. Dafür zeichnet die hohe Qualität der Textbeiträge verantwortlich – angefangen von den hervorragend formulierten Leitartikeln und Tagesgesprächen

der Redaktion bis hin zu den hochwertigen Fachbeiträgen aus den Reihen der Kreditwirtschaft.

Längst ist die ZfgK durch ihre journalistische Kompetenz im kreditwirtschaftlichen Bereich zu einer Institution geworden. Sie ist ein Flaggschiff für eine fundierte Meinungsbildung in der gesamten deutschen Kreditwirtschaft. In ihr kommen Vertreter aller drei Säulen – der privaten Banken, der öffentlichen-rechtlichen Institute und der Volks- und Raiffeisenbanken – zu Wort und so spiegelt sich die Komplexität der Finanzwelt in einer sachlich vernünftigen Meinungsauseinandersetzung wider. Die ZfgK ist eine Zeitschrift mit Anspruch. Sie ist ein Markenartikel des Finanzplatzes Deutschland.

Herzlichen Glückwunsch zum Jubiläum!

Klaus-Peter Müller

Die Fachzeitschrift als Orientierung und Spiegel für die Branche und ihre Akteure

Klaus-Peter Müller, Vorsitzender des Aufsichtsrats, Commerzbank AG, Frankfurt am Main

„Wer braucht heute noch Fachzeitschriften, wer hat die Zeit, sie zu lesen?“ – Diese Frage scheint in den Zeiten von Google, Wikipedia und Blackberry berechtigt. Und die Vorstellung, während der regulären Arbeitszeit eine Fachzeitschrift neugierig durchzublättern und dabei an dem einen oder anderen Beitrag „hängenzubleiben“, mag angesichts heutiger Arbeitsrhythmen und Managementmethoden vielen Bankern vielleicht „steinzeitlich“ vorkommen.

Warum also gibt es dann heute noch die „ZfgK“ – mit 60 Jahren immerhin älter als die Bundesrepublik? Ist sie „in die Jahre gekommen“, antiquiert und überflüssig? Mitnichten! Denn es gibt weit mehr Nutzer, als es auf den ersten Blick scheinen mag.

Ich spreche von „Nutzern“, nicht von Lesern. Denn darin mag die größte Veränderung der letzten sechs Jahrzehnte liegen:

im Wandel vom enzyklopädischen zum zielgerichteten Lesen. Heute steht meist nicht mehr die umfassende Allgemeinbildung im Vordergrund, sondern die schnelle, gründliche Einarbeitung in immer neue Fragestellungen. Und dazu dient gerade auch die „altbewährte“ Fachzeitschrift, die mehr Text und Erklärung bietet als eine Powerpoint-Präsentation. Zumal dann, wenn sie mit den Veränderungen schrittgehalten hat, wenn sie also die drei klassischen Funktionen zeitgemäß erfüllt:

– Erstens den „Stand der Dinge“ aktuell zusammenzufassen, also zum Beispiel einen Themenschwerpunkt von verschiedenen, durchaus kontroversen Positionen aus zu beleuchten. Ein solches „Schwerpunktheft“ liegt nicht zu Repräsentationszwecken im Büro, sondern weil es ein auch morgen noch wichtiges Arbeitsgebiet behandelt.

– Zweitens geht es um Denkanstöße und Ausblicke. Welche Themen werden wichtig, was zeichnet sich in meiner Branche ab?

Auch hierfür ist eine gute Fachzeitschrift ein Gradmesser, sie übernimmt Radarfunktion. Und sie zeigt anhand der Autoren, wer Fach- und Schreibkompetenz hat – und wer nicht.

– Drittens kommt der Zeitschrift – hier vor allem ihrem Chefredakteur – die wichtige Aufgabe zu, Entwicklungen zu kommentieren und einzuordnen, als Orientierung und Spiegel für die Branche und ihre Akteure.

Alle diese Funktionen erfüllt die „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“ hervorragend. Sie ist eine wahre „Institution“ geworden, in den letzten Jahren unter der „geistigen Führung“ von Klaus-Friedrich und Philipp Otto mehr denn je. Ihr Name ist Programm. Denn sie ist eine Plattform, die eine umfassende Diskussion zu Themen des gesamten Bankensektors pflegt, nicht zuletzt mit dem einen Ziel, die Basis für eine wohlbegründete, den deutschen beziehungsweise kontinentaleuropäischen Strukturen und Traditionen der Branche angemessene Position herauszubilden.



Zwei Kompetenzen, die sich erfolgreich ergänzen

Der Mittelstand steht vor großen Herausforderungen, die Basel II oder die neuen Bilanzierungsregeln mit sich bringen. Gut, dass die Deutsche Leasing als Nummer 1 der deutschen Leasing-Gesellschaften und Kompetenzzentrum Leasing der Sparkassen-Finanzgruppe vorausschauende und verlässliche Konzepte bietet. Gemeinsam mit den Sparkassen schaffen wir so maßgeschneiderte Lösungen für den Mittelstand. Informieren Sie sich über zwei Partner, die mit Ihnen schneller weiter denken: www.deutsche-leasing.com.
www.sparkassen-leasing.de

Olympia Partner Deutschland



 Finanzgruppe

Deutsche Leasing 

Doch die ZfgK ist eben weit mehr als nur Berichterstatter und „Ausguck“ der Bankenbranche. Die Leitartikel und das „Gespräch des Tages“ würzen das Heft mit ihren ebenso tief- wie hintergründigen Kommentaren.

Das aber geht nur, wenn man nicht nur im „Hier und Jetzt“ lebt, sondern auf Basis jahrzehntelanger Erfahrung und bester persönlicher Vernetzung bewahren kann, was heute so wichtig ist: Kontinuität. Dafür allen Verantwortlichen zu danken ist

das Mindeste, was ein Mitherausgeber für „sein“ Blatt tun kann. Es jüngeren Kollegen wärmstens zu empfehlen kommt hinzu.

Vor allem aber rufe ich der ZfgK zu: „Weiter so!“

Bernd Rudolph

Wissen über Produkte, Prozesse, Strategien und Regulierungen präsentieren

Prof. Dr. Bernd Rudolph, Institut für Kapitalmarktforschung und Finanzierung, Ludwig-Maximilians-Universität München

Der definitive Startzeitpunkt der derzeitigen internationalen Finanzkrise, die bekanntlich als Suprime-Krise im vergangenen Jahr begonnen hat, lässt sich nicht genau datieren, weil weder ein einzelnes Ereignis noch eine einzelne Ursache zugrunde liegen, sondern vielmehr ein Konglomerat von Ursachen und Treibern. Claudio Borio von der BIZ beginnt einen Überblick über die zeitliche Entwicklung der Suprime-Krise mit dem Datum des 2. April 2007, als ein Real Estate Investment Trust, nämlich die New Century Financial Cooperation, die zweigrößte Adresse bei der Vergabe von Suprime Mortgages in den USA, aufgrund massiver Refinanzierungsprobleme Antrag auf Gläubigerschutz nach Chapter 11 der amerikanischen Insolvenzordnung stellte.

Das nachfolgende Datum ist dann der 3. Mai 2007, als die UBS die Schließung ihrer Hedgefonds-Abteilung „Dillen Read Capital Management“ mitteilte. Danach wird insbesondere auf die Tage abgestellt, an denen die Ratingagenturen die mit Suprime-Wohnungsbaukredite unterlegten Wertpapiere herabgestuft oder solche Herabstufungen in Aussicht gestellt haben.

Bekanntlich sind diese Ereignisse am deutschen Kapitalmarkt erst am 30. Juli 2007 in das Bewusstsein der Marktteilnehmer getreten, als die IKB Verluste aufgrund von Problemen auf diesem Markt meldete und gleichzeitig mitteilte, dass ihr Hauptanteileigner, die KfW, ihre

finanziellen Verpflichtungen aus Liquiditätszusagen übernommen habe und ein Rettungspaket über 3,5 Milliarden Euro geschnürt wurde. Die darauf folgende Hektik an den Finanzmärkten, die sehr rasch zu einer Liquiditätskrise an den Bankenmärkten mutierte, macht die Bedeutung von Informationen für die Finanzmärkte drastisch deutlich. Produkte, die vorher problemlos in die Portfolios institutioneller Anleger gewandert waren, wurden auf einmal unverkäuflich, Übernachtskredite unter den Banken nicht mehr erhältlich und einzelne Geschäfte wie die Bereitstellung von Leverage Loans unmöglich. Man sprach von „Headlinerisiken“, die bewirkten, dass bestimmte Nachrichten zu Panikreaktionen in den Banken führen, nachdem dort der Verdacht aufgekommen war, man könne selbst auch in bestimmten „toxischen“ Produkten engagiert sein.

Was hat das alles mit den Erwartungen an eine Fachzeitschrift, eine Fachzeitschrift für das Kreditwesen zu tun? Ich meine sehr viel. Fachzeitschriften im Bereich der Kreditwirtschaft und des Kapitalmarktes haben die Aufgabe, im Vorfeld möglicher kritischer Entwicklungen auf mikro- und makroökonomische Zusammenhänge aufmerksam zu machen, auf Gefahren hinzuweisen und insbesondere das Wissen an den Finanzplätzen über neue Produkte, Prozesse, Strategien und Regulierungen einem breiten Fachpublikum zu präsentieren. Damit können übertriebene Reaktionen auf überraschende Meldungen abgebaut werden, sobald neue Informationen beispielsweise über Verluste bei Konkurrenten oder an den Märkten auftauchen. Nicht nur die im Risikomanagement geschulten

quantitativen Fachleute müssen ein Gespür dafür haben, was nun in der neuen Situation als Risiko einzuschätzen ist und was man unter dem Risiko zu verstehen hat. Auch die Akteure an den Finanzmärkten, die nicht unmittelbar etwas mit dem betroffenen Segment zu tun haben, müssen über fundiertes Wissen verfügen.

Fachzeitschriften können sicherlich nicht so aktuell sein, dass sie eine „Leitfunktion“ in der Krise übernehmen können, das muss der entsprechenden Fachpresse überlassen bleiben. Fachzeitschriften haben aber die wichtige Aufgabe, für Klarheit hinsichtlich der eigentlichen Ursachen und Treiber, aber auch der möglichen konzeptionellen Alternativen zur Lösung von Krisen zu sorgen.

Fachzeitschriften sind natürlich nicht die einzigen Kommunikationsintermediäre bei der Bewältigung von Krisen. Die Banken selber, deren Mitarbeiter, die Regulatoren, die Initiativen zur Koordination regulatoriver Normen, die Politik und viele andere mehr, müssen dazu beitragen, das Ordnungsgefüge neueren Entwicklungen darzustellen, ohne in eine hektische Gegenreaktion oder Überregulierung zu verfallen.

Aber auch dazu ist es notwendig, dass eine breite Diskussion der Ursachen, Treiber und Lösungsmöglichkeiten geführt werden kann. Das ist eine wichtige Aufgabe einer Fachzeitschrift, die daher eine ansprechende Mischung aus grundsätzlichen und aktuellen, die gemeinsame Wissensbasis betreffende, aber auch die eigenständige Meinung hervorhebende Berichterstattung pflegen muss, wenn sie diese Aufgabe erfüllen soll.

Herbert Walter

Fachzeitschriften – Teil eines Prozesses der institutionalisierten Wissensvermittlung

Dr. Herbert Walter, Vorsitzender des Vorstands, Dresdner Bank AG, Frankfurt am Main

Moderne Gesellschaften sind Wissensgesellschaften: Wissen ist ihr wichtigster Rohstoff – und ihr wichtigstes Produkt. Hoch spezialisierte Wissenschaftssysteme generieren die Ideen, die unsere Wirtschaft antreiben und unseren Wohlstand tragen. Die Themen, die Wissenschaftler heute diskutieren, werden uns Praktiker schon morgen beschäftigen.

Regelmäßig komme ich deshalb zu Besuchen und Vorträgen an Fachhochschulen und

Universitäten, spreche mit Studentinnen und Studenten. Diese Form des persönlichen Austauschs zwischen Theorie und Praxis ist mir wichtig, aber natürlich nicht ausreichend. Notwendig ist ein Prozess institutionalisierter Vermittlung, zu dem auch Fachzeitschriften gehören. Dabei geht es gerade nicht allein um bloße Wissensvermittlung, sondern darum, aus der Fülle der neuen Erkenntnisse die für die Praxis maßgeblichen herauszufiltern und aufzubereiten.

Eine Umfrage unter Studenten hat ergeben, dass der akademische Nachwuchs vier wesentliche Anforderungen an eine Fachzeitschrift stellt: relevante Inhalte, inte-

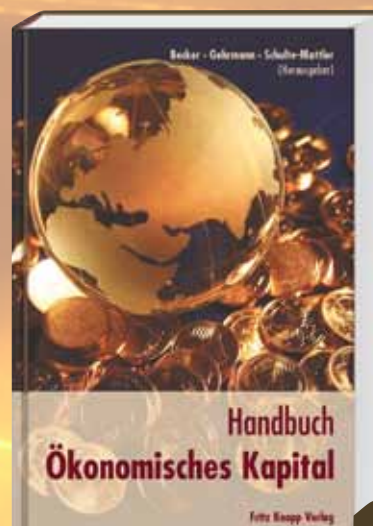
ressante Themenauswahl, Aktualität und Qualität der Redaktion. Das sind keineswegs Selbstverständlichkeiten: Denn dieselbe Umfrage hat ergeben, dass viele der gelesenen Zeitschriften bei diesen Kriterien nicht überzeugen können. Wie schneidet die „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“ (ZfgK) im Hinblick auf diese Anforderungen ab? Erlauben Sie mir, hierzu meine persönlichen Beobachtungen zu machen, die sicherlich ein wenig vom Stolz eines Mitherausgebers geprägt sind.

Relevante Inhalte: Wissenschaftliche Erkenntnisse so zu destillieren, dass ihre Relevanz für die Praxis sichtbar wird, sie in

Wie viel Eigenkapital braucht Bank wirklich?

Die aktuelle Krise am Bankenmarkt zeigt, wie wichtig die realistische Einschätzung des notwendigen Eigenkapitals ist, um unerwartete Verluste aus aktuellen Engagements auffangen zu können. Auch durch die zweite Säule des Baseler Rahmenwerks gewinnt die adäquate interne Steuerung des ökonomischen Kapitals weiter an Bedeutung. Allerdings variieren Entwicklungsstand und Umfang des Einsatzes von ökonomischen Kapitalsteuerungskonzepten in der Kreditwirtschaft beträchtlich.

Dieses Praxishandbuch stellt die vielfältigen Ziele und Einsatzmöglichkeiten des ökonomischen Kapitalkonzepts für die Gesamtbanksteuerung vor: Reporting, Performance-Messung, strategische Planung und risikoadäquate Margenkalkulation. Dazu werden auch die zugrunde liegenden methodischen Konzepte für Messung, Diversifikation und Aggregation der Risiken und ihre aufsichtsrechtlichen Grundlagen aufgezeigt.



Handbuch Ökonomisches Kapital
 Von Axel Becker, Volker Gehrmann und Hermann Schulte-Mattler (Hrsg.)
 2008. 472 Seiten, gebunden, 88,00 Euro.
 ISBN 978-3-8314-0818-4.

Fritz Knapp Verlag | Postfach 11 11 51 | 60046 Frankfurt

Telefon (069) 97 08 33-21 | Telefax (069) 707 84 00 | E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de | www.kreditwesen.de

Beziehung zu anderen Informationen zu setzen – das zeichnet die ZfgK aus.

Themenauswahl: In ihren Beiträgen spiegeln sich wichtige aktuelle Debatten über rechtliche, ökonomische und politische Fragen wider. Hier greifen Wissenschaftler, Praktiker und Politiker zur Feder, pflegen den konstruktiven Dialog und bleiben so auf der Höhe der Diskussion.

Aktualität: Früher als viele andere Publikationen wurden hier beispielsweise neue Finanzmarktinstrumente vorgestellt oder die wachsende Bedeutung des Kapitalmarktes bei der Finanzierung von Unter-

nehmen vorausgesehen. Die ZfgK hat auf diese Weise ihren Beitrag zur Entwicklung der Banken in Deutschland geleistet.

Qualität der Redaktion: In den vergangenen sechs Jahrzehnten haben ihre Redakteure immer wieder bewiesen, dass man auch komplexe ökonomische Zusammenhänge einem breiten Fachpublikum verständlich vermitteln kann. Dabei bedeutete Komplexitätsreduktion nie Verflachung.

Die ZfgK, die in diesem Jahr ihr 60-jähriges Bestehen feiert, ist für mich ein Beispiel dafür, dass eine Fachzeitschrift auch hohe Erwartungen erfüllen kann – ihre Bedeu-

tung ist daher gar nicht hoch genug einzuschätzen. Es gibt aber noch einen Grund für die Bedeutung der Zeitschrift: ihre feste Verankerung in der Financial Community. Da mag man im Wettbewerb um Kunden noch so sehr Konkurrent sein: In der ZfgK zählt allein die Kraft der Argumente.

Verdiente Lorbeeren sollen aber nicht zum Ausruhen verleiten. Wie die Branche auch, so muss sich eine ihr dienende Fachzeitschrift stets den Veränderungen am Markt anpassen – damit sie den Erwartungen der Leser auch in den nächsten 60 Jahren gerecht wird. Ich bin zuversichtlich, dass die ZfgK dieses Ziel erreicht.

Hans Wagener

Fundierte thematische Auseinandersetzung mit längerfristigen Entwicklungen

Hans Wagener, Sprecher des Vorstands, PricewaterhouseCoopers AG, Frankfurt am Main

Im Zeitalter der schnellen, handlichen Information durch zahlreiche Internetquellen wie Wikis, Suchmaschinen und News Blogs sowie in solchen Zeiten, in denen virtuelle Diskussionen mittels aufeinanderfolgender Pressemitteilungen geführt werden, von Diskutanten, die sich nie vis-à-vis unterhalten haben, sondern über Agenturen Meinungen austauschen, stellt sich tatsächlich die Frage nach der Aufgabe einer Fachzeitschrift und deren sachgerechter Erfüllung. Abgesehen von der Tatsache, dass den kapitalmarktorientierten Unternehmen zur Erfüllung der weitreichenden Informationspflichten ausreichend Medien zur Verfügung stehen müssen, nimmt die Fachzeitschrift im Rahmen der Presseorgane, die bekanntlich auch als „vierte Gewalt“ im Staatsgefüge angesehen werden, eine verantwortungsvolle Rolle ein. Dem stabilen Geld verpflichtet zu sein ist dabei eine besondere Herausforderung, die die „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“ an sich stellt.

Dabei ist schon die Definition des stabilen Geldes nicht einfach. Sagen doch die Lebenshaltungskosten des Warenkorb noch

nicht alles über den Wert des Geldes in Waren aus und bedeuten steigende Preise für einzelne Erzeugnisse wie Benzin noch nichts Gesichertes über die Entwicklung des Geldwertes. Wie wir am Beispiel der „Teuro“-Debatte gelernt haben, wird Geldwert sehr subjektiv empfunden. Dennoch gibt es natürlich die allgemeine Inflation. Die Untergrabung der Werthaltigkeit des Geldes, die Minderung des Wirtschaftswachstums und der Beschäftigung sowie die Störung des Preismechanismus, müssen frühzeitig erkannt und verhindert werden. Das ist ein Ziel, dem die Ordnungspolitik verpflichtet ist. Denn eine Geldpolitik, die ein stabiles Preisniveau zu schaffen vermag, ist langfristig immer auch eine solche, die Nachhaltigkeit, also Wachstum und Beschäftigung fördert. Inflationsbekämpfung im Nachhinein bedeutet hingegen auch oft ein langwieriges Prozedere zum Ausgleich erlittener Beschäftigungsverluste. Als solche ist Geldpolitik demnach kein Selbstzweck, sondern Teil eines gesunden Staates und einer prosperierenden Marktwirtschaft.

Auch der Ordnungspolitiker sieht sich einer Vielzahl an medialen Reizen und dem zahlreichen Informationsangebot der Lobbyisten ausgesetzt. Von der Fachzeitschrift als Presseorgan darf er daher nicht die

schnelle Befriedigung von tagesaktuellem Informationsbedarf, durch gezielte Selektion der Nachrichtenschwemme erwarten.

Die Fachzeitschrift bietet die häufig in dem Informationsüberfluss untergehende fundierte thematische Auseinandersetzung mit längerfristigen Entwicklungen. Die Fachzeitschrift bietet Denkanstöße, löst Diskussionen aus und beeinflusst damit hoffentlich auch die Geldpolitik.

Auch im Zeitalter der Internetinformation, hat ein Druckwerk deshalb seinen Wert. Was gedruckt ist, ist beständig und hebt sich ab vom flüchtigen Auswurf aus dem News-Ticker. Impliziert wird zugleich eine Qualitätskontrolle und fundierte redaktionelle Auseinandersetzung mit dem Inhalt. Die Fachzeitschrift im Medienzeitalter steht daher für seriöse Berichterstattung, deren Anspruch es ist, den Leser zu sensibilisieren und auf Entwicklungen des Finanzmarktes frühzeitig hinzuweisen.

Einen Beitrag zu einer guten Geld- und Finanzpolitik und somit auch einen kleinen, aber nicht wegzudenkenden Beitrag für unsere Gesellschaft zu leisten, sollte als hehre Aufgabe der Fachzeitschrift unser Ansporn sein für die nächsten 60 Jahre „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“.

Seit 60 Jahren ein fachliches Stabilitätsprogramm: Glückwunsch!



Wir gratulieren allen Mitarbeitern der „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“ zu 60 Jahren erfolgreicher und engagierter Arbeit für stabiles Geld. Und wünschen für die nächsten 65 Jahre mindestens ebenso viel Erfolg, wie wir ihn seit unserem 60. Geburtstag haben!

Redaktionsgespräch mit Peer Steinbrück

„Die Unabhängigkeit der EZB ist ein hohes Gut und steht außer Frage.“

Schon der leise Verdacht, einen Einfluss auf geldpolitische Entscheidungen der EZB ausüben zu wollen, ist für den amtierenden Bundesfinanzminister wie für viele seiner Vorgänger im Umgang mit der Bundesbank ein sensibles Thema. Entsprechend klar und unmissverständlich betont Peer Steinbrück im Redaktionsgespräch die Unabhängigkeit der EZB als hohes Gut. Dass er im konjunkturellen Abschwung finanzielle Spielräume der Finanzpolitik gewahrt wissen will, deckt sich mit den Vorstellungen von Otmar Issing. Im Jahr 2011, so der Finanzminister, könnte die Haushaltskonsolidierung weit genug fortgeschritten sein, der Politik diese Freiräume zu lassen – natürlich unter Einhaltung des Maastricht-Vertrags. (Red.)

■ Herr Steinbrück, wie muss ein Bundesfinanzminister Stabilität definieren?

Das kann jeder im Stabilitäts- und Wachstumsgesetz von 1967 nachlesen. Zu stabilen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen gehören nicht nur Preisstabilität, sondern auch ein angemessenes Wachstum, ein hohes Beschäftigungsniveau und ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht. Leider haben mir meine Vorgänger im Amt keine Zauberformel hinterlassen, wie wir alle Ziele dieses „magischen Vierecks“ jederzeit vollständig erreichen können.

■ Passt die letzte Mehrwertsteuererhöhung zum Anspruch einer stabilitätsorientierten Finanzpolitik? Hatte diese Maßnahme nicht einen erheblichen inflationssteigernden Effekt?

Der Staat braucht eine verlässliche und stabile Einnahmehasis. Sonst ist das Ziel einer soliden Finanzpolitik weder glaubwürdig noch langfristig umsetzbar. Natürlich ist uns die Entscheidung, die Mehrwertsteuer zu erhöhen, seinerzeit nicht leicht gefallen. Aber mit Ausgabenkürzungen und dem Abbau von Subventionen

allein waren die notwendigen Konsolidierungsschritte nicht zu schaffen. Außerdem haben wir ja auch einen Teil der zusätzlichen Einnahmen dazu verwendet, die Beiträge zur Arbeitslosenversicherung zu senken.

Heute zeigt sich, das war die richtige Strategie. Im Vorfeld wurden ja geradezu Horrorszenarien zu den negativen Auswirkungen einer Mehrwertsteuererhöhung entworfen. Die damit verbundenen Wachstumseinbußen hielten sich aber in Grenzen und unsere Wirtschaft hat im vergangenen Jahr ein dickes Plus verzeichnet. Die Große Koalition hat ein klares Signal gegeben, dass sie es mit der Haushaltskonsolidierung ernst meint. Das hat Vertrauen geschaffen.

■ Sie sprachen vom wichtigen Ziel der Haushaltskonsolidierung. Wie lange können Sie Ihre Kabinettkollegen noch disziplinieren?

Die Haushaltskonsolidierung ist und bleibt weiterhin eines der zentralen Ziele der Großen Koalition: Wir reduzieren im nächs-



Peer Steinbrück,
Bundesminister der Finanzen,
Berlin

ten Jahr die Nettokreditaufnahme nochmals deutlich – und zwar auf das niedrigste Niveau seit der deutschen Wiedervereinigung. Ab 2011 planen wir mit einem Bundeshaushalt ohne Neuverschuldung. Angesichts dessen entbehren Zweifel am Konsolidierungswillen der Großen Koalition wirklich jeder Grundlage.

■ Aber es gab doch auch deutliche Kritik, dass Sie diese Ziele schon viel früher hätten erreichen können?

Es gibt immer einige, denen es nicht schnell genug geht. Das sind dann aber erstaunlicherweise oft die Gleichen, die in einem Atemzug Steuersenkungen auf Pump fordern. Das hat sehr viel mit Populismus und nichts mit einer verantwortungsvollen Finanzpolitik zu tun. Wir wollen, dass Deutschland angesichts des steigenden Globalisierungsdrucks und des demografischen Wandels zukunfts- und wettbewerbsfähig bleibt. Deshalb verbindet die Bundesregierung eine konsequente Haushaltskonsolidierung mit wichtigen Investitionen in Bildung, Forschung oder der Vereinbarkeit von Familie und Beruf. Sparen ist eben kein Selbstzweck!

■ Aktuell wird im Rahmen der Föderalismuskommission II eine Reform der verfassungsrechtlichen Verschuldungsgrenze diskutiert. Warum brauchen wir eine Änderung der bisherigen Regelungen?

Weil wir raus aus der Schuldenfalle müssen! Und zwar dauerhaft! Alles andere können wir gegenüber nachfolgenden Generationen nicht verantworten. Der Blick auf den seit den sechziger Jahren dramatisch angestiegenen Schuldenberg zeigt, dass die bestehenden Anreiz- und Sanktionsmechanismen des Art. 115 GG nicht ausreichen. Insbesondere fehlt eine wirksame Verpflichtung, in konjunkturell guten Phasen entsprechend vorzusorgen. Das widerspricht der notwendigen Symmetrie einer antizyklischen Finanzpolitik und ist somit bestenfalls „Keynes light“.

■ Wie könnte eine solche Neuregelung aussehen?

Ich will jetzt nicht unser Modell einer Schuldenbremse im Detail durchdeklinieren. Aber eine neue Schuldenbremse sollte in meinen Augen drei grundsätzliche Anforderungen erfüllen: Erstens muss der

Schuldenberg bezogen auf das BIP nachhaltig sinken. Zweitens darf sie nicht mehr auf einen veralteten Investitionsbegriff basieren, wie in der gegenwärtigen Regelung. Und drittens muss eine Neuregelung natürlich mit der Logik und den Vorgaben des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt vereinbar sein.

■ Also kein grundsätzliches Verschuldungsverbot?

Nein, das wäre – insbesondere für den Bund – ökonomisch nicht sinnvoll. Wir brauchen finanzielle Spielräume, um in konjunkturellen Schwächephase antizyklisch handeln zu können. Es wäre falsch, wenn wir im Abschwung eine restriktive Finanzpolitik betreiben müssten, also ausgerechnet dann die Steuern erhöhen oder die Ausgaben senken müssten. Damit würde im Ergebnis nur die konjunkturelle Abwärtsbewegung beschleunigt.

■ Hat sich die Schuldenstruktur des Bundes durch die Arbeit der vor sieben Jahren gegründeten Finanzagentur eigentlich schon entscheidend verbessert?

Die Bilanz der Finanzagentur ist eindeutig positiv. Natürlich hatte der Bund schon vor der Gründung der Finanzagentur ein wirtschaftlich vernünftiges Kreditportfolio. Aber aufgrund der großen Marktcompetenz der Finanzagentur ist unser Instrumentenkasten zur Refinanzierung deutlich angewachsen. Außerdem können wir unseren gesetzlichen Auftrag erfüllen und Marktinnovationen gerade im Privatkundengeschäft heute besser für uns nutzen. Davon profitieren wir – und die Anleger.

■ Lässt die Geldpolitik der EZB Ihnen ausreichend Handlungsspielraum?

Ich bin sehr zurückhaltend mit Äußerungen zu diesem Thema, da sie gerne medial verzerrt und missverstanden werden. Dies hat sich erst kürzlich wieder gezeigt, als ich darauf hingewiesen habe, dass Zinserhöhungen angesichts der bestehenden Konjunkturrisiken eben auch sehr ambivalente Effekte haben können. Damit habe ich lediglich ökonomische Tatsachen beschrieben. Mir deshalb eine Kritik an der EZB oder gar den Versuch einer Einflussnahme zu unterstellen, ist völlig abwegig. Die Unabhängigkeit der EZB ist ein hohes Gut und steht für mich außer Frage.

■ Sind die Kriterien des Maastricht-Vertrages eigentlich noch zeitgemäß?

Der Euro ist bisher eine beeindruckende Erfolgsstory, und der Maastricht-Vertrag hat erheblich dazu beigetragen. Schon vor Beginn der Währungsunion hat er die Stabilitätskultur in den Mitgliedstaaten deutlich gestärkt. Ich sehe keine Notwendigkeit, das Vertragswerk zu ändern. Zudem haben wir mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt eine wirksame finanzpolitische Rahmensetzung in den Mitgliedstaaten.

■ Trifft der Vorwurf zu, der Stabilitäts- und Wachstumspakt wurde mit der Reform im Jahr 2005 aufgeweicht?

Nein, durch die Reform ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt weniger mechanistisch und dafür ökonomisch rationaler geworden. Wichtig ist, dass wir im präventiven Arm den Grundsatz strukturell ausgeglichener Haushalte besser verankert haben. Das ist für eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik in Europa bedeutender als die Frage, ob ein Land einen Monat mehr oder weniger Zeit bekommt, ein – nach den Vorgaben des Paktes – übermäßiges Defizit abzubauen.

■ Von der aktuellen Entwicklung des Ölpreises gehen erheblich Stabilitätsrisiken aus. Welches sind aus Ihrer Sicht die angemessenen Antworten der Politik?

Die finden wir nur, wenn wir uns mit den Ursachen dieser Entwicklung auseinandersetzen. Der Anstieg der globalen Nachfrage ist ein langfristiges Phänomen, auf das wir uns einstellen müssen. Es wäre fatal zu glauben, wir könnten diesem strukturellen Anpassungsdruck entgehen, indem wir Preissignale über Subventionierung dämpfen. Das Gegenteil ist der Fall. Mit solchen Maßnahmen bewirken sie vor allem eines: eine uferlose Belastung der öffentlichen Haushalte. Denn was machen Sie, wenn der Ölpreis irgendwann auf 200 oder 250 Dollar je Barrel steigt? Noch mehr subventionieren? Statt den Menschen Sand in die Augen zu streuen, sollten wir eine ehrliche Debatte führen, wie wir uns in Zukunft weniger abhängig von den Preisentwicklungen auf den globalen Energiemärkten machen – zum Beispiel durch eine bessere Energieeffizienz.

„Auf Dauer müssen stabiles Geld und solide Finanzen zusammengehen.“

Die Entwicklung des geldpolitischen Instrumentariums der EZB und die federführende Begleitung des Euro in seinen ersten Jahren schildert Otmar Issing als eine gleichermaßen spannende wie reizvolle fachliche und persönliche Herausforderung. Für den Erfolg der Geldpolitik einer Notenbank verweist er im Redaktionsgespräch auf die zentrale Aufgabe, die Inflationserwartungen möglichst auf dem Stabilitätsniveau zu verankern. Mit dieser längst gefestigten Grundausrichtung im Inneren bescheinigt er der EZB sowohl im Umgang mit den starken Preiserhöhungen auf den Rohstoffmärkten als auch bei der Beherrschung der Auswirkungen der deutschen Mehrwertsteuererhöhung zu Beginn des vergangenen Jahres eine gelungene Arbeit. Und auch die Herausforderungen durch die aktuelle Finanzmarktkrise sieht er durch das flexible Instrumentarium der Notenbank bislang gut gemeistert. In der EZB selbst, so erläutert das frühere Mitglied des EZB-Direktoriums, war die Philosophie der Preisstabilität schon bei der Entwicklung des geldpolitischen Instrumentariums tief verankert. (Red.)

Herr Issing, wären Sie unter solchen Bedingungen wie sie derzeit an den Geld- und Kapitalmärkten herrschen, immer noch gerne Chef-Volkswirt der Europäischen Zentralbank?

Ich habe das Interesse an meiner Tätigkeit in der Notenbank nie von den Umständen abhängig gemacht. Wenn man in einem solchen Amt ist, dann weiß man, dass es gute und

schwierigere Zeiten gibt. Man darf sich nur nie an die guten Zeiten gewöhnen, sonst wird man zu selbstsicher und läuft Gefahr, die bereits irgendwo glimmende Lunte zu übersehen. Mervin King hat einmal über die Idealwelt für Notenbanken gesagt, sie sollte möglichst langweilig sein. Das kann man sich leider nicht aussuchen, die Wirklichkeit sieht meist anders aus.

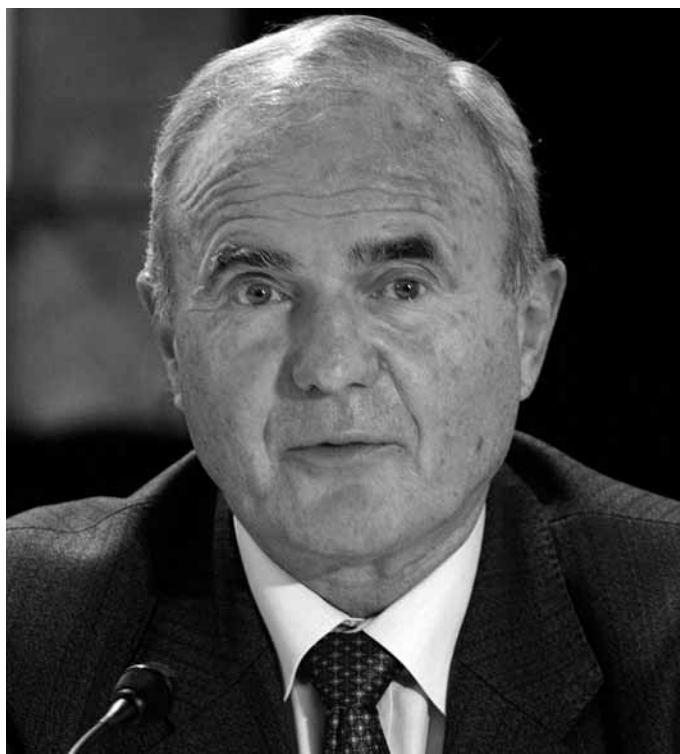
Sie haben in Ihrem Buch „Der Euro – Geburt, Erfolg, Zukunft“ die ersten Jahre der neuen Währung beschrieben: Sind das im Moment die schwierigsten Bedingungen für den Euro?

Nein, man sollte die Kirche im Dorf lassen. Das schwierigste war und bleibt die Startphase. Ein Grund, dieses Buch zu schreiben, war auch, dass es mich manchmal schon

stört, wenn der Erfolg des Euro heute so selbstverständlich genommen wird. Dabei wissen wir alle, wie viele Prognosen ausgesehen haben. Milton Friedman beispielsweise war vom Scheitern überzeugt und hat mir zu einem „impossible job“ gratuliert. Da wurde eine neue Währung für 300 Millionen Menschen geschaffen, eine Währung, die in Deutschland die von allen geschätzte D-Mark ablöste. Der Euro musste die Skepsis der Märkte und das weitverbreitete Misstrauen der Menschen überwinden. Diese Herausforderung ist kaum zu überbieten. Nur weil alles im Rückblick so gut lief, darf man die tatsächlichen Schwierigkeiten nicht unterschätzen. In der schwierigen Phase, die im August 2007 begonnen hat, hat sich gezeigt, dass die EZB schon nach wenigen Jahren als Modell einer modernen Notenbank weltweit aner-

kannt ist. Das ist das größte Kompliment für die immer noch junge EZB.

Die Situation an den Rohstoffmärkten, insbesondere Öl mit hohen Energiepreisen, die Lage in den USA, wie ist dies unter Stabilitätsgesichtspunkten zu bewerten? Wie groß sind die Gefahren?



*Prof. Dr. Dr. h.c. mult.
Otmar Issing, Würzburg,
ehemaliges Mitglied des
Direktoriums der Europäischen
Zentralbank, Vorsitzender des
Kuratoriums des House of
Finance, Frankfurt am Main*

Man muss zunächst die globale Entwicklung trennen von den Vorgängen in den USA. Hohe Öl- und damit Energiepreise sind kein US-amerikanisches, sondern ein globales Phänomen. Die Integration von China und Indien in die Weltmärkte und deren Exporte haben einen großen Druck auf viele Güterpreise erzeugt. In diesen beiden Ländern wurden hunderte von Millionen Arbeitsplätzen geschaffen, die wiederum den Menschen erstmals ein erträgliches Einkommen verschafften. Diese beiden Länder treten seitdem auch mit großer Nachfrage am Weltmarkt auf. Das spiegelt sich nicht zuletzt in den gestiegenen Preisen für Energie und schließlich auch für Nahrungsmittel wider. Hierbei handelt es sich um einen Trend und nicht um eine vorübergehende Erscheinung.

Zeitlich parallel dazu erleben wir die Krise an den Finanzmärkten, die ausgelöst wurde durch Verwerfungen am US-Hypothekenmarkt. Generell geht die Finanzmarktkrise auf eine Aufblähung des Kreditvolumens und eine Verminderung der Spreads, die nicht mehr annähernd die unterschiedlichen Risiken abbildeten.

Stecken Notenbanken da nicht in einem Dilemma? Sie müssten einerseits die Zinsen senken, um Liquidität zur Verfügung zu stellen, können dies aber nicht, weil die Inflation zu einer ernsthaften Gefahr geworden zu sein scheint. Ist das zu lösen?

Die EZB zeigt den richtigen Weg. Sie hat zum einen sofort Anfang August letzten Jahres mit Liquiditätshilfen reagiert und zur Beruhigung der Märkte beigetragen. Sie hat ihre Aktionen, je nach Marktlage, wiederholt, dabei aber das Liquiditätsvolu-

„Die EZB hat das Vertrauen der Märkte nie verloren, denn wir haben Kurs gehalten.“

men insgesamt kaum erhöht. Sie stellt Liquidität jedoch für einen längeren Zeitraum zur Verfügung. Das bringt größere Sicherheit in den Markt. Die jüngste Erhöhung des Leitzinses war aber gleichzeitig ein Signal, dass die Notenbank auch in dieser schwierigen Lage ihren zentralen Auftrag nicht aus den Augen verliert, nämlich für Preisstabilität zu sorgen.

Die Herausforderung in der gegenwärtigen Lage liegt für alle Notenbanken darin, die Inflationserwartungen auf Stabilitätsniveau zu verankern. Nur dann kann es gelingen, zu verhindern, dass der durch den Preisanstieg vor allem für Energie ausgelöste Preisschub einen Inflationsprozess in Gang setzt.

Weil Sie gerade China und Indien angesprochen haben: In Ihrem Buch ist von diesen Staaten keine Rede. Muss man künftig aber nicht auch diese beiden Notenbanken sehr viel stärker im Auge haben?

Ich hatte schon begonnen, ein Kapitel „Geldpolitik in einer globalisierten Welt“ zu schreiben, habe das aber wieder verworfen, weil der Schwerpunkt des Buches auf der „Geburt des Euro“ liegen sollte. Aber es ist völlig richtig, dass die Vorgänge in China und Indien, auch in Russland, an Einfluss gewinnen werden. Die Welt wird in 20 Jahren anders aussehen als heute. Der Schwerpunkt der Wirtschaftsaktivität hat sich immer mehr nach Asien verlagert, auch wenn man die gegenwärtigen Entwicklungen nicht einfach extrapolieren darf.

Reicht das Notenbank-Instrumentarium für die aktuellen Herausforderungen noch aus? Oder müssen weitere Modifikationen folgen, wie Sie es in Ihrem Buch ansprechen?

Als wir am 2. Juni 1998 mit unserer Arbeit in der EZB begonnen haben – knapp sieben Monate vor Einführung des Euro – konnten wir ein Instrumentarium für die neue Notenbank entwickeln. Der Maastricht-Vertrag ließ uns

freie Hand. Es gab keinerlei einschränkende Vorgaben. Das war ein großer Unterschied etwa zur Deutschen Bundesbank, denn im Bundesbankgesetz war bis in das kleinste Detail geregelt, was die Notenbank darf und was nicht. Die Freiheit, die wir bei der EZB hatten, war also eine große Chance, aber auch eine große Herausforderung.

Mit der Mindestreserve haben wir ein Instrument geschaffen, das mit niedrigen, einheitlichen Sätzen und der marktgerechten Verzinsung der Mindestreserveguthaben die verzerrende Wirkung der langjährigen Bundesbankpraxis vermeidet. Die Pflicht zur Erfüllung der Mindestreserve im Durchschnitt der Periode gewährt den Kreditinstituten Freiheiten in der Liquiditätsgestaltung. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierung beziehungsweise die Einlagenfazilität etablieren einen Zinskorridor, in dessen Mitte die EZB mit ihren Hauptrefinanzierungsgeschäft den Geldmarktsatz steuert. Damit verfügte die EZB

„Das Instrumentarium der EZB ist also nicht nur markttauglich, sondern sogar vorbildlich.“

von Anfang an über ein außerordentlich wirksames Instrumentarium, was sich auch daran zeigt, dass die Notenbank in normalen Zeiten nur ausgesprochen selten am Geldmarkt mit Feinststeuerungsmaßnahmen intervenieren musste. Auch die Herausforderung beim „Jahrtausendwechsel“ meisterte die EZB ohne Probleme, während etablierte Notenbanken damals bekanntlich ihr Instrumentarium erweitern mussten, um das besondere Liquiditätsproblem zwischen der Jahrtausendwende zu lösen. Inzwischen hat die Bank of England ihr Liquiditätsmanagement mehr und mehr dem der EZB angepasst. In den USA diskutiert man über die Einführung einer Mindestreservepflicht à la EZB. Dies bestätigt den Erfolg der EZB-Politik. Das Instrumentarium der EZB ist also nicht nur markttauglich, sondern sogar vorbildlich.

Der Euro ist so stark wie nie zuvor: Haben Sie immer an die Stärke des Euro geglaubt, und sehen wir derzeit eine Euro-Stärke oder eine Dollar-Schwäche?

Sie haben vorhin nach schwierigen Phasen gefragt. Die neue Währung startete mit einem Wechselkurs von 1,18 Dollar für den Euro. Schon bald aber fiel der Außenwert, der Euro stürzte bis auf 0,82 US-Dollar. In Asien nannte man die europäische Währung zu dieser Zeit „toilet currency“. Die EZB hat aber auch in dieser Zeit das Vertrauen der Märkte nie verloren, denn wir haben Kurs gehalten. Ich war mir immer

sicher, dass der Kurs des Euro sich erholen würde. Es gibt in der Währungsgeschichte nicht einen Fall, in der die Währung eines großen und politisch zuverlässigen Wirtschaftsgebietes im Innern stabil ist und der Außenwert diese Stabilität auf Dauer nicht widerspiegelt. Ich wurde damals oft gefragt wurde, wie es denn weitergehe? Ich

habe immer geantwortet: Noch in meiner Amtszeit werden wir mit dem umgekehrten Problem konfrontiert, nämlich dem Vorwurf, der Euro sei zu stark. Eines steht jedenfalls außer Zweifel: Der Euro ist heute weltweit als stabile Währung anerkannt und genießt das Vertrauen.

Wie wichtig war es für das Vertrauen und die Glaubwürdigkeit in die EZB, dass vom Start weg ein Bundesbanker mit dabei war, der die Stabilität der Deutschen Bundesbank verkörperte?

Als die EZB am 1. Januar 1999 die geldpolitische Verantwortung übernahm, war der EZB-Rat ausschließlich mit Personen besetzt, die sich die Bundesbank-Philosophie der Preisstabilität längst zu eigen gemacht hatten. 20 Jahre früher wäre dies so kaum der Fall gewesen.

Mir persönlich haben zwei Umstände bei der Erfüllung meiner Aufgabe sehr geholfen. Zum einen war die Bundesbank die einzige Notenbank mit einer wirklich eigenständigen und unabhängigen Geldpolitik. Dadurch war mir die Beschäftigung mit strategischen Fragen der Geldpolitik vertraut, sozusagen selbstverständlich. Daneben hatte ich im Zentralbankrat Erfahrungen gesammelt, wie man mit einem Gremium gleichberechtigter Teilnehmer umgeht. Entscheidungen im Konsens zu finden, muss man einüben.

Können Sie sich ein EZB-Direktorium ohne einen deutschen Vertreter vorstellen?

Nationalität hat in der Geldpolitik nie eine Rolle gespielt. Wie die deutsche Öffentlichkeit darauf reagieren würde, ist eine andere Frage.

Stichwort EU-Erweiterung und Erweiterung der Währungsunion: Sie

haben sich immer sehr kritisch gegen eine zu frühe Öffnung ausgesprochen. Kann man überhaupt Geldpolitik für 27 Länder machen?

„Der Euro ist heute weltweit als stabile Währung anerkannt.“

So weit sind wir noch lange nicht. An eine Währungsunion mit den 27 EU-Ländern denkt zurzeit aus gutem Grund niemand. Entscheidend für die EZB werden die Beitritte von Ländern wie beispielsweise Polen sein, die auch über ein entsprechendes wirtschaftliches Gewicht verfügen.

Die Herausforderungen liegen aber zunächst weniger bei der EZB, als vielmehr bei den Ländern selbst, die sich ein für allemal an den Euro binden. Sie geben für immer eine eigenständige Geldpolitik und die Möglichkeit der Änderung des Wechselkurses auf. Sie müssen sich den Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes mit allen Konsequenzen unterwerfen. Die Verletzungen des Maastricht-Vertrages durch Deutschland und Frankreich waren ein verheerendes Signal, nicht zuletzt für die neuen Mitgliedsländer der EU.

Wie lange verdient der Stabilitäts-pakt noch seinen Namen?

Der nächste Test steht vor der Tür, er kommt mit der Abschwächung des Wirtschaftswachstums. Die europäische Währungsunion ist auf zwei Säulen aufgebaut: auf die Notenbank mit ihrem Statut und auf die Einhaltung

„Nationalität hat in der Geldpolitik nie eine Rolle gespielt.“

der Bedingung solider öffentlicher Finanzen. Auf Dauer müssen stabiles Geld und solide Finanzen zusammengehen.

Sie bezeichnen den keynesianischen Ansatz in Ihrem Buch als „illusionär“. Wie sieht das richtige Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik aus?

Ich halte den diskretionär orientierten Ansatz der Finanzpolitik für illusionär, schon allein deshalb, weil die Maßnahmen immer zu spät kommen. Sie wirken dann prozyklisch. Außerdem verliert eine keynesianisch orientierte Finanzpolitik fast zwangsläufig das Schuldenproblem aus den Augen.

Die gegenwärtig in der Bundesrepublik diskutierte „Schuldenbremse“ ist ein Reflex dieses Versagens über die ganze Zeit. Die Idee, in konjunkturell guten Jahren Überschüsse im Haushalt zu erwirtschaften und in schlechten Jahren Defizite zuzulassen, ist grundsätzlich gutzuheißen. Entscheidend bleibt aber die praktische Umsetzung einer richtigen Konzeption.

Es gilt nun eine klare Rollenverteilung. Die Geldpolitik sorgt mittelfristigorientiert für stabile Preise. Die Fiskalpolitik lässt weitgehend regelgesteuert den Haushalt mit den automatischen Stabilisatoren atmen. Die Grundidee des Stabilitäts- und Wachstumspaktes ist ebenso einfach wie richtig: Der öffentliche Haushalt sollte bei normaler Konjunkturlage ausgeglichen sein, im Falle eines hohen Schuldenstandes besser einen Überschuss ausweisen. Sollte sich die Wirtschaftslage verschlechtern, haben die Länder bis zu einem Defizit von drei Prozent des Sozialproduktes einen weiten Spielraum. Das ist ein vernünftiges Konzept, sowohl für eine Währungsunion als auch für einen einzelnen Staat.

Wie wirken heute Steuererhöhungen beziehungsweise -senkungen auf die volkswirtschaftliche Nachfrage?

Das lässt sich nicht losgelöst von der wirtschaftlichen Lage beantworten. Anfang der achtziger Jahre beispielweise hat die Reduzierung des Haushaltsdefizits in der Bundesrepublik Deutschland nicht konjunkturendämpfend gewirkt. Im

Gegenteil: Die Maßnahmen haben das Vertrauen gestärkt. Bei ständig steigenden Defiziten neigen die privaten Haushalte dagegen zum Sparen, da sie sich sagen: Die Defizite von heute sind die Steuern von morgen. Aber noch einmal: Die Wirkung hängt ganz wesentlich von den konkreten Umständen und der Glaubwürdigkeit der staatlichen Politik ab.



Richartz-Taschenmesser
Erfinder: Gebr. Richartz
Deutschland, 1900

Alleskönner. Made in Germany. Durch Leistungsvielfalt aus einer Hand.

Ein Multifunktionswerkzeug bietet viele Lösungen in einem. So wie die Landesbank Baden-Württemberg. Wir verfügen über ein vielschichtiges, international vernetztes Leistungsspektrum und bieten Ihnen durch unsere Tochterunternehmen Dienstleistungen an, die

weit über die einer klassischen Bank hinausgehen. Von dem hohen Grad der Spezialisierung und der effizienten Bündelung von Kompetenz profitieren Sie jeden Tag. Weitere Informationen finden Sie unter www.LBBW.de

BW|Bank

Sachsen≡Bank

Rheinland-Pfalz≡Bank

SüdFactoring

LB≡BW Leasing
SüdLeasing MKB/MMV LHI

LB≡BW Immobilien

LB≡BW Asset Management

Banking - Made in Germany.

LB≡BW

Zeitschrift
für das gesamte
Kreditwesen



Verlag und Redaktion:

Verlag Fritz Knapp GmbH
Aschaffener Str. 19, 60599 Frankfurt,
Postfach 11 11 51, 60046 Frankfurt.

Telefon: (069) 97 08 33 - 0, Telefax: (069) 7 07 84 00
E-Mail: red.zfgk@kreditwesen.de
Internet: www.kreditwesen.de

Herausgeber: Klaus-Friedrich Otto

Chefredaktion: Dr. Berthold Morschhäuser,
Philipp Otto

Redaktion: Swantje Benkelberg, Lars Haugwitz,
Alexander Hofmann, Barbara Hummel, Frankfurt
am Main

Redaktionssekretariat und Layout: Anja Oehrl

Die mit Namen versehenen Beiträge geben nicht immer die Meinung der Redaktion wieder. Bei unverlangt eingesandten Manuskripten ist anzugeben, ob dieser oder ein ähnlicher Beitrag bereits einer anderen Zeitschrift angeboten worden ist. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen.

Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig.

Manuskripte: Mit der Annahme eines Manuskripts zur Veröffentlichung erwirbt der Verlag vom Autor das ausschließliche Verlagsrecht sowie das Recht zur Einspeicherung in eine Datenbank und zur weiteren Vervielfältigung zu gewerblichen Zwecken in jedem technisch möglichen Verfahren. Die vollständige Fassung der Redaktionsrichtlinien finden Sie unter www.kreditwesen.de.

Verlagsleitung: Uwe Cappel

Anzeigenleitung: Ralf Werner, Tel. (069) 97 08 33-43

Anzeigendisposition:
Anne Guckes, Tel. (069) 97 08 33-26,
sämtl. Frankfurt am Main, Aschaffener Str. 19.

Zurzeit ist die Anzeigenpreisliste Nr. 50 vom 1.1.2008 gültig.

Zitierweise: KREDITWESEN

Erscheinungsweise: am 1. und 15. jeden Monats.

Bezugsbedingungen: Abonnementspreise incl. MwSt. und Versandkosten: jährlich € 394,32, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 202,32, 1/4-jährlich € 103,38. Ausland: jährlich € 408,96. Preis des Einzelheftes € 17,90 (zuzügl. Versandkosten).

Bestandteil des Abonnements ist eine 4-mal jährlich erscheinende Ergänzungsausgabe (Supplement) „Technik – IT für Finanzdienstleister“.

Verbundabonnement mit der Zeitschrift »bank und markt«: € 618,48, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 322,44, 1/4-jährlich € 169,32. Ausland: jährlich € 634,80.

Studenten: 50% Ermäßigung (auf Grundpreis).

Der Bezugszeitraum gilt jeweils für ein Jahr. Er verlängert sich automatisch um ein weiteres Jahr, wenn nicht einen Monat vor Ablauf dieses Zeitraumes eine schriftliche Abbestellung vorliegt. Bestellungen direkt an den Verlag oder an den Buchhandel.

Bei Nichterscheinen ohne Verschulden des Verlags oder infolge höherer Gewalt entfallen alle Ansprüche.

Bankverbindung: Landesbank Hessen-Thüringen – Girozentrale – 10 555 001 (BLZ 500 500 00), Frankfurt am Main.

Druck: Druckerei Hassmüller Graphische Betriebe GmbH & Co. KG, Königsberger Str. 4, 60487 Frankfurt am Main.

ISSN 0341-4019



War die letzte Mehrwertsteuererhöhung inflationstreibend?

Die letzte Mehrwertsteuererhöhung hat wie ein starker exogener Preisschock gewirkt. Sie hat nicht nur in Deutschland die Preise nach oben getrieben, sondern auch im gesamten Euroraum aufgrund des großen wirtschaftlichen Gewichtes der Bundesrepublik spürbare Effekte erzeugt.

„Eine Notenbank sollte nicht noch zur Verstärkung der Unsicherheit beitragen.“

Entscheidend ist, dass sich aus der einmaligen Preiserhöhung nicht über Lohnerhöhungen, sogenannte Zweitrundeneffekte, ein Inflationsprozess entwickelt. Dies gilt auch für die durch die höheren Energiepreise ausgelösten Preissteigerungen. Gerade deshalb ist es so wichtig, dass die Notenbank die Inflationserwartungen auf Stabilitätsniveau verankert.

Wie lange kann sich die EZB politischen Forderungen, wie sie beispielsweise gelegentlich aus Frankreich kommen, noch widersetzen?

Eine Notenbank, die ihren Auftrag ernst nimmt, darf den Status der Unabhängigkeit nie in Frage stellen lassen. Im Wechselspiel mit der Politik ist es auch für diese am Ende wichtig, wenn sie sich auf eine solche Haltung der Notenbank einstellen kann. Das schließt Missverständnisse von vornherein aus. Allerdings bedarf es auf Seiten der Politik offensichtlich eines Lernprozesses.

Empfanden Sie die Unterstützung aus Brüssel für die EZB stets als gut?

Es gab keinen Grund, sich darüber zu beklagen.

Es erweckt den Eindruck, dass heute geldpolitische Entscheidungen früher und intensiver „vorbereitet“ werden, als zu Ihrer Zeit. Darf man Märkte nicht mehr überraschen?

In einer sich verändernden Welt muss sich auch die Kommunikationspolitik der No-

tenbank an neue Notwendigkeiten anpassen. Das ist ein steter Prozess. Die Kommunikation muss aber immer in sich konsistent und mit dem geldpolitischen Auftrag kompatibel bleiben. Eine große Veränderung zu den vergangenen Jahren sehe ich aber nicht.

In früheren Zeiten der Bundesbank gab es mitunter die Einstellung, die Märkte auch mal überraschen zu müssen. Diese Ansicht

habe ich nie geteilt.

Die Welt ist unsicher genug. Eine Notenbank sollte nicht noch zur Verstärkung der Unsicherheit beitragen.

Würde eine Notenbank die Märkte gezielt überraschen, wäre der damit verbundene Vertrauensverlust nur schwer wieder zu korrigieren.

Das heißt im Umkehrschluss aber nicht, dass die geldpolitischen Entscheidungen über einen langen Zeitraum im Voraus angekündigt werden. Dies ist nicht möglich.

Die Kommunikation muss die strategische Ausrichtung der Notenbank glaubhaft vermitteln. In der Verbindung mit Informationen über die aktuelle Lage können dann die Marktteilnehmer die geldpolitischen Entscheidungen im Prinzip recht gut antizipieren.

Wie eng ist eigentlich der Austausch von Notenbankern untereinander? Gibt es hierbei auch noch Überraschungen?

Die Kontakte sind sehr intensiv. Die führenden Notenbanken der Welt wissen über ihr Vorgehen recht gut Bescheid. Überraschungen sind also nahezu ausgeschlossen.

Wie lange dauert es, bis eine Geldpolitik als Erfolg gewertet werden kann?

Die Geldpolitik der EZB konnte man bereits nach einem Jahr, als der Start gelungen war, als Erfolg bezeichnen. Über einen längeren Zeitraum ist der Erfolg einer Notenbank am Grad der Preisstabilität zu messen und daran, wie gut die Inflationserwartungen auf dem Niveau verankert sind, das dem Stabilitätsziel der Notenbank entspricht.



Thomas J. Jordan

Von der Geldmengensteuerung zur Inflationsprognose: das geldpolitische Konzept der Schweizerischen Nationalbank

Nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems fixer Wechselkurse gehörte die Schweizerische Nationalbank (SNB), zusammen mit der Deutschen Bundesbank, zu den ersten Notenbanken, die eine Geldmengensteuerung mit dem Ziel der Erhaltung der Preisstabilität implementierten. Von 1975 bis 1977 legte die SNB jährliche Wachstumsziele für die Geldmenge M1 fest. Nach einer Unterbrechung in den Jahren 1978 und 1979, die auf Turbulenzen an den Devisenmärkten zurückzuführen war, orientierte sich die SNB zwischen 1980 und 1999 an Wachstumszielen für die Notenbankgeldmenge.

Elemente des neuen geldpolitischen Konzeptes

In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre traten in der Nachfrage nach Notenbankgeld vermehrt Instabilitäten auf: Zum einen schwand dadurch der Informationsgehalt der Geldmenge, zum anderen ergab sich ein vermehrter Erklärungsbedarf für die immer häufigeren und größeren Zielabweichungen. Die Instabilitäten stellten die Eignung der Notenbankgeldmenge als geldpolitisches Zwischenziel zunehmend in Frage. Nach gründlichen Analysen entschloss sich die SNB, von der Geldmengenstrategie abzukommen und an deren Stelle ein neues geldpolitisches Konzept zu entwickeln. Die SNB entschied sich dagegen, das Inflations-Targeting, welches andere Zentralbanken in dieser Zeit einführten, oder die Zwei-Säulen-Strategie der Europäischen Zentralbank (EZB) unbesehen zu übernehmen, sondern entwickelte einen eigenständigen Ansatz.

Die Anforderungen an das neue geldpolitische Konzept waren vielfältig. Erstens sollte das neue Konzept eine gewisse Kontinuität gewährleisten, um den in der Vergangenheit erworbenen hohen Grad an Reputation und Glaubwürdigkeit zu erhalten.

Prof. Dr. Thomas J. Jordan, Mitglied des Direktoriums, Schweizerische Nationalbank, Zürich

Zur Verminderung des Liquiditätsdrucks an einigen Refinanzierungsmärkten haben die Zentralbanken zuletzt zwar wiederholt ihre Aktivitäten koordiniert. In ihrer Geldpolitik vertrauen sie aber auf unterschiedliche Analyserahmen. In dem seit fast neun Jahren praktizierten geldpolitischen Konzept der Schweizerischen Nationalbank sieht der Autor seine Eigenständigkeit gewahrt und betont Unterschiede zum Inflations-Targeting oder der Zwei-Säulen-Strategie der EZB. So hat die SNB kein eigentliches Inflationsziel, hat selbst das Mandat und die Verantwortung für die Definition von Preisstabilität, versteht ihre Inflationsprognose lediglich als Hauptziel und reagiert nicht mechanisch auf Abweichungen der Inflationsprognose von der Preisstabilität. Gegenüber der Strategie der EZB verweist er auf den Verzicht auf die Aufteilung der Analyse der Inflationsrisiken in zwei formell getrennte Säulen und betont die Gewichtung je nach Situation. Bislang, so seine Zwischenbewertung, hat das Konzept Freiraum für die kurzfristige Stabilisierung der Konjunktur gelassen und zugleich Anpassungen und Innovationen im Instrumentarium und flexible Reaktionsmöglichkeiten auf externe Schocks erlaubt. (Red.)

Ein wichtiger Beitrag dazu war die Beibehaltung des Hauptziels der Geldpolitik, nämlich die Erhaltung der Preisstabilität. Als weiterer wichtiger Faktor zur Stärkung der Glaubwürdigkeit wurde die Regelbindung erkannt. Das neue Konzept sollte weiterhin auf klaren Regeln beruhen, um die Inflationserwartungen langfristig zu verankern. Trotzdem sollte es auch Freiraum lassen für die kurzfristige Stabilisierung der Konjunktur, da bei fest verankerten Inflationserwartungen durchaus die Möglichkeit besteht, einen Beitrag zur Konjunkturstabilisierung zu leisten ohne längerfristig das übergeordnete Ziel der Preisstabilität zu gefährden.

Ferner sollten im neuen Konzept die geldpolitischen Entscheidungen breiter abgestützt werden. Sämtliche relevanten Informationen über die zukünftige Konjunktur- und Preisentwicklung sollten berücksichtigt werden können, ohne dogmatisch gewisse Informationen zu bevorzugen oder auszuschließen. Nicht zuletzt sollten mit dem neuen Konzept auch eine Erhöhung der Transparenz und eine Verbesserung der Kommunikation einhergehen. Ein hoher Grad an Transparenz und gute Kommunikation erhöhen die Glaubwürdigkeit einer Notenbank und erleichtern die Umsetzung der Geldpolitik.

Das geldpolitische Konzept wurde im Verlauf des Jahres 1999 erarbeitet. Im Dezember 1999 wurde der geldpolitische Entscheid zum ersten Mal auf der Grundlage des neuen Konzepts getroffen. Dieses beruht im Wesentlichen auf den folgenden drei Elementen: einer expliziten Definition

der Preisstabilität als langfristiger Anker der Geldpolitik, einer Inflationsprognose als Hauptindikator für die Geldpolitik, und einem Zielband für den Dreimonats-Libor (London-Interbank-Offered-Rate) als operatives Ziel zur Umsetzung der Geldpolitik.

Explizite Definition der Preisstabilität

Um der Öffentlichkeit einen Anhaltspunkt über die mittel- und langfristige Ausrichtung der Geldpolitik zu geben, nahm die SNB im neuen Konzept eine explizite Definition der Preisstabilität vor: Preisstabilität ist gegeben, wenn der jährliche Anstieg des Konsumentenpreisindex unter zwei Prozent liegt. Ein anhaltend sinkendes Preisniveau hält die SNB ebenfalls nicht für kompatibel mit Preisstabilität. Die SNB verzichtete darauf, ein Punktziel für die Inflation vorzugeben (zum Beispiel ein Prozent), da sie jede positive Inflationsrate unterhalb von zwei Prozent grundsätzlich mit Preisstabilität vereinbaren kann und in diesem Bereich weder eine Feinsteuerung vornehmen will noch kann. Zudem wollte die SNB vermeiden, womöglich bei einer Revision der Berechnungsweise des Konsumentenpreisindex ihr Punktziel verändern zu müssen. Die SNB zog zudem als Referenzgröße den vollständigen Konsumentenpreisindex der Verwendung einer Kerninflationsrate vor, da die Verwendung einer Kerninflationsrate die Kommunikation unnötigerweise erschweren würde und dies der Glaubwürdigkeit abträglich wäre.

Inflationsprognose als Hauptindikator:

Die Rolle des Wegweisers für die Geldpolitik, welche zuvor die Geldmengenziele gespielt hatten, übernahm im neuen Konzept die vierteljährlich publizierte Inflationsprognose. Diese verdichtet die Informationen verschiedener ökonomischer Modelle mit Expertenwissen zu einer Konsensprognose mit einem Horizont von drei Jahren. Am kurzen Ende des Prognosehorizonts dominieren bei deren Erstellung Zeitreihenmodelle sowie Annahmen über die Entwicklung des Ölpreises und der Wechselkurse. Im mittleren Bereich bis zu einem Horizont von zirka zwei Jahren prägen Strukturmodelle die Inflationsprognose. Danach überwiegen monetäre Faktoren. Die Bedeutung und Gewichtung der verschiedenen Modelle für die Konsensprognose verändern sich im Zeitverlauf. Die SNB arbeitet kontinuierlich an der Verbesserung ihrer Prognosemodelle.

Die Inflationsprognose der SNB unterstellt einen über den Prognosehorizont unveränderten Dreimonatszins. Es handelt sich somit um eine bedingte Prognose, welche nicht mit Prognosen anderer Institute vergleichbar ist. Zeigt die Inflationsprognose beim vorgegebenen Zinsniveau eine dauerhafte Abweichung von der Preisstabilität an, so besteht geldpolitischer Handlungsbedarf. Die SNB reagiert jedoch nicht mechanisch auf solche Abweichungen, sondern berücksichtigt bei ihrer Reaktion das wirtschaftliche Umfeld und den Grund für die Abweichung.

Zielband für den Dreimonats-Libor: Zur Umsetzung ihrer Geldpolitik gibt die SNB als operatives Ziel ein Zielband für den Dreimonats-Libor in Franken vor. Dieses Zielband umfasst üblicherweise einen Prozentpunkt, wobei die SNB meist die Mitte des Zielbandes anstrebt. Diese Art der Umsetzung der Geldpolitik ist unüblich. Die meisten anderen Zentralbanken verwenden ein Punktziel für einen einheimischen Tagesgeldsatz. Die SNB entschied sich für den Libor als Referenzzinssatz, weil der Libor als Benchmark-Zinssatz im Frankengeldmarkt von großer wirtschaftlicher Bedeutung ist und die wichtigsten internationalen Banken bei dessen Fixierung mitwirken.

Die Verwendung eines Zielbandes für den Dreimonatszins erlaubt es der SNB, in ihren Offenmarktoperationen auf Wechselkurschocks oder Ungleichgewichte im Geldmarkt zu reagieren, ohne sogleich das operative Ziel anpassen zu müssen. Für ein Zinsband anstelle eines Punktzieles spricht zudem, dass der Dreimonatszins im Gegensatz zum Tagesgeldsatz von Zinserwartungen beeinflusst wird und somit nicht vollständig von der SNB kontrolliert werden kann. Gesteuert wird der Dreimonats-Libor durch tägliche Auktionen von Repo-Geschäften (gesicherte Geldmarktgeschäfte) mit einer Laufzeit von üblicherweise einer Woche. Veränderungen des Zielbandes für den Dreimonats-Libor werden im Normalfall anlässlich der vierteljährlichen Lagebeurteilung bekannt gegeben, können bei Bedarf jedoch auch außerhalb der offiziellen Termine vorgenommen werden.

Kommunikation und Transparenz: Ein wichtiges Anliegen bei der Einführung des neuen geldpolitischen Konzeptes war die Verbesserung der Kommunikation und der Transparenz. Die SNB verwendet große An-

strengungen darauf, ihr Konzept und ihre laufende Politik der Öffentlichkeit zu erläutern. Kommunikationsplattformen sind dabei insbesondere die vierteljährlichen Lagebeurteilungen, an welchen die SNB eine ausführliche Pressemitteilung mit dem aktuellen Zielband für den Dreimonats-Libor sowie die aktuelle Inflationsprognose veröffentlicht, das Quartalsheft sowie Äußerungen von Mitgliedern des Direktoriums.

Unterschiede zum Inflation-Targeting und zur Zweisäulenstrategie der EZB

Die SNB verzichtet bewusst darauf, ihre Strategie als Inflation-Targeting zu bezeichnen, obwohl gewisse Gemeinsamkeiten bestehen. Das geldpolitische Konzept der SNB unterscheidet sich vom reinen Inflation-Targeting in mehreren Punkten. Das Konzept der SNB kennt zwar eine Definition der Preisstabilität, jedoch kein eigentliches Inflationsziel. Mit dieser Unterscheidung will die SNB unterstreichen, dass ihr Stabilitätsziel für eine längere Zeit Gültigkeit haben soll.

Die Festlegung der Definition der Preisstabilität im Rahmen ihres gesetzlichen und verfassungsmäßigen Mandats liegt zudem in der Verantwortung der SNB. Dies ist ein wesentlicher Unterschied zu vielen anderen Ländern, in welchen das Inflationsziel regelmäßig neu im politischen Prozess festgelegt wird. In der Schweiz ist somit ausgeschlossen, dass die Behörden ein mit Preisstabilität nicht kompatibles Inflationsziel festlegen können. Dadurch sollen die langfristigen Inflationserwartungen stärker verankert werden.

Eigene Gewichtung der beiden Informationsquellen

Der Inflationsprognose kommt im Konzept der SNB ferner die Rolle eines Hauptindikators zu und nicht diejenige eines Zwischenziels. Das heißt, die SNB richtet ihre Geldpolitik zwar im Allgemeinen nach der Inflationsprognose aus, kann jedoch gegebenenfalls auch davon abweichen. Die SNB reagiert somit nicht mechanisch auf Abweichungen der Inflationsprognose von der Preisstabilität. Das Konzept legt zudem nicht fest, in welchem Zeitraum nach einem inflationären Schock die Preisstabilität wieder hergestellt werden soll. Ferner sieht das Konzept der SNB keine Feinsteuerung der Inflation vor.

Psst. Auf den Finanzmärkten hören wir das Gras wachsen.

Wer proaktiv die Märkte gestalten will, muss das Gras wachsen hören. Die Arbeit unserer Spezialisten beginnt deshalb mit einer sorgfältigen Analyse der Märkte und der Kundenbedürfnisse. Auf dieser Basis entwickeln wir als Zentralbank der Volksbanken und

Raiffeisenbanken im Rheinland und in Westfalen innovative Dienstleistungen und Kundenprodukte. Unsere Mitgliedsbanken behaupten sich dank dieses engen Zusammenspiels erfolgreich im Wettbewerb.

WGZ BANK und Volksbanken, Raiffeisenbanken – ein kompetenter FinanzVerbund für zufriedene Kunden.

initiativbanking@wgzbank.de
www.wgzbank.de

Gegenüber der Strategie der EZB unterscheidet sich das Konzept der SNB vor allem dadurch, dass es für die Einschätzung der Inflationsrisiken die Analyse nicht formell in zwei getrennte Säulen aufteilt. Die Resultate der realwirtschaftlichen und monetären Analyse werden je nach Situation gewichtet und in der Form der Inflationsprognose verdichtet, wobei üblicherweise am kürzeren Ende des Prognosehorizontes die realwirtschaftlichen und am längeren Ende die monetären Argumente überwiegen.

Die SNB nimmt somit selbst eine Gewichtung und Beurteilung dieser beiden sich möglicherweise zeitweilig widersprechenden Informationsquellen vor und überlässt dies nicht der Öffentlichkeit und den Märkten. Dadurch erhofft sie sich Vorteile in der Transparenz und Kommunikation. Dementsprechend kennt die SNB auch keinen Richtwert für die Wachstumsraten eines Geldaggregates. Dieser Unterschied zum Konzept der EZB besteht jedoch nur auf formaler Ebene; inhaltlich sind sich SNB und EZB einig, dass die Geld- und Kreditaggregate wichtige Bestandteile der Transmission der Geldpolitik darstellen und somit essenzielle Informationen über die langfristige Entwicklung der Preis- und Systemstabilität beinhalten.

Erfahrungen mit dem Konzept seit 1999

Die Geldpolitik seit der Einführung des neuen geldpolitischen Konzepts lässt sich in vier Phasen unterteilen: Nach einer Phase der Straffung – von Dezember 1999 bis Frühjahr 2001 – folgte eine Phase der geldpolitischen Expansion und der Tiefzinspolitik bis ins erste Halbjahr 2004 sowie anschließend eine erneute Phase der geldpolitischen Straffung bis zum Herbst 2007. Bei der vierten Phase handelt es sich um die Bewältigung der seit Sommer 2007 anhaltenden Finanzmarktkrise.

Eine über Erwarteten starke Konjunkturerholung und ein ansteigender Inflationsdruck setzten das Konzept gleich zu Beginn einer ersten Bewährungsprobe aus. Im Jahr 2000 hob die SNB den Mittelwert für das Zielband des Dreimonats-Libors in drei Schritten von 1,75 Prozent auf 3,5 Prozent an, wobei schon der erste Schritt am 3. Februar 2000 außerhalb der offiziellen Lagebeurteilung erfolgte, während die beiden folgenden Schritte anlässlich der offiziellen Lagebeurteilungen im Frühling und

im Sommer unternommen wurden. Die erste Bewährungsprobe wurde problemlos bestanden und bot der SNB zudem die Möglichkeit, die Märkte bereits kurz nach der Einführung des Konzeptes von ihrer Autonomie zu überzeugen, indem sie die Geldpolitik in der ersten Hälfte 2000 stärker straffte als die EZB.

Aufgrund des weltweiten Rückgangs der Aktienkurse, einer starken Abkühlung der Weltkonjunktur und eines rückläufigen Inflationsdrucks begann die SNB im März 2001 mit einer Serie von insgesamt sieben Zinssenkungen, welche erst im März 2003 bei einem angestrebten Dreimonats-Libor von 0,25 Prozent ihr Ende nehmen sollte. Vier der sieben Zinssenkungen wurden außerhalb der ordentlichen Lagebeurteilungen vorgenommen. Das Konzept bewährte sich auch in dieser zweiten, bedeutend schwierigeren Bewährungsprobe gut. Es erlaubte der SNB, flexibel und schnell auf realwirtschaftliche Entwicklungen und Aufwertungstendenzen des Frankens zu reagieren, ohne dadurch die Preisstabilität zu gefährden.

Die anschließende Phase einer geldpolitischen Straffung begann im Juni 2004, als eine Serie von insgesamt zehn Zinsschritten zu je 25 Basispunkten folgte, welche bis zum September 2007 andauerte. Alle zehn Zinsschritte wurden im Rahmen der regulären Lagebeurteilungen vorgenommen.

Anpassungen und Innovationen im geldpolitischen Instrumentarium

Die vierte Phase dauert seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise im Sommer 2007 an. Sie unterscheidet sich von den vorangehenden Phasen insofern, als dass sie sich (zumindest bis dato) nicht durch Veränderungen des Leitzinssatzes auszeichnet, sondern durch Anpassungen und Innovationen im geldpolitischen Instrumentarium.

Die Verwendung eines Marktsatzes für ungesicherte Geldmarktgeschäfte mit einer Laufzeit von drei Monaten als operatives Ziel erlaubte es der SNB, den krisenbedingten Anstieg der Risikoprämien am Geldmarkt teilweise zu kompensieren und den Dreimonats-Libor zu stabilisieren, indem sie im Verlauf der Finanzmarktkrise die Sätze für ihre Repo-Geschäfte mit einwöchiger Laufzeit variierte und zeitweilig deutlich absenkte.

Neben der Senkung der Repo-Sätze reagierte die SNB auch mittels weiterer Maßnahmen auf die Finanzmarktkrise: Sie erhöhte die Frequenz von liquiditätsabschöpfenden und liquiditätszuführenden Eintages-Operationen, um den kurzfristigen Geldmarkt zu stabilisieren, und führte erstmals auch Repo-Geschäfte mit Laufzeiten bis zu drei Monaten durch. Zudem führt sie seit Dezember 2007 regelmäßig Dollar-Auktionen durch, bei denen die Gegenparteien der SNB im Austausch gegen SNB-repofähige Effekten Dollar-Liquidität erhalten können. Im Gegensatz zu einigen anderen Notenbanken musste die SNB bisher weder Zugeständnisse bezüglich der Qualität der akzeptierten Sicherheiten machen noch Collateral-Swap-Fazilitäten einführen, mittels welcher die Banken illiquide Wertschriften gegen liquide Staatspapiere eintauschen können.

Zweitrundeneffekte in Grenzen halten

Die Finanzmarktkrise bewies, dass das geldpolitische Konzept der SNB auch in seiner Implementierung sehr robust und flexibel ist. Sie hat gelehrt, dass eine Notenbank dem Markt schnell und flexibel große Mengen an Liquidität zuführen und entziehen sowie Geschäfte mit einem breiten Kreis von Gegenparteien, gegen eine breite Basis an Kollateral und über einen breiten Bereich an Fristigkeiten durchführen können muss. Das geldpolitische Instrumentarium der SNB war all diesen Anforderungen gewachsen. Die Finanzmarktkrise hat ferner gezeigt, dass der Repo-Markt in Schweizer Franken, welcher 1998 auf die Initiative der SNB hin entstand, gerade in schwierigen Zeiten sehr hilfreich für die Liquiditätsversorgung des Bankensystems ist.

Insgesamt lässt sich feststellen, dass sich das geldpolitische Konzept der SNB in den nun annähernd zehn Jahren seit seiner Einführung gut bewährt hat. Das Konzept erlaubte es der SNB, flexibel auf eine Serie negativer Schocks zu reagieren. Insbesondere gestattete das Konzept, den zur Verfügung stehenden Spielraum für die Unterstützung der Konjunktur zu nutzen, ohne mittelfristig die Preisstabilität zu gefährden. Zwischen 2000 und 2008 betrug die durchschnittliche Inflation nur gerade 1,0 Prozent. Bis Ende 2007 wurde in keinem einzigen Monat die Marke von zwei Prozent überschritten. Im Dezember 2007 durchbrach die Inflationsrate die Marke

Gemeinsam mehr Erfolg.

von zwei Prozent hauptsächlich aufgrund der stark gestiegenen Erdölpreise, auf welche die Geldpolitik der SNB jedoch keinen Einfluss hat. Dank der starken Verankerung der Inflationserwartungen ist die SNB aber zuversichtlich, dass sich die Zweitrundeneffekte in Grenzen halten werden und die Inflationsrate aufgrund der sich abschwächenden Konjunktur und der rückläufigen Energiepreise schon bald wieder unter die Marke von 2,0 Prozent fallen dürfte.

Geldpolitik darf sich nie auf ihren Erfolgen ausruhen, sondern muss stets wachsam bleiben. Paradoxerweise – wie die aktuelle Finanzmarktkrise deutlich gezeigt hat – kann gerade langandauernde Preisstabilität zum Aufbau von Ungleichgewichten führen. Auch das aktuelle geldpolitische Konzept kann geldpolitische Fehler in Zukunft nicht ausschließen und gibt somit keine absolute Garantie für den weiteren Erfolg. Das Konzept stellt jedoch einen geeigneten Rahmen für die geldpolitische Entscheidungsfindung dar, welcher bedeutend flexibler und breiter abgestützt ist als derjenige des früheren Geldmengenkonzeptes. Die SNB ist somit zuversichtlich, dass sie mit ihrem Konzept gut gerüstet ist, den zukünftigen Herausforderungen bezüglich der Preis-, Konjunktur- und Systemstabilität erfolgreich zu begegnen.

Der Autor dankt Caesar Lack für wertvolle Hinweise und Bemerkungen.

Literatur zum geldpolitischen Konzept der SNB

Baltensperger, Ernst, Philipp M. Hildebrand und Thomas J. Jordan (2007). The Swiss National Bank's monetary policy concept – an example of a "principles-based" policy framework, Swiss National Bank Economic Studies 3-2007.

Jordan, Thomas J. (2007). Wie hat sich das geldpolitische Konzept der SNB bewährt? Referat gehalten an der Universität Bern.

Jordan, Thomas J. und Michel Peytrignet (2007). Der Weg zur Zinssteuerung und zur Inflationsprognose, in: Die Schweizerische Nationalbank 1907–2007, 273 bis 291, Verlag Neue Zürcher Zeitung.

Meyer, Hans (2000). Zur Geldpolitik im neuen Jahr, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank 1/2000.

Peytrignet, Michel (2007). Die Geldmenge als monetäres Zwischenziel, in: Die Schweizerische Nationalbank 1907–2007, 254 bis 273, Verlag Neue Zürcher Zeitung.

Rich, Georg (2000). Monetary Policy Without Central Bank Money: A Swiss Perspective. International Finance, Vol. 3(3): 439 bis 469.

Roth, Jean-Pierre (2007). Stratégie de politique monétaire: expériences récentes en Suisse. Referat gehalten an der Universität Freiburg, Schweiz.

SNB (1999). Geldpolitische Beschlüsse der Schweizerischen Nationalbank für das Jahr 2000, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank 4/1999. ■■■■■

Der Deutsche Genossenschafts-Verlag eG (DG VERLAG) ist als Medien-, Handels- und Systemhaus Partner und Dienstleister der Volksbanken und Raiffeisenbanken, der Waren- und Dienstleistungsgenossenschaften sowie der Unternehmen im genossenschaftlichen Verbund.

Ihr Partner für innovative
Lösungen und Services

Als Karten-Kompetenz-Center des FinanzVerbundes stellen wir Volksbanken und Raiffeisenbanken mit den Produkten der genossenschaftlichen Kartenfamilie aus.



Mit ansprechenden Marketing- und Kundenbindungsprogrammen sowie Werbemitteln unterstützen wir die genossenschaftliche Bankengruppe bei ihrer Kundenansprache vor Ort.



Leistungsfähiger Dienstleister sind wir auch in den Bereichen Büroausstattung und Organisationsmittel. Ein Erfolgsbeispiel: das innovative Konzept GenoMax® – Filiale der Zukunft.



Unsere Service-Lösungen wie „WebPrint“, „PageManagement®“, „Geno-InfoMonitor“ und „Geno-Logistik®“ werden von zahlreichen Volksbanken und Raiffeisenbanken erfolgreich zur Optimierung von Prozessen genutzt.



Geno
InfoMonitor
Digital informieren und werben

DG VERLAG

www.dgverlag.de
www.genobuy.de

Partner im genossenschaftlichen Verbund



Die Geldpolitik von EZB und Fed in Zeiten von Finanzmarkturbulenzen – eine aktuelle Bewertung

Im Lauf der letzten zehn Jahre schien Geldpolitik eine ziemlich langweilige Sache geworden zu sein: Weltweit kam es zu einem bemerkenswerten Rückgang der Inflationsraten, ganz unabhängig davon, welche konkrete geldpolitische Strategie die einzelnen Zentralbanken jeweils verfolgten. Preisstabilität ließ sich offensichtlich mühelos erreichen, ganz egal ob – wie von der Fed mit ihrem dualen Mandat – diskretionärer Handlungsspielraum explizit zur Stabilisierung realer Wirtschaftsschwankungen genutzt wurde oder ob, wie von der EZB, eine Zwei-Säulen-Strategie eingeschlagen wurde.

Schlagartiger Wandel

Seit August 2007 hat sich das beschauliche Leben der Zentralbanker jedoch schlagartig gewandelt: Finanzmarkturbulenzen stellten die Geldpolitiker vor ungeahnte Herausforderungen: Auf Teilmärkten trocknete die Liquidität plötzlich vollkommen aus. Die Spreads zwischen Zinssätzen, die zuvor eng miteinander korreliert waren, stiegen dramatisch an.

Anfänglich verfolgten die Zentralbanken recht unterschiedliche Ansätze zur Krisenbewältigung: die EZB stellte zwar von Anfang an im Rahmen ihrer Standardoperationen kurzfristig massiv zusätzliche Liquidität bereit (Anfang August fast 100 Milliarden Euro, zum Jahresende 2007 dann in einem Tender sogar 350 Milliarden Euro). Sie hielt aber den Mindestrefinanzierungssatz bei vier Prozent und erhöhte ihn zur Jahresmitte 2008 sogar auf 4,25 Prozent, um angesichts stark gestiegener Inflationsraten ihre Entschlossenheit zur Sicherung der Preisstabilität unter Beweis zu stellen. Die Fed dagegen senkte aggressiv die Zinsen von 5,25 Prozent bis auf zwei Prozent Ende April 2008. Weil die Turbulenzen trotzdem anhielten, sah sie sich

veranlasst, weitere Liquiditätsoperationen durchzuführen. Ihr traditionelles Instrumentarium erwies sich dafür als unzureichend. Sie richtete deshalb eine Vielzahl neuer spezieller Fazilitäten ein mit immer exotischeren Namen wie TAF, TSLF und PDCF.

Bei vielen Beobachtern erweckte dies den Eindruck, die Fed betreibe eine stark diskretionäre Krisenpolitik. Getrieben vom Druck der Wall-Street-Banken, versuche sie alles, um den Zusammenbruch großer Finanzinstitute zu verhindern und sei dafür bereit, selbst das Ziel der Preisstabilität zu opfern. Manche werfen ihr sogar vor, sie habe in einer Art Panikreaktion drastische Zinssenkungen vorgenommen, nur um einen massiven Einbruch am Aktienmarkt in letzter Minute zu verhindern. Während das Image der Fed als souveräner Krisenmana-

ger beschädigt erscheint, hat sich die EZB dagegen großen Respekt verschafft.

Wie im Folgenden gezeigt wird, unterscheiden sich die Krisenstrategien aber keineswegs so dramatisch. Die Fed näherte sich mit ihren Liquiditätsoperationen vielmehr faktisch eher den Operationen der EZB an, weil sich ihr eigenes Instrumentarium als veraltet erwies. Der entscheidende Unterschied besteht vielmehr in der Geldpolitik vor der Krise. Geleitet vom Vertrauen in das heilsame Wirken unregulierter Finanzmärkte, hat die Politik der Fed mit dazu beigetragen, Bedingungen für das Entstehen von Finanzmarkturbulenzen zu schaffen.

Liquiditäts- oder Kreditkrise?

Ungefähr seit Mitte 2002 schien in den USA eine Periode unerschöpflicher Liquidität anzubrechen: Clever konstruierte Instrumente ermöglichten eine starke Ausweitung der Kreditvergabe mit Hilfe hochkomplexer neuer Finanzierungsformen. Zum großen Teil wurden diese neuen Instrumente von Finanzintermediären außerhalb des traditionellen, regulierten Bankensektors geschaffen. Viele dieser Konstruktionen (wie etwa der Markt für Auction Rate Securities) basierten allerdings darauf, dass am Markt jederzeit genügend Liquidität verfügbar ist, um die Weiterfinanzierung sicherzustellen. Viele Beobachter – auch der amerikanischen Zentralbank – sahen in diesen Innovationen den Trend zu immer effizienteren Finanzmärkten verwirklicht. Warnungen, dass diese Form von Liquidität sehr fragiler Natur ist und ganz plötzlich austrocknen kann (vergleiche Brunnermeier 2008), wurden ignoriert.

Die Periode hoher Liquidität wurde zudem durch eine Politik ungewöhnlich niedriger

Prof. Dr. Gerhard Illing, und Dr. Sebastian Watzka, beide Seminar für Makroökonomie, Ludwig-Maximilians-Universität, München

So dramatisch wie es in der Wahrnehmung der Öffentlichkeit scheinen mag, unterscheiden sich aus Sicht der Autoren die geldpolitischen Krisenstrategien von EZB und Fed überhaupt nicht. Die Fed, so ihre Bewertung des jeweiligen Krisenmanagements, näherte sich mit ihren Liquiditätsoperationen vielmehr faktisch eher den Operationen der EZB an, weil sich ihr eigenes Instrumentarium als veraltet erwies. Anhand der empirischen Auswertung der Auswirkungen der Zentralbankaktionen auf die relevanten Risikoprämien im Geldmarkt, stufen sie die aktuelle Lage keineswegs nur als eine Liquiditäts-, sondern eindeutig als eine Kreditkrise ein. Daher erwarten sie ein längeres Anhalten der Turbulenzen, von deren Auswirkungen auf die Realwirtschaft sich auch der Euroraum nicht wird abkoppeln können. (Red.)

Zinsen gestützt: Schätzungen von John Taylor (2007) zufolge lagen die Zinsen der Fed zwischen 2002 und 2006 weit unter dem Niveau, das gemäß der Taylor-Regel als angemessen erscheint (vergleiche auch Illing 2005). Ermuntert von niedrigen Zinsen und in Erwartung stetig weiter ansteigender Häuserpreise waren viele Käufer bereit, sich kräftig am amerikanischen Immobilienmarkt zu verschulden. Dank innovativer Verbriefungstechniken entstand dort sogar ein völlig neuer Sektor – der Subprime-Markt. Er erlaubte es selbst solchen Bevölkerungsgruppen, den Traum vom eigenen Heim zu verwirklichen, die früher niemals als kreditwürdig eingestuft worden wären. Die Verbriefung ermöglichte es den Kreditgebern wiederum, die damit verbundenen Risiken immer breiter zu streuen, sie weltweit zu diversifizieren. Für viele Immobilienfinanzierer war die Versuchung verlockend, immer mehr Kredite zu vergeben, um dabei an den Provisionen zu verdienen, ohne die Risiken ernsthaft prüfen zu müssen.

Mit dem einsetzenden Rückgang der Häuserpreise kam es dann jedoch ab Februar 2007 in den USA allmählich zum Einbruch des Subprime-Marktes für Immobilien. Je stärker die Preise der verbrieften Wertpapiere verfielen, desto höher stieg der potenzielle Abschreibungsbedarf bei den Käufern dieser Papiere. Als Anfang August dann offenkundig wurde, mit welchen Problemen halbstaatliche deutsche und französische Staatsbanken zu kämpfen hatten, die erheblich in solchen Anleihen investiert hatten, drohte der gesamte Markt für Liquidität zwischen den Banken zusammenzubrechen.

Vertrauenskrise zwischen den Banken

Liquidität, vorher scheinbar in Überfluss vorhanden, trocknete nun ganz plötzlich völlig aus. Selbst die Banken, die direkt über Zentralbankliquidität verfügten, waren nicht mehr bereit, sie an andere Finanzinstitute weiterzugeben, weil sie die Bonität der als Sicherheiten hinterlegten Wertpapiere sowie die Risiken ihrer Geschäftspartner nicht zuverlässig einschätzen konnten. Der Markt für verbrieft Anleihen erwies sich als Musterbeispiel für Intransparenz. So waren die Risiken zwar breit gestreut; es blieb aber gerade deshalb völlig unklar, in welchem Umfang einzelne Finanzinstitute von den Risiken betroffen

waren. Getrieben von gegenseitigem Misstrauen, weigerten sich viele Banken, die von den Zentralbanken bereitgestellte Liquidität an Konkurrenten auszuleihen.

Die Vertrauenskrise zwischen den Banken schlug sich unmittelbar nieder in einem ungewöhnlich starken Anstieg des Spreads für ungesichertes Ein- beziehungsweise Drei-Monatsgeld im Handel zwischen Banken, gemessen an der Differenz zwischen dem London Inter-Bank-Offered-Rate (Libor) für solche Kredite und dem für den gleichen Zeitpunkt erwarteten Zentralbankzins, berechnet anhand von Overnight Index Swaps (OIS). Gleichzeitig führte die Flucht in Qualität zu einem Rückgang der Zinsen auf kurzfristige Staatspapiere: Die

Verzinsung von US-Treasuries mit ein- oder dreimonatiger Laufzeit fiel zeitweise stark unter den OIS für Fed-Funds.

Das Krisenmanagement von Fed und EZB

Die temporäre Zufuhr von Liquidität durch die Zentralbanken als Lender of Last Resort (die Bereitstellung zusätzlicher Geldbasis für die Banken) kann verhindern, dass eigentlich solvente Banken in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Diesem Rat von Bagehot folgend, stellten sowohl die Fed wie auch die Europäische Zentralbank seit August 2007 massiv zusätzliche Liquidität bereit, um den Geldmarkt wieder zu normalisieren.

Abbildung 1: Aktivseite der Fed-Bilanz

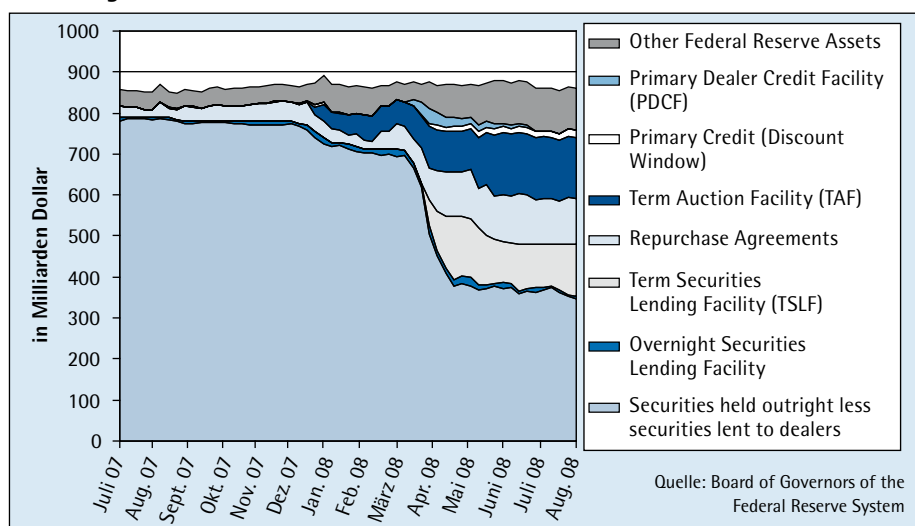


Abbildung 2: EZB-Liquiditätsmanagement

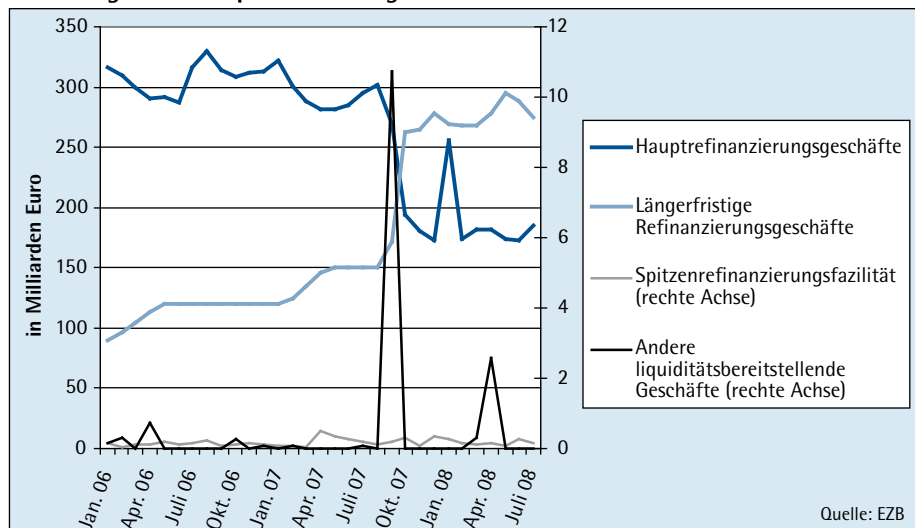


Abbildung 3: Dollar-Libor-OIS-Spread und Fed-Zinssenkungen

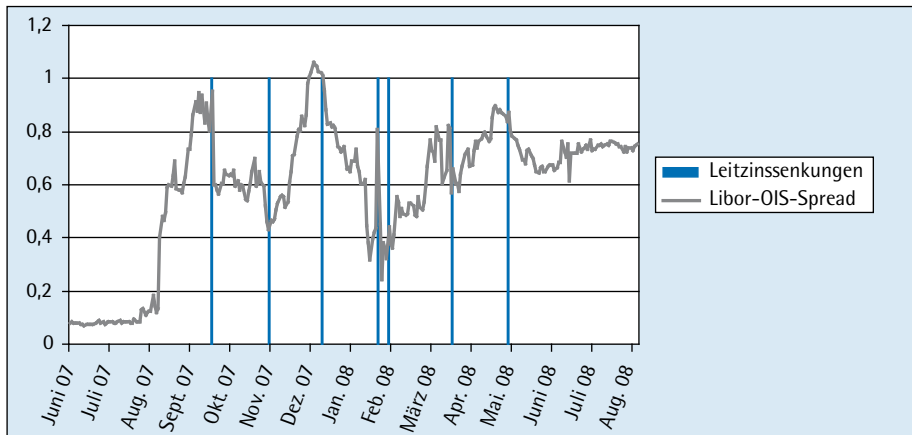
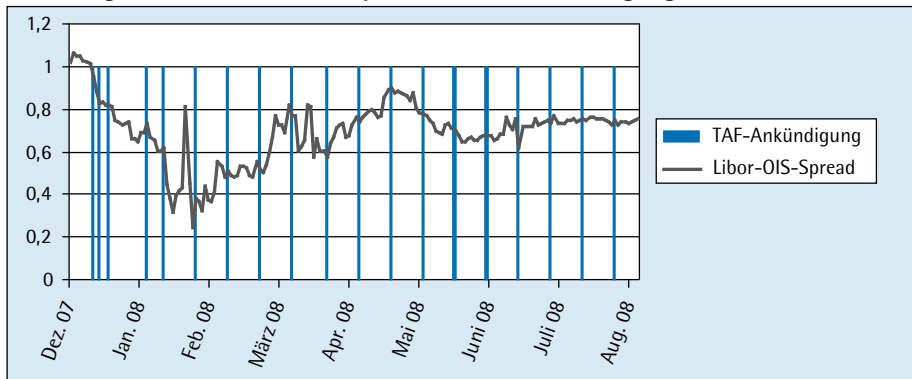


Abbildung 4: Dollar-Libor-OIS-Spread und TAF-Ankündigungen



Quellen: Datastream und Federal Reserve

Liquidität ist freilich ein sehr schwammiges Konzept. Die Zentralbanken drehten keineswegs den Geldhahn auf. Sie ermöglichten den Geschäftsbanken zwar großzügigere längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte; im Gegenzug nahmen sie die zusätzliche Liquidität aber wieder aus dem Markt, indem sie im gleichen Umfang die kurzfristigen Refinanzierungsmöglichkeiten zurückfuhren: sie „sterilisierten“ so die Zufuhr an längerfristigen Mitteln. Netto stand den Geschäftsbanken damit kaum mehr Liquidität zur Verfügung. Die Geldbasis, die Menge an Zentralbankgeld, die in der Zentralbankbilanz ausgewiesen ist, hat sich nur unwesentlich erhöht. Obwohl die Fed zusätzlich zu den Sterilisierungsoperationen seit September 2007 bis April 2008 auch kräftig die Zinsen von 5,25 Prozent auf zwei Prozent gesenkt hat, blieb die Menge an Zentralbankgeld (die Geldbasis) selbst in den USA seit Juni letzten Jahres fast unverändert: Sie ist von 820 Milliarden US-Dollar im Juni 2007 nur auf 833 Milliarden US-Dollar Ende Juni dieses Jahres angestiegen.

Was sich geändert hat, sind vor allem zwei Aspekte: Zum einen ermöglicht die Fed über neue Instrumente – etwa die neuen Term Auction Facilities (TAF) – einem größeren Kreis von Geschäftsbanken, sich Liquidität zu verschaffen; die Laufzeit der Liquiditätszufuhr wurde zudem von bislang maximal zwei Wochen auf 28 bis zu 90 Tagen erhöht. Zum Zweiten hat sich die Struktur von der Fed in ihrem Portfolio gehaltenen Vermögenswerte dramatisch verändert: Während die Fed bislang fast ausschließlich Wertpapiere des amerikanischen Staates gehalten hat, wurden nun in großem Umfang US-Treasuries gegen andere Wertpapiere (insbesondere Immobilienanleihen) getauscht. Im Grunde hat die amerikanische Notenbank mit diesem neuen Instrument letztlich das erfolgreiche Auktionsverfahren der EZB kopiert.

Einwirkung auf die Risikoprämien

Abbildung 1 verdeutlicht die Auswirkungen der neuen Fed-Fazilitäten auf die Aktivseite der Fed-Bilanz. Mit der TAF

können die Geschäftsbanken nicht nur US-Staatsanleihen als Kollateral bei der Fed hinterlegen, sondern auch Asset- und insbesondere Mortgage Backed Securities (MBS), die wiederum nicht unbedingt von einem der halbstaatlichen Institute wie Fannie Mae oder Freddie Mac abgesichert sein müssen. Der Rückgang des Anteils von US-Staatsanleihen am Fed-Bestand ist enorm. Die Fed tauscht also sehr liquide US-Staatsanleihen aus ihrem Portfolio gegen illiquide private MBS und versucht damit, auf die Risikoprämien im Markt für diese MBS einzuwirken. Die Geldbasis bleibt bei dieser sterilisierten Intervention unverändert. Zeitgleich mit der Bear-Stearns-Krise von März 2008 hat die Fed eine weitere Fazilität eingeführt: die sogenannte Primary Dealer Credit Facility (PDCF), die auch den Investmentbanken direkten Zugang zu Zentralbankliquidität verschafft.

Auch die EZB stellte ihre Liquiditätsversorgung immer stärker auf längerfristige Refinanzierungsgeschäfte um. Dies macht die Abbildung 2 deutlich: Zu sehen ist neben der Zunahme der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, mit gleichzeitiger Abnahme der zugeteilten Mengen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, dass die EZB besonders zu Beginn der Liquiditätskrise mit Feinsteuergeschäften aktiv in den Geldmarkt eingriff, um die Zinsen nahe am Leitzins zu halten.

Zentralbanken als Retter vor einem Zusammenbruch der Anleihemärkte?

Im Unterschied zur Fed konnte die EZB für ihr Krisenmanagement freilich die innerhalb des etablierten Rahmens gegebenen Möglichkeiten nutzen. Auch bei den kurzfristigen Hauptrefinanzierungsgeschäften erhöhte sie die effektive Fristigkeit durch „Frontloading“: Es wurde jeweils am Anfang einer Mindestreserveperiode verstärkt Liquidität bereitgestellt. Am Ende wurde die Zuteilung dann aber wieder eingeschränkt. Um die Spannungen am Geldmarkt vor Jahresende 2007 zu verringern, stellte die EZB Mitte Dezember in einem Tender sogar 168 Milliarden Euro über den geschätzten Bedarf hinaus zur Verfügung. Durch Feinsteueringoperationen wurde die überschüssige Liquidität in den Folgetagen dann wieder abgeschöpft.

Die Stützungsmaßnahmen waren darauf gerichtet, Illiquidität, nicht aber die Insol-

Seit 60 Jahren ein
echtes Wertpapier:
Zeitschrift für das
gesamte Kreditwesen.

Herzlichen Glückwunsch
zum Geburtstag!

venz von Finanzinstitutionen zu verhindern. Bei modernen Anleihemärkten kann sich freilich auch die Illiquidität von Anleihemärkten in der Insolvenz von Finanzintermediären niederschlagen. Sieht sich ein Finanzinstitut gezwungen, bestimmte Anleihen (etwa Subprime-Anleihen) zu liquidieren, besteht die akute Gefahr von Panikverkäufen (Fire Sales), die einen massiven Preisverfall auslösen können.

Kernproblem ist das Über- (oder besser: Unter-)schießen der Preise: Im Fall drohender Illiquidität könnte der Preis der Papiere weit unter den Wert sinken, der als Fundamentalwert gerechtfertigt erscheint. Ein solcher Preisverfall könnte Ansteckungseffekte mit erheblichen systemischen Risiken auslösen, falls er auch die Eigenkapitalbasis bislang solventer Institute gefährdet und sie so zwingt, selbst wiederum einen Teil ihrer Papiere zu verkaufen. Damit beschleunigt sich der Verfall weiter. Dieser Effekt wird durch eine marktnahe Bewertung der Anleihen im Portfolio enorm verstärkt. (Adrian and Shin, 2008).

In einem traditionellen Bankensystem genügt es, dass die Zentralbank als Lender of Last Resort kurzfristig genügend zusätzliche Liquidität in den Interbankenmarkt zuschießt, um zu verhindern, dass sich eine tödliche Abwärtsspirale in Gang setzt, die weitere Finanzinstitutionen mit in den Abgrund reißt. Kommt aber der Preisfindungsprozess auf Anleihemärkten in einer Liquiditätskrise zum Erliegen, würde dies allein nicht ausreichen. In solchen Situationen

besteht die Gefahr multipler Gleichgewichte mit sich selbst erfüllenden Erwartungen. Wenn alle in Panik ihre Wertpapiere verkaufen, droht das gesamte Finanzsystem zusammenzubrechen. Gelingt es dagegen, die Märkte zu beruhigen, könnte sich ein gutes Gleichgewicht mit hohen Wertpapierkursen einstellen.

Einführung spezieller Liquiditätsfazilitäten

Wilem Buiter (2008) plädiert deshalb dafür, Zentralbanken sollten sich auf modernen Finanzmärkten auch als „Market Maker of Last Resort“ betätigen. Die Zentralbank sollte bereit sein, illiquide Anlagen zu einem von ihr selbst bestimmten Preis zu akzeptieren. Der Aufkauf verbrieft Immobilienkredite könnte ein cleverer Schachzug sein, um diesen Markt wieder in Gang zu bringen und die Marktpreise zum guten Gleichgewicht zu lenken. Wenn alles gut geht, könnte die Zentralbank dabei sogar Gewinne erzielen, weil die Papiere ja zu niedrigen Kursen aufgekauft werden. Andererseits besteht das Risiko, dass sich die Papiere tatsächlich als wertloser „Giftmüll“ erweisen. Um potenzielle Verluste zu minimieren, müsse die Zentralbank einen hinreichend starken Abschlag auf den von ihr geschätzten Marktpreis verlangen.

Mit der Einführung der speziellen Liquiditätsfazilitäten ist die Fed Anfang 2008 faktisch dem Rat Buiters gefolgt. Eine solche Politik kann sicher dazu beitragen, kurzfristig Finanzmarkturbulenzen zu beruhigen,

sie birgt aber ein gravierendes Moral-Hazard-Problem: Im Wissen darum, dass die Zentralbank bereit steht, im Krisenfall als Käufer einzuspringen, werden unregulierte Finanzintermediäre dazu ermuntert, verstärkt in Anlagen mit systemischem Risiko zu investieren; damit aber steigt die Wahrscheinlichkeit von systemischen Liquiditätskrisen.

Diese Anreize sind eine Folge der asymmetrischen Auszahlungsstruktur bei beschränkter Haftung. Wie Cao/Illing (2008) zeigen, wäre eine Regulierung von Finanzintermediären ex ante (die Verpflichtung, hinreichend viel Liquidität zu halten) notwendig, um diese asymmetrischen Anreize zu korrigieren. Es könnte fatale Folgen haben, die Aktivitäten unregulierter Finanzintermediäre mit Stützungs-Interventionen der Zentralbank zu belohnen. Es wird sich zeigen, ob es gelingt, in Zukunft eine entsprechende Regulierung der Liquiditätshaltung auch außerhalb des traditionellen Bankensektors durchzusetzen.

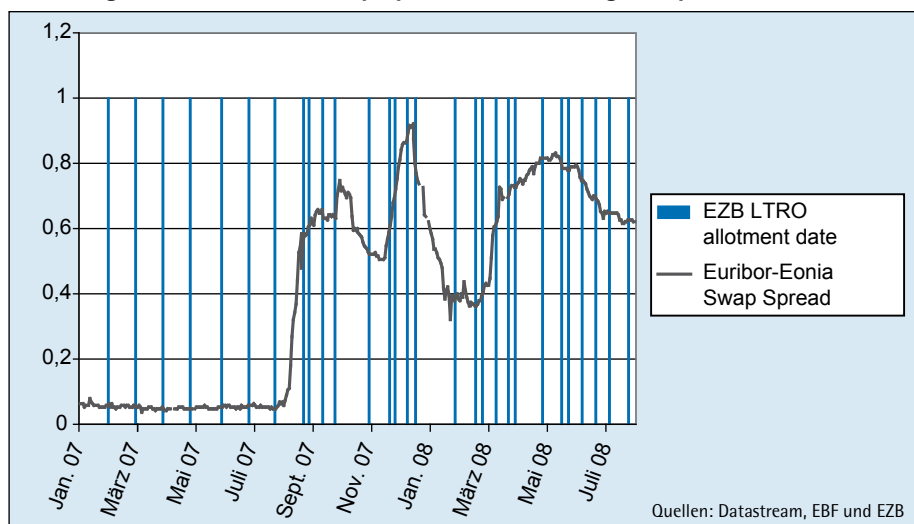
Zwar kauft die Europäische Zentralbank nicht direkt Wertpapiere, seit ihrer Gründung akzeptiert sie aber bereits ein breites Spektrum von Wertpapieren als Sicherheiten im Rahmen ihrer Offenmarktgeschäfte; die Qualitätsanforderungen sind vergleichsweise niedrig. (Als Bonitätsschwellenwert für notenbankfähige Sicherheiten hat das Eurosystem ein Rating von Single A festgelegt. Dies wiederum entspricht einem Rating von mindestens „A-“ gemäß Fitch und Standard & Poor's, „A3“ von Moody's beziehungsweise „AL“ von DBRS.)

Moral-Hazard-Problem

Nicht unbedingt aufgrund expliziten Designs, sondern wohl eher dank glücklicher Umstände war die EZB institutionell deshalb bestens für die Finanzmarktkrise gerüstet. Aufgrund historisch begründeter Skepsis gegenüber dem Einsatz von Staatspapieren für Offenmarktgeschäfte hat sie schon immer einen hohen Anteil privater Anleihen als Sicherheit gegen einen entsprechenden Abschlag akzeptiert. Sie hat dabei einfach frühere Verfahren der Mitgliedstaaten übernommen.

Allerdings hat sich der Anteil von Mortgage Backed Securities (hypothekensicheren Wertpapieren von potenziell niedriger Qualität) im Lauf der letzten Jahre stetig erhöht. Wird der Abschlag dieser

Abbildung 5: Euribor-Eonia Swap Spread und EZB-Langfristoperationen



Papiere nicht an das gestiegene Risiko angepasst, bestehen starke Anreize für Banken, Wertpapiere niedriger Bonität genau so zu konstruieren, dass sie gerade noch die Qualitätsanforderungen der EZB erfüllen. Genau das scheint mit Anleihen aus Hypothekenkrediten am spanischen Immobilienmarkt der Fall zu sein. Die Gefahr, dass die EZB aus diesen Anlagen einen Wertverlust erleidet, dürfte wohl eher gering sein (selbst wenn sie wertlos würden, fällt der Verlust zunächst erst einmal bei der Bank an, die diese Anleihen der EZB übertragen hat). Die größere Gefahr liegt vielmehr im eben beschriebenen Moral-Hazard-Problem: So werden Anreize geschaffen, im Vertrauen auf die Unterstützung durch die Zentralbank eine exzessive Vergabe von Immobilienkrediten fortzusetzen.

Eine vorläufige Bewertung der Fed und EZB

Wie erfolgreich die gewählten Krisenstrategien sind, lässt sich heute noch nicht abschließend beurteilen. Dennoch wird hier schon eine vorläufige Bewertung der bisherigen Zentralbankaktionen gewagt. Betrachten werden dazu die Auswirkungen auf ausgewählte Zinsspreads, auf die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer sowie auf die langfristigen Marktzinsen.

Kredit- oder Liquiditätskrise? – eine Analyse der Zinsspreads: Zinsspreads beinhalten gewisse Risikoprämien, auf die die Zentralbank Einfluss nehmen kann, um damit indirekt die Realwirtschaft zu beeinflussen. Dies geschieht zum einen durch Leitzinsänderungen, indem eine andere geldpolitische Ausrichtung der Zentralbank angekündigt wird, und zum anderen eben auch durch andere Arten der Zuteilung von Liquidität, wie dies bei der Fed durch die TAF und bei der EZB durch die vermehrte Benutzung von Langfristoperationen geschehen ist.

Risikoprämien lassen sich unterteilen in Laufzeitprämien, Kreditrisikoprämien und Liquiditätsrisikoprämien. Ist der starke Anstieg der Spreads auf dem Interbankenmarkt ein Indiz für eine Liquiditätskrise (das Refinanzierungsrisiko der Banken) oder aber für eine Kreditkrise (das Ausfallrisiko der Banken)? Für die Beantwortung dieser Frage sind die letzten beiden Prämien ausschlaggebend. Im Folgenden wird untersucht, ob und inwieweit die Zentral-

banken diese Risikoprämien mit ihren Aktionen beeinflussen konnten.

Geldpolitische Ausrichtung und Kreditrisiko auf dem Interbankenmarkt

Zwei Studien amerikanischer Ökonomen – die Aufsätze von McAndrews et al (2008) und Taylor und Williams (2008) – haben die jüngsten Aktionen der Fed ökonomisch analysiert. Beide Aufsätze zeigen deutlich, dass der Zinsspread hauptsächlich auf dem Kreditrisiko beruht, das Liquiditätsrisiko also keine so große Rolle zu spielen scheint. Dennoch kommen sie zu leicht unterschiedlichen Schlussfolgerungen über die Wirksamkeit der TAF. Während McAndrews et al kleine negative Effekte der TAF auf das Liquiditätsrisiko finden, können Taylor und Williams dies nicht bestätigen. Laut Taylor und Williams hat die Einführung der TAF somit keine Verbesserung der Krisensituation erreicht.

Die Kernaussagen dieser ökonomischen Analyse werden anhand der Abbildungen 3 und 4 verdeutlicht. Sie zeigen sowohl die Auswirkungen der Fed-Zinssenkungen, wie der TAF-Ankündigungen auf den Libor-OIS-Spread. Er kann als quantitatives Maß für die Risikoprämien betrachtet werden.

Besonders bei den ersten Leitzinssenkungen der Fed ist ein starker Rückgang

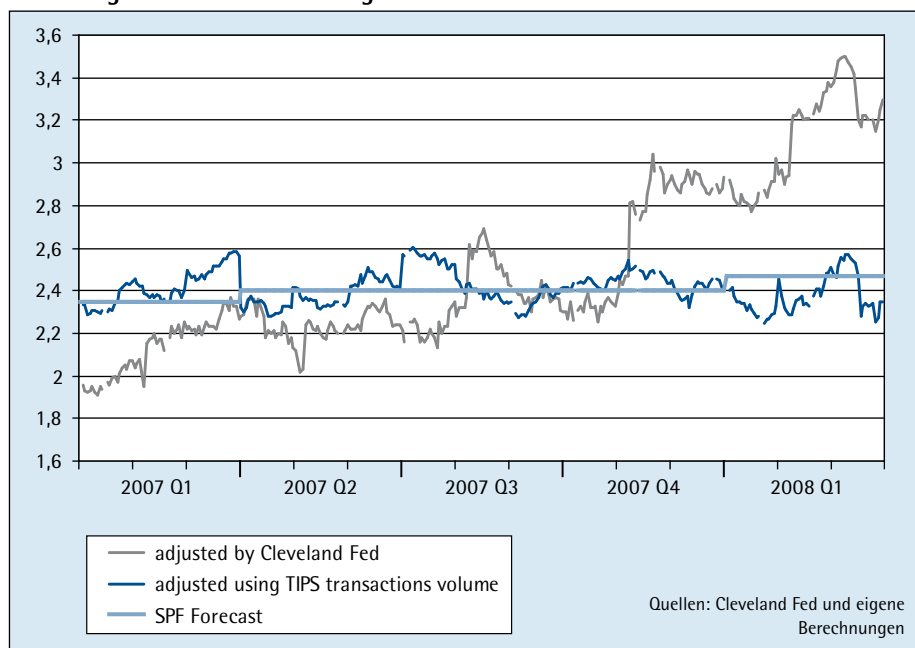
des Spreads zu beobachten. Die geldpolitische Ausrichtung der Zentralbank scheint also eine große Rolle für das Kreditrisiko auf dem Interbankenmarkt zu haben. Ganz anders dagegen die TAF-Ankündigungen: Obwohl sie bei ihrer Einführung Mitte Dezember den Spread durchaus kurzfristig senken konnten, scheint er sich inzwischen bei ungefähr 80 Basispunkten stabilisiert zu haben.

Eine Anwendung dieser Methodik für die EZB führt zu ganz ähnlich Resultaten, wie die Abbildung 5 verdeutlicht. Untersucht wird wieder die Beziehung zwischen Libor-OIS-Spread (diesmal für Euribor und Eonia Swap Zins) und den Tagen, an denen die EZB Langfristoperationen durchgeführt hatte. Man kann gut erkennen, dass die Häufigkeit dieser Operationen seit Beginn der Krise zugenommen hat, ein Rückgang des Spreads lässt sich aber nur selten beobachten. Interessanterweise sind die beiden stärksten Reduktionen des Spreads genau zu Zeiten geschehen, in denen keine einzige EZB-Langfristoperation stattgefunden hat (vergleiche Oktober 2007 und Januar 2008).

Eindeutig eine Kreditkrise

Die Analyse der Auswirkungen von Fed-TAF und EZB-Langfristoperationen lässt also wenig Zweifel daran, dass sich diese Zentralbankaktionen kaum auf die relevanten

Abbildung 6: Inflationserwartungen in den USA



Risikoprämien im Geldmarkt ausgeübt haben. Änderungen der Leitzinsen – und eine damit verbundene geldpolitische Ausrichtung – haben dagegen eine nicht zu vernachlässigende Wirkung auf den Spread, also auf die Risikoprämien und letztlich dann auch auf die Realwirtschaft. Diese Analyse ist ein klares Indiz dafür, dass es sich keineswegs nur um eine Liquiditäts-, sondern eindeutig um eine Kreditkrise handelt. Die Umstellung auf längerfristige Liquiditätsoperationen sowie der Versuch der Fed, durch Umschichtung der Aktiva den Anleihenmarkt wieder in Gang zu bringen, konnte allenfalls kurzfristige Erleichterung bringen. Dies lässt darauf schließen, dass die Turbulenzen länger anhalten werden.

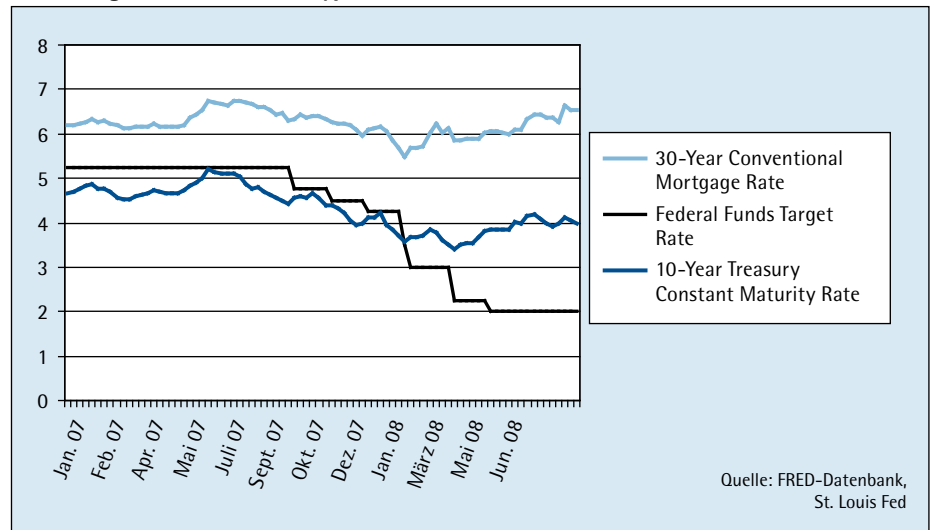
Inflationserwartungen: Die starken Zinssenkungen brachten der Fed den Vorwurf ein, damit ihre Glaubwürdigkeit hinsichtlich der Inflationsbekämpfung aufs Spiel zu setzen. Der lange anhaltende Trend steigender Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise verstärkte diesen Eindruck. Angesichts der hohen Verschuldung der USA gegenüber dem Rest der Welt, die starke Anreize für höhere Inflation mit sich bringt, ist dieser Vorwurf von besonderer Brisanz. Das entscheidende Kriterium für die Glaubwürdigkeit sind letztlich die langfristigen Inflationserwartungen.

Es gibt freilich ganz unterschiedliche Maße für diese Erwartungen, die durchaus widersprüchliche Signale liefern. Ein repräsentatives Maß für umfragebasierte Inflationserwartungen in den USA liefert der SPF forecast, der vom Survey of Professional Forecasters erstellt wird. Die Cleveland Fed ermittelt Inflationserwartungen dagegen aus der Differenz zwischen nominalen und inflationsindexierten US-Staatsanleihen (TIPS). Sie nimmt dabei aber einige Anpassungen vor, die für verschiedene Liquiditätsprämien korrigieren sollen. Die Abbildung 6 aus Kajuth und Watzka (2008) präsentiert diese beiden Zeitreihen und vergleicht sie zudem mit einem dritten Maß für Inflationserwartungen, das von Kajuth und Watzka erstellt wurde. Es folgt der Methode der Cleveland Fed, benutzt aber ein plausibleres Maß zur Messung der Liquiditätsprämien, das das tatsächliche Transaktionsvolumen berücksichtigt.

Abhängig vom Messverfahren

Die Abbildung zeigt deutlich, dass die Art und Weise, wie Inflationserwartungen ge-

Abbildung 7: Fed-Leitzins, Hypothekenzinsen und Zinsen auf US-Staatsanleihen



messen werden, ganz entscheidenden Einfluss hat. Vertraut man der Methode der Cleveland Fed, so sind die Inflationserwartungen in den USA mit der neuen geldpolitischen Ausrichtung der Fed tatsächlich stark angestiegen. Im Gegensatz dazu geben die Ergebnisse vom SPF und von Kajuth und Watzka keinen Anlass zur Sorge vor einer Loslösung der Inflationserwartungen vom „verankerten“ niedrigen Niveau.

Langfristzinsen und Hypothekenzinsen in den USA: Um die Einschätzung der Effekte der Maßnahmen der Fed auf die Realwirtschaft zu vervollständigen, wird abschließend noch die Entwicklung von Langfristzinsen und Hypothekenzinsen in den USA betrachtet. Die Abbildung 7 zeigt, dass mit dem Rückgang des US-Leitzinses anfangs zwar durchaus auch Langfrist- und Hypothekenzinsen in den USA fielen. Insofern wirkten die Zinssenkungen tatsächlich stimulierend auf die Güternachfrage.

Allerdings verharren die besonders in Zeiten der Immobilienpreiskrise so wichtigen Hypothekenzinsen bei über sechs Prozent; sie sind seit dem zweiten Quartal dieses Jahres sogar wieder leicht angestiegen. Die realwirtschaftlichen Konsequenzen werden in den kommenden Quartalen sowohl an den Immobilieninvestitionen wie an Gesamtproduktion und Beschäftigung abzulesen sein.

Aus heutiger Sicht scheint die Krise auf den Finanzmärkten noch in vollem Gang; die massive Erosion des Eigenkapitals vieler

internationaler Banken macht eine Kreditklemme wahrscheinlich, die erst allmählich voll auf die Realwirtschaft durchschlagen wird, dann aber um so nachhaltige Spuren hinterlassen wird. Es wäre überraschend, wenn sich der Euroraum von dieser Entwicklung abkoppeln könnte.

Wir danken Patrick Urbanke für die engagierte Bereitstellung und Bearbeitung der Daten aus Datastream sowie des Federal Reserve Statistical Release.

Literatur

Adrian, Tobias and Hyun Shin, (2008) Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles, New York Fed Current Issues in Economics and Finance, Volume 14, 1, 1–7
 Brunnermeier, Markus (2008), Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch, Journal of Economic Perspectives, forthcoming
 Buiter, Willem (2008), Lessons from the North Atlantic financial crisis, LSE London, mimeo
 Cao, Jin /Gerhard Illing (2008) Endogenous Systemic Liquidity Risk, Münchener Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge 2008-09
 Illing, Gerhard (2005) How to escape contagion in the interest rate trap, in: R. König and H. Remspurger (eds.), Financial Stability and Globalisation, Deutsche Bundesbank, Frankfurt, 49 bis 62, 2005
 Kajuth, Florian and Sebastian Watzka (2008), Inflation expectations from index-linked bonds: Correcting for liquidity and inflation risk premia, Münchener Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge 2008-13
 McAndrews, James, Asani Sarkar and Zhenyu Wang, The Effect of the Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate, Fed New York Staff Report no. 335, July 2008
 Taylor, John B. (2007), Housing and Monetary Policy, NBER Working Paper 13682
 Taylor, John B. and John Williams (2008) A Black Swan in the Money Market, Working Paper 2008-04, Federal Reserve Bank of San Francisco

A black and white photograph of a woman in a shopping cart, smiling and holding a large paper bag. Inside the bag, a car is visible, appearing to be inside the bag. The scene is set in a parking lot with other cars and a shopping cart return area in the background.

Autofinanzierung
mit Direkt-Zusage!

So einfach kann's gehen:
Sparkassen-Auto-Kredit.*
Für Gebrauch- und Neuwagen.



Der Sparkassen-Auto-Kredit ist die clevere Finanzierung für Ihren Gebrauch- oder Neuwagen. Profitieren Sie von niedrigen Monatsraten und hoher Flexibilität. Nach der frei wählbaren Grundlaufzeit stehen Ihnen monatlich 3 Happy Ends zur Wahl: 1. Automatisch günstig weiterfinanzieren, 2. Kredit sofort ablösen oder 3. Fahrzeug zum garantierten Wert zurückverkaufen. Interessiert? Wir beraten Sie gern. **Wenn's um Geld geht – Sparkasse.**

* Ihren Vertrag schließen Sie mit der Deutschen Leasing Finance GmbH, einem spezialisierten Verbundpartner in der Sparkassen-Finanzgruppe.

Die Krise des staatlichen Geldes

Die Ursachen der internationalen Kreditkrise, die im Sommer 2007 ihren Ausgangspunkt im amerikanischen Markt für qualitativ geringwertige Hypotheken (Subprime) genommen hat, werden dem „Versagen“ der freien (Kapital-)Märkte zugesprochen: Gewinn gier, Risikoignoranz und Kreditspekulation der Finanzmarktakteure hätten, so ist vielfach zu hören, das globale Finanzsystem an den Rand des Zusammenbruchs geführt, und nur das „beherzte“ Eingreifen der staatlichen Zentralbanken hätte Schlimmeres verhindert. Um künftigen Krisen vorzubeugen, sollen nun Marktinterventionen der Regierungen – wie zum Beispiel eine striktere Finanzmarktaufsicht, das Erhöhen von Eigenkapitalvorschriften und das Eingrenzen von Risikopositionen bei Finanzinstituten – verschärft werden.

Grundlagen der heutigen Geldordnung

Bei genauer Analyse erscheinen jedoch die Diagnose der Krisenursachen und die aus ihr abgeleiteten Empfehlungen fragwürdig. Denn die allseits beklagten Entwicklungen scheinen im Kern das Ergebnis einer de facto planwirtschaftlich verfassten Geldordnung zu sein, bei der das Kredit- und Geldangebot von staatlichen Zentralbanken bereitgestellt wird, und in der staatliche Regulierungen das (Umgehungs-) Verhalten von institutionellen Finanzmarktakteuren maßgeblich beeinflussen. Vor diesem Hintergrund müssen daher auch die jüngsten Reform- und Präventionsvorschläge zweifelhaft erscheinen – ja, sie könnten Konsequenzen nach sich ziehen, die alles andere als wünschenswert sind: die Erosion der freiheitlichen Gesellschaftsordnung.

Eine solche Schlussfolgerung drängt sich auf, wenn die Grundlagen der heutigen Geldordnung näher betrachtet werden.

Über Jahrhunderte und Kulturen hinweg sah man Gold, zuweilen auch Silber, als das beste Geld an. Quantität und Qualität des Geldes waren das Resultat von Angebot von und Nachfrage nach Geld. Das freie Marktgeld war immun gegenüber staatlichen Manipulationen des Geldwertes, die, wie sich später zeigen sollte, immer wieder zu monetär bedingten Konjunkturschwankungen, Inflation und politischen und sozialen Krisen führten.

Der Goldstandard stand quasi für ein „Weltgeld“, er brachte eine überaus hohe Integration des Welthandels und der Weltfinanzmärkte mit sich. Erst mit dem Beginn des Ersten Weltkriegs im Jahr 1914 ging die Phase des Goldstandards jäh zu Ende. Man ging vom Golde ab, doch nicht etwa

weil es nicht funktioniert hätte, sondern weil wertbeständiges Geld der Finanzierung der Kriegsführung, für die Enteignung in größtem Stil notwendig war, im Wege stand. Mit der Ausbreitung sozialistischer Ideologien in der Nachkriegszeit war eine Rückkehr zu einem Goldgeld politisch unerwünscht. So mussten auch alle Versuche, den Goldstandard wiederzubeleben, scheitern.

Bretton Woods – halbherziger Versuch zur Wiederbelebung des Goldstandards

Das System von Bretton Woods, das das internationale Währungssystem für die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg in Ordnung bringen sollte, war nur ein halbherziger Versuch, den Goldstandard wiederzubeleben. Mit dem Ende der Eintauschpflicht des US-Dollar in Gold am 15. August 1971 wurden die letzten Überbleibsel des Goldstandards beseitigt, und die Epoche des Papiergeldes brach an. Das Papiergeld brachte unerträglich hohe Inflation zu Beginn der siebziger und achtziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts. Die inakzeptabel hohen Kosten der Geldentwertung zwangen zum Umdenken: Den Regierungen wurde der Zugriff auf die Notenpresse entzogen, und die Zentralbanken wurden „politisch unabhängig“. Dies sollte helfen, das Ziel niedriger Inflation zu erreichen.

Doch die Reformanstrengungen konnten den zentralen Konstruktionsfehler des staatlichen Papiergeldes nicht beheben: Die Zentralbanken als Monopolanbieter des Geldes stehen einer unüberwindbaren Wissenshürde gegenüber. Wie viel Geld und Kredit eine Volkswirtschaft braucht, und wie hoch der „richtige“ Zins sein muss, sind Fragen, deren Antworten unbekannt sind. In einem freien Marktsystem werden die Antworten durch Angebot von und

Honorarprofessor Dr. Thorsten Polleit, Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt am Main

Angesichts der jüngsten Kreditkrise wirft der Autor die Frage auf, ob sich das staatliche Papiergeldsystem ökonomisch und ethisch rechtfertigen lässt. Mit Blick auf die Erfahrungen vom ursprünglichen Goldstandard über die Versuche seiner Wiederbelebung durch Bretton Woods bis hin zu den bisherigen Erfahrungen in der Epoche des Papiergeldes befürchtet er Tendenzen zu einer weitgehend beliebigen Ausweitung der Geldmenge unter Abkopplung von der realwirtschaftlichen Leistung von Volkswirtschaften und somit eine zunehmende Störanfälligkeit durch steigende Schuldenlasten und schlimmstenfalls eine Erosion der freiheitlichen Gesellschaftsordnung. Auch die jüngsten Reform- und Präventionsvorschläge erscheinen ihm zweifelhaft. Er ruft deshalb die Erinnerung an die sogenannte österreichische Schule wach und bringt eine Privatisierung der Geldordnung ins Gespräch. (Red.)



Zukunftsvorsorge in ihrer schönsten Form.

www.schwaebisch-hall.de

Mit uns Wohnträume verwirklichen: Mit Wohneigentum bauen Ihre Kunden die Zukunft auf ein solides Fundament. Helfen Sie ihnen, ein maßgeschneidertes Vorsorgemodell zu entwickeln und dabei die volle staatliche Förderung auszuschöpfen. Denn keiner bringt mehr Menschen in die eigenen vier Wände als die Nr.1* – Schwäbisch Hall.

*Bezüglich der Kundenanzahl privater Bausparkassen.



Nachfrage auf dem Geldmarkt gegeben. Ein Staatsgeldsystem ist hingegen der Wissen schaffenden Kräfte des freien Marktes beraubt.

Die Wissenslücke muss geschlossen werden, durch (wohlmeinende) Ideologien, (vermeintlich) fundierten wissenschaftlichen Rat, oder aber durch eine von Interessengruppen geleitete Politik. Welche dieser Faktoren letztlich auch immer dominieren mag: Mittlerweile ist es zur ökonomischen Mehrheitsmeinung geworden, dass die Geldordnung in die Staatshand gehört und dass eine Geldpolitik, die den Zins so niedrig wie möglich hält, und die auf diese Weise die Kredit- und Geldmengen immer weiter anwachsen lässt, förderlich für Investitionen, Beschäftigung und Wirtschaftswachstum ist.

Störanfällig durch steigende Schuldenlasten

Das de facto beliebige Ausweiten der Geldmenge, wenn es sein muss abgekoppelt von der realwirtschaftlichen Leistung der Volkswirtschaften, sät jedoch die Saat für Konjunkturkrisen, so die Lehre der „Österreichischen Schule“ der Ökonomik. Das erhöhte Geldangebot, so die Österreicher,

verzerrt die relativen Preise, führt zu Fehlinvestitionen auf breiter Front (Cluster of Errors) und provoziert „Boom-and-Bust“-Zyklen. Zeichnen sich Produktions- und Arbeitsplatzverluste ab, so wird öffentlich nach weiteren Zinssenkungen gerufen, um eine Konjunkturkrise „abzuwehren“. Zentralbanken geben früher oder später dem politischen Druck nach, senken die Zinsen und weiten die Kredit- und Geldmengen aus. Der Abschwung kann so zwar meist abgewehrt werden, dies jedoch zum Preis eines künftigen (noch stärkeren) Abschwungs.

Vor allem aber führt eine Geldpolitik des Niedrigzinses zu einer immer weiter anwachsenden Verschuldung der Volkswirtschaften. Denn Geld wird im Papiergeldsystem durch die Kreditgewährung der Banken quasi „aus dem Nichts geschöpft“. Und weil die Zentralbanken die Kreditmengen stärker erhöhen, als die Einkommen der Volkswirtschaften zunehmen, steigen die Verschuldungslasten im Zeitablauf an und machen die Volkswirtschaften zusehends störungsanfälliger. Schon relativ kleine Produktions- und Beschäftigungsverluste können die Kreditpyramide ins Wanken bringen. Drohen verschuldete Gruppen unter ihrer Zinslast Bankrott zu gehen, werden Zentralbanken öffentlich aufgefordert, die Zinsen zu senken, um Arbeitsplatzverluste zu verhindern. Die künftigen Kosten eines weiteren Ausweitung des Kredit- und Geldmengenangebots durch Zinssenkungen werden den unmittelbaren Kosten, die aus dem „Bereinigungsprozess“ in Form eines Konjunkturabschwungs erwachsen, vorgezogen.

Für diese polit-ökonomisch zu erklärenden Entwicklungen erweist sich vor allem das Teilreserven-System des Bankenapparates (Fractional Reserve Banking) als bedeutsam. Denn Banken brauchen qua staatlicher Duldung lediglich einen geringen Teil ihrer unmittelbaren Zahlungsverpflichtungen in Form von Zentralbankgeld zu halten. Folglich unterliegt das Banksystem latent dem Risiko eines „Bank Run“: Verluste einer Bank, insbesondere eine Pleite einer „großen“ Bank, können sich leicht zu einer allgemeinen Vertrauenskrise ausweiten – mit weitreichenden wirtschaftlichen und politischen Folgen. (Drohende) Verluste im Teilreserven-Banksystem ziehen daher unweigerlich weitreichende Staatsinterventionen nach sich – so auch im Zuge der jüngsten Kreditkrise.

Um den Bankensektor vor (Bewertungs-) Verlusten – oder gar vor dem Zusammenbruch – zu bewahren, haben einige Zentralbanken begonnen, den Banken Risikoaktiva (auf Zeit) abzunehmen und ihnen im Gegenzug risikolose Wertpapiere und/oder Zentralbankgeld bereitzustellen. Einige Regierungen haben auch bereits das Geld der Steuerzahler verwendet, damit Banken nicht unter ihren Verbindlichkeiten zusammenbrechen. Wie immer auch die staatlichen „Rettungsmaßnahmen“ im Detail aussehen mögen, sie laufen allesamt auf ein Kollektivieren der Bankverluste durch offene oder verdeckte Besteuerung, einschließlich der „Inflationssteuer“, hinaus.

Gefahr von Fehlallokationen

Ein Herumkurieren an den Symptomen in Form von vermehrtem Regulieren wird das zugrunde liegende Problem der Konjunktur- und Finanzkrisen – die de facto beliebige Kredit- und Geldmengenausweitung im staatlichen Papiergeldsystem – nicht beseitigen. Vielmehr scheinen durch vermehrte Staatsinterventionen die wenigen noch verbliebenen disziplinierenden Marktelemente noch weiter zurückgedrängt zu werden. Das Geld- und Finanzsystem wird so zusehends dem staatlichen Dirigismus unterworfen, eine Entwicklung, die sich im Extremfall sogar zu einer (Voll-)Verstaatlichung auswachsen kann.

Doch allein schon das zunehmende Beherrschen des Finanz- und Kapitalmarktes durch den Staat dürfte – und dies lehrt die Vergangenheit unmissverständlich – die produktiven Kräfte der Volkswirtschaften schädigen. Die Spielräume für Investoren, ertragreiche Risiken einzugehen, werden geschmälert. Kreditnehmern wird es erschwert, Kredite und Risikokapital zu niedrigen Kosten zu erhalten. Letztlich werden so die Potenziale für Investition, Beschäftigung und Wachstum reduziert. Befehlswirtschaftliche Züge in der Geld- und Kapitalmarktordnung bergen die Gefahr von Fehlallokationen und verschärfen letztlich, weil Ausweichreaktionen für Geldhalter stark eingeschränkt werden, die Gefahr der Inflationspolitik zur Entwertung der aufgelaufenen Schulden herauf.

Privatisieren der Geldordnung?

Verlässliches und gutes Geld ist unverzichtbar für eine freiheitlich verfasste Gesellschaftsordnung. Eine Rückkehr zu

Ihre Ansprechpartner im Verlag:

Telefon (0 69) 97 08 33-

Zeitschriftenvertrieb

Karin Matkovic -25

Hans Berger -32

Anzeigenabteilung

Anne Guckes -26

Redaktionssekretariat

Anja Oehrl -38

Kongressabteilung

Sandra Gajewski -20

Buchvertrieb

Brigitte Wöllner -21

Telefax (0 69) 7 07 84 00

E-Mail info@kreditwesen.de

[Fritz Knapp Verlag](#)

gutem Geld wäre leicht möglich; sie ist letztlich eine gesellschaftliche Willensentscheidung. Der erste Schritt bestünde etwa darin, die nationale Geldmenge mit einem festen Umtauschverhältnis an das Gold zu binden, das noch in den Kellern der nationalen Zentralbanken lagert, und gleichzeitig den Geldhaltern das Recht einzuräumen, ihre Bankguthaben jederzeit in Gold umtauschen zu können.

In einem zweiten Schritt könnte das Geldsystem privatisiert und in ein System des „Free Banking“ entlassen werden. Banken könnten wie bisher ihre Geschäftsaktivitäten verfolgen. Lediglich ihre Kreditgewährung würde die Geldmenge nicht mehr verändern können. Denn vermutlich würde das Privatisieren des Geldsystems ein Geld hervorbringen, das durch Gold oder Silber (oder beides – „Bimetallismus“), nicht aber beliebig vermehrbares Papier gedeckt ist.

Das Privatisieren der Geldordnung würde das Geld wieder zu dem machen, was es war, bevor sich die Regierungen die Hoheit über die Notenpresse aneigneten: eine Institution des freien Marktes. Gegenüber dem Status quo verspricht das freie Marktgeld viele Vorteile. So würden Konjunkturverläufe weniger schwankungsanfällig, weil freies Marktgeld Fehlinvestitionen und damit Wirtschaftskrisen entgegenwirkt. Der Spielraum für wachstumsschädliche Marktinterventionen, die regelmäßig aus Wirtschafts- und Finanzkrisen erwachsen, würde zurückgedrängt. Damit würde auch die Bedrohung der Freiheit, die latente Gefahr monetärer Planwirtschaft, entschärft.

Die jüngste Kreditkrise sollte aufhören lassen. Denn ökonomisch und ethisch lässt sich das staatliche Papiergeldsystem in der Tat kaum überzeugend rechtfertigen. Seine zweifelhafte Erfolgsgeschichte fordert geradezu auf, nach besseren Lösungen zu suchen, um Wohlstand zu erhalten. Freies Marktgeld ist unabdingbarer Baustein gesellschaftlicher Freiheit. In diesem Sinne schrieb Ludwig von Mises (1881 bis 1973), einer der wohl bedeutendsten liberalen Denker des 20. Jahrhunderts: „Die Goldwährung macht die Gestaltung der Kaufkraft von dem Einfluss der Politik und der schwankenden wirtschaftspolitischen Anschauungen wechselnder politischer Majoritäten unabhängig. Das ist ihr Vorzug.“

Ihre
Zeitschrift
für das gesamte
Kreditwesen



lädt ein zur

54. Kreditpolitischen Tagung

am 7. November 2008, 11.00 - 13.30 Uhr,
im Hermann J. Abs-Saal der Deutschen Bank,
Junghofstraße 11, Frankfurt am Main,
Empfang ab 10.00 Uhr

„(Kredit)Wirtschaft und Kapitalmarkt – die totale Diktatur?“

Dr. Rolf-E. Breuer

Vorstandssprecher und Vorsitzender des Aufsichtsrats i.R.,
Deutsche Bank AG

Dr. Alexander C. Dibelius

Chairman Deutschland, Goldman Sachs & Co. OHG

Max Dietrich Kley

Präsident Deutsches Aktieninstitut e.V. und
Aufsichtsratsmitglied der BASF SE

Alexander Wüster

Vorsitzender des Vorstands, Kreissparkasse Köln

Michael Radtke

DAS ERSTE JAHR DER NEUEN WÄHRUNG

Von Geheimrat Dr. Wilhelm Vocke
Präsident des Direktoriums der Bank deutscher Länder

Über den Erfolg der Währungsreform vom 20. Juni 1948 und der Politik, die das damals begonnene Werk fortsetzte, könnte man sich am besten durch eine Umfrage vergewissern, wer wieder in die Zeit vor jener Reform zurückmöchte: Abgesehen von ein paar Nutznießern des Schwarzen Marktes und dunkler Kompensationsgeschäfte würde wohl jeder diesen Gedanken entsetzt von sich weisen, so schmerzliche Opfer der damalige Schnitt auch forderte. Die Fortschritte, die in diesem Jahr erzielt wurden, sind zu evident: Die Lethargie, die damals über der Wirtschaft lastete, ist einem neuen überraschenden Arbeitseifer gewichen, die Industrieproduktion hat um gut zwei Drittel zugenommen, die Warenversorgung hat sich in einer für deutsche Verhältnisse erstaunlichen Weise gebessert, und der Geldwert ist gesichert.

Das westdeutsche Währungsgebiet gehört zu den wenigen Ländern, in denen es keiner zweiten oder gar dritten Währungsreform bedurfte, um das unselige Finanzerbe des zweiten Weltkrieges zu liquidieren; der erste Schritt gelang. Auch hier war die Lage zeitweilig zwar gefährlich, aber wir sind ihrer Herr geworden. Niemand mehr fürchtet heute eine neue Inflation, und eine der erfreulichsten Folgeerscheinungen hiervon ist, daß weite Bevölkerungskreise wieder zu sparen begonnen haben.

Es wäre falsch, diese Erfolge allein der Zentralbankpolitik zuschreiben zu wollen. Das Zentralbanksystem ist nur einer der Faktoren, die unsere Wirtschaftspolitik bestimmen, und für das, was gut geworden ist, gebührt ihm ebensowenig allein die Palme, wie man ihm billigerweise die Schuld an allen Übeln aufbürden sollte (wiewohl hierzu mancherorts größere Neigung zu bestehen scheint). Immerhin kann das Zentralbanksystem mit Genugtuung verzeichnen, daß im Inland wie im Ausland von informierten Kreisen sein Beitrag zu den Erfolgen des letzten Jahres nicht gering veranschlagt wird.

Rückblick auf Expansion . . .

Dabei war die Aufgabe, der es sich im Zeitpunkt der Währungsreform gegenübergestellt sah, keineswegs leicht. Zunächst wurde das neue deutsche Zentralbanksystem erst ganz kurz vor der Währungsreform handlungsfähig. Das Gesetz über die Errichtung der Bank deutscher Länder war Anfang 1948 ergangen, aber erst im Juni war die Wahl ihrer Leitung vollzogen. Mit einer noch weitgehend unvollkommenen Organisation mußten also die neuen Aufgaben in Angriff genommen werden. Das war um so schwieriger, als der Aufbau des neuen Systems relativ kompliziert ist und seine Funktionen in vieler Hinsicht von denen des alten Systems abweichen. Überdies ergaben sich manche Schwierigkeiten aus der Währungsgesetzgebung selbst. Im ganzen war diese, zumindest geldpolitisch, zweifellos ein geschicktes Werk, aber wie jede Reform war sie doch auch ein Experiment, dessen Kalkulationen sich in gewissen Punkten unvermeidlich als nicht ganz korrekt erweisen mußten. So besteht heute wohl Einmütigkeit darüber, daß die Währungsreform einen zu großen Block an originärem Geld schuf, das das Zentralbanksystem in keiner Weise manipulieren konnte. Daß durch ein zeitraubendes finanzamtliches Prüfungsverfahren der Einstrom eines Teils dieses Geldes in die Zirkulation verzögert wurde, machte das Übel nicht geringer. Im Gegenteil: Aus der „Währungsumstellung“ floß immer noch „originäres“, vom Verkehrsbedarf gänzlich unabhängiges Geld, als es längst allgemein anerkannt war, daß die weitere Expansion des Geldvolumens nach Möglichkeit gebremst werden sollte.

Dieses neue Geld war überdies zu einem erheblichen Teil Zentralbankgeld. Die schon bald nach der Währungsreform mit etwa 5,5 Mrd. DM, später mit rd. 6,7 Mrd. DM zu Buch stehenden „Erstaussstattungen“ (Kopfbeträge, Geschäftsbeträge und Dotierungen der öffentlichen Hand einschließlich der Militärregierungen) wurden zu 100% in Zentralbankgeld bereitgestellt. Für die umzuwandelnden Altgeldguthaben erhielten die Geldinstitute 15% der Sicht- und 7½% der Termineinlagen als neue Barreserve in Form von Zentralbankguthaben. Wenn gleich die Abhebungen von umgestellten Konten bei manchen Bankengruppen — besonders den Sparkassen — sehr bedeutend waren, ließ diese Liquiditätsausstattung den Geschäfts-

banken im Ganzen einen bedeutenden Kreditpielraum, zumal die Mindestreserven anfangs nur auf zwei Drittel jener Sätze festgesetzt wurden. Wesentliche Mittel erhielten die Geschäftsbanken außerdem bald durch die Dispositionen über die Erstaussstattungen der öffentlichen Hand. Von den Ländern insbesondere wurden die Erstaussstattungen nicht nur in dem Maße abdisponiert, wie Ausgaben über die anfangs spärlichen Steuereingänge zu leisten waren. Umlagerungen auf bestimmte Geschäftsbanken erfolgten auch unter dem Gesichtspunkt des Zinsertrages, da die Landeszentralbanken ihre Einlagen nicht verzinsen dürfen. Mit dem umgelagerten Teil der Erstaussstattungen erhielten die betreffenden Banken aber zu 100% Zentralbankgeld. Obwohl in der Folgezeit die Steigerung des Notenumschlages den Geldinstituten beträchtliche Mittel entzog, war ihre Eigenliquidität infolgedessen groß genug, um ihnen eine erhebliche Kreditexpansion ohne Refinanzierung beim Zentralbanksystem zu gestatten. Die „kreditäre“ Geldschöpfung entzog sich mithin, ebenso wie die „originäre“ oder „hoheitliche“, zu einem erheblichen Teil dem Einfluß der Notenbank. Bis Ende Oktober 1948 war demgemäß so gut wie ohne Mitwirkung und Kontrolle der Notenbank ein frei verfügbares Neugeldvolumen von 15,3 Mrd. DM entstanden, wovon 6,7 Mrd. DM aus den Erstaussstattungen, 4,6 Mrd. DM aus der Altgeldumwandlung und 4,0 Mrd. DM aus Kreditschöpfung stammten.

. . . und Abbremsung

Dieses Geldvolumen war für die damaligen Wirtschaftsverhältnisse entschieden zu groß. Einmal hatte sich schon gleich nach der Währungsreform erwiesen, daß eine ungewöhnlich hohe Ausgabeneigung bestand und daß mit dem vorhandenen Geldvolumen infolgedessen eine relativ große Gesamtnachfrage verbunden war. Dann aber bedeutete es eine große Enttäuschung, daß die erwarteten Einfuhren, besonders die Marshall-Plan-Einfuhren, zunächst ausblieben, und so auf vielen Gebieten, trotz der im allgemeinen rasch wachsenden Produktion, bald wieder Engpässe auftraten. Der daraus resultierende Preisauftrieb verschärfte aber anfangs nur noch die Inkongruenzen: Je mehr die Preise anzogen, um so rascher gaben die Konsumenten ihr Geld aus und um so mehr hielten andererseits die Produzenten und Händler ihre Ware zurück. Die von den Militärregierungen getroffene „Festkontenentscheidung“ vom 1. Oktober 1948 verstärkte diese Entwicklung.

Es war klar, daß in dieser Situation das Zentralbanksystem nach Möglichkeit einer weiteren Übersteigerung der Geldschöpfung entgegenzutreten mußte. Aber die richtigen Mittel zu finden, war nicht leicht, da es feststand, daß ein großer Teil der Geldschöpfung, nämlich die Altgeldumwandlung und auch ein Teil der Kreditschöpfung, sich weiter jeder oder nahezu jeder Einwirkung von seiten des Zentralbanksystems entziehen würde, während um so schärfere Maßnahmen gegenüber dem beeinflussbaren Teil der Kreditschöpfung die legitime Kreditnachfrage zu stark betroffen hätten. Holzhammermethoden, wie sie dem Zentralbanksystem damals ebenso nahegelegt wurden wie heute „drastische Kreditspritzen“, schieden also von vornherein aus und konnten auch um so eher außer Betracht bleiben, als das Zentralbanksystem immer den Standpunkt vertrat, daß ein Abgleiten der Entwicklung in eine „unkontrollierbare Inflation“ aus den verschiedensten Gründen nicht zu befürchten sei. Das Zentralbanksystem begnügte sich also mit einer relativ maßvollen Kreditrestriktion, wobei man bestrebt blieb, zwischen erwünschter und unerwünschter Kreditnachfrage nach Möglichkeit eine sorgfältige Unterscheidung zu treffen. Es war unvermeidlich, daß sich das Zentralbanksystem deswegen gelegentlich den Vorwurf der Willkür zuzog, aber in der damaligen Situation hätte man mit nur generellen Maßnahmen entweder das Ziel überhaupt nicht erreicht, weil sie sich für viele Fälle als zu schwach erwiesen hätten, oder man hätte weit darüber hinausgeschossen, weil man für viele Fälle mit scharfen allgemeinen Restriktionsmethoden zu weit gegangen wäre. So aber gelang es, die Kreditversorgung elastisch zu halten und dabei doch eine gewisse Selektion zu treffen und das Tempo der Expansion zu verringern. Obwohl nämlich auch in der Zeit der sogenannten Kreditkontingentierung das Kreditvolumen weiter wuchs — um 1,1 Mrd. DM allein von Ende Oktober bis Ende

Januar — blieb dieser Anstieg doch erheblich hinter der hektischen Zunahme der Vormonate zurück, und es wird allgemein zugegeben, daß sich dabei die Qualität der Kredite weitgehend verbesserte. Diese — sich sowohl auf das Quantitative als auch auf das Qualitative erstreckende — Kreditkontrolle hat sicher wesentlich dazu beigetragen (wenn sie auch bestimmt nicht die einzige Bremse war), daß die gefährliche Hausse vom vergangenen Herbst schließlich zum Stillstand kam und dem Konsolidierungsprozeß wich, den wir auf vielen Gebieten seitdem verzeichnen.

Zentralbank nicht verantwortlich für Kapitalmangel

Allerdings hat sich gleichzeitig auch eine neue Sorge eingestellt, nämlich der Anstieg der Arbeitslosigkeit, der Rückgang der Aufträge und die damit verbundene Sorge vor einem allgemeinen Konjunkturniedergang. Man hat teilweise geglaubt, ein unmittelbares Ursachenverhältnis zwischen der Kreditrestriktion vom Herbst und diesen Störungssymptomen feststellen zu können, aber nichts war abwegiger als das. Zunächst liegt auf der Hand, daß unsere konjunkturellen Schwierigkeiten zu einem erheblichen Teil überhaupt nichts mit der Kreditlage zu tun haben. Wenn z. B. in Schleswig-Holstein die Zahl der Arbeitslosen 22,7% der Beschäftigten beträgt gegen nur 4,2% in Nordrhein-Westfalen, so ist klar, daß dies nicht etwa an den Unterschieden der Kreditversorgung liegt. An kurzfristigen Krediten, die in erforderlichem Umfang zu sichern, Aufgabe des Zentralbanksystems ist, hat es überdies nie gefehlt. Ich erwähnte schon, daß das Volumen der Kurzkredite allein von Ende Oktober bis Ende Januar um 1,1 Mrd. DM gewachsen war, und ich darf hier hinzufügen, daß es seitdem weiter um rd. 1,6 Mrd. DM zugenommen hat. Unmittelbare Kredite des Zentralbanksystems sind an dem Gesamtwachstum mit nicht weniger als reichlich 400 Mill. DM beteiligt, wenn man die Auszahlungsüberschüsse auf den Auslandskonten der Bank deutscher Länder, aber nicht die Freigabe von Counterpart Funds, die sich bisher auf 245 Mill. DM beläuft, einschließt. Eine derartige Steigerung steht sicher in angemessener Proportion zum Verkehrsbedarf, selbst wenn man berücksichtigt, daß ein großer Teil des zusätzlichen Kreditvolumens durch den unvermeidlichen Anstieg der Lagervorräte, vor allem auf Grund der wachsenden Einfuhr, gebunden wird. Das Zentralbanksystem hat überdies die im Herbst 1948 ergriffenen Kreditrestriktionen im Verlauf der letzten Wochen zum allergrößten Teil wieder abgebaut, ja darüber hinaus erhebliche Krediterleichterungen getroffen.

Wenn die Wirtschaft heute über Kreditknappheit klagt und die Aufrechterhaltung unserer Gesamtkonjunktur z. T. in der Tat durch Kreditmangel gefährdet ist, so liegt das, wie von einsichtiger Seite wiederholt festgestellt worden ist, auch gar nicht an der angeblichen Verknappung des kurzfristigen Kredits, sondern vielmehr am Mangel an mittel- und langfristigen Kapital. Dieser aber ist nicht etwa durch die vorübergehende Kreditrestriktion geschaffen worden, sondern er liegt an viel tiefer gehenden Störungen, auf die ich gleich zu sprechen kommen werde. Die Kreditrestriktion hat jenen Mangel zwar stärker in Erscheinung treten lassen, weil er bisher durch den Einsatz kurzfristiger Mittel für die Investitionsfinanzierung vielfach verdeckt worden war, aber das war früher oder später unvermeidlich, denn auf die Dauer hätte dieser mit einer wachsenden Illiquidisierung unseres Bankenapparats verbundene Prozeß nicht fortgesetzt werden können. Daß die Banken selber ein Gefühl hierfür haben, geht am besten daraus hervor, daß sie nach der Aufhebung der Kreditrestriktion nicht wieder zu den früheren Ausleihungspraktiken zurückgekehrt sind.

Wenn man also schon von einem deflationistisch wirkenden Kapitalmangel reden will, so ist dieser bestimmt nicht durch das Zentralbanksystem herbeigeführt. Unsere Hauptschwierigkeit liegt meiner Meinung nach aber auch nicht einmal darin, daß unsere Kapitalbildung an sich noch unzureichend wäre, sondern vielmehr darin, daß die — freiwillig oder unfreiwillig — gebildeten Ersparnisse noch nicht in vollem Umfang auf den Kapitalmarkt fließen, um dort den Investoren angeboten zu werden, sondern sich zunächst lediglich als inaktives Geld oder inaktive Bankeinlagen niederschlagen. An sich haben wir nämlich schon wieder eine ganz beachtliche Kapitalbildung, und ich möchte behaupten, daß gerade das Abbremsen der Hausse vom vergangenen Herbst wesentlich dazu beigetragen hat, daß die Kapitalbildung zu einem nicht unbeträchtlichen Teil sogar schon wieder auf freiwilliger Basis ruht: Seitdem nämlich der

Einkommensbezieher weiß, daß er nicht mehr Gefahr läuft, seine Ersparnisse in kürzester Zeit durch Preissteigerungen dezimiert zu sehen, gibt er sein Geld auch nicht mehr restlos aus, sondern er bildet, wenn ihm das sein Einkommen gestattet, Rücklagen, er spart. Zweifellos sind wir also auch in dieser Hinsicht in den letzten Monaten einen wesentlichen Schritt in der Normalisierung unserer Konjunkturverhältnisse weiter gekommen, denn niemand wird wohl bestreiten können, daß jede wirklich fundierte Investitionstätigkeit auf die Dauer von echten Ersparnissen abhängt. Das Problem ist nur, die jetzt nach Möglichkeit noch in liquider Form gehaltenen Mittel dem Kapitalmarkt zuzuführen.

Die Gefahr der „Kopflastigkeit“

An diesem Punkte sollte also meiner Meinung nach die Kapitalmarktpolitik in erster Linie ansetzen, denn nur jene Fluktuation vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt, und nicht eine künstliche Schöpfung von „provisorischem“ Ersatzkapital kann auf die Dauer einen freien, zur Höchstleistung führenden Wirtschaftsablauf sichern. Die Lösung dieser Aufgabe kann aber selbstverständlich nicht allein Sache des Zentralbanksystems sein. Alle mit Wirtschaftspolitik überhaupt befaßten Stellen müssen vielmehr an ihr mitwirken, nicht zuletzt die öffentliche Hand, die auf Grund unseres gegenwärtigen Steuersystems ein wesentlicher Träger der Kapitalbildung ist. Vor allem aber bedarf es auch der Mitarbeit der Kreditnehmer. Es ist wohl noch eine bedauerliche Nachwirkung der nationalsozialistischen Finanzierungsmethoden, daß, wenn immer Finanzierungsschwierigkeiten auftreten, der Ruf nach dem Kredit der Zentralbank erschallt — oft sogar in geradezu verwunderlicher Unkenntnis der gesetzlichen Grenzen, die der westdeutschen Notenbank gezogen sind. Das ist völlig ungesund. Die Bank deutscher Länder oder die Landeszentralbanken sind „banks of last resort“ für die Geldinstitute und in beschränktem Maße „fiscal agents“ für die öffentliche Hand, und ihr Kredit darf, wenn unser Geldsystem nicht „kopflastig“ werden soll, nur sparsam eingesetzt werden. Überall, wo Kreditbedarf besteht, muß zunächst der Appell an den offenen Markt versucht werden, wobei man, wie es einer echten Marktwirtschaft entspricht, freilich auch nach Möglichkeit den aus der Marktlage sich ergebenden Forderungen der Anbieter Rechnung tragen muß.

Das Zentralbanksystem sucht selbstverständlich auch seinerseits alles zu tun, um die Anlage von Mitteln auf dem Kapitalmarkt zu fördern. Das ist z. B. ein nicht unwichtiger Nebenzweck der vor kurzem getroffenen Maßnahmen zur Erleichterung des Geldmarktes, besonders der Senkung des Diskontsatzes von 5 auf 4½%. In diesem Zusammenhang ist weiter die Mitwirkung des Zentralbanksystems bei der zur Zeit aufliegenden Reichsbankanleihe zu erwähnen, der weitere attraktive Anleihen der Kreditanstalt für Wiederaufbau und eventuell der Finanzierungs-A.-G. in Speyer folgen werden. Auch der den Landeszentralbanken nahegelegte, limitierte Ankauf von Ausgleichsforderungen, die den Hypothekenbanken als neue Kapitalausstattung überlassen wurden, wird auf einem nicht unwichtigen Teilsektor die Auflockerung des Kapitalmarktes fördern.

Als ein vorläufig nicht zu verantwortendes und vorerst auch nicht nötiges Wagnis betrachte ich dagegen den von manchen Seiten geforderten massiven direkten Eingriff des Zentralbanksystems auf dem Kapitalmarkt. Zunächst einmal wären die meisten der Maßnahmen, die in der Öffentlichkeit bisher vorgeschlagen wurden, weder mit dem Gesetz über die Errichtung der Bank deutscher Länder, noch mit den Landeszentralbankengesetzen vereinbar. Aber ganz abgesehen davon, beständen gegen eine Vollpfropfung des Zentralbanksystems mit Anlagen, die nicht self-liquidating sind, auch schwerste geldpolitische Bedenken. Solche Anlagen haben den Nachteil, daß sie nicht ohne weiteres wieder abgestoßen werden können. Das Zentralbanksystem liefe mit ihrer Hereinnahme also Gefahr, unter Umständen manövrierunfähig zu werden, was um so bedenklicher wäre, als unser Geldvolumen, wie eingangs erwähnt, zum größten Teil schon jetzt aus einem unelastischen Block von originär, d. h. nicht durch kurzfristige Kreditschöpfung entstandenem Geld besteht.

Einsichtsvollere Beobachter unserer Kreditpolitik sehen das auch völlig ein und empfehlen daher eine Einschaltung des Zentralbanksystems in die Investitionsfinanzierung „nur für solche Vorhaben, bei denen eine spätere nach Zeitpunkt und

Höhe bestimmbare Ablösung gesichert ist“, um die Formulierung des Wissenschaftlichen Beirats bei der Verwaltung für Wirtschaft zu gebrauchen. Aber bei welchen der größeren Finanzierungswünsche, die man an das Zentralbanksystem heranträgt, wäre dieser Vorfinanzierungscharakter gesichert? Haben wir bindende Zusagen über die Freigabe von Counterpart Funds oder wissen wir, ob die empfohlenen Investoren ihren Vorfinanzierungskredit mit andern Mitteln fristgemäß abdecken könnten? Da, wo es sich wirklich nur um eine Zwischenfinanzierung handelt, braucht man nämlich in der Regel gar nicht das Zentralbanksystem, weil der Geldmarkt liquide und anlagebegierig genug ist, um echte Zwischenkredite zu gewähren. Ich glaube also, daß, wenn es gelingt, die endgültige Finanzierung — z. B. durch Counterpart Funds oder durch Mittel aus den öffentlichen Haushalten — sicherzustellen, die Frage der Vorfinanzierung sich in den meisten Fällen auch ohne das Zentralbanksystem lösen würde, weil für solche Kredite ohne weiteres der offene Geldmarkt zur Verfügung stünde.

Die Rolle des Kapitalzinses

In diesem Zusammenhang möchte ich einmal auf folgendes hinweisen: Wir haben zwar den politischen Nationalsozialismus im wesentlichen überwunden und ausgeschaltet, wirtschaftspolitisch und finanzpolitisch stecken wir aber vielfach noch tief in nationalsozialistischen Gedankengängen. Dazu gehört vor allem die Neigung, durch künstliche Eingriffe und Zwangsmaßnahmen die naturgemäßen Gesetze wirtschaftlichen Lebens umzubiegen und auszuschalten. Der immer wiederkehrende Versuch, den Zins auf dem Kapitalmarkt künstlich niedrig zu halten, gehört zweifellos hierher. Auch die Versuche, bei Kreditmaßnahmen am liebsten in Milliardenziffern von Globalkrediten zu denken, ist nichts anderes. Auch die völlige Unkenntnis und Ignorierung der Entwicklung und der Verhältnisse in wichtigen europäischen Ländern, in Belgien, Italien und neuerdings auch Frankreich, gehört dazu. Wir wollen gewiß als ein wichtiger Teil der europäischen Gesamtwirtschaft anerkannt werden. Dazu gehört aber auch, daß wir uns in die Tendenzen einer gesunden und freien Entwicklung mit dem Ziel einer wirklichen Normalisierung bewußt und harmonisch einschalten. Wir müssen uns bewußt sein, daß das Maß des Interesses ausländischen, insbesondere amerikanischen Kapitals davon abhängt, daß das Ausland zu unseren Methoden, insbesondere zu unserer Notenbankpolitik, unbedingtes Vertrauen hat. Man verfolgt unsere Entwicklung und die von uns ange-

wandten Methoden und Maßnahmen mit wachsendem Interesse. Würde etwa die Notenbank sich zu Maßnahmen verstehen oder zwingen lassen, die von den maßgebenden Kennern des Notenbankwesens und der Währungspolitik im In- oder Ausland als falsch angesehen werden müssen, so würde das Vertrauen, dessen wir bedürfen, und dessen Zunahme in der ganzen Welt wir dankbar feststellen dürfen, beeinträchtigt werden. Wir müssen uns immer wieder vergegenwärtigen: Mehr als Gold und Devisen ist das Vertrauen in die Leitung der deutschen Notenbank das wichtigste und unerläßlichste Aktivum, das wir uns erwerben müssen und zu dessen Erwerb wir auch aus eigenen Kräften allein in der Lage sind. Daher wird die Bank deutscher Länder sich zwar den jeweiligen Bedürfnissen und Notwendigkeiten elastisch anpassen, nie aber die fundamentalen Grundsätze verletzen und außer Acht lassen, die für eine Notenbankpolitik, gleichviel in welchem Land und unter welchen Verhältnissen, vorgezeichnet sind.

Abschließend möchte ich noch einmal unterstreichen, daß die Bedenken gegen eine großzügige Offenmarktpolitik, wie sie dem Zentralbanksystem vielfach nahegelegt wird, keineswegs eine Passivität gegenüber der Entwicklung des Kapitalmarkts und der Arbeitslosigkeit bedeuten. In zäher Kleinarbeit ist die Bank deutscher Länder zusammen mit den Landeszentralbanken vielmehr ständig dabei, zu ihrem Teil zu einer besseren Kapitalversorgung der Wirtschaft beizutragen. Diese Kleinarbeit wird den oft so verschiedenartigen Bedürfnissen unserer Wirtschaft vielleicht auch viel besser gerecht als eine große allgemeine Aktion, die zwar augenfälliger in Erscheinung tritt, aber oft auch verpufft oder ganz andere Wirkungen hat, als man mit ihr erstrebte. Im ganzen ist jedenfalls der Kapitalstrom, der der Wirtschaft in den nächsten Monaten zur Verfügung stehen wird, sicher im Wachsen: Aus Counterpart Funds, aus den großen Anleihen, die teils schon zur Zeichnung aufliegen oder demnächst zur Auflegung kommen werden und für die die Anlagekonten freigegeben wurden, aus Mitteln der öffentlichen Hand und in steigendem Maße hoffentlich auch aus dem Sammelbecken der sonstigen privaten Ersparnisbildung. Wenngleich wir also auch den ersten Jahrestag der Währungsreform, ungeachtet der großen seit ihr erzielten Fortschritte, nicht ohne Sorgen begehen, so hoffe ich doch, daß wir im nächsten Jahre werden feststellen können, daß wir der Deflationsgefahr im zweiten Jahr der neuen Währung ebenso Herr geworden sind wie der Inflationsgefahr im ersten.

ZEITSCHRIFT *für das gesamte* KREDITWESEN

Verantwortlich für die Redaktion
Erich Achterberg und Dr. Volkmar Muthesius

3. Jahrgang

Verlag Frlitz Knapp, Frankfurt a. M.

15. August 1950

DER BUMERANG DER GELDPOLITIK

Zu allen Zeiten dürfte es im geschichtlichen Leben der Völker neben dem Gelde eine Geldpolitik gegeben haben. Sie wird anfänglich primitiv gewesen sein, wie auch das Geld selbst, an unserer heutigen Kenntnis über sein Wesen gemessen, in seinen Anfangsstadien erst

wenige seiner heutigen Funktionen im Wirtschaftsleben ausübte. Aber es wird immerhin in der einschlägigen Literatur als sicher angenommen, daß zu den Hauptgrundsätzen jener ursprünglichen Geldpolitik früherer Epochen die Knapphaltung des Geldes gehörte. Dieser

UNTERM STRICH ZÄHL ICH.

Die Postbank gratuliert Verlag und
Redaktion zum 60-jährigen Jubiläum.

Meine Bank denkt an mich.
Auch wenn ich gerade nicht
an sie denke.

- www.postbank.de
- 0180 3040500 (9 Cent/Min.)*
- Postbank Finanzcenter
- Postbank Finanzberatung,
0180 3020888 (9 Cent/Min.)*,
gerne auch bei Ihnen zu Hause

 **Postbank**

Eckpfeiler allen geldpolitischen Denkens ist nach und nach mit der immer größeren Abstraktion des Geldes, mit seiner immer größeren „Entstofflichung“ so stark überwuchert worden, daß viele ihn nicht mehr erkennen, so daß sie meinen, auch ohne ihn auskommen zu können, bis sie eines Tages wahrnehmen müssen, daß sie die tragende Säule ihres Geldgebäudes nicht gestützt haben, so daß dieses zusammenstürzen mußte. Was man heute unter „Geldpolitik“ versteht, hat freilich mit solchen Uranfängen nur noch wenig zu tun, wengleich jene alte Maxime der Knapphaltung als Fundament weiter ihre Bedeutung hat. Heute ist Geldpolitik fast identisch mit Konjunkturpolitik, also mit der Lenkung des wirtschaftlichen Gesamtgeschehens, mit der Förderung oder Bremsung der Produktion, mit der Intensivierung des Beschäftigungsgrades, mit der Stärkung oder Schwächung der Kaufkraft und damit schon mit dem Ratschluß über das Wohl und Wehe jeder Einzelwirtschaft, wenn nicht jedes einzelnen Menschen. Von der Geldpolitik hängen, wie sich erwiesen hat, aber auch immaterielle Güter ab, wie die Freiheit des Lebens in physischer und geistiger Hinsicht, und da sich im Ringen um diese die Leidenschaften entzünden, liegen in der Geldpolitik sogar Keime zu Krieg und Frieden.

Diese Erweiterung der geldpolitischen Aspekte datiert von dem Zeitpunkt ab, in dem der menschliche Geist lernte, die Macht des Geldes auch für andere Zwecke wie die Erleichterung des Güterausstausches oder die Aufspargung von Kaufkraft zu benutzen. Man entdeckte neben der Kaufkraft die politische Kraft des Geldes. Die Erfahrung, daß derjenige, der das Geld hat, auch die Macht besitzt, beflügelte die Phantasie, immer neue Arten der Geldschöpfung zu ersinnen, in ungeahntem Maße, wir können jetzt an Hand praktischer Beispiele sagen, bis zu ihrer Pervertierung, denn wir Heutigen wissen nur zu genau, daß es eine Grenze gibt, jenseits derer die Macht des Geldes nicht mehr mit seiner Menge wächst, sondern im Gegenteil abnimmt. Indessen hat das Wissen um diese Grenze bisher leider noch nicht genügt, um die expansiven Geldpolitiker endgültig in ihre Schranken zu verweisen. Wer denkt nicht an den Vorwurf des „Mammonismus, der Geldherrschaft, der sich umkehrt, weil nunmehr die Nichtbesitzenden in der vordersten Reihe derer stehen, die an vermeintlich unbegrenzte Fähigkeiten des Geldes glauben!

Die klimpernde Melodie des Geldes klingt viel zu verlockend und betörend – obwohl es sich eigentlich beim Papiergeld nur noch um ein Rascheln handelt – als daß man sich ihrem Charme verschließen könnte. Lassen sich doch mit ihr alle Wunschträume, alle ideologischen Parolen scheinbar spielend erfüllen, die sich sonst hart in der Enge wirtschaftlicher Erdgebundenheit stoßen würden! Wohl hat die Erde Raum für alle, aber die Nahrung für alle gibt sie nur her, wenn dafür gearbeitet wird. „Vollbeschäftigung“, eins der modernen Schlagwörter, denen man gleißnerisch oder aus Ignoranz mit den Mitteln neuzeitlicher Geldpolitik gerecht zu werden bestrebt ist, scheint danach eine Forderung, die der Kargheit der Natur durchaus entspricht. Aber „Vollbeschäftigung“, wie man sie in der Gegenwart meint, besagt nicht Be-

schäftigung bis zur vollen Ausschöpfung aller Kräfte, sondern Beschäftigung der vollen Zahl von Arbeitssuchenden unter Belassung einer möglichst großen Mußezeit und bei fortgesetzt steigenden, jedenfalls niemals sinkenden Arbeitslöhnen. Seit Keynes scheint es klipp und klar bewiesen, daß sich auch diese „Vollbeschäftigung“ realisieren läßt, nämlich mit dem Rezept der expansiven Geldpolitik. Wer das Geld hat, hat die Macht. Schafft sich der Staat nur das Geld, dann hat er auch die Macht, das Paradies auf Erden in die Wirklichkeit umzusetzen!

An diesem Beispiel ist zu erkennen, wie sich die Geldpolitik mit der aktuellen Ideologie verknüpft. „Vollbeschäftigung“ ist nur eine der zugkräftigen (allein deshalb aber natürlich noch nicht als richtig zu sanktionierenden) Losungen. Es gibt noch eine ganze Reihe anderer, die zum Teil womöglich noch zwingender aussehen, so die, daß man sich mit der Forderung nach einer expansiven Geldpolitik die Wahl ins Parlament sichern und damit die Demokratie erhalten, daß man östlichen Scheinlockungen den Wind aus den Segeln nehmen oder die Radikalisierung der Massen verhindern müsse. Aber wer so argumentiert, entschuldigt sich bereits; er gibt zu, daß er etwas wider besseres Wissen empfielt. „Qui s'excuse, s'accuse!“ Das logische Ende der expansiven Geldpolitik kann stets nur die Verdünnung des Geldwertes sein, seine Denaturierung, und was den Massen zur Besänftigung der Gemüter, zur Erhaltung des Wohlwollens gegenüber ihren Parlamentskandidaten, zur scheinbaren Erfüllung ihrer aus jahrzehntelanger politischer „Schulung“ blind übernommenen, auf ihre heutige Berechtigung kaum überprüften Forderungen auf der einen Seite gewährt wird, wird ihnen entweder durch Verminderung ihrer Kaufkraft oder durch Entzug ihrer Freiheiten – der Freiheit der Arbeitsplatzwahl und der Freiheit der Konsumwahl zunächst, von anderen Freiheiten vollends zu schweigen – auf der anderen Seite wieder genommen, muß ihnen genommen werden, denn Naturgesetze lassen sich nicht auf den Kopf stellen, auch wirtschaftliche nicht, selbst wenn man es mit der Zauberei der Geldpolitik probiert. Die Naturgesetze besagen, daß man nicht mehr verzehren kann als man besitzt oder verdient, daß man kein Kapital bilden kann, ohne auf Verbrauch zu verzichten, um nur die wichtigsten zu nennen. Bei Licht besehen, wird die Demokratie auf solche Weise nicht erhalten, sondern durch eine wirtschaftsplanende Diktatur ersetzt, östlichen Lockungen wird nicht der Wind aus den Segeln genommen, sondern das Schiff wird mit Sturmeseile in das östliche Fahrwasser getrieben und der Radikalisierung demgemäß nicht ein Damm errichtet, sondern der Weg geebnet. Angesichts der etwaigen Folgen müßte man eigentlich vom westlichen Standpunkte und vom Standpunkte eines den Geldwert erhaltenden Denkens aus sagen: Die Geldpolitik in die Hand der Parlamente zu legen, ist beinahe dasselbe wie Kinder mit Blindgängern spielen zu lassen.

Die Geldpolitik ist in den Jahrzehnten der Nominalisierung des Geldes in ihren vielfältig ineinander verzahnten binnen- und außenwirtschaftlichen Zusammenhängen eine Apparatur geworden, für deren Wirken die Massen

einer Belehrung jedenfalls vorerst noch unzugänglich sind. Aber wenn es notwendig ist, die gute und richtige Geldpolitik mit leicht faßlichen immateriellen Ideen zu verbinden — und dies dürfte in der Tat unerlässlich sein, weil es die Ideen sind, von denen die Welt wirklich regiert wird —, so scheint uns keineswegs ein Anlaß zu resignierender Haltung vorzuliegen, denn die methodisch nichtexpansive Geldpolitik ist durchaus nicht ideenarm. Wir teilen insofern die Befürchtung von Philip Cortney nicht, die er in der Vorrede zu seinem lesenswerten Buch „The Economic Munich“¹⁾ ausspricht, er würde mit seiner Philippika gegen die inflationistische Geldpolitik im allgemeinen und die Devisenzwangswirtschaft im besonderen eine Publikation gestartet haben, der man den Titel geben könnte: *Wie man sich unpopulär macht! Gibt er doch selbst die Lösung an, indem er sagt: „Das große Problem unserer Zeit ist, wie sich eine produktive Vollbeschäftigung erreichen und aufrechterhalten lassen kann, ohne den Fortschritt wirkungslos zu machen und unsere menschlichen Freiheiten aufzugeben!“* Und es ist der ganze Inhalt seines Buches, nachzuweisen, daß der Weg, der gleichzeitig zur Freiheit und zur Vollbeschäftigung führt, einzig und allein derjenige der freien Wettbewerbswirtschaft bei einem internationalen Goldstandard der Währungen sein kann, unter welchem er unter den gegebenen Umständen feste und frei untereinander austauschbare Valuten versteht. Warum sollte die Erhaltung der menschlichen Freiheiten nicht eine ebenso zugkräftige Parole sein wie die Sicherung des Arbeitsplatzes um jeden Preis, die Stabilhaltung der Brot- oder anderer Verbrauchsgüter-Preise unter Umlegung etwaiger Mehrkosten auf die Allgemeinheit oder immer steigende Nominallöhne mit der Folge einer ebenso unentwegten Senkung der Kaufkraft!

In Wirklichkeit hat sich diese Zugkraft der Freiheitsparole aufs nachhaltigste erwiesen. Das ergibt sich am schlagendsten daraus, daß sie mißbraucht wird. Das Wort „Freiheit“ wird vorgespannt, um einer unerfahrenen Masse den Abschied von freiheitlichen Institutionen überhaupt erst schmackhaft machen zu können. Wir erinnern daran, daß Goebbels die „freieste Presse der Welt“ zu schaffen vorgab, indem er ihre beispiellose Knebelung einführte. Ganze Länder werden von den Freiheiten des Westens „befreit“, gewiß ohne daß sich die Leser solcher Wendungen sogleich bewußt werden, daß eine „Freiheit“ von Freiheiten eben den Zwang, also das Gegenteil bedeutet. Ganz ähnlich verhält es sich mit dem Begriff der Demokratie. Mit der Vorschaltung des Wortes „Volk“ in „Volksdemokratie“ tritt gewiß in manchen Köpfen die Vorstellung einer potenzierten Demokratie ein, während in der Praxis ähnlich wie bei der Befreiung von der Freiheit das Volk in der „Volksdemokratie“ sich seiner individuellen demokratischen Rechte begibt. Auch diese Sicherung der Demokratie kann mit Fug als ein ideologischer Hintergrund für eine gesunde Geldpolitik verwandt werden. Hier wäre das Argument am Platze, während es bei seiner Verwendung als Entschuldigung für eine ausschließlich expansive Geldpolitik nur eine Scheinberechtigung haben kann, denn eine übermäßige Geldfülle läßt sich letzten Endes nicht anders

meistern, als daß demokratische Regeln suspendiert werden, und selbst dies hilft noch nicht einmal in allen Fällen, um die Zerstörung der Kaufkraft des Geldes zu verhindern. Schließlich wäre auch der „Fortschritt“ als Vokabel für die wirklich freie Wirtschaft und eine Geldpolitik ohne Falsch zu reklamieren. Auch der „Fortschritt“ wird mißbraucht, um Rückschritte in die Unfreiheit zu verhüllen.

Der „Bumerang“ ist ein australisches Wurfgerät aus Holz in rechtwinklig gebogener Form, das bei einem Fehlwurf von selbst zum Werfer zurückkehrt. Wenn wir diesen Aufsatz „Der Bumerang der Geldpolitik“ genannt haben, so sollte damit angedeutet werden, daß sich die Wirkungen einer schlechten Geldpolitik an denen rächen, die sie betreiben. Die Folgen brauchen hier nur angedeutet zu werden: Übersteigerung der Einfuhr ohne ausreichende Exportmöglichkeit, damit entweder Zwang zu künstlicher Einfuhrdrosselung mit einer durch Absatzstockung erzwungenen Arbeitslosigkeit, die man hatte vermeiden wollen, oder die bekannte Lohn-Preis-Spirale mit der Konsequenz raschen Absinkens des Geldwertes, der Entwertung der Ersparnisse und der Verelendung breiter Volksschichten. Der „Bumerang“-Werfer hat die Möglichkeit, noch einen zweiten Wurf zu versuchen, um eventuell mehr Erfolg als beim ersten zu erzielen. Insofern hinkt der Vergleich. Die Initiatoren einer falschen Geldpolitik haben diese Wiederholungschance gemeinhin nicht, denn man pflegt sie mit Recht in die Wüste zu schicken. Aber auch die Völker, falls sie durch die von ihnen gewählten Parlamente mit dafür verantwortlich sind, haben oft nicht die Chance des zweiten Wurfes, jedenfalls nicht, bevor sie den Fehlern des ersten ihre Opfer gebracht haben. Diese Opfer können so schwer sein (wenn sie zur Aufgabe des Systems der freien Wirtschaft nötigen), daß diejenigen, die sie bringen müssen eben nicht mehr die freie Wahl haben, nochmals selbst zu „werfen“. Man sieht, dieser Appell zur Besinnung angesichts der Gefährlichkeit geldpolitischer Expansion als Methode richtet sich an alle Länder der Welt, denen noch die Möglichkeit gegeben ist, sich zu besinnen und die nicht bereits die Freiheit der eigenen Entschließung verloren haben. Es kann sich schon deshalb nicht um einen Appell an ein einzelnes Land handeln, weil eine wirkliche Abstinenz vom inflationistischen Rauschgift ein internationales Zusammenwirken voraussetzt, wie auch der frühere Goldstandard ein international anerkanntes Prinzip gewesen ist. Sie setzt natürlich auch voraus, daß es keinen Krieg gibt. (Umgekehrt wäre der unbedingte Primat der Gesunderhaltung des Geldes eine Barriere gegen alle kriegerischen Abenteuer.) Vielleicht wird es Stimmen geben, die unseren Ausführung entgegenhalten möchten, wir würden offene Türen einrennen, denn der Europäische Rat der Marshall-Plan-Länder in Paris habe längst die innere finanzielle Stabilität und einen geldpolitischen Kurs zwischen Inflation und Deflation auf sein Panier geschrieben. Aber jedermann weiß, daß es zwischen Wünschen und Vollbringen breite Klüfte geben kann, Klüfte, die sich niemals überbrücken lassen, wenn nicht der ernste Wille dazu vorhanden ist

¹⁾ Vgl. Philip Cortney, *The Economic Munich*, Philosophical Library, New York, 1949.

und namentlich nicht, wenn es schon an der Einsicht zur unerläßlichen Notwendigkeit des Brückenschlags gebricht. Diese Einsicht zu fördern, wäre gerade ein wesentliches Ziel dieser Zeilen, denn uns scheint, daß die Freunde der expansiven Geldpolitik vorerst noch in allen Ländern der Erde, einschließlich der USA, über einen Anhang verfügen, dessen Gewicht u. E. unglücklicherweise noch

keine allzu rasche Umkehr verspricht. Sie sind, meinen wir, zu unbesorgt um die Fernwirkung ihrer Haltung, sie beschwören das herauf, was sie vermeiden möchten, das endgültige Begräbnis der Freiheit, und zwar nicht nur der Freiheit der Wirtschaft.

Ag.

PROPHEZEITE INFLATION

Von Prof. Dr. L. Albert Hahn (New York)

„Dollarschwund nach Maß“ betitelt wir eine Glosse in Heft 19/51, S. 460, welche sich mit einer in der New Yorker Zeitschrift „the Freeman“ veröffentlichten Darstellung über moderne amerikanische Inflationstheorien beschäftigte. Der nachstehende Aufsatz des bis 1933 in Frankfurt a. M., seitdem in New York lebenden Bankiers und Nationalökonom L. Albert Hahn ist dem gleichen Thema gewidmet; diese Arbeit erscheint gleichzeitig in „the Freeman“.
Die Redaktion

Jüngste Äußerungen in der amerikanischen Öffentlichkeit über die Vor- und Nachteile der Inflation zeigen eine bemerkenswerte Abweichung von früheren. Noch wird die Inflation von einer Regierung als Übel bezeichnet, die Preise und Löhne zu kontrollieren wünscht, aber nicht gewillt ist, die einzig wirksame Waffe, die Geldverknappung, zu benützen. Auf der anderen Seite wird jedoch von hervorragenden Nationalökonomern erklärt, daß mit „langsamer“ Inflation in der Zukunft als mit einer Dauererscheinung zu rechnen sei. Sie begründen, warum die Inflation unvermeidbar ist und berechnen sogar im voraus, um wieviele Prozente sich das Preisniveau jährlich erhöhen werde. Auch betrachten sie diese Aussicht gar nicht als besonders schlimm. Mit anderen Worten: Die Inflation ist auf dem Wege, als honett und respektabel betrachtet zu werden.

Die Inflation ist nicht respektabel, sie ist ein Verbrechen, schon deshalb, weil sie die Einkommens- und Vermögensverteilung in ungesetzlicher und sehr ungerechter Weise verändert: Diejenigen, die erkennen, was sich ereignet, und die sich wehren können, gewinnen. Diejenigen, die es nicht erkennen oder nicht in der Lage sind, sich zu wehren, verlieren. Und kleine Rentner, Witwen und Waisen und andere wirtschaftlich oder politisch hilflose Mitglieder der Gesellschaft werden ruiniert.

Von Law zu Keynes

Es ist keine neue Entdeckung, daß die Inflation unter bestimmten Umständen und für bestimmte Zeitspannen die Wirtschaft in einer ans Wunderbare grenzenden Weise zu verbessern in der Lage ist. John Law hat diesen Vorgang theoretisch meisterlich beschrieben, während seine praktischen Experimente im Ruin endeten. Aber seit den Tagen der Klassiker hat kein ernster Nationalökonom daran gezweifelt, daß diese günstigen Wirkungen vorübergehend sind: Sie halten nur so lange an, als die Bezahlung der Produktionsfaktoren nicht der verminderten Kaufkraft des Geldes angepaßt wird. Sie treten deshalb dann nie ein, wenn die Inflation gleich zu Anfang als solche erkannt wird. Eine im Voraus geplante und von Allen erwartete Inflation kann deshalb überhaupt keine günstigen Folgen haben. Sie kann, wenn auf die Dauer geduldet, nur zur vollkommenen Währungszerüttung führen.

Die Klassiker waren nicht geneigt, die Beschäftigung schaffende und Aufschwung steigernde Kraft der Inflation zu betonen. Denn sie nahmen an, daß die „Geld-Illusion“ nur kurz dauert. Im Gegensatz hierzu hat der verstorbene Lord Keynes in seiner „Allgemeinen Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes“ eine Beschäftigungs- und Aufschwungstheorie entwickelt, die in der Hauptsache auf der Unterstellung beruht, die Menschen reagieren nicht oder nur mit erheblicher Verspätung auf Wandlungen in der Kaufkraft des Geldes.

Ausdrücklich erklärt er: „Es ist nicht die Gewohnheit der Arbeiter, ihre Arbeit jedesmal zurückzuhalten, wenn die Preise für die Löhne erhältlichen Güter steigen“, so daß „es möglich sein wird, die Beschäftigung durch Vermehrung der Geldausgaben zu vermehren“.

Diese Bemerkungen wirken mehr wie ein Witz denn als eine Beschreibung der Wirklichkeit. In den Zeiten der „Escalator“-Klausel (der aus der deutschen Inflation wohlbekannteren Gleitlohnvereinbarung) ist es nicht nötig, dies im einzelnen zu begründen. Obwohl vollkommen unrealistisch, ist Keynes' Beschäftigungstheorie doch von der überwiegenden Mehrheit der jüngeren amerikanischen Nationalökonomern angenommen worden. Ältere Nationalökonomern werden eher geneigt sein, mit Prof. Frank Knight anzunehmen, daß sie die Wirtschaftswissenschaft in die Zeiten des schwarzen Mittelalters zurückgeworfen hat. Denn Keynes hat vernichtet, wofür die Klassiker gefochten hatten: die Kenntnis, daß Geldverfälschungen nicht zu einem neuen und höheren Beschäftigungs-„Gleichgewicht“ führen können, sondern bestenfalls zu unbeständigen und vorübergehenden Zuständen. Beschäftigung kann nicht auf die Dauer durch Inflation geschaffen oder aufrecht erhalten werden.

Was die Inflation, wenn sie nicht mit Bestimmtheit erwartet werden kann, immerhin bewirkt, ist dies: Die Unternehmer machen Zufallsgewinne beim Verkauf von Gütern, die in der Vergangenheit zu niedrigeren Kosten produziert wurden. Diejenigen unter ihnen, die wegen ihrer Untüchtigkeit oder ihrer Unfähigkeit, die zukünftige Nachfrage richtig zu beurteilen unter normalen Umständen aus dem Wirtschaftsprozess ausgeschlossen worden wären, können darin verbleiben. Die Unternehmerschaft wird demoralisiert, ihre Produktionsmethoden werden unwirtschaftlich. Die Sparer aber, die ihr Geld direkt oder indirekt an Unternehmer ausgeliehen hatten, erleiden Verluste, da ihnen Zinsen und Kapital entwertet zurückgezahlt werden.

Nichtsdestoweniger kann eine inflatorische Wirtschaft eine geraume Zeit funktionieren, so lange nämlich wie die Preisentwicklung der Zukunft ungewiß ist, so lange also nur die vergangene und nicht auch die zukünftige Inflation in Rechnung gestellt wird. Was geschieht aber, wenn öffentlich erklärt und allgemein angenommen wird, die Regierung werde nicht gewillt oder in der Lage sein, die Inflation zu verhindern? Ist es nicht der Gipfel des Irrealismus — wie auch schlechter Theorie — anzunehmen, daß ein solches System auch nur zeitweise funktionieren kann?

Eine „angekündigte“ Dauerinflation wird offensichtlich nicht nur „langsam“ fortschreiten. Denn die zukünftige Inflation wird sofort auf allen Märkten diskontiert werden. Schnelle, plötzliche und möglicherweise kumulative Wirkungen auf das Preisniveau werden die Folge sein.

Die angekündigte Inflation wird aber noch zu einer weit destruktiveren Erscheinung, nämlich zum Gläubigerstreik führen. Warum sollte in der Tat jemand Staats- oder sonstige Anleihen kaufen oder überhaupt in Geld sparen, wenn er im Voraus weiß, daß der Kaufkraftverlust höher sein wird als die Zinsen nach Abzug der Steuern? Es ist richtig, daß Sparen eine Art Naturtrieb, wie der Geschlechtstrieb, zu sein scheint, und daß der Sparer das geduldigste Wesen der Welt ist. Nichtsdestoweniger ist der Spartrieb nicht unzerstörbar: siehe den

Herzlichen Glückwunsch zum Jubiläum.



Börsenstraße 7-11
60313 Frankfurt am Main
Tel. 069 2172-0
Fax 069 2172-21501
info@frankfurter-volksbank.de
www.frankfurter-volksbank.de

Frankfurter Volksbank
Damit Sie Erfolg haben.

Fall von Frankreich, wo das Horten von Gold und fremden Währungen endgültig das Sparen in Effekten, Sparguthaben usw. bei einem großen Teil der Bevölkerung ersetzt hat. Siehe auch den Fall von Deutschland, das gerade jetzt unter einer echten Kapitalkrise leidet, weil die meisten Menschen nach ihren letzten Erfahrungen lieber verbrauchen als sparen.

Die Inflationsplaner haben ein einfaches Mittel gegen den Gläubigerstreik. Sie schlagen die Schaffung von Anlagen mit „Kaufkraft-Garantie“ (die alten wertbeständigen Anleihen der deutschen Inflation) vor¹⁾. Aber ehe man solchen Vorschlägen näher tritt, sollte man die Folgen bedenken. Offenbar wird nach Einführung wertbeständiger Anleihen niemand mehr bereit sein, wertunbeständige Anleihen zu kaufen oder andere wertunbeständige Sparanlagen zu machen. Bald wird jedes Abkommen über spätere Geldzahlungen für Güter oder Dienste eine Esculotor-Klausel enthalten. Die Wirtschaft wird in eine einzige Verrechnungsstelle verwandelt werden, die mit nichts anderem als mit der Berechnung von Kaufkraftverlusten vom Tage des Vertrages bis zum Tage der Zahlung beschäftigt ist.

Die Reaktion der Geldbesitzer

Ein System, in welchem Inflation allgemein als sicher erwartet wird, kann aber auch ganz abgesehen von technischen Schwierigkeiten nicht funktionieren. Man kann Maßnahmen erfinden, um die Menschen gegen Veränderungen in der Kaufkraft zwischen Vertrag und Zahlung zu schützen. Aber es ist unmöglich, sie gegen Verluste zu schützen, die zwischen Zahlung und Wiederausgabe des Geldes eintreten; dies ist nicht nur technisch, sondern auch logisch unmöglich.

Inflationen wirken nicht nur als Verfälscherinnen früher abgeschlossener Geldkontrakte. Sie wirken auch durch und während des Preiserhöhungsprozesses als eine Art Steuer. Diese Steuer belastet die augenblicklichen Besitzer des Geldes zu Gunsten derjenigen, die das neue „Inflationsgeld“ geschaffen haben und es jetzt ausgeben. Dies mag eine Regierung sein, die sich auf die Notenpresse verlassen muß, um ihr Defizit zu decken. Oder es mögen Banken sein, die inflatorische Kredite an Unternehmer gewähren, die höhere Löhne zu zahlen willens oder gezwungen sind, als sie unter nicht-inflatorischen Bedingungen zahlen könnten; wäre dies nicht so, wäre es nicht nötig, auf inflatorische Finanzierungsmethoden zurückzugreifen.

Offensichtlich kann es keinen vertraglichen Schutz gegen diese Inflationssteuer geben. Wenn man den Geldumlauf um zehn Prozent vermehrt, wird die Inflation das Preisniveau, theoretisch, um zehn Prozent erhöhen. Wenn man die Geldbesitzer gegen Kaufkraftverluste schützen will, muß man alle Geldeinkommen um zehn Prozent erhöhen. Da dies nur durch neue Inflation geschehen kann, muß der Geldumlauf wieder um zehn Prozent erhöht werden, mit dem Ergebnis, daß das Preisniveau jetzt um ungefähr zwanzig Prozent steigt; mit dem weiteren Ergebnis, daß jetzt der Geldumlauf um zwanzig Prozent erhöht werden muß — usw. in infinitum. Mit anderen Worten: Jeder Versuch, die Währung gegen die Wirkungen gleichzeitiger Inflation zu schützen, setzt eine Schraube ohne Ende in Bewegung, die die Währung nicht nur langsam, sondern sofort zerstört. Man kann sich eben nicht durch Ausgabe neuen Geldes vor den Wirkungen dieser Geldausgaben bewahren.

Die andere Möglichkeit

Solches wird das Ergebnis der Inflation sein, wenn sich die Überzeugung von ihrer Unvermeidlichkeit verbreitet. Aber gibt es keine andere Möglichkeit, als die Vernichtung der Rentnerklasse, die Demoralisation der Unternehmerschaft des Landes, die Untergrabung des Geld-Systems durch Esculotor-Klauseln und der schließlichen vollkommenen Vernichtung der Währung?

Es gibt eine andere Möglichkeit, und zwar ganz einfach deshalb, weil Inflationen, in den Vereinigten Staaten wenigstens, keineswegs unvermeidbar sind. Sie sind sogar sehr leicht zu vermeiden. Denn die Hemmungen, die sich einer gesunden Geldpolitik entgegenstellen, sind rein politischer und nicht wirtschaftlicher Natur.

Von manchen Seiten wird gesagt, die Lohnpolitik der Gewerkschaften mache die Inflation unvermeidlich. Nun sind Lohnerhöhungen allerdings nur tragbar, wenn entweder die Produktivität wächst oder wenn man das Preisniveau steigen läßt. Andernfalls entsteht Arbeitslosigkeit. Aber muß deshalb eine Inflation zur Vermeidung von Arbeitslosigkeit fatalistisch in Kauf genommen werden, so daß in der Tat die Gewerkschaftsführer und nicht mehr die Notenbankleiter den Geldwert kontrollieren? Wäre es nicht logischer, für die Vermeidung von Arbeitslosigkeit durch eine vernünftigeren Lohnpolitik statt durch die alles verzeihende und alles vergebende Inflation zu kämpfen? Aber wenn einmal der erste Schritt zur Berichtigung von „maladjustments“ durch Geldmanipulationen getan ist, scheint es keinen Halt mehr auf diesem Wege zu geben. Keynes befürwortete die Inflation, um eine Reallohnsenkung zu erreichen, die nach seiner Ansicht wegen der Starrheit der Löhne nach unten anders nicht zu erzielen ist. Es ist nur ein weiterer und ganz folgerichtiger Schritt, die Inflation gut zu heißen, um eine unangebrachte Beweglichkeit der Löhne nach oben tragbar zu machen.

Die Aufgaben der Nationalökonomien

Der Kampf gegen die Inflation ist aber verloren, schon ehe er beginnt, wenn Nationalökonomien von Ruf sie als unvermeidbar bezeichnen. Keine Erscheinung im Bereich des menschlichen Zusammenlebens ist unvermeidbar. Die Gesetze, die die Handlungen der Menschen bestimmen, sind keine Naturgesetze wie die der physischen Welt. Prophezeiungen über zukünftige soziale Entwicklungen sind aber nicht nur theoretisch unzulässig, sie sind auch politisch gefährlich. Marx wußte, daß er den Kapitalismus nicht schwerer schädigen konnte, als indem er seinen Niedergang als unvermeidbar darstellte. Und in unserer Generation ist mehr Schaden durch die fatalistischen Prophezeiungen des verstorbenen antisozialistischen Professors J. Schumpeter — in seinem im übrigen bedeutenden Buch „Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie“ — als durch viele Äußerungen entschiedener Sozialisten angerichtet worden.

Es besteht immer eine große Versuchung, Ungewünschtes zu prophezeien. Solche Prophezeiungen wirken paradox und Paradoxien erregen paradoxerweise immer mehr Aufmerksamkeit als naheliegende Behauptungen. Man erweckt den Anschein des Über-den-Dingen-Stehens und der Objektivität. Und wenn die Ereignisse einem recht geben, kann man sagen, man habe es schon immer gewußt. Aber wenn irgendwo, so sollte dieser Versuchung auf dem Gebiete des Geldwesens widerstanden werden. Wenn man den Niedergang des Geldwertes prophezeit, beschleunigt man ihn, ohne irgend jemanden zu nützen — auch dann nicht, wenn man gleichzeitig Vorschläge zum Schutz einiger oder aller Bevölkerungskreise macht. Einzelne Gruppen zu schützen ist unmoralisch. Und alle Gruppen zu schützen ist unglücklicherweise unmöglich. Ein Nationalökonom sollte nur zweierlei tun; die Inflation bekämpfen oder, wenn er der Kampf für wirklich hoffnungslos hält, stumm bleiben.

¹⁾ Vgl. hierzu: Eduard Christ: „Wertsicherung“ kein Ersatz für Zinswahrheit, Heft 19/1951, S. 465.



Frankfurter Bank

gegründet
1 8 5 4

— Außenhandelsbank —



DER KAMPF GEGEN DEN INFLATIONISMUS

Von Professor Dr. Wilhelm Röpke (Genf)

War es Disraeli oder Gladstone, der einmal gesagt hat, daß außer der Liebe den Menschen nichts so den Kopf verdrehe wie das Nachdenken über das Geld? Wie dem auch sei, es läßt sich kaum ein Feld auf dem Gesamtgebiet der gesellschaftlichen Einrichtungen finden, das so sehr wie dieses zwei Dinge miteinander vereinigt: einerseits höchst schwierig und andererseits von entscheidender Bedeutung für Gesundheit oder Krankheit nicht nur der Wirtschaft, sondern der Gesellschaft als Ganzes zu sein. Man vergegenwärtige sich, in welchem Maße unsere Epoche deshalb eine solche der Krisen und Revolutionen ist, weil sie eine solche der (hin und wieder von einer Deflation unterbrochenen) Inflationen ist, und man denke doch auch darüber nach, welchen verhängnisvollen Anteil daran die Tatsache hat, daß das Denken der Menschen — vor allem der verantwortlichen unter ihnen — in allen Fragen, die das Geld betreffen, sich vom Anker klarer Prinzipien losgerissen hat. Dabei vergesse man auch nicht, welches die alle Schwächen überstrahlende Tugend der Goldwährung gewesen ist: genau ein solcher Anker zu sein, der das Geld davor bewahrte, theoretisch zum Spielball aller nur denkbaren Spekulationen zu werden und praktisch zum Objekt einer ziellosen Währungspolitik, die Unheil über Unheil über die Wirtschaft und Gesellschaft unserer Zeit gebracht hat.

Mises' Geldtheorie: 1911, 1924 und 1953

Wer wie der Verfasser dieser Zeilen einer Generation von Nationalökonomem angehört, die in den Inflationen der Zeit nach dem ersten Weltkrieg — insbesondere in der verderblichsten unter ihnen, nämlich der deutschen — das beispiellose Versagen der Geldtheorie und den gleichzeitigen Zusammenbruch der Währungspolitik in erschütternder Weise erlebt hat, wird mit nie verlöschender Dankbarkeit eines einzigen Buches gedenken, das uns damals vor dreißig Jahren zu einem wahren Leuchtturm wurde. Was uns auch immer später von den Ansichten des Verfassers auf anderen Gebieten oder sogar von seiner Sozialphilosophie als Ganzem getrennt haben mag, so werden wir doch nie dieses Buch und die Dienste vergessen, die es uns geleistet hat und noch immer fortführt uns zu leisten, auch wenn wir uns dessen nicht immer bewußt sind. Ich spreche von *Ludwig von Mises* und seinem Werk „Theorie des Geldes und der Umlaufmittel“, das zuerst 1911 erschienen war und 1924 in 2. Auflage in unsere Hände kam. Nichts könnte mir willkommener sein, als eine aktuelle Gelegenheit zu haben, aufs neue davon zu sprechen, nicht allein mit Dankbarkeit gegenüber dem betagten Autor, der heute in seiner New Yorker Wohnung sein geistiges Werk mit unverminderter Kraft fortsetzt, und in pietätvoller Erinnerung, sondern auch in sehr nachdrücklicher Hervorhebung der Bedeutung, die dieses Buch noch immer für uns besitzt. Ja, vielleicht heute in besonderem Maße, da eine neue Epoche geldtheoretischer Verwirrung und geldpolitischer Irrtümer, ausgelöst, wenn auch nicht eindeutig verschuldet durch Keynes und seine Lehre, auf einen Abschluß drängt und in allem, was das Geld und den Kredit betrifft, die Rückkehr zur theoretischen Klarheit wie zur praktischen Vernunft nicht länger hinauszuschieben ist.

Diese Gelegenheit ist heute gekommen. Sie bietet sich dadurch, daß das Standardwerk unseres zum Amerikaner gewordenen Freundes vor kurzem unter dem Titel „The Theory of Money and Credit“ (New Haven: Yale University Press, 1953) in einer neuen englischen Ausgabe erschienen und damit nicht nur wiederum zugänglich geworden, sondern auch durch zeitgemäße Zusätze bereichert worden ist. Noch einmal lassen wir diese logische Kette klar und durchsichtig geform-

ter Gedanken an uns vorüberziehen, die in der für den Verfasser charakteristischen Weise mit dem Salz der Ironie und mit dem Pfeffer der Entrüstung über die Irrtümer und Irrwege gewürzt sind, die soviel Unglück angerichtet haben. Noch einmal erfrischen wir uns an dem Mut und der schneidenden Schärfe, mit der hier mit den Waffen, die in gleichem Maße der klassischen Geldtheorie und der modernen Werttheorie entnommen sind, der Kampf gegen jene Irrtümer und Irrwege aufgenommen wird. Noch einmal lassen wir uns den Weg durch diese klassischen Kapitel von den „Funktionen des Geldes“ bis zu den „Problemen der Kreditpolitik“ führen, und noch einmal wünschen wir, daß recht viele andere sich dieser Führung anvertrauen möchten. Noch einmal erinnern wir uns, was uns selber einst diese damals bahnbrechenden Untersuchungen über Kreditschöpfung, über die Funktionen des Zinses, über Zwangssparen und über die monetäre Verursachung der Konjunkturschwankungen bedeutet haben, und noch einmal legen wir sie möglichst vielen anderen ans Herz. Selbst denen, die alle diese Dinge so sehr in sich aufgenommen haben, daß sie, wie das so oft geschieht, des Pioniers vergessen, kann es nicht schaden, wenn sie die Gelegenheit der — leicht lesbaren — englischen Neuausgabe benutzen, um ihre Vorstellungen an der Quelle wieder aufzufrischen.

„Monetary Reconstruction“

Es ist selten, daß ein solches Buch fast ein halbes Jahrhundert nach seinem ersten Erscheinen noch immer frisch genug geblieben ist, um einer Neuauflage in hohem Maße würdig zu sein. Das ist eine hohe Auszeichnung. Aber es ist ganz unvermeidlich, daß es in diesem Zeitraum die Patina eines Buches angenommen hat, das in einer Zeit entstanden ist, deren Probleme, Erfahrungen und Debattepunkte, so interessant sie bleiben, vielfach doch nicht mehr die unsrigen sind, während andere an ihre Stelle getreten sind. Es gehört zu jener Gattung von Büchern, deren ehrenvolles, aber leicht melancholisches Schicksal es ist, sich selber in ihrer Aktualität zu schaden, indem und soweit sie eine neue communis opinio schaffen helfen. Es ist ihr Ruhm, sich selber zu verdunkeln, statt des weniger rühmlichen Schicksals, sich von anderen überholen und verdunkeln zu lassen, während es unsere Schuldigkeit ist, das nicht zu vergessen.

Der Verfasser dieses Buches besitzt Weltweisheit genug, um sich deswegen nicht zu kränken, und es ist zu hoffen, daß er das darin liegende Kompliment gerade wegen seiner Ehrlichkeit nicht verachten wird. Um so nachdrücklicher aber müssen wir ihm auch dafür danken, daß er mit einer Frische, die keine Patina erkennen läßt, von den klassischen Teilen seines Buches die Brücke zur Gegenwart geschlagen hat, und zwar durch einen umfangreichen Schlußteil, der uns unter dem Titel „Monetary Reconstruction“ die Folgerungen mitteilt, welche er aus seiner Theorie für die großen geld- und kreditpolitischen Probleme unserer Zeit zieht. Wer ihn kennt — und welcher Nationalökonom und Wirtschaftspolitiker wäre das nicht? —, wird sich von vornherein nicht darüber im unklaren sein, welche Folgerungen dies sind. Wer sie für richtig hält, wird sich über die Kraft und Entschiedenheit freuen, mit denen sie ausgesprochen sind. Wer sie aber verwirft, wird sie hoffentlich nicht lesen, ohne über diese Worte eines im ehrlichen Kampfe um Freiheit und Vernunft ergrauten, die meisten an Erfahrungen übertreffenden und ungewöhnlich scharfsinnigen Mannes ein wenig nachdenklich zu werden und sich ernstlich zu fragen, ob Mises so unrecht hat, wenn er die Inflation unserer Zeit als „the true opium of the people administered to



Frankfurter Bank

gegründet
1 8 5 4

— Außenhandelsbank —



them by anti-capitalist governments and parties“ entlarvt und den Band mit folgenden Sätzen schließt, die hier zur weiteren Kennzeichnung des Buches und seines Geistes zitiert seien: „The present unsatisfactory state of monetary affairs is an outcome of the social ideology to which our contemporaries are committed and of the economic policies which this ideology begets. People lament over inflation, but they enthusiastically support policies that could not go on without inflation. While they grumble about the inevitable consequences of inflation, they stubbornly oppose any attempt to stop or to restrict deficit spending . . . There cannot be any question of the gold standard as long as waste, capital accumulation, and corruption are the foremost characteristics of the conduct of public affairs. Cynics dispose of the advocacy of a restitution of the gold standard by calling it utopian. Yet we have only the choice between two utopias: the utopia of a market economy, not paralysed by government sabotage, on the one hand, and the utopia of totalitarian all-round planning on the other hand. The choice of the first alternative implies the decision in favor of the gold standard“.

Nicht „deflations-blind“

Diese Stellen sind charakteristisch für die Stoßrichtung des ganzen Buches. Es stört den Inflationismus in allen seinen geistigen und politischen Schlupfwinkeln auf und stellt ihn zum Kampfe. Nicht, daß der Verfasser blind sei gegen die Möglichkeit einer Deflation und ihre wirtschaftlichen Verheerungen. Im Gegenteil, eine der interessantesten und aktuellsten Stellen des Buches findet sich dort, wo er auf die ver-

hängnisvollen Folgen der Deflation hinweist, die sowohl nach den Napoleonischen Kriegen wie nach dem ersten Weltkriege dadurch entstanden ist, daß der Goldpreis nicht dem durch die Inflation gehobenen Preisspiegel angepaßt worden ist — ein Fehler, den die Welt heute wiederholt, solange nicht endlich der amerikanische Goldankaufspreis von 35 Dollars pro Unze entsprechend hinaufgesetzt worden ist. Aber da die schlimmste Nachwirkung einer solchen illusionistischen Politik immer darin besteht, durch die Folgen der so herbeigeführten Deflation nur dem Inflationismus neue Argumente zu liefern, so bricht sich auch hier nur um so stärker jene säkulare Tendenz zur Inflation Bahn, an der als einer betrüblichen Konstante nicht zu zweifeln ist, der so gut wie alles — der Mechanismus der modernen Demokratie, die vorherrschenden Ideologien, die Massenpsychologie, das Geflecht der Interessen und die Struktur der modernen Gesellschaft — in die Hand arbeitet und die das schleichende Gift unserer Kultur ist.

Der Widerstand der Wissenschaft gegen diese säkulare Tendenz zur Inflation ist bedenklich schwach geworden. Die raffiniertesten Theorien unserer Zeit — auch hier ist wieder Keynes als Ausgangspunkt zu nennen — haben ihn mit Argumenten unterhöhlt, denen die geistige Konstitution vieler nicht gewachsen ist und die daher den Wunsch nahelegen, daß unser Autor sich ausführlich mit ihnen auseinandergesetzt haben möchte. Aber das sollte das Verdienst eines Buches nicht herabsetzen, in dem der Widerstand gegen den Inflationismus jene Kraft gewonnen hat, die allein von Klarheit des Geistes und Unbestechlichkeit des Urteils ausgehen kann.

DIE POLITIKER UND DIE WÄHRUNG

Von Prof. Dr. Günter Schmolders

Mit dem Satz¹⁾ „Die gefährlichsten, wenn vielleicht auch ahnungslosen Feinde der Sparer und der Währung sitzen heute auf den Bänken des Parlaments“ hat Professor Dr. Karl-Maria Hettlage, Ministerialdirektor im Finanzministerium von Rheinland-Pfalz, kürzlich einen regelrechten Sturm im Wasserglas ausgelöst, obwohl er damit nur eine Tatsache feststellte, die für die Eigenart der wirtschafts- und finanzpolitischen Willensbildung in der Demokratie nun einmal kennzeichnend ist.²⁾ Die Ausgabenfreudigkeit und die Nachgiebigkeit der Parlamente gegenüber solchen Gruppen, die vom Staat Unterstützung, Vergünstigungen oder Kredite verlangen, wächst im Quadrat mit der Nähe des Wahltermins; Parteien, Koalitionen und Regierungen entdecken ihr Herz für stimmkräftige Wählerschichten, denen geholfen werden muß, und beilen sich, diese Hilfe in Gesetzen und Verordnungen zu fixieren, meist jedoch ohne konkrete Vorstellungen darüber, was die Summe ihrer und aller sonstigen Maßnahmen zur Steigerung und Fixierung von Ansprüchen an das Sozialprodukt für die Währung bedeutet.

Im Zeitalter der Goldwährung blieb diese menschlich-allzumenschliche Schwäche der parlamentarisch-politischen Willensbildung im allgemeinen ohne ernsthafte Folgen, solange alle Partner des administrativen und monetären Ablaufs sich streng an die ihnen durch dieses Währungssystem vorgeschriebenen Spielregeln hielten. Das Erfordernis des jährlichen Haushaltsausgleichs sorgte für eine ausreichende steuerliche oder anderweitig „abschöpfende“ Finanzierung der beschlossenen Mehrausgaben oder Mindereinnahmen; der Zwang zur jederzeitigen Einlösung ihrer Noten oder Einlagen in Gold veranlaßte die Notenbank zu einer vorsorglichen Liquiditätspolitik, die das Abströmen ihrer monetären Goldbestände ins Ausland durch rechtzeitige Krediteinschränkungen mit ihrer kostendrückenden und dadurch exportfördernden Wirkung verhinderte oder kompensierte, während zugleich das erhöhte Landeszinnsniveau Auslandsgelder herbeizog; die Lohnforderungen der Gewerkschaften stießen auf die letztlich am Weltmarktpreisniveau orientierte Obergrenze der Produktionskosten, deren Überschreitung Unrentabilität, Exportverluste und er-

neute Krediteinschränkungen, wenn nicht sogar Betriebsstilllegungen und Arbeiterentlassungen nach sich zog.

Der abgeschaltete Automatismus . . .

Dieser vielbewunderte, nach dem Zusammenbruch der Weltwirtschaft 1930/31 aber auch vielgeschmähte „Automatismus“ besaß eine Nebenwirkung, die in dem hier zur Rede stehenden Zusammenhang als besonderer Vorzug gelten muß; die Grenzen, bis zu denen die einzelnen Gruppen und Bevölkerungsschichten ihre politisch geltend gemachten Lebensansprüche ausdehnen konnten, waren durch das anonyme Funktionieren der Märkte und die sich auf ihnen vollziehende Preisbildung bestimmt und damit der Verantwortung der Regierung und der sie unterstützenden Parteien entzogen. Ob eine an Weltwirtschaft und Goldwährung beteiligte Volkswirtschaft sich eine Erhöhung ihrer „unproduktiven“ Staatsausgaben oder eine Steigerung der Lebenshaltung aller oder einzelner ihrer Bevölkerungsschichten „leisten“ konnte, darüber bestimmten anonyme Markt- und Kreislauf-„Gesetze“, nicht die von den Wählern berufenen oder zu berufenden Politiker und Gesetzgeber, die ihrerseits an übersehbare Aufgaben und klare Grundsätze gebunden waren; der Finanzminister hatte dafür zu sorgen, daß Ausgaben und Einnahmen der öffentlichen Kassen im Gleichgewicht blieben, der Notenbankpräsident, daß die Liquidität der Zentralbank, in Goldmünzen und -barren berechnet, die vorgeschriebenen Prozentsätze nicht unterschritt, und der Exporteur belehrte die Fabrikanten, welche Erlöse ihnen der Weltmarkt für ihre Erzeugnisse äußerstenfalls zugestehen würde, welche Produktionskosten einschließlich Lohnaufwendungen demnach höchstens erwirtschaftet werden konnten.

Mit der Abkehr vom Goldautomatismus und dem Übergang zur „autonomen“ oder „manipulierten“ Papierwährung sind inzwischen auch diese Automatismen des binnenwirtschaft-

¹⁾ Hettlage, K. M.: *Über Sparsamkeit und Wirtschaftlichkeit in der Verwaltung*, in: *Mitteilungen der Kommunalen Gemeinschaftsstelle für Verwaltungsvereinfachung*, Juli 1956.

²⁾ Vgl. hierzu die Betrachtung in Heft 22/1956, S. 820.



Wenn es das gäbe,
könnten Sie es bei uns leasen.



Autos und Computer zu leasen ist heute ganz normal. Wenn Ihr Leasingwunsch allerdings mal etwas ungewöhnlicher ausfällt: Wir beraten Sie bei jedem Ihrer Investitionspläne. Lernen Sie unser Angebot bei einem persönlichen Gespräch mit unseren Leasingberatern kennen. Weitere Informationen und Finanzierungsangebote erhalten Sie in Ihrer Geschäftsstelle und unter www.sparkasse.de. **Wenn's um Geld geht – Sparkasse.**

lichen Gleichgewichts ausgeschaltet worden; zugleich sind in Wissenschaft und Praxis die Spielregeln und Grundsätze, von denen das Zusammenwirken der Marktpartner und administrativen Stellen im Goldwährungszeitalter geleitet war, in Zweifel gezogen, relativiert oder schlechthin als „entthronte Ideale“ bezeichnet worden.³⁾ Das gilt für den jährlichen Haushaltsausgleich ebenso wie für die von der Pflicht zur Gold-einlösung ihrer Noten befreite Liquiditätspolitik der Zentralbank, aber auch für die autonome Lohn- und Preispolitik der „Sozialpartner“, die Sozialpolitik einschließlich der Rentengesetzgebung und die Beschlußfassung über die öffentlichen Ausgaben schlechthin; an die Stelle der anonymen Entscheidungen des Marktes tritt die Willensbildung gewählter oder beamteter Politiker, denen noch dazu die früher als unwandelbar geltenden festen Grundsätze und Spielregeln mit Vorliebe als unverbindlich oder überholt hingestellt werden.

. . . und die politisierte Währung

Die Währung, ehemals unantastbar durch ihre Verankerung in der natürlichen Knappheit des Goldes, in dem internationalen Automatismus der Wechselkurse und in den unbestrittenen Spielregeln der Zentralnotenbankpolitik, ist dadurch in unserer Zeit in weitem Umfange „politisiert“ und dem Zugriff der um die Behauptung und Verbesserung ihrer Lebensansprüche kämpfenden Gruppen und Bevölkerungsschichten preisgegeben worden; ein Finanzminister, der an dem Ideal des alljährlichen Haushaltsausgleichs festhält, gilt vielen als ebenso „unmodern“, wie es eine Zentralnotenbank wäre, die ihre Geldpolitik nach ihrem Gold- und Devisenbestand orientieren wollte. Vollends die „Sozialpartner“ fühlen sich bei Aushandlung der Löhne und Preise weitgehend unabhängig von Rücksichten auf die Währung, deren „Spiraleffekte“ sie nicht übersehen, oder auf die Weltmärkte, deren Preisbildung ihrerseits durch fiktive Wechselkurse und mehr oder weniger „weiche“ Währungen verfälscht ist. Die Währung, in Inflationszeiten geradezu ein Spielball gänzlich unverantwortlicher Kräfte und Mächte, ist infolgedessen heute auch in normalen Zeiten dem Ringen der politischen Gruppen um die Lebensansprüche der hinter ihnen stehenden Wähler und Tarifpartner in ganz anderem Grade ausgesetzt als ehemals; ihre Stabilität wird aus einem Axiom, einem „Datum“ des Wirtschaftsgeschehens, zu einem Problem, das täglich aufs neue gelöst werden muß und zu dessen Lösung keinerlei feste Maßstäbe oder allgemein anerkannte Grundsätze mehr zur Verfügung stehen, die den Politikern unmittelbar einleuchtend oder auch nur halbwegs plausibel erscheinen könnten.

Dazu kommt allerdings noch ein weiterer Umstand, der von der öffentlichen Meinung bisher noch weit weniger aufgenommen worden ist als die labile Situation, in der sich die Währung schon aus den bisher betrachteten Gründen befindet. Die Tatsache, daß mehr als ein Drittel oder gar nahezu die Hälfte der volkswirtschaftlichen Einkommensströme, der jährlichen Vermögensbildung und Kassenhaltung nicht mehr dem in sich geschlossenen Kreislauf der privaten Wirtschaft vorbehalten ist, sondern in der einen oder anderen Weise über die öffentlichen Kassen aller Art mit ihren andersgearteten Dispositionen geleitet wird, beschränkt unvermeidlich das Wirkungspotential der Geld- und Kreditpolitik; die Kredit- und Diskontmaßnahmen der Zentralbank wirken ja, im großen und ganzen betrachtet, nur noch auf die eine Hälfte der monetären Bewegungsmassen ein, während die andere davon mehr oder weniger unberührt bleibt.

Überforderte Notenbankpolitik

Otto Veit hat auf der letztjährigen Kreditpolitischen Tagung dieser Zeitschrift darauf hingewiesen, daß ganze Bereiche, wie beispielsweise der staatlich geförderte Wohnungsbau, praktisch zinsunempfindlich geworden sind, während die hohe Besteuerung auf der anderen Seite ebenfalls dahin wirkt, die Brems- und Selektionswirkung der (steuerlich als Betriebsausgaben abzugsfähigen) Fremdkapitalverzinsung abzuschwächen. Die Geldpolitik der Zentralbank ist damit, soweit es sich um das Mittel der Diskontmaßnahmen handelt, auch im Bereich der privaten Wirtschaft in ihrer Wirkungsbreite und -tiefe bedeutend eingeschränkt worden; der Offen-Markt- und der Mindestreservenpolitik, die beide ebenfalls nur auf die private Seite der Volkswirtschaft wirken können, fällt damit eine Aufgabe zu, der sie schon quantitativ in Boomzeiten kaum noch gewachsen sein können.

³⁾ Näheres vgl. Schmolders, G.: Finanzpolitik, Berlin und Heidelberg 1955, S. 252 ff.

Auf der anderen Seite hat es die Geldpolitik der Zentralbank in einer modernen Volkswirtschaft nicht mehr nur mit dem Umlauf ihrer Noten und den von ihr selbst gewährten Krediten, sondern daneben mit dem ganzen Kreditschöpfungspotential der privaten Wirtschaft und den zusätzlichen Giralgeldkreisläufen zahlreicher öffentlicher und halböffentlicher Kassen, Sondervermögen und Fonds zu tun, deren Dispositionen ihrerseits in mannigfacher Art und Weise politischen Einflüssen unterliegen. Charakteristisch für die dem monetären Gleichgewicht von dieser Seite her drohende Gefahr ist der „Colin-Clark“-Effekt, wie die krediterzeugende Kraft hoher Steuern in der neueren Finanzwissenschaft gern bezeichnet wird; eine Vorfinanzierung steuerlicher Verpflichtungen der privaten Unternehmungen durch die Banken und sonstige Geldinstitute bedeutet eine Schaffung zusätzlicher Ansprüche an das Sozialprodukt, denen keinerlei „produktive“ Leistung gegenübersteht, wie sie bei der Diskontierung echter Handelswechsel immerhin wenigstens vorausgesetzt wird.

Für die private Kreditschöpfung andererseits liegt in der Liquidität der Geldinstitute, soweit sie sich einigermaßen im Gleichschritt halten, praktisch überhaupt keine Grenze, da sie kaum Bargeld erfordert; das gleiche gilt für die große Masse der Geldbewegungen in der rein finanziellen Sphäre des Geld- und Kapitalmarktes, insbesondere auch der Börse. Überall werden hier im Einvernehmen zwischen Kreditnehmern und Geldinstituten, Lieferanten und Abnehmern, Teilzahlungskunden und Ladengeschäften, Finanzämtern und Steuerpflichtigen, ja zwischen Bundesvermögensträgern wie Bahn und Post, Ländern und Gemeinden und anderen fiskalischen und parafiskalischen Gebilden bargeldlose Zahlungen geleistet, versprochen und prolongiert, die letztlich an irgendeiner Stelle als Ansprüche auf das Sozialprodukt präsentiert werden können; freilich können sie auch, vorübergehend oder für die Dauer, durch Verwendung zur Schuldentilgung oder Überweisung an das Zentralbanksystem „stillgelegt“ oder sonst monetär unschädlich gemacht werden. Worauf es in diesem Zusammenhang ankommt, ist nur der Hinweis auf die Unbeständigkeit, Unvoraussehbarkeit und Unmeßbarkeit dieser Geld- und Kreditschöpfung, die sowohl durch Steuerzahlungen oder Vorgriffe auf spätere Einkommensteile (Abzahlungsverträge) wie durch „produktive“ Investitionen ausgelöst werden kann, deren Wirkung auf das Verhältnis zwischen Gesamtnachfrage und -angebot, das letztlich den Geldwert bestimmt, infolgedessen nicht vorauszusehen ist.

Mit dieser ungemein labilen und vielerlei Zugriffen preisgegebenen Währung haben es die Politiker, die sich für die finanziellen Belange von Bund und Ländern, für die Interessen der breiten Schichten oder der Rentner, für Landwirtschaft, Handel oder Gewerbe, für den Mittelstand oder für andere Gruppen einsetzen, heute zu tun. Niemand kann von ihnen verlangen, daß sie die komplizierten und vielschichtigen Zusammenhänge, die die monetären Vorgänge mit Zahlungsgleichgewicht zwischen Preis- und Lohnniveau, Angebot und Nachfrage, Investition und Ersparnis verbinden, in jeder Phase der Auseinandersetzungen vollkommen durchschauen und zur Richtschnur ihrer Entscheidungen machen; und doch wäre dies die Voraussetzung dafür, die Währungsfrage innerpolitisch auf sich beruhen zu lassen, wie dies in der Goldwährungsperiode am Platze war. Die Gefahr, daß den monetären „Vorgriffen“ auf das Leistungspotential der Volkswirtschaft, wie sie von den Sozialpartnern, den öffentlichen Haushalten und den kreditnehmenden Investoren unabhängig von- und nebeneinander geltend gemacht werden, schließlich die Deckung im erweiterten Sozialprodukt fehlt, dessen Zuwachs einem anderen Rhythmus und anderen marktlichen und außermärklichen Bedingungen unterliegt, als sie den weitgehend politisch motivierten und aus Machtkämpfen resultierenden Ansprüchen an das Sozialprodukt zugrundeliegen, ist infolgedessen nicht von der Hand zu weisen; die Währung ist am meisten durch diejenigen gefährdet, die am wenigsten von diesen Zusammenhängen verstehen oder auch nur etwas davon hören wollen.

Volkswirtschaftlicher „Nachhilfe-Unterricht“

Es rächt sich heute, daß in der Vergangenheit die Beschäftigung mit wirtschaftlichen Dingen in der Skala der kulturellen Werte als zweitrangig betrachtet zu werden pflegte; auch das „Juristenmonopol“, das die Ausbildung der höheren Verwaltungsbeamten beherrschte und weitgehend noch heute be-

herrscht, trägt keine geringe Mitschuld an der weitverbreiteten volkswirtschaftlichen Unbildung oder gar Halbbildung vieler Verantwortlicher in Regierung und Parlament. Wenn heute, noch nicht zehn Jahre seit der Währungsreform von 1948, von neuem der Schutz der Sparer zu einer organisatorisch und politisch vordringlichen Aufgabe geworden ist, so darf dies als Warnzeichen nicht so sehr für die Stabilität unserer Währung, als vor allem für die Problematik unserer politisch-parlamentarischen Willensbildung gelten; der volkswirtschaftliche „Nachhilfeunterricht“, der unseren führenden Politikern heute durch die öffentliche Diskussion der Währungsgefahren erteilt werden muß, die sich aus ihren Projekten ergeben, ist ein Hinweis auf die Versäumnisse, die auf diesem Gebiet zu beklagen sind.

Abhilfe könnte vielleicht die Beschäftigung mit den Zahlen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung bieten, die wenig-

stens gewisse quantitative Vorstellungen von den Globalgrößen der Volkswirtschaft vermittelt; der weitgehend qualitativ-psychologisch bedingten Problematik des Währungsgeschehens wird auch dieser Elementarkursus nicht gerecht. Die Beratung der Politiker durch Sachverständige ist in Mißkredit gekommen, seit Sachverstand und Amts- oder Geschäftsinteresse sich in vielen Fällen als untrennbar gekoppelt erwiesen haben; die Abgeordneten, die noch ein Gefühl dafür besitzen, sachlich überfragt zu sein, wollen wenigstens nicht noch dazu „überfahren“ werden. In den Vereinigten Staaten steht ihnen ein überparteilicher, mit qualifizierten Kräften besetzter „Reference Service“ zur Verfügung; auch das Vorhandensein derartiger Institute vermag jedoch nicht das Vertrauen zu ersetzen, das die erste Voraussetzung für ein engeres Verhältnis zwischen den Politikern und dem uneigennütigen Rat unabhängiger Fachleute ist.

Zukunft des Dollar — Zukunft der Demokratie

Von Professor Dr. Ludwig von Mises (New York)

Man verkennt die Probleme unserer Tage, wenn man von der Zukunft des Dollar spricht, ohne darauf hinzuweisen, daß es dabei um die Zukunft der demokratisch-republikanischen Staatsform geht. Der Dollar ist siech, weil die Politik der Parteien ihn hinsiechen läßt. Nur eine radikale Neugestaltung der politischen Ideologie könnte zu geordneten Währungsverhältnissen zurückführen.

In der „bösen“ Zeit des wirtschaftspolitischen Liberalismus wurde es als selbstverständlich hingenommen, daß die Bürger die Kosten des Staatsapparates zu bestreiten haben. Im Haushalt des Einzelnen erschien der Staat als ein Ausgabenposten. Heute herrscht die Auffassung vor, daß der Staat das Volk zu erhalten habe. Der Einzelne fragt: Was bekomme ich vom Staat? Er findet, daß der Staat ihm mehr schulde als er ihm wirklich gibt. Und als Wähler verleiht er dieser Auffassung Ausdruck.

Noch vor wenigen Jahren hielt man es für möglich, die Staatsausgaben vorwiegend durch Besteuerung der „Reichen“ zu decken. Progressive Besteuerung der Einkommen, der Vermögen und der Hinterlassenschaften sollte das Geld für eine den vermeintlichen Interessen der „werkstätigen“ Schichten dienende Politik beschaffen. Von dieser Methode darf man jedoch nichts mehr erwarten. In den Vereinigten Staaten würde selbst vollständige Konfiskation aller Einkommen über 25 000 Dollar kaum einige wenige Prozent des gegenwärtigen Fehlbetrages im Budget decken. Wollte man alle Staatsausgaben aus Steuereingängen bestreiten, müßte man auch die Empfänger der Staatswohlthaten besteuern. Das Prinzip des Wohlthatenspendenden Staates ist unvereinbar mit dem Prinzip des von Steuererträgen erhaltenen Staates. Der Wohlfahrtsstaat kann ohne schrankenlosen Inflationismus nicht bestehen. Das ist der Sinn der leidenschaftlichen Propaganda für schlechtes Geld.

Hören wir drei Stimmen: So heißt es in dem von Keynes verfaßten britischen Staatsdokument vom 8. April 1943, das die Bewegung einleitete, die zur Errichtung des International Monetary Fund führte: „Kreditausweitung . . . vollbringt das Wunder, Steine in Brot zu verwandeln.“ — Im Jahre 1946 erklärte der Chairman der Federal Reserve Bank of New York, Mr. Beardsley Ruml, in einem Vortrag: „Jeder souveräne Staat, der eine Institution besitzt, die in der Art einer modernen Zentralbank funktioniert und dessen Währung weder in Gold noch in irgendeine andere Ware einlösbar ist, genießt endgültige Unabhängigkeit vom Geldmarkt seines Landes.“ — Im Jahre 1944 erklärte Professor A. B. Lerner in einem Buche, das allgemein gepriesen wurde: „Der Zweck der Besteuerung ist keineswegs die Beschaffung von Geld, da doch die Regierung alles Geld, das sie benötigt, drucken kann; die wahre Absicht der Besteuerung ist, dem Steuerzahler weniger Geld zu belassen.“

Es ist nicht lange her, da wurde selbst in den Kreisen der offiziellen Wirtschaftswissenschaft die Zulässigkeit eines Defizits im Staatshaushalt mitunter bestritten. Auch die radikalere

Stimmen bechränkten die Befürwortung eines Defizits auf die Jahre schlechter Konjunktur und nahmen als selbstverständlich an, daß Überschüsse in den Jahren guten Geschäftsganges das Gleichgewicht wieder herstellen werden. Doch heute ist in den Vereinigten Staaten das Defizit zum System erhoben. Die Vorstellung, daß man ohne Defizit auskommen könne, wird als längst abgetaner Aberglaube verspottet. Wehe dem, der darauf hinweist, daß Defizit Inflation bedeutet. Unter Inflation versteht die offizielle Sprache nicht eine gewaltige Vermehrung der Geldmenge, sondern was die unausweichliche Folge einer derartigen Vermehrung ist: die fortschreitende Verteuerung aller Waren und Dienstleistungen. Nicht die Regierung macht Inflation, sagen die Sprachrohre der Bürokratie, sondern die Gewinnsucht der kapitalistischen Unternehmer.

„Something for nothing“

Der amerikanische Wähler beurteilt den Mann, der um seine Stimme wirbt, nach seinen Leistungen und Versprechungen. In den Wahlen für den Kongreß versichert der Kandidat, daß er sich für den Bau eines neuen Postamtsgebäudes oder für einen Zuschuß aus Bundesmitteln für die Verbesserung des städtischen Kanalisationssystems einsetzen werde. Der Kandidat für die Präsidentschaft spricht von einer Ausdehnung der Sozialversicherung, von gewaltigen öffentlichen Arbeiten zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit, von einer Erhöhung des gesetzlichen Mindestlohns. Alle suchen die Wähler durch Versprechungen persönlicher Vorteile zu gewinnen. Der Wähler soll „something for nothing“, er soll etwas umsonst erhalten. Die Frage, wer die Kosten tragen soll, wird nicht berührt. Es wird als selbstverständlich angenommen, daß die anderen, die „Reichen“, alles bezahlen werden.

Es ist zuzugeben, daß mitunter auch Stimmen laut werden, die auf die Notwendigkeit hinweisen, überflüssigen Aufwand zu vermeiden. Doch der einzelne congress-man versteht unter Verschwendung öffentlicher Mittel nur das, was in den Wahlbezirken anderer Abgeordneter ausgegeben wird. Was für die Wähler seines Bezirkes geschieht, ist „im nationalen Interesse“ unbedingt notwendig. Das Um und Auf dessen, das hinter den Kulissen des Kongresses vor sich geht, ist die Verabredung: Stimmt Du für meine Belange, dann will ich für Deine stimmen.

Von diesem Gesichtspunkte ist die große Steuervorlage zu beurteilen, die gegenwärtig in Verhandlung steht. Die Demokratische Partei will durch gewaltigen Steuernachlaß Stimmen für die Wahl im November 1964 gewinnen. Die Ausgaben werden nicht nur nicht eingeschränkt, sie werden beträchtlich erweitert. Das Ergebnis ist wachsendes Defizit, wachsende Inflation.

Um so besser — denkt der Politiker der „Linken“. Die Inflation, die Verteuerung der Lebenskosten, macht die Massen unzufrieden; das wird uns die Möglichkeit bieten, unsere sozialistischen Pläne zu verwirklichen. Wir werden endlich dazu ge-

langen, Preise und Löhne festzusetzen und damit die ganze Wirtschaft behördlicher Lenkung zu unterwerfen. Das Ideal dieser Parteien, die sich heute in den Vereinigten Staaten „liberal“, fortschrittlich und demokratisch nennen, ist, was man in deutscher Sprache Zwangswirtschaft genannt hat.

Der große Betrug

Man versteht nun, weshalb alle „Realpolitiker“ die wenigen Verfechter der Rückkehr zu geordneten Währungsverhältnissen als Utopisten und Idealisten verspotten. Die Goldwährung würde den Politikern die Möglichkeit entziehen, ihre Verschwendungspolitik fortzusetzen. Was die Goldwährung auszeichnet, ist gerade das, daß sie die Gestalt der Kaufkraft der Geldeinheit unabhängig macht von der Einwirkung der Regierungen und der politischen Parteien.

Vor die Wahl gestellt zwischen dem Verzicht auf eine populäre Ausgabe und der Einführung einer unpopulären Steuer, zieht der durchschnittliche Politiker „ein wenig Inflation“ vor. Was der geordnete demokratische Staat braucht, ist Goldwährung der Bamberger Art, nicht etwa Goldkernwährung. Goldmünzen müssen im Verkehr umlaufen. Dann wird jeder Versuch einer Inflation die Wirkung des Gresham'schen Gesetzes auslösen, Gold wird sofort aus dem Verkehr verschwinden, und die Menge wird wissen und verstehen, was vorgeht. Der große Betrug, der Inflation ermöglicht, wird rasch aufgedeckt werden.

Demokratie und Parlamentarismus können auf die Dauer nicht ohne Goldwährung auskommen. Hemmungsloser Inflationismus führt nicht nur zum Zusammenbruch des Geldwesens. Er erzeugt auch die schwerste Krise aller volkstümlichen Regierungsformen.

Inflationen kann man wie Diktaturen nur bekämpfen, ehe sie die Macht übernommen haben.

Alfred Müller-Armack

Hinter den glitzernden Kulissen von staatlichen Maßnahmen zu „globaler“ Beeinflussung des wirtschaftlichen Geschehens geht unentwegt der alte Streit weiter: Läßt sich das sogenannte Wachstum, läßt sich die Vollbeschäftigung mit Kaufkraftstabilität vereinigen? Die Wirtschaftspolitiker versuchen immer wieder, diese Synthese als möglich und praktikabel darzustellen, aber die wirtschaftliche Wirklichkeit sieht anders aus, zum guten Teil schon insofern, als die sich als Lenker der Konjunktur gerierenden Experten gar nicht in der Lage sind, einen geraden Kurs zu steuern. Das gilt sowohl für die Geldpolitiker wie auch für die Fiskalpolitiker. Für den um Unvoreingenommenheit bemühten und sozusagen außenstehenden Beobachter wirkte es beispielsweise nicht gerade überzeugend, wenn die Deutsche Bundesbank fast zur gleichen Zeit, in der sie die Öffentlichkeit in ihrem monatlichen Bericht davon unterrichtete, die konjunkturelle Lage in der Bundesrepublik lasse „bisher keine Symptome erkennen, die eine Auflockerung der Kreditpolitik angezeigt erscheinen ließen . . .“ — es wirkte nicht gerade überzeugend, wenn die Notenbank achtundvierzig Stunden später den Diskont- und den Lombardsatz senkte, im gleichen Atemzug aber verlauten ließ, dies bedeute keinen Kurswechsel. Die Dramatisierung, die einige Zeitungen diesen Vorgängen widmeten, ging jedoch ein wenig zu weit. Es gab und gibt viel Wichtigeres: Noch weniger überzeugend wirkt die sogenannte antizyklische Fiskalpolitik, wenn unmittelbar nach der Beschlußfassung des Gesetzgebers über eine Maßnahme, die mindestens momentan als Steuererhöhung zum Zwecke der Geldsterilisierung wirken soll, wenn also unmittelbar nach Einführung des in mehr als einer Hinsicht problematischen Zuschlags zur Einkommen- und Körperschaftsteuer ein Haushaltsplan für 1971 mit rund 12 Prozent Plus gegenüber 1970 und mit Steigerungsraten von jeweils 8 bis 9 Prozent für die folgenden Jahre publiziert wird — Signale für weitere Forcierung der Superkonjunktur!

Die Macht der Inflation

Das muß zunächst einmal dazu führen, daß die Skepsis gegenüber der „Globalsteuerung“ sich verstärkt. Die Sorge, das Schiff könnte ins Schlingern geraten, wächst um so mehr, als gleichzeitig die Divergenzen in der Beurteilung der konjunkturellen Aussichten, ja bereits der gegenwärtigen Situation sich zu erweitern scheinen. Wenn ein zu strenger Objektivität neigender und zugleich über einen weiten Horizont verfügender Industrieller wie Gerd Take, der Vorstandsvorsitzer von Siemens, die „Morgensonne der Rezession“ schon am Himmel stehen sieht, so wiegt eine solche Feststellung doch wohl etwas mehr als der anhaltende Streit der wissenschaftlichen Institute der verschiedensten Art, die sich wieder einmal in esoterischen intellektuellen Duellen ergehen, wobei ein immer deutlicher werdendes Desinteressement der sogenannten öffentlichen Meinung zu konstatieren ist. Viele Leute fangen an, es für möglich zu halten, daß wir nach amerikanischem Muster in eine Entwicklung hineinrutschen, bei der trotz flaueren Geschäftsganges die schleichende Inflation andauert. Andere orakeln von neuem über die angebliche Notwendigkeit, daß die Bundesrepublik sich durch erneute Wechselkursänderung von der internationalen Geldentwertung abhängen müsse. Wieder andere malen den Zwang zur Errichtung administrativer Dämme gegen den Inflationimport, gegen den Zufluß von Auslandsgeld an die Wand, verbunden mit dem Versuch, die Kreditexpansion im Innern durch Kontingentierung, Plafondierung, oder wie immer man es nennen mag, zu unterbinden.

Alle diese Überlegungen verdecken den Blick auf die tiefen Gründe der Unvereinbarkeit von Kaufkraftstabilität und Vollbeschäftigung. Diese beiden Ziele sind, wie das deutsche Beispiel zeigt, doch offensichtlich so lange unvereinbar, wie man unter Vollbeschäftigung einen Zustand verstanden wissen möchte, in dem praktisch die große Masse der Arbeitnehmer jeden Tag den Arbeitsplatz nicht nur ohne Risiko wechseln kann, sondern ganz im Gegenteil mit der Chance höheren Einkommens. Das ist es, was die allgemeine Inflationsmentalität ausmacht, wie man sich neuerdings ausdrückt, und an dieser Stelle reichen die Wurzeln weit in den Boden der Abneigung gegen einfache Prinzipien der Marktwirtschaft und der Verständnislosigkeit ihnen gegenüber hinein. Professor Karl Schiller spricht von seiner

Überzeugung, daß Unternehmer und Arbeitnehmer „die gemeinwirtschaftlichen Erfordernisse beachten werden“ — eine blasse Illusion angesichts der Realitäten eines überstrapazierten Arbeitsmarkts, auf dem weder „einkommenspolitische“ Schlagworte noch moralisierende Hinweise auf „das Ganze“, das Gesamtinteresse, das Gemeinwohl, oder wie immer man dieses Phantom betiteln mag, die Fakten zu ändern vermögen. Wenn den Menschen das Bewußtsein eingepflegt wird, daß die politischen Führer für Herrn Jedermanns Arbeit und Verdienst geradzustehen haben und daß ihnen der Himmel den Verstand gegeben habe, dieses Versprechen wahrzumachen, so verflüchtigt sich das Gefühl, daß der einzelne selbst mit seiner Leistung sich die Garantie für seine Existenzmöglichkeiten zu schaffen hat, daß also, anders ausgedrückt, das Gemeinwohl nur als Summe individueller Leistungen und eines universellen Konkurrenzdrucks verstanden werden kann. In einer geistigen Atmosphäre, wie sie durch die Theorien des Wohlfahrtsstaates erzeugt und von den modernen Politikern konserviert wird, helfen keine Symptomkuren und keine Tricks wie zum Beispiel die Methoden der Geldstilllegung oder Geldfreigabe je nach der konjunkturellen und monetären Situation. Der Gedanke, die Regierung darüber befinden zu lassen, wieviel Geld die Staatsbürger ausgeben sollen oder können oder dürfen und wieviel ihnen jeweils entzogen werden müßte, um eine Art von Gleichgewicht auf den Märkten der Güter und Leistungen zu schaffen, mag allen, die an die Machbarkeit des Wirtschaftslebens glauben, bestechend erscheinen. In Wirklichkeit hat aber die Praktizierung dieser Rezepte der New Economics bisher nicht viel anderes bewirkt, als daß die Steuerbelastung gestiegen und die Inflation, wenn nicht beschleunigt, so doch keineswegs gebremst worden ist.

Es gehört schon eine gute Portion Illusionismus dazu, von dem jetzt eingeleiteten Experiment der Geld-Sterilisierung durch den Steuerzuschlag etwas anderes, Besseres zu erhoffen. Auch wer sich vor Prophezeiungen zu hüten strebt, wird befürchten müssen, daß die Einkommensverkürzung lediglich oder überwiegend zu Lasten der Sparquote gehen wird, die ohnehin Labilitätssymptome zu zeigen beginnt. Kann man, um ins Konkrete zu gehen, vom Staatsbürger erwarten, daß er seiner Ehefrau eine Kürzung des Wirtschaftsgelds vorschlägt oder gar aufzwingt? Die Inflation mit Steuerzuschlägen zum Stehen bringen zu wollen, ist schlicht gesagt, weltfremd, unter anderem auch schon deshalb, weil, wie man leider sagen muß, das Rückzahlungs- oder Anrechnungsversprechen einfach nicht geglaubt wird. Damit ist nicht gesagt, daß die regierenden Männer dolos handeln, aber daß das Publikum ihnen dies zutraut, das kann kaum zweifelhaft sein. Vielleicht wären solche Eindrücke gar nicht entstanden, wenn die Konjunkturpolitiker einschließlich des Finanzministers den Steuerschuldnern eine Verzinsung der vor auszuhaltenden Beträge in Aussicht gestellt hätten, denn dann würden diese Summen den Charakter einer Art von Krediten erhalten, wenn auch von Krediten mit Kontrahierungszwang. Abgesehen davon wirkt die Nichteinhaltung der gesetzlich statuierten Verpflichtung zur Abschaffung der sogenannten Ergänzungsabgabe zur Einkommen- und Körperschaftsteuer enttäuschend und stärkt das Mißtrauen auch in die Währung.

Es ist kein Verlaß auf Vater Staat — dieses Gefühl ist weit verbreitet, und so befürchtet heute wohl die Mehrzahl der

Staatsbürger, daß die Regierenden den Steuerzuschlag allenfalls aus dem Erlös späterer Steuererhöhungen zurückzahlen werden. Schon allein diese Vermutungen machen den Zuschlag untauglich als konjunkturpolitisches Instrument. Zugleich löst der Zuschlag verstärktes Streben nach Hinaufschraubung der Nominaleinkommen, der Löhne und Gehälter aus, ein Streben, dem angesichts der Situation auf dem Arbeitsmarkt nichts entgegensteht — außer Deklamationen, die sich jetzt besonders rasch abnutzen. Dies wiederum ist es, das sei hier wiederholt, was die allgemeine Inflationsmentalität ausmacht.

Alfred Müller-Armacks Ausspruch, der als Motto am Anfang dieser Skizze steht, läßt dabei verschiedene Deutungen zu. Man kann ihn als eine Mahnung auslegen, die heute vielerorts übliche Verharmlosung der Inflation zu bekämpfen und es nicht erst so weit kommen zu lassen, daß die Inflation „die Macht übernimmt“, oder aber als Resignation, als Klage, es sei schon so weit gekommen, sie, die Inflation, habe die Machtübernahme schon vollzogen, und demgemäß sei der Widerstand aussichtslos. Diese zweite Version ist, das sollte nicht verheimlicht werden, bereits weit verbreitet, und zwar nicht nur bei uns, sondern auch draußen in der Welt, wobei die Unterschiede der Auffassungen nur noch graduell zu verstehen sind. Die Skepsis gegenüber der Stabilität kann sich auf die historische Erfahrung berufen, wonach noch niemals eine Geldeinheit ihre Kaufkraft auf die Dauer behalten hat. Das läßt sich in der Tat nicht bestreiten, aber man könnte dieser Feststellung immerhin entgegenhalten, daß eine Zivilisation, die so vieles einstmals unmöglich Erscheinende verwirklicht hat, die in Technik und Organisation so viele Fortschritte erzeugt hat, wie es tatsächlich geschehen ist, doch vielleicht auch mit dieser Aufgabe fertig werden könnte: die Kaufkraft des Geldes stabil zu halten. Muß die Tatsache, daß dies bisher nicht gelungen ist, zugleich bedeuten, daß es nie gelingen kann? Müssen wir uns damit zufrieden geben, die Inflation bei kleinem Feuer zu halten? Möglicherweise wird auch dies nicht gelingen können, wenn die Politiker sich weiter darauf kaprizieren, die Supervollbeschäftigung zu garantieren und auf diese Weise den Inflationsgeist zu kultivieren.

Das Jahrhundert der Inflationen, diesen Titel gab vor einigen Jahren Erwin Hielscher einem Buch, in dem er die Erfahrungen eines langen Lebens niederlegte, Erkenntnisse und Vermutungen, erwachsen auf dem Boden bankgeschäftlicher, administrativer und theoretischer Betätigung, wesentlich mitbestimmt durch Mitwirkung bei der Geldreform von 1948, also bei dem Schlußstrich unter die bislang letzte Inflations-„Machtübernahme“ der deutschen Geschichte. Menschliche und ökonomische Hoffnungen sträuben sich gegen eine Resignation, in die solche Formeln wie die vom Jahrhundert der Inflation oder der Aphorismus von Müller-Armack ausufern könnten. Zugleich ist aber die Gefahr nicht gering zu schätzen, daß aus einer solchen Resignation heraus sich Strohhalme anbieten wie etwa ein Rückfall in zwangswirtschaftliche Methoden im Innern wie nach außen, negative Devisenbewirtschaftung und quantitative Kreditkontrollen — sie würden am Ende die Währung nur noch mehr diskreditieren: Dies eine wenigstens sollte man aus der Geschichte gelernt haben. Mit Stückweiser Preisgeber der Freiheit erkaufen wir uns nicht mehr, sondern weniger Vertrauen und gefährden desto gründlicher die Stabilität. V. M.

B Börsen

Turquoise: verhaltener Marktstart

Mit einem Ersttagsvolumen von 700 000 Euro in den drei handelbaren Dax-Titeln (Allianz, Altana und Salzgitter) ist Mitte August dieses Jahres die von neun Investmentbanken getragene alternative Handelsplattform Turquoise an den Start gegangen. Die Plattform ermöglicht es in sogenannten Dark Pools größere Orders zu platzieren, ohne dass der Name des Auftraggebers oder die Details des Geschäfts sichtbar werden. Außer den drei deutschen Papieren wurden am Starttag fünf britische Titel gehandelt, das erreichte Volumen wird mit 4,6 Millionen britischen Pfund angegeben.

Der Vollstart des Marktes ist für Mitte September dieses Jahres geplant. Dann sollen knapp 1 300 Titel aus 13 Ländern handelbar sein. Aufgrund von Schwierigkeiten mit der Abwicklung bleiben die Aktienmärkte in Spanien und Italien dabei zunächst außen vor. Rund 300 Titel wollen die Betreiber künftig im offenen Orderbuch halten, den Rest im Dark Pool.

CME-Angebot für Nymex erfolgreich

Die Aktionäre der New York Mercantile Exchange (Nymex) haben mit 650 von 816 Stimmen das Übernahmeangebot der Chicago Mercantile Exchange (CME) angenommen. Der Preis für die Transaktion, mit der die CME ihre Position als weltweit größte Derivatebörse ausbauen will, wird auf 8,3 Milliarden US-Dollar beziffert. Die Offerte war zuvor zweimal aufgebessert worden.

Bats: Börsenlizenz erhalten

Die elektronische Bats Trading, an der unter anderem die Deutsche Bank beteiligt ist, hat Mitte August dieses Jahres von der

US-amerikanischen Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) die Lizenz als Wertpapierbörse erhalten. Die Umstellung vom elektronischen Markt auf den Börsenbetrieb soll nach etwa 60 Tagen abgeschlossen sein, heißt es von Bats. Beantragt hatte Bats die Lizenz im November vergangenen Jahres.

Berlin: „Maker/Taker“-Preismodell

Vor dem Start der neuen Handelsplattform Equiduct Trading überarbeitet die Börse Berlin ihr bestehendes Preismodell. Das „Pricing“ im organisierten Markt Equiduct Trading geht dabei in eine „Maker/Taker“-Struktur über. Damit wird am ursprünglich geplanten, schwer mit anderen Handelsplätzen zu vergleichenden Modell mit fixen Preisbereichen nicht mehr festgehalten.

Das Berliner Marktmodell besteht aus zwei Segmenten. Im Hybrid Book, einem offenen Orderbuch, wird die „aggressive“ Orderausführung (Gegenorder auf eine bereits im Buch vorhandene Order, die zur Ausführung führt) mit 0,30 bps (Basispunkten) in Rechnung gestellt und die „passive“ Orderausführung (Order wird in das Buch eingestellt und wartet dort, bis eine Gegenorder zur Ausführung führt) mit 0,15 bps vergütet.

Das Partner-Ex-Modul ist das Premium-Produkt von Equiduct Trading. Dabei wird der VBBO (Volume weighted Best Bid and Offer) als bester Preis garantiert. Der VBBO wird durch die Simulation von Teilausführungen an den relevanten europäischen Referenzmärkten, wie LSE, Xetra, Nyse Euronext oder Chi-X berechnet. Außerdem werden bei der Berechnung des VBBO auch neue Märkte, unter anderem Turquoise und Nasdaq/OMX European Blue Chips berücksichtigt.

Die notwendigen Marktdaten stellt die Börse ohne Anbindungs- oder Betriebsgebühren bereit. Außerdem ist der VBBO in Echtzeit und ebenfalls ohne zusätzliche Kosten verfügbar. Nur der direkte Zugang zu den Echtzeit-Datenströmen der Markt-

daten (Level I und II) werde mit 30 Euro pro Monat berechnet. Zeitverzögerte Daten sind kostenfrei erhältlich.

Börse Stuttgart und Goldman Sachs

In Zusammenarbeit mit dem Partner Structured Solutions AG sowie dem Emittenten Goldman Sachs hat die Börse Stuttgart einen Index zum Thema Eisenbahntransport aufgelegt. Basierend auf den Infracore Global Railway Performance-Index können die Anleger seit Mitte August dieses Jahres über ein Index-Zertifikat von Goldman Sachs in das Segment des Eisenbahn-Personen- und Güterverkehrs investieren.

Der Index beinhaltet die weltweit größten Unternehmen, die im Bereich des Eisenbahn-Personen- und/oder Güterverkehrs tätig sind beziehungsweise deren Geschäftstätigkeit mit diesem Sektor in enger Verbindung steht. Dazu gehören beispielsweise die Union Pacific Corp. aus den USA, West Japan Railway aus Japan und die Firstgroup aus Großbritannien. Der Index soll maximal 20 Mitglieder umfassen, deren Gewicht vierteljährlich überprüft und angepasst wird. Die Indexmitglieder werden nach Marktkapitalisierung gewichtet, wobei der prozentuale Anteil eines Indexmitglieds bei zehn Prozent gekappt wird. Die kumulative prozentuale Gewichtung der Indexmitglieder, welche einem bestimmten Indexland zugeordnet sind, ist an den Anpassungstagen auf 30 Prozent beschränkt.

Xontro: Neuregelung der Verträge

Bei dem gemeinsam von der Deutsche Börse AG, Frankfurt am Main, und den deutschen Regionalbörsen über die Brain-Trade Gesellschaft für Börsensysteme mbH betriebenen Handelssystem Xontro wurden die Verträge neu gestaltet. Demnach wird die Abrechnung bei der Plattform für Skontroführerbörsen von der Schlussnote als entscheidendem Kriterium für die Abrechnung auf technische Parameter umgestellt. Als Ziel der Neuordnung wird eine fairere Zuordnung der Kosten zu den Börsen genannt.



Zentralbanken

Konsolidierter Wochenausweis des Eurosystems (in Millionen Euro)

Erläuterung der EZB-Wochenausweise

In der Woche zum 8. August 2008 spiegelte der Rückgang um 14 Millionen € in **Gold und Goldforderungen** (Aktiva 1) die Veräußerung von Gold durch eine Zentralbank des Eurosystems wider (in Übereinstimmung mit der Vereinbarung der Zentralbanken über Goldbestände, die am 27. September 2004 in Kraft trat). Die Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (Aktiva 2 und 3 abzüglich Passiva 7, 8 und 9) verringerte sich aufgrund von Kunden- und Portfoliotransaktionen um 0,3 Milliarden € auf 165,7 Milliarden €. Die Bestände des Eurosystems an marktgängigen **Wertpapieren in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet** (Aktiva 7) nahmen um 1,1 Milliarden € auf 110,6 Milliarden € ab. Der **Banknotenumlauf** (Passiva 1) erhöhte sich um 1,7 Milliarden € auf 690,3 Milliarden €. Die **Einlagen von öffentlichen Haushalten** (Passiva 5.1) gingen um 2,7 Milliarden € auf 56,8 Milliarden € zurück.

Die Nettoforderungen des Eurosystems an Kreditinstitute (Aktiva 5 abzüglich Passiva 2.2, 2.3, 2.4, 2.5 und 4) sanken um 6 Milliarden € auf 459,9 Milliarden €. Am Mittwoch, dem 6. August 2008, wurde ein **Hauptrefinanzierungsgeschäft** in Höhe von 166 Milliarden € fällig, und ein neues Geschäft in Höhe von 160 Milliarden € wurde abgewickelt. Die Inanspruchnahme der **Spitzenrefinanzierungsfazilität** (Aktiva 5.5) blieb praktisch unverändert bei nahe null. Die Inanspruchnahme der **Einlagefazilität** (Passiva 2.2) belief sich auf 0,1 Milliarden €, was in etwa dem Betrag der Vorwoche entsprach.

Im Ergebnis aller Transaktionen verringerten sich die **Einlagen** der Kreditinstitute auf **Girokonten** beim Eurosystem (Passiva 2.1) um 3,7 Milliarden € auf 211 Milliarden €.

In der Woche zum 15. August 2008 spiegelte der Rückgang um 24 Millionen € in **Gold und Goldforderungen** (Aktiva I) die Veräußerung von Gold durch eine Zentralbank des Eurosystems (in Übereinstimmung mit der Vereinbarung der Zentralbanken

Aktiva	25.7.2008	1.8.2008	8.8.2008	15.8.2008
1 Gold und Goldforderungen	208 368	208 342	208 328	208 304
2 Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	135 536	136 858	136 991	136 611
2.1 Forderungen an den IWF	9 228	9 276	9 272	9 262
2.2 Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva	126 308	127 582	127 719	127 349
3 Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	54 928	54 698	54 641	59 133
4 Forderungen in € an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	15 160	16 401	17 014	16 288
4.1 Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen und Kredite	15 160	16 401	17 014	16 288
4.2 Forderungen aus Kreditfazilität im Rahmen des WKM II	0	0	0	0
5 Forderungen in € aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	475 519	466 022	460 023	476 088
5.1 Hauptrefinanzierungsgeschäfte	175 500	165 999	160 000	176 002
5.2 Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	300 016	300 018	300 021	300 007
5.3 Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
5.4 Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
5.5 Spitzenrefinanzierungsfazilität	1	0	0	75
5.6 Forderungen aus Margenausgleich	2	5	2	4
6 Sonstige Forderungen in € an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	34 955	35 232	35 884	36 926
7 Wertpapiere in € von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	112 034	111 658	110 585	110 011
8 Forderungen in € an öffentliche Haushalte	37 456	37 456	37 456	37 456
9 Sonstige Aktiva	376 943	377 895	380 717	379 390
Aktiva insgesamt	1 450 899	1 444 562	1 441 639	1 460 207
Passiva	25.7.2008	1.8.2008	8.8.2008	15.8.2008
1 Banknotenumlauf	683 850	688 625	690 348	690 190
2 Verbindlichkeiten in € aus geldpolitischen Operationen gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	208 670	214 824	211 131	232 856
2.1 Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	208 556	214 732	211 037	232 812
2.2 Einlagefazilität	74	87	88	41
2.3 Termineinlagen	0	0	0	0
2.4 Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
2.5 Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	40	5	6	3
3 Sonstige Verbindlichkeiten in € gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	254	227	190	148
4 Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen	0	0	0	0
5 Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	87 785	66 414	63 463	57 541
5.1 Einlagen von öffentlichen Haushalten	80 969	59 529	56 796	50 821
5.2 Sonstige Verbindlichkeiten	6 816	6 885	6 667	6 720
6 Verbindlichkeiten in € gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	77 986	78 868	78 153	81 711
7 Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	2 909	2 093	1 355	1 166
8 Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	16 335	18 325	19 464	19 448
8.1 Einlagen, Guthaben, sonstige Verbindlichkeiten	16 335	18 325	19 464	19 448
8.2 Verbindlichkeiten aus der Kreditfazilität im Rahmen des WKM II	0	0	0	0
9 Ausgleichsposten für vom IWFs zugeteilte Sonderziehungsrechte	5 120	5 120	5 120	5 120
10 Sonstige Passiva	143 956	146 032	148 380	147 990
11 Ausgleichsposten aus Neubewertung	152 364	152 364	152 364	152 364
12 Kapital und Rücklagen	71 670	71 670	71 671	71 673
Passiva insgesamt	1 450 899	1 444 562	1 441 639	1 460 207

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

über Goldbestände, die am 27. September 2004 in Kraft trat) sowie den Nettoverkauf von Goldmünzen durch eine andere Zentralbank des Eurosystems wider. Die Netto-position des Eurosystems in Fremdwährung (Aktiva 2 und 3 abzüglich Passiva 7, 8 und 9) erhöhte sich aufgrund von Kunden- und Portfoliotransaktionen sowie von liquiditätszuführenden Geschäften in US-Dollar um 4,3 Milliarden € auf 170 Milliarden €.

Am Donnerstag, dem 14. August 2008, wurde ein liquiditätszuführendes Geschäft in US-Dollar in Höhe von 25 Milliarden US-Dollar fällig, und ein neues Geschäft in Höhe von 20 Milliarden US-Dollar und mit einer Laufzeit von 28 Tagen wurde abgewickelt. Am selben Tag wurde ein weiteres liquiditätszuführendes Geschäft in US-Dollar in Höhe von 10 Milliarden US-Dollar und mit einer Laufzeit von 84 Tagen abgewickelt. Diese Geschäfte wurden vom Eurosystem im Zusammenhang mit dem befristeten wechselseitigen Währungsabkommen (Swap-Vereinbarung) zwischen der EZB und dem Federal Reserve System durchgeführt.

Die Bestände des Eurosystems an markt-gängigen **Wertpapieren in Euro von An-sässigen im Euro-Währungsgebiet** (Aktiva 7) nahmen um 0,6 Milliarden € auf 110 Milliarden € ab. Der **Banknoten-um-lauf** (Passiva 1) verringerte sich um 0,2 Milliarden € auf 690,2 Milliarden €. Die **Einlagen von öffentlichen Haushal-ten** (Passiva 5.1) gingen um 6 Milliarden € auf 50,8 Milliarden € zurück.

Die Nettoforderungen des Eurosystems an Kreditinstitute (Aktiva 5 abzüglich Passiva 2.2, 2.3, 2.4, 2.5 und 4) erhöhten sich um 16,1 Milliarden € auf 476 Milliarden €. Am Mittwoch, dem 13. August 2008, wurde ein **Hauptrefinanzierungsgeschäft** in Höhe von 160 Milliarden € fällig, und ein neues Geschäft in Höhe von 176 Milliarden € wurde abgewickelt. Am Donnerstag, dem 14. August 2008, wurde ein zusätz-liches **längerfristiges Refinanzierungsge-schäft** in Höhe von 50 Milliarden € fällig, und ein neues Geschäft in Höhe von 50 Milliarden € wurde abgewickelt. Die Inanspruchnahme der **Spitzenrefinanzie-rungsfazilität** (Aktiva 5.5) belief sich auf 0,1 Milliarden € (gegenüber praktisch null in der Vorwoche). Die Inanspruchnahme der **Einlagefazilität** (Passiva 2.2) betrug praktisch null (gegenüber 0,1 Milliarden € in der Vorwoche).

Im Ergebnis aller Transaktionen erhöhten sich die **Einlagen** der Kreditinstitute **auf Girokonten** beim Eurosystem (Passiva 2.1) um 21,8 Milliarden € auf 232,8 Milliarden €.

Internationale Rolle des Euro

Die Europäische Zentralbank hat Anfang Juli 2008 ihren Bericht über die internationale Rolle des Euro (Review of the interna-tional role of the euro) veröffentlicht, der vor allem auf die Entwicklung im Jahr 2007 eingeht. Im untersuchten Zeitraum waren demnach bei der internationalen Verwend-ung des Euro je nach Marktsegment un-terschiedliche Entwicklungen zu verzeich-nen. An den Märkten für internationale Schuldverschreibungen ging der Anteil des Euro (bei enger Abgrenzung) im Beobach-tungszeitraum um rund einen Prozent-punkt zurück und belief sich im Dezember 2007 auf 32,2 Prozent. Diese Verringerung schreibt die EZB unter anderem den anhal-tenden Turbulenzen an den Finanzmärkten zu.

Was das internationale Bankgeschäft betrifft, so stieg der Anteil des Euro am ausstehenden Kreditvolumen um 1,1 Pro-zentpunkte, nahm aber bei den grenzüber-schreitenden Einlagen um 1,8 Prozent-punkte ab. Die Nutzung des Euro auf den Devisenmärkten blieb dagegen weitgehend unverändert. Laut Angaben zu den Devi-sengeschäften, die über das Continuous-Linked-Settlement-System (CLS-System) abgewickelt wurden, kam es bei der täg-lichen Abwicklung im Durchschnitt zu einem leichten Rückgang des Euro-Anteils von 39,1 Prozent im Jahr 2006 auf 37,8 Prozent im Jahr 2007. Aus umfassenderen Erhebungsdaten der Bank für Internati-onalen Zahlungsausgleich (BIZ) geht hervor, dass im April 2007 rund 37 Prozent der Devisenumsätze auf den Euro entfielen, was in etwa den Zahlen der letzten, vor drei Jahren durchgeführten Umfrage ent-spricht.

An den Derivatmärkten, die erstmals in diesem Bericht erfasst wurden, kommt dem Euro je nach Marktsegment eine sehr un-terschiedliche Bedeutung zu. Bei Wäh-rungsderivaten hat sich die führende Rolle des US-Dollar als Vehikeldwährung, die er

auch an den traditionellen Devisenmärkten spielt, eindeutig bestätigt. An den Märkten für Zinsderivate hingegen liegt der Euro anteilmäßig vor allen anderen Währun-gen. Die Verwendung des Euro als Abwick-lungs- oder Fakturierungswährung im internationalen Handel der Staaten des Euro-Währungsgebiets folgte in den jewei-ligen Ländern einem unterschiedlichen Entwicklungsmuster. Seine Rolle als Anker-währung behauptete der Euro insbesonde-re in Ländern in geografischer Nähe oder mit institutionell enger Verbindung zur Europäischen Union.

Der Anteil des Euro an den Devisenreserven der Länder außerhalb des Eurogebiets er-höhte sich von Dezember 2006 bis Dezem-ber 2007 aufgrund positiver wechsellkurs-bedingter Effekte geringfügig um rund 1,5 Prozentpunkte. Zu konstanten Wech-selkursen verminderte sich der Anteil des Euro an den weltweiten Devisenreserven im genannten Zeitraum um knapp einen Prozentpunkt. Jüngst veröffentlichte IWF-Angaben für das erste Quartal 2008 bestä-tigen den Trend eines moderat steigenden Anteils des Euro zu jeweiligen Wechsel-kursen sowie eines leichten Rückgangs nach Bereinigung um Kurseffekte.

Der außerhalb des Euroraums gehaltene Bestand an Euro-Banknoten wuchs im Laufe des Jahres 2007 allmählich weiter an und stieß Schätzungen zufolge Ende 2007 in den oberen Bereich einer Spanne von zehn Prozent bis 20 Prozent des Gesamt-umlaufs an Bargeld vor. Die Nutzung auf Euro lautende Einlagen nahm ebenfalls zu, insbesondere in den meisten der nicht zum Euroraum gehörenden EU-Staaten und bei den EU-Beitrittskandidaten. Der Bericht der EZB über die internationale Rolle des Euro kann auf der EZB-Website unter www.ecb.europa.eu abgerufen werden.

Slowakische Krone

Nachdem der Euro-Umrechnungskurs der slowakischen Krone am 8. Juli 2008 vom EU-Rat durch eine Änderung der Verord-nung (EG) Nr. 2866/98, die mit Wirkung vom 1. Januar 2009 in Kraft tritt, festgelegt wurde, werden die Europäische Zentralbank und die Národná banka Slovenska die Ent-wicklung des Marktkurses der slowakischen Krone gegenüber dem Euro im Rahmen des WKM II überwachen.



Gruppenbild der 100 Winzer anlässlich der Buchpräsentation „100 Meisterwerke des Weines – Deutschland“ zum Ball des Weines vor dem Kurhaus Wiesbaden.

100 MEISTERWERKE DES WEINES MASTERPIECES OF WINE

* DEUTSCHLAND/GERMANY

Probieren geht über Studieren? Ja, aber: Wahrer Genuss will gelernt sein. Diesbezüglichen Wissensdurst stillt die ebenso lehrreiche wie spannende Themenreihe über Wein und Weingenuß, deren Auftakt der vorliegende Band „100 Meisterwerke des Weines – Deutschland“ bildet. Hier stellen die 100 namhaftesten deutschen Weingüter ihre Meisterwerke vor – mit allen für das Gelingen ihrer edlen Kreszenzen relevanten Details: Das fängt mit dem Terroir an, mit den geologischen und klimatischen Bedingungen, und geht bis zu den verschiedenen Vinifikationsmethoden. Da werden neue Horizonte entdeckt.

Großformatiger Bildband auf über 200 Seiten, zweisprachig in Deutsch und Englisch mit übersichtlichem Adressregister.


Erhältlich im Buchhandel oder über www.tretrorri.de,
ISBN 978-3-937963-68-6, € 49,90 (D), € 51,30 (A), 90,00 sFr



Tre Torri

Der Verlag für Essen, Trinken und Genuss.

1422 gute Gründe, die Kreditwesen zu lesen.



Wir gratulieren herzlich zu
60 Jahren und 1422 Ausgaben
kompetenter Brancheninformation.