



## Zentralbanken I

### Stagnation vor Stabilität?

Irgendwie passen die Dimensionen zum abgelaufenen Jahr 2008. Wieso sollte sich die Fed bei ihrer Leitzinssenkung Mitte Dezember vergangenen Jahres zu lange mit Trippelschritten von 0,25 oder 0,5 Prozentpunkten aufhalten, die über viele Zinsperioden hinweg die Geldpolitik der westlichen Notenbanken geprägt haben. In einer Zeit gigantischer staatlicher Stützungsmaßnahmen für die Bankensysteme, riesiger Konjunkturprogramme für die Wirtschaft und Betrugsmanövern mit locker zweistelligen Milliardenbeträgen geht auch ein Zinsschritt von bis zu einem ganzen Prozentpunkt durch, selbst wenn er die Notenbank der größten Volkswirtschaft der Welt auf unbestimmte Zeit eines zentralen Teils ihrer geldpolitischen Handlungsfähigkeit beraubt. Die Liquiditätsversorgung der amerikanischen Wirtschaft wird erst einmal direkt durch die Geldmenge gesteuert.

Wie es dieser Tage kommentiert wurde, mag die historische Rückschau auf die weltweite Depression vor achtzig Jahren einen Erklärungsansatz für die aktuelle amerikanische Geldpolitik liefern. Die viel zitierten Fehler einer zu restriktiven Geldversorgung vermeiden zu wollen, mag die Fed in der Tat getrieben haben. Und beim heutigen Ausmaß der Verwerfungen und der täglich spürbaren Ansteckungsgefahr für die Weltwirtschaft hat sie sich offensichtlich auch nicht von der bescheidenen Erfolgsbilanz der japanischen Geldpolitik in den neunziger Jahre abschrecken lassen. Aber seit Mitte Dezember 2008 so konkret mit den geldpolitischen Fakten untermauert in diesen Kategorien denken zu müssen, wirkt mit Blick auf die weltwirtschaftlichen Aussichten für 2009 alles andere als beglückend. Denn irgendwie vermutet man hinter der geldpolitischen Analyse der Fed die Kenntnis oder zumindest die begründete Ahnung von weiteren Entwicklungen à la Madoff und anderen Risikolagen, die auch viele der derzeitigen Prognosen noch gar nicht auf ihrer Rechnung haben.

Schon in den vergangenen, noch vergleichsweise normalen Jahren durfte man sich zunehmend fragen, welche messbaren Wirkungen die Feinsteuerung der Geldpolitik durch die Notenbanken angesichts der vielen kapitalkräftigen institutionellen Mitspieler noch haben kann. Heute klingt das völlig nach einer akademischen Randerscheinung, als Detail von untergeordneter Relevanz. Denn die Befürchtungen sind viel schlimmer und grundsätzlicher: Welcher Einfluss bleibt der Fed überhaupt noch auf ihre Zielgrößen Wachstum und Beschäftigung? Auf deren möglichen Zielkonflikt zur Stabilität und den damit verbundenen Inflationsgefahren für die Zukunft scheinen die amerikanischen Geldpolitiker in diesen Tagen ohnehin nicht mehr zu achten. Selbst die Stagnation oder ein moderates Schrumpfen der Wirtschaftsleistung geht ihnen



eindeutig vor – erklärtermaßen auch unter Gebrauch der Notenpresse. Spätestens an dieser Stelle wird die Geldpolitik nicht nur für Außenstehende dann völlig unbegreiflich. Eine ernste Krise aufs heftigste mit genau jenen Instrumenten bekämpfen zu wollen, die von vielen Ökonomen als eine der Ursache der Verwerfungen ausgemacht wurden, erinnert jedenfalls stark an die medizinische Indikation von Gift und Gegengift.

Welche Auswirkungen das für die Geldpolitik im Rest der Welt und insbesondere auch der Europäischen Zentralbank hat, scheint in einem solchen Szenario fast schon nebensächlich. Dass diese mit Abstand wichtigste europäische Notenbank anders als in den USA erst einmal dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet ist, könnte sich bei Eintrübung der Wirtschafts- und insbesondere Beschäftigungslage in der öffentlichen Wahrnehmung der europäischen Länder freilich sehr schnell als schwer vermittelbar erweisen. Wenn ein normalerweise besonnen argumentierender und gewiss nicht zu Hysterie neigender Fachmann wie Jürgen Stark als Direktoriumsmitglied und Chefvolkswirt der EZB ziemlich ratlos klingend anmahnt, nach den geldpolitischen Notoperationen doch bald wieder auf einen restriktiveren geldpolitischen Kurs umzuschwenken, gibt das wirklich kein gutes Gefühl über Zustand und Einflussmöglichkeiten der Geldpolitik auf die Wirtschaftslage. Hoffentlich ist nach den vielen hoheitlichen Eingriffen im Bankensektor nicht auch an dieser Stelle auf allzu lange Zeit nur noch der Staat mit seiner Konjunkturpolitik gefragt. Eine unabhängige Geldpolitik ist für das Gedeihen der Weltwirtschaft ein hohes Gut. Es wäre zu wünschen, dass alle Notenbanken sich den verbliebenen Rest davon erhalten und ihre Unabhängigkeit möglichst bald wieder mit einem wirksamen Instrumenteneinsatz untermauern und stärken können.

## Zentralbanken II

### Schwieriges Erwartungsmanagement

Die amerikanische Notenbank Fed senkt den Leitzins auf Null, die Europäische Zentralbank nimmt ihn um stolze 0,75 Prozent zurück – und die Märkte reagieren keineswegs nachhaltig positiv. Wieder mal ist die Wirkung der geldpolitischen Instrumente verpufft, oder sanfter ausgedrückt, der Einsatz hat weder zu einer Erholung an den Finanz- und Devisenmärkten noch zu einem größeren Vertrauen der Marktteilnehmer untereinander geführt. Dabei wurden die Schritte von den Beteiligten gut vorbereitet, soll heißen, der Markt ist mit ausreichend Indikationen über das Kommende versorgt worden. Diese Kommunikation mit den Märkten, das Erwartungsmanagement, gewinnt in der Notenbankpolitik immer mehr an Bedeutung. Während es in früheren Zeiten der Bundesbank mitunter die Einstellung gab, die Märkte auch mal überraschen zu müssen, versuchen die Zentralbanken dies heute tunlichst zu vermeiden. „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 ver-

bundene Vertrauensverlust nur schwer wieder zu korrigieren“, sagte etwa der frühere Chefvolkswirt der Bundesbank und der EZB, Ottmar Issing jüngst in dieser Zeitschrift. Während früher das Augenmerk darauf lag, die Erwartungen der Märkte zu errahnen, nicht zu erfüllen, und dann doch wieder die Reaktionen auf die Nichterfüllung der ursprünglichen Erwartungen zu erkennen und in die Entscheidungen einfließen zu lassen, versucht die Notenbankkommunikation moderner Prägung mittels umfangreichem Research, die Erwartungen zu erkennen und zu erfüllen.

Dem pflichtet auch EZB-Präsident Jean-Claude Trichet unumstritten bei, der vor dem Internationalen Club Frankfurter Wirtschaftsjournalisten feststellte: „Communication is a key element for central banks to enhance the effectiveness, predictability and credibility of their monetary policy decisions.“ Diesen Wandel im Umgang der Notenbanken mit den Marktteilnehmern macht der EZB-Präsident vor allem an zwei Dingen fest: Erstens habe sich inzwischen eindeutig gezeigt, dass die Wirkung einer Geldpolitik der Überraschung und der isolierten Schritte verpufft, da die Märkte die Auswirkungen auf Preise und Löhne vorwegnehmen. Und schlimmer noch: Die kurzfristigen Reaktionen bei Output und Beschäftigung würden mittelfristig von einer höheren Inflation aufgefressen. Für eine Notenbank, für die die Wahrung der Preisstabilität oberste Priorität hat, kann dies nicht zielführend sein.

Darüber hinaus, so der EZB-Präsident, erfordere die Unabhängigkeit der Notenbanken ein hohes Maß an Transparenz. Und die Unabhängigkeit sei schließlich eine der größten Errungenschaften auf dem Weg der Geldpolitik. Dies aus dem Munde eines Franzosen zu hören, vermochte am Anfang manchen nicht nur im Mutterland Trichets zu überraschen. Doch wie jeder andere Politiker oder Zentralbanker machte auch er, kaum in der EZB angekommen, blitzschnell die Wandlung durch: Preisstabilität und Unabhängigkeit der geldpolitischen Entscheidungen über alles.

Dabei ist das alles keineswegs neu. Schon Ludwig Erhard, deutsches Wirtschaftswunder und Altkanzler der Bundesrepublik, versuchte mit seinen „Maßhalteappellen“, also mittels moralischer Aufrufe und Empfehlungen Wirtschaftssubjekte und/oder Gruppen zu einem bestimmten Verhalten zu bewegen. Erfolgreich ist diese Politik immer dann, wenn die Verantwortlichen noch mit deutlich härteren Maßnahmen einschreiten könnten. Dieser Möglichkeit berauben sich die Zentralbanken teilweise, wenn sie mittels Nullzinspolitik die Märkte mit Liquidität fluten (siehe auch Zentralbanken I).

PS: Wenn erprobte Journalisten auf die andere Seite des Schreibtisches wechseln und namhafte Kommunikationsposten bekleiden, ist das nicht immer von Erfolg gekrönt. Bei der Bundesbank ist es allerdings beispielhaft gelungen. Christian Burckhardt trimmte die deutsche Notenbank entsprechend ihrer neuen Anforderungen auf Transparenz und Offenheit und setzte so die jahrelang erprobte Kommunikationspolitik in moderner Form fort. Er kam kurz vor Weihnachten bei einem tragischen Verkehrsunfall ums Leben. Die Redaktion trauert um einen ehemaligen Kollegen.

### Zentralbanken III

#### Quantitative Lockerung der Geldpolitik – quo vadis?

Dietmar K. R. Klein, Bundesbankdirektor a. D., Frankfurt am Main, schreibt der Redaktion: „Seit September 2008 ist an den internationalen Finanzmärkten eine weitere Krisenrunde eingeläutet worden. Mit der Chapter 11-Insolvenz von Lehman Brothers sind die staatlichen Interventionen nicht mehr auf Ad-hoc-Rettungsaktionen systemisch wichtiger Finanzinstitute beschränkt. In den USA wurde im Oktober ein umfangreiches Maßnahmenpaket (Tarp) in Höhe von 700 Milliarden US-Dollar geschnürt. Einzelne Mitgliedstaaten in der EU folgten mit koordinierten, aber weitgehend nationalen Stabilisierungspaketen, so die Bundesrepublik mit dem mit heißer Nadel gestrickten Finanzmarktstabilisierungsgesetz. Inzwischen sind dem amerikanischen Beispiel auch viele Schwellenländer gefolgt. Dem globalen Charakter der Krise und der schleichenden Machtverlagerung zulasten der westlichen Industrieländer Rechnung tragend, haben sich schließlich die führenden Vertreter der Gruppe der Zwanzig in Washington DC zu einem Gipfel über Finanzmärkte und die Weltwirtschaft getroffen, um im Geiste global offener und wettbewerbsfähiger Märkte sowie kooperativen Verhaltens über kurzfristige Krisenmaßnahmen und längerfristig angelegte Finanzmarktreflexionen zu beraten (Declaration of the Summit, PA Bundesbank Nr. 48 vom 19. November 2008).

Seit dem September 2008 hat sich die Finanzkrise auch deshalb ausgeweitet, weil der unumgänglich gewordene Rückbau (Deleveraging) einer jahrelang betriebenen übermäßigen Kreditexpansion mit Hilfe innovativer und intransparenter Finanzinnovationen mit dem abrupten Ende eines weiteren Aufbaus globaler makroökonomischer Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft zusammenfällt. Es erweist sich, dass mit dem Ende des jetzigen Konjunkturzyklus und dem drastischen Preisverfall an den Rohstoffmärkten seit Jahresmitte auch das sogenannte Bretton-Woods-II-Modell des internationalen Währungssystems an seine Grenzen gestoßen ist. Weitere fiskalpolitische Maßnahmenpakete mit direkter Nachfragewirkung sind daher angesagt. Die tief greifenden Marktverwerfungen erklären auch, warum die bisherigen geldpolitischen Maßnahmen bislang nur wenig greifen. Die außergewöhnlich hohen Zinsspreads an den Geld- und Kapitalmärkten bilden sich sehr langsam zurück, obwohl die offiziellen Notenbankzinsen inzwischen (Stand 19. Dezember) fast überall historische Tiefstände erreicht haben, so beispielsweise in Japan 0,1 Prozent, in den USA null bis 0,25 Prozent, in Großbritannien 2,0 Prozent und in der Eurozone 2,5 Prozent. Nunmehr könnte also eher eine ‚quantitative Lockerung‘ der Geldpolitik angesagt sein. Hatte sich die Bilanzsumme des US Federal Reserve Systems – üblicherweise ein grober Indikator für die Schöpfung von Zentralbankgeld – bis zum August 2008 immerhin um Jahresraten zwischen 20 und 30 Prozent ausgeweitet, so schnellte die Jahresrate in den drei folgenden Monaten auf etwa 200 Prozent in die Höhe (absolut auf 2 500 Milliarden US-Dollar).

Im Rahmen des Krisenmanagements kaufte die US-Notenbank von den Banken zunächst illiquide Wertpapiere im kurzfristigen Austausch gegen liquide Treasury-Papiere an. Auch Commercial Paper mit einer Laufzeit von drei Monaten wurden in das Swap-Programm einbezogen. Dann gab der US-Finanzminister bekannt, dass er entgegen den ursprünglichen Absichten des Tarp-Programms die vom Kongress bewilligten Gelder vorzugsweise nicht für den Ankauf von illiquid gewordenen Wertpapieren, sondern für die Stärkung der Eigenkapitalbasis der in Schieflage geratenen Finanzinstitute verwenden wolle, praktisch also für eine Teilverstaatlichung wichtiger Institute. Anfang Dezember 2008 ließ die US-Notenbank verlauten, sie wolle sowohl mit Hypothekenforderungen unterlegte Wertpapiere (MBS) bis zu einer Höhe von 500 Milliarden US-Dollar, die mit einer Garantie von Fannie Mae und Freddie Mac versehen sind, als auch längerfristige Schatzbonds ankaufen. Auf diese Ankündigung haben die Märkte mit einem kräftigen Rückgang der langfristigen Renditen reagiert, da ein solcher Ankauf als ein Einstieg in eine massive quantitative Lockerung der Geldpolitik gedeutet werden kann.

Seit der Insolvenz von Lehman Brothers hat auch das Eurosystem seine Bilanzsumme signifikant ausgeweitet. Diese Bilanzverlängerung ist jedoch nur als ein zeitweiliges Ersatzgeschäft für das nicht – oder nur unzureichend – funktionierende Interbankengeschäft zu sehen. Dieses sorgt normalerweise – bei gegebener, geldpolitisch bestimmter Gesamtausstattung – für den Liquiditätsausgleich innerhalb des Bankensystems. Ein beachtlicher Teil der jetzt am Morgen im Offenmarktgeschäft unbegrenzt zu Festzinsen zur Verfügung gestellten Liquidität wird am Nachmittag als Überschussliquidität für die Nacht wieder beim Eurosystem niedriger verzinslich angelegt. Mangels Vertrauens der Banken im Interbankenhandel oder wegen des Fehlens einer unabhängigen Clearingstelle werden die Überschüsse (von zurzeit mehr als 200 Milliarden Euro) nicht direkt an Banken mit Liquiditätsdefiziten weitergereicht.“

### Sparkassen

#### Bewertungsfragen

Nein, die Landesbanken machen ihren Eigentümern derzeit alles andere als Freude. Mit einer Ausnahme – der NordLB – stehen bei den ehemaligen Girozentralen wohl überall rote Zahlen für das Katastrophenjahr 2008 unter dem Strich. Das belastet die Haushalte, das belastet aber auch die Sparkassen. Und das gleich in mehrerlei Hinsicht: So muss einerseits neues Kapital aufgebracht werden, was nicht mehr alle Primärbanken stemmen können. Andererseits müssen die entweder direkt oder indirekt über die Verbände, wie beispielsweise in Bayern, gehaltenen Landesbankbeteiligungen neu bewertet werden. Und das geht selten gut aus, wenn das bewertete Institut kräftige Verluste macht. Denn auch wenn die Sparkassen bei der Bewertung ihrer Landesbank tendenziell eher vorsichtig vorgehen und niedrige Werte in den Büchern

haben, so drohen doch fast überall Abschreibungen. In Bayern beispielsweise muss der Verband den von ihm gehaltenen Landesbankanteil um rund 400 Millionen nach unten korrigieren, da die Buchwerte durch die Verluste, die das Eigenkapital der Landesbank mindern, unterschritten werden. So weit, so klar.

Doch was geschieht, wenn trotz der Verluste durch die Zuführung neuen Eigenkapitals die künftigen Ertragsaussichten besser werden – getreu dem Motto: Mehr Kapital = mehr Geschäft? Nach dem gängigen Ertragswertverfahren wird so der Unternehmenswert der Landesbank gesteigert. Der Ertragswert setzt sich aus den beiden Faktoren interner Zins und zukünftiger Gewinn zusammen. Beim reinen Ertragswertverfahren entspricht der Wert des Unternehmens dem Barwert aller zukünftigen Einnahmen-Überschüsse, die dann entsprechend abgezinst werden. Die Prognose der zukünftigen Erträge baut meistens auf den Werten der vergangenen drei bis fünf Jahre auf. Demzufolge kann und wird es passieren, dass Sparkassen trotz der ordentlichen Verluste ihre Landesbanken nicht etwa abschreiben, sondern zuschreiben dürfen – weil ein freundlicher Dritter die Landesbank mit neuen Eigenmitteln ausstattet. Zuschreibungen wird es immer dann geben, wenn die veränderten künftigen Ertragserwartungen die bereits entstandenen oder drohenden Verluste überkompensieren. Verrückte Welt! Für die Sparkassen wäre dieser Fall aber durchaus von Vorteil, denn kräftige Abschreibungen auf die Beteiligungen könnten sich manche Häuser gar nicht mehr leisten. SoFFin und Ländern sei also gedankt.

## Förderbanken

### Die Sache mit dem Risiko

Diskussionen für und wider Wettbewerbsgeschäft in staatlichen Förderbanken oder ihren Töchtern begleiten die betroffenen Institute seit jeher. Nein! sagen die Puristen, die streng darauf achten, dass Fördergeschäft nur dort betrieben wird, wo tatsächlich Marktversagen vorliegt. Warum nicht? kontern die Pragmatiker. Denn etwas vereinfacht dargestellt sind die Häuser ohnehin im entsprechenden Finanzierungsgeschäft tätig – auch wenn die Ansprüche der beiden Spielarten durchaus unterschiedlich sein mögen. Selbst unter Förderbankkollegen sind diese Positionen nicht unumstritten. Dementsprechend ist und war die gesamte KfW Bankengruppe gerade im Krisenjahr 2008 aufgrund ihrer Natur zunächst einmal ein Politikum und erst in zweiter Linie ein Bankbetrieb. Aus Berlin und der Landespolitik kamen Forderungen im Zuge der IKB-Krise, bei weiterem Geldbedarf den Ipex-Arm abzustößen. Die zur Stützung des Düsseldorfer Instituts nötigen Mittel hat die KfW letztendlich durch die Auszehrung des Fonds für allgemeine Bankrisiken und zusätzliche Rückenstärkung durch den Bund finanziert. Dennoch: Über einen Verkauf der Ipex-Bank hat man in Berlin und andernorts latent nachgedacht – weil er doch gutes Geld in die klammen Kassen bringen könnte wie auch aus ordnungspolitischen Gründen. Diesen Überlegungen steht der ge-

nannte betriebswirtschaftliche Nutzen gegenüber. Oder besser: Er stand. Denn auch wenn die KfW-Tochter zum „Einjährigen“ wenig Zahlen und noch weniger Vergleichsdaten zum Vorjahr bereitstellen konnte, so zeichnet sich doch ab, dass ein unbezifferter Teil des erwirtschafteten Ertrags von 220 Millionen Euro – 30 Prozent übrigens mehr als im Vorjahr – nicht der Konzernmutter zufließt, sondern im eigenen Hause für die Risikovorsorge eingesetzt wird. Das setzt die Wettbewerbstochter unter Druck. Denn ein Minus am Ende wäre genauso wenig vertretbar, wie signifikante Risiken in besonders krisengeschüttelten Ländern wie den USA, Großbritannien, Island oder den baltischen Staaten. In all diesen Regionen, so beteuert die Ipex-Geschäftsführung sei man auch nur wenig investiert. Ständiges Gefährdungspotenzial stellen daneben einige moderne verbriefte Kapitalmarktprodukte dar, selbst wenn sie vor einem Jahr noch völlig unverdächtig waren.

Fest steht derweil, dass auch nach einem Jahr rechtlicher Selbstständigkeit die KfW Ipex-Bank als Export- und Projektfinanzierungstochter der KfW Bankengruppe eng in den Mutterkonzern integriert ist. Die Abhängigkeiten gehen dabei in beide Richtungen: Die KfW braucht ihre Tochter für ihr Treuhandgeschäft. Und nicht zuletzt hat sie in den beiden „ausgelagerten“ Geschäftsbereichen in den letzten Jahren gutes Geld verdient. Mitunter sind sich Management und Aufsichtsgremien darüber im Klaren, dass bei Verzicht auf das Beibrot deutlich weniger „echtes“ Fördergeschäft betrieben werden könnte – ohne zusätzliche Mittel des Staats. Die Ipex-Bank verlässt sich umgekehrt aber auch auf ihre Mutter, um sich (obschon zu „marktüblichen Konditionen“, wie betont wird) zu refinanzieren und nutzt ohnehin deren interne Prozesse, von der Abwicklungstechnik bis hin zu Risikomodellen. Und genau bei Letzteren könnte sich schnell die Frage auf tun, ob diese für die Ipex im freien Geschäft auf Dauer vielleicht nicht erheblich anspruchsvoller sein müssten.

Trotz Finanzkrise und etwaigen Risikoherden sieht man bei der KfW-Tochter zufrieden auf die Ergebnisse der eigenen Finanzierungstätigkeiten, also des Wettbewerbsgeschäfts, zurück. Man liegt mit zwölf Milliarden Euro an Zusagen bis November 2008 im Plan, man übertreffe ihn sogar. Davon entfallen 3,7 Milliarden Euro auf Deutschland, fünf Milliarden Euro auf das europäische und die verbleibenden 3,4 Milliarden Euro auf das internationale Ausland. Weitere gut vier Milliarden Euro an (Förder-)Geschäften wurden zudem auf Rechnung der Mutter im vergangenen Jahr zugesagt. Für 2009 wird nun angesichts der gegenwärtigen Wirtschaftslage ein Rückgang einkalkuliert, beim Treuhandgeschäft etwa erwartet man nur noch rund die Hälfte. Permanent beweisen müssen wird sich die Wettbewerbsgeschäfts-Tochter in Sachen Risikomanagement, insbesondere bei einem wachsenden Anteil an Auslandsprojekten. Ob der IKB-Effekt an dieser Stelle die Aufmerksamkeit der internen und externen Aufsicht hinreichend geschärft hat? Sollten KfW und Ipex-Bank in dieser Hinsicht in nächster Zeit mit Negativschlagzeilen für Aufmerksamkeit sorgen, weil doch mehr gefährdete Engagements in den Büchern schlummern als angenommen und hervorgehoben, dann wird es eng für einen Verbleib der Ipex-Bank im KfW-Konzern.