

Deflation, Kreditklemme, Bankenkrise – Erwacht Deutschlands Finanzindustrie 2004 aus ihrem (medialen) Albtraum?

14

Stephan Paul, Stefan Stein und H. Jörg Thieme*

Immer häufiger sind Stimmen zu vernehmen, die vor einem möglichen Zusammenbruch des weltweiten Finanzsystems warnen. Weite Teile der Öffentlichkeit beziehen ihren Eindruck einer sich im Laufe der letzten Dekade verstärkenden Systeminstabilität aus den Schwankungen einiger weniger, vielbeachteter Preise, wie bspw. Wechselkurse der wichtigsten Leitwährungen, im DAX zusammengefasste Aktienkurse usw. Daraus abgeleitet wird ein Horrorszenario aus immer stärker fallenden Preisen, einem Finanzierungsstopp für Unternehmen und Bankzusammenbrüchen wie in der Weltwirtschaftskrise: »Deflation«, »Kreditklemme« und »Bankenkrise« waren die Schlagworte in der Finanzpresse des Jahres 2003. Insbesondere hier zu Lande wurde über Monate in den Medien davon gesprochen, dass sich Deutschland in der japanischen Malaise befände. Doch: Treffen die in den Medien vorgetragene Argumente zu? Sind die in der Öffentlichkeit diskutierten Befürchtungen gerechtfertigt? Und: Was sind die Trends für die Finanzbranche im Jahr 2004?

Deflation in Deutschland?

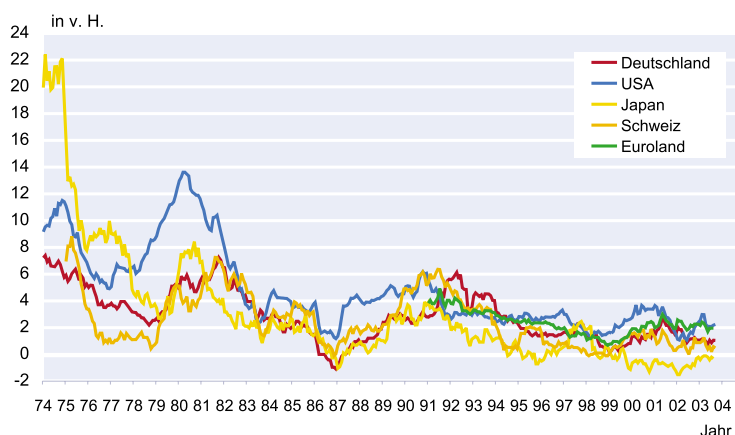
Die Deflation, also ein dauerhafter Rückgang des Preisniveaus, gilt etwa dem IWF als Ursache für die Malaise Japans, und Deflationsgefahren werden von ihm auch für Deutschland gesehen (IMF 2003a).

Begonnen hat die mediale »Treibjagd« mit der Analyse der Preisniveaumentwicklung in Japan, wo 1995 und seit 1999 kontinuierlich die Änderungsrate des Preisniveaus bis maximal $-1,51\%$ negativ war (vgl. Abb. 1). Die realwirtschaftliche Rezession in Japan wurde auf das sinkende Preisniveau zurückgeführt, obwohl die seit Beginn der 1990er-Jahre erkennbaren Strukturprobleme (z.B. Immobilienkrise, Bilanzkrisen der Geschäftsbanken, Aktienkurscrash, staatliche Regulierungen) wesentliche Ursachen dafür sind. Sehr niedrige Nominalzinssätze, am Markt

für kurzfristige Kredite seit Jahren gegen null tendierend, suggerierten eine sehr expansive, gleichwohl unwirksame Geldpolitik, weil zusätzliche Liquidität gesamtwirtschaftlich in der wiederentdeckten Liquiditätsfalle zu versickern schien (Krugman 1998). Geendet hat die Treibjagd bislang in der bereits mehrfach geäußerten Befürchtung (z.B. IMF 2003a; Wagner 2003; Bofinger und Flassbeck 2002), auch Deutschland stehe unmittelbar an der Deflationsschwelle und die Wirtschaftspolitik müsse massiv gegensteuern. Paradoxerweise haben deutsche Bundesminister vor kurzem noch die Errichtung eines staatlichen Amtes zur Kontrolle vermeintlich exorbitanter Einzelpreiserhöhungen in Deutschland als Folge der Einführung des Euro bargeldes im Januar 2002 gefordert und schwarze Inflationswolken am Horizont gesichtet. Immerhin hat diese Diskussion – von der Bundesbank inzwischen ad acta gelegt – Zentralbanken und statistische Zentralämter veranlasst, wissenschaftliche Analysen zur Unterscheidung von »gemessener« und »gefühlter« Inflation zu publizieren.

Diese Wechselbäder ökonomischer Gefahrenherde sprechen für eine ausgeprägte Unkenntnis ökonomischer Zu-

Abb. 1
Änderungsrate des Preisniveaus, 1974 - 2003



* Prof. Dr. Stephan Paul ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzierung und Kreditwirtschaft an der Universität Bochum, Dr. Stefan Stein ist Geschäftsführer des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft in Bochum und Prof. Dr. H. Jörg Thieme ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre an der Universität Düsseldorf.

sammenhänge in der Bevölkerung sowie – noch schlimmer – der publizierenden Medien und deren Fachberatern. Manchmal entsteht sogar der Verdacht, dass Deflation mit Disinflation, also sinkenden Inflationsraten im anhaltenden Inflationsprozess, verwechselt wird.

Sollen solche Unklarheiten vermieden werden, ist zunächst zu klären, was unter Deflation zu verstehen ist und wie sie gemessen wird, welche Ursachen sie hat und welche Preis- und Zinsniveauentwicklungen in nächster Zukunft in den führenden Industrieländern wahrscheinlich sind.

Definition und Messung von Deflation

Seit Ende der 1970er-Jahre herrscht in der Inflationstheorie weitgehend Einigkeit darin, Veränderungen des Geldwerts einer Währung zu messen an Veränderungen eines adäquat abgegrenzten Preisniveaus. Damit wurden Inflation und Deflation nicht mehr kausal bestimmt (z.B. als Gewinn- oder Lohndruckinflation, Nachfragesoginflation), sondern anhand der Symptome definiert: Inflation wird gefasst als dauerhafter Prozess eines Preisniveaustiegs; unter Deflation ist dann umgekehrt eine dauerhafte, über Perioden anhaltende Reduktion des Preisniveaus zu verstehen. Disinflation schließlich bedeutet Senkung der Inflationsrate, also lediglich eine Verlangsamung des nach wie vor akuten Inflationsprozesses. Mit diesen Symptomdefinitionen sind verschiedene Probleme verknüpft:

Erstens werden einmalige Veränderungen des Preisniveaus, die z.B. als Folge von Steuersatzänderungen oder einmaligen Rohstoffpreisvariationen entstehen können, nicht als Inflation/Deflation begriffen und lösen dann auch keine geldpolitischen Aktionen der Zentralbanken aus. Zweitens bestehen diverse Messprobleme des Preisniveaus, weshalb es kaum möglich ist, das Ausmaß der Geldwertänderung im Zeitablauf exakt festzustellen (Hoffmann 1999). Dies liegt an der bekannten Problematik der verwendeten Preisindizes, aber auch daran, dass bei originär erhobenen Konsumgüterpreisindizes (z.B. Lebenshaltungsindex der privaten Haushalte in Deutschland) nicht Transaktions-, sondern Angebotspreise berücksichtigt werden. Drittens entstehen Fehler beim Versuch, in heterogenen Wirtschaftsräumen (z.B. Euroland) regional differierende Warenkörbe zu harmonisieren (z.B. beim harmonisierten Verbraucherpreisindex HVPI von Eurostat, von der Europäischen Zentralbank als Maßstab der Geldentwertung verwendet). Viertens kann schließlich ein gesamtwirtschaftlicher Preisindex des Bruttoinlandsprodukts, wie er zur Messung von Geldwertstabilität erforderlich wäre, nur residual aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung abgeleitet, nicht jedoch originär erhoben werden.

Diese statistisch kaum lösbaren Messprobleme und die daraus resultierenden Ungenauigkeiten haben verschiedene

Zentralbanken veranlasst, eine Bandbreitendefinition für das Ziel Preisniveaustabilität zu wählen. Die Europäische Zentralbank toleriert aus diesen Gründen seit 1999 einen jährlichen Anstieg des am HVPI gemessenen Preisniveaus um bis zu 2%, bevor ein Inflationsprozess diagnostiziert wird und entsprechende geldpolitische Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung eingeleitet würden.

Diese großzügige, gleichwohl vertretbare Definition für das Ziel Geldwertstabilität müsste dann umgekehrt allerdings auch auf den Deflationsfall angewendet werden, denn die verwendeten Begründungsargumente für die Abweichung vom Nullpostulat (insbesondere Qualitätsverbesserungen bei Gütern) gelten ebenso für Preissenkungen, die ja auf qualitativen Produktverschlechterungen beruhen können. Mogelpackungen, schleichende Gewichtsreduktionen oder die hinreichend bekannten Leistungsver schlechterungen im Dienstleistungssektor könnten Beispiele hierfür sein. Für den Fall, dass die prozentuale Messungenauigkeit bei der Bestimmung der Preisindizes im Zeitablauf konstant ist, reduziert sich – aufgrund des Fehlerfortpflanzungsgesetzes – darüber hinaus der Messfehler bei der üblichen Berechnung der Inflationsrate auf ein Minimum.

Unzweckmäßig, weil meist informationsverfälschend ist die im vergangenen Jahrzehnt immer wieder bemühte Differenzierung zwischen »normaler« und »Kern-«Inflationsrate. Der Unterschied besteht im Herausrechnen der Preisänderungen ausgewählter Güter aus dem jeweils verwendeten Index, um dadurch das (»wahre«) Ausmaß von Inflation oder Deflation zu ermitteln. Dieses Vorgehen ist besonders dann nicht geeignet, die Erwartungsbildung einer wenig über ökonomische Zusammenhänge informierten Bevölkerung zu verbessern, wenn die jeweiligen Preisindexkorrekturen im Zeitablauf variieren und intertemporale Vergleiche unmöglich werden.

Berücksichtigt man diese Argumente und akzeptiert eine Bandbreite von maximal $\pm 1,5\%$ als Toleranzschwelle für die Verwirklichung des Zieles Preisniveaustabilität, dann belegt Abbildung 1 eindrucksvoll, dass in Europa, Japan und den USA keine Deflationen diagnostiziert werden können; die Preisniveaus steigen auch in Deutschland. Lediglich Japan hatte geringfügige Preisniveausenkungen, die aber die Marke von 1,51% jährlich nicht überschritten. Insoweit belegt die Diagnose, dass sich die führenden Industrieländer erstmals seit Ende des Zweiten Weltkrieges in der Nähe von Geldwertstabilität befinden.

Ursachen von Preisniveauänderungen

Dass diese Diagnose von Geldwertstabilität für die Zukunft keinen Bestand haben dürfte, eher neue Inflationsgefahren drohen und keine Deflationen wahrscheinlich sind, wird deutlich, wenn die Ursachen von dauerhaften Preisniveauän-

derungen stärkeren Ausmaßes in die Analyse einbezogen werden.

Eine Prognose der zukünftigen Entwicklung des Preisniveaus ist nur möglich, wenn eine empirisch überprüfte Deflations- bzw. Inflationstheorie angewendet wird. Werden Inflation und Deflation als primär monetär verursachte Phänomene interpretiert (Cassel 2003), müssen die monetären Finanzierungskomponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage analysiert und diagnostiziert werden. Deflation wird danach immer dann entstehen, wenn – entsprechend der auf Änderungsraten abgestellten Fisher'schen Verkehrsgleichung – die Änderungsraten von Geldmenge (gM) und Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (gV) zusammen dauerhaft niedriger sind als die Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts (gYr):

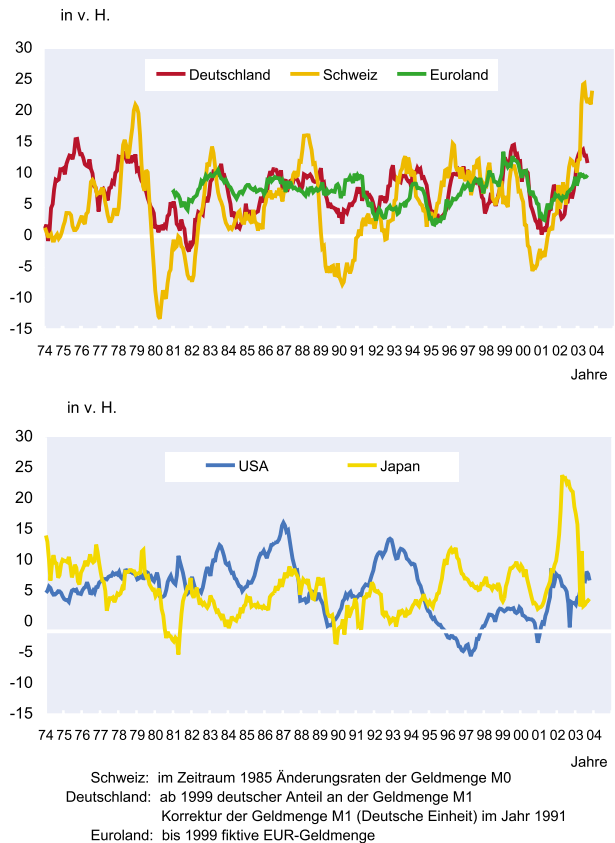
- (1) $gM + gV = gYr + gP$
- (2) $gM + gV < gYr \Rightarrow gP < 0$.

Schon für die mittlere Frist hat das Geldmengenwachstum entscheidende Bedeutung für die Finanzierung von Preisniveauänderungen, wenn die Geldnachfrage relativ stabil und gut prognostizierbar ist, Inflations- (Deflations-) Prozesse also nicht durch einen ständigen Kassenhaltungsabbau (-aufbau) finanziert (erzwungen) werden. Für die Länder des Euroraumes geht die Europäische Zentralbank von einer jährlichen Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zwischen 0,5 und 1,0% aus, was in der Vergangenheit auch für die D-Mark in Deutschland galt. In Japan war die Umlaufgeschwindigkeit von M1 (Bargeld und Sichtdepositen) bis Mitte der neunziger Jahre sehr stabil und ist erst seitdem bis 2002 deutlich gesunken, was für sehr niedrige Nominalzinssätze bei Existenz informationseffizienter Finanzmärkte gut erklärbar ist (Michler 2003). In den USA sind V1 zwischen 1993 und 2000 sowie V2 zwischen 1991 und 1996 sehr stark gestiegen, was allerdings bei den gleichen Aggregaten und für die gleichen Perioden mit einer diametralen Entwicklung der jeweiligen Geldangebotsmultiplikatoren verknüpft ist (Michler 2003). Für diese atypischen Entwicklungen von Geldangebotsmultiplikatoren und Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, die bislang auf eine Periode von ca. fünf Jahren beschränkt blieb, könnten sowohl institutionell begründete Strukturprobleme (insbesondere Bankenrisiken) als auch die recht scharfe Reduktion der Basisgeldmenge in den USA in dieser Periode beigetragen haben. Ob und inwieweit sich das Kassenhaltungsverhalten und die Sekundärgeldproduktion in den USA wie in den letzten Jahren erkennbar wieder normalisiert, wird zu prüfen sein.

Ein Blick auf die längerfristige Entwicklung ausgewählter Geldmengenaggregate (vgl. Abb. 2) zeigt seit 2002 insbesondere für Japan, aber auch für die USA und für Euroland ein recht starkes Geldmengenwachstum, wodurch wegen der aktuell noch niedrigen Preissteigerungsraten und der

Abb. 2

Geldmengenwachstum, 1974 - 2003



gegenwärtig unverändert schleppenden Konjunktur (besonders in Deutschland) ein erhebliches gesamtwirtschaftliches Finanzierungspotential aufgestaut wird.

International Inflation absehbar

In den betrachteten Volkswirtschaften ist gegenwärtig und zukünftig deshalb nicht mit Deflations-Depressions-Spiralen zu rechnen; im Gegenteil ist ein beschleunigter Wiederanstieg des Preisniveaus über die formulierte Toleranzgrenze hinaus wahrscheinlich. Wenn sich in diesen Ländern als Folge der starken Geldmengenexpansion die einsetzende Konjunkturbelebung intensiviert, die monetäre Gesamtnachfrage also steigt und neben den Erzeugerpreisen zeitverzögert auch einzelne Konsumgüterpreise anziehen, werden wieder entsprechende Inflationserwartungen gebildet, die zeitverzögert den Inflationsratenanstieg erneut beschleunigen (2004/2005), und zwar in den USA ebenso wie in der Europäischen Währungsunion und in Japan.

Diese Inflationsprognose, auf der Basis einer monetären Inflationstheorie und der Theorie der Transmission monetärer Impulse formuliert (Thieme und Vollmer 1985; Thieme 2003; Michler 2003), erübrigt eigentlich eine Diskussion der öko-

nomischen Effekte, die entstehen könnten, wenn tatsächlich eine Deflationsspirale in Gang käme. Solche Effekte werden gegenwärtig in vielen Szenarien ausgebreitet (Grömling 2003; IMF 2003a).

Vermögensverluste als Folge sinkender Vermögensgüterpreise (Platzen von Aktienkurs- oder Immobilienblasen), vorhandene Überkapazitäten und Nachfragelücken lassen die Güterpreise und die Unternehmensgewinne sinken, wodurch auch die Investitionen reduziert werden. Konsumzurückhaltung kann aus zwei Gründen die Situation verschärfen: Einerseits kann durch sinkende Vermögenspreise die Verschuldungssituation von Haushalten und Unternehmen verschärft werden, weil der Realwert der Verbindlichkeiten und damit die Insolvenzgefahr von Unternehmen und Haushalten steigt.

Andererseits wird immer wieder – besonders auch für Japan – auf die Gefahr eines dauerhaften Anstiegs der Kassenhaltung verwiesen, der auf die positiven Realzinsen bei sinkenden Preisen zurückgeführt wird und nach dieser Auffassung auch expansive monetäre Impulse zur Bekämpfung der Deflation in der keynesianischen Liquiditätsfalle verpuffen lässt.

Gerade am Beispiel Japans wird deutlich, dass eine solche Sichtweise die japanische Geldpolitik falsch, nämlich zins- und nicht geldmengenorientiert interpretiert. Die seit 1995 niedrigen Geldmarktsätze in Japan werden als wirkungslose expansive Geldpolitik bezeichnet, obwohl bis 2002 eine deutliche Reduktion des Geldmengenwachstums feststellbar ist. Die Finanzpolitik war in der gleichen Periode extrem expansiv (Anstieg des staatlichen Schuldenstandes auf über 145% des BIP), allerdings wegen der restriktiven Geldpolitik völlig wirkungslos. Erst seit 2002 ist in Japan mit einer scharfen Geldmengenexpansion (zeitweilig etwa 30%) ein Kurswechsel eingeleitet worden, der bereits reale Konjunkturreffekte und nominale Preiseffekte bewirkt hat, die an den Aktienmärkten antizipiert werden. Damit sind zwar die Strukturprobleme in Japan nicht gelöst, aber die immer wieder beschworenen Deflationsgefahren konnten geldpolitisch abgewendet werden, wie die Entwicklung der Preisindizes in Japan bis 2005 zeigen wird.

Zinsprognose

Was bedeutet diese Inflationsprognose für die Entwicklung von Zinsniveau und Zinsstruktur in Deutschland bzw. in der Europäischen Währungsunion?

In dem Ausmaß, wie die Geldmengenexpansion in Euroland zunächst die Konjunktur belebt und die Kreditnachfrage der Unternehmen und Haushalte anregt, werden die nominalen Zinssätze generell wieder steigen. Auch für Deutschland gilt diese Prognose, weil auch der hiesige Beitrag zum

Wachstum der Eurogeldmengen (M1 und M3) stark gestiegen ist (Deutsche Bundesbank 2003a, S. 6). Bei entsprechenden Inflationserwartungen, die sich systematisch in den nächsten Monaten herausbilden werden, steigen die nominalen Zinssätze für längerfristige Kredite.

Dies wird verschärft durch Vermögensumschichtungen zugunsten von Eigenkapitalanlagen und zu Lasten festverzinslicher Wertpapiere. Der für viele überraschende Nominalzinsanstieg im Sommer 2003 um mehr als 100 Basispunkte in Deutschland, aber auch in den USA scheint diese Entwicklung zu signalisieren. Dadurch wird die Normalisierung der Zinsstruktur beschleunigt, was erst dann gestoppt wird, wenn die Europäische Zentralbank – wegen des drohenden Wiederanstiegs der Inflationsrate über die von ihr tolerierte Bandbreite von 2% hinaus – erneut mehr oder weniger zügig einen monetären Restriktionskurs mit sinkenden Zuwachsraten der relevanten Geldmengenaggregate (und »Zinstrippeleinstufen à la Greenspan« nach oben) einschlägt. Dies dürfte allerdings erst im weiteren Verlauf von 2004 der Fall sein, weil der Preisniveaustieg als Folge einer expansiven Geldpolitik bis zu 30 Monate verzögert eintritt (Time-Lag-Struktur der Geldpolitik). Die Europäische Zentralbank war bislang jedenfalls recht gut beraten, keine weiteren, die Geldmengenexpansion verschärfenden Zinssenkungen vorzunehmen, die sie schon bald darauf wieder hätte korrigieren müssen. Hierin liegt generell die Crux einer diskretionären, immer wieder in die alten Fehler einer monetären Stop and Go zurückfallenden Geldpolitik, die wechselnden Zielen (realwirtschaftlichen Konjunktur- sowie Beschäftigungszielen und nominalen Preisniveauezielen) folgt und dabei die recht langen Time Lags ihres eigenen Instrumenteneinsatzes zu vergessen scheint.

Eine Deflation ist weder in Deutschland und Europa noch in den USA in Sicht. Auch in Japan sind Preisniveauerhörungen wahrscheinlich. Der weltweite Aktienkursanstieg in den vergangenen Monaten signalisiert nicht nur einen Stimmungsumschwung, sondern reduziert auch die deutlichen Vermögensverluste der Vergangenheit, die insbesondere die Bilanzen der Finanzintermediäre belasteten. Auch die Preissenkungen bei Immobilien waren regional beschränkt und scheinen gestoppt. Nicht Nominalzinssenkungen, sondern Nominalzinserhöhungen sind angesichts der expansiven Geldpolitik zu erwarten. Da auch die Inflationsraten wieder auf breiter Front steigen werden, bleibt das langfristige Realzinsniveau unverändert bei ca. 3 bis 4%.

Kreditklemme in Deutschland?

Zum zweiten eingangs genannten Szenario: In Deutschland rollt die Pleitewelle unvermindert heftig. Fast 40 000, überwiegend mittelständische Unternehmen mussten 2003 den Gang zum Insolvenzgericht antreten (Creditreform 2003).

Abb. 3
Bedingungen der Kreditaufnahme nach Unternehmensgröße

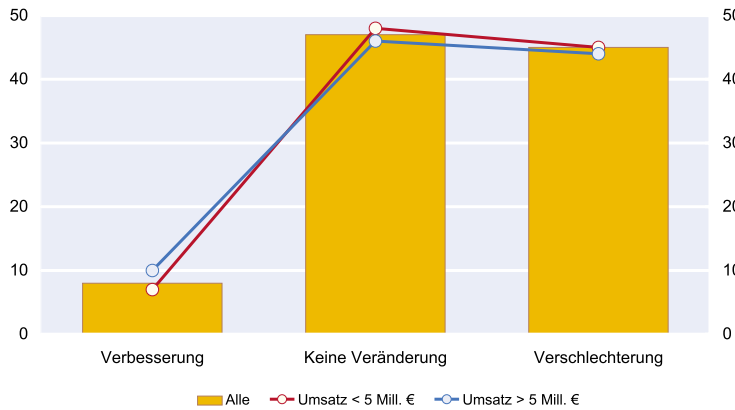


Abb. 4
Bedingungen der Kreditaufnahme nach eigener Bonitätseinschätzung

Die Bedingungen der Kreditaufnahme haben sich ...
... für Unternehmen mit einer eigenen Bonitätseinschätzung von ...

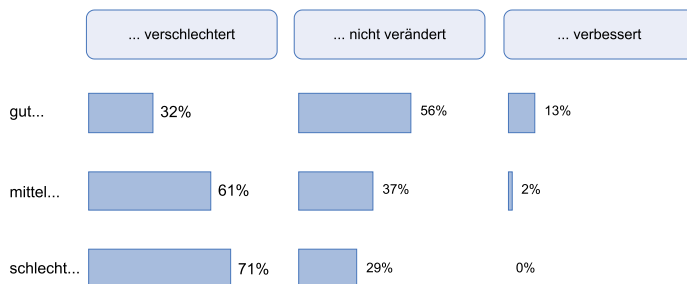
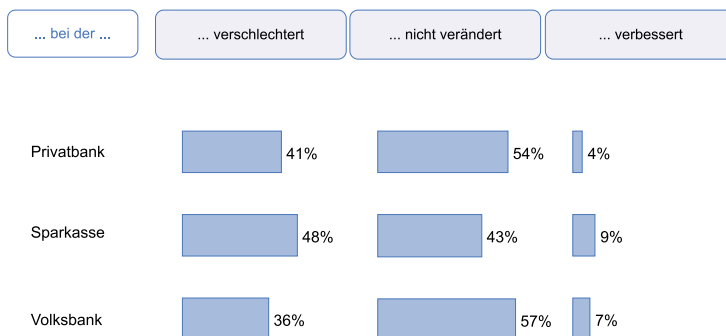


Abb. 5
Bedingungen der Kreditaufnahme nach Bankengruppen



Bei den Ursachen ist in der medialen Öffentlichkeit der Blick fest auf die Banken gerichtet. Sie verknäpften ihr Kreditangebot in derart markanter Weise, dass dies nicht mit »normalen« Reaktionen auf Veränderungen der Qualität der Schuldner, der Rentabilität ihrer Investitionsprojekte oder geldpolitische Maßnahmen begründbar sei. Doch: Gibt es – ab-

gesehen von anekdotisch berichteten Einzelfällen – tatsächlich belegbare Hinweise, dass die Mehrheit der deutschen Unternehmen unter einer solchen Kreditklemme leidet?

Kreditbedingungen 2003 nochmals verschlechtert

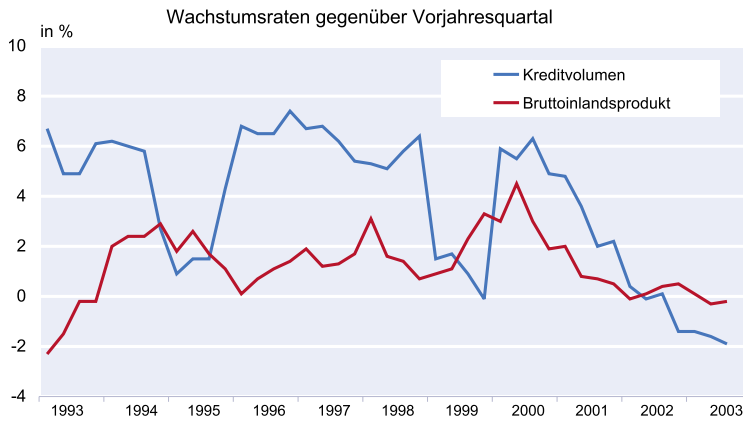
Unserem jüngsten Mittelstandsmonitor zu Folge (zum Datensample vgl. Paul, Paul und Stein 2003) sehen sich in der Tat 45% der insgesamt befragten Unternehmen mit einer Verschlechterung der Bedingungen einer Kreditaufnahme konfrontiert (vgl. Abb. 3). Dabei ist es entgegen früheren Messungen nicht so, dass deutliche Unterschiede zwischen großen und kleinen Unternehmen bestehen. Offensichtlich werden inzwischen unabhängig von der Größe des Unternehmens gleichermaßen strengere, stärker bonitätsorientierte Maßstäbe angelegt. Gerade bei schlechter Bonität wurde die Kreditschraube sehr viel kräftiger angezogen als bei Unternehmen, die ihre Kreditwürdigkeit mit »gut« beurteilten (vgl. Abb. 4). Durchgängig haben sich die Bedingungen der Kreditaufnahme bei allen Kreditinstituten nur in den seltensten Fällen verbessert.

Auch Sparkassen ziehen Kreditschraube an

Auffällig ist im Vergleich zu früheren Messungen auch das Anziehen der Kreditschraube durch die Sparkassen (vgl. Abb. 5). Der Grund dafür dürfte in dem hohen Marktanteil liegen, den Sparkassen (auch) im Segment der Kunden mit schlechterer Bonität haben. Gerade diese Verschärfung der Kreditbedingungen könnte manchen Unternehmen ernsthafte Probleme bereiten, sind doch die Sparkassen in den letzten Jahren für viele Unternehmen, die mit ihren Kreditanträgen bei den Privatbanken kein Gehör mehr gefunden haben, zum letzten Zufluchtsort geworden. Mit Blick auf sich ändernde Marktbedingungen ab 2005 (Wegfall der Gewährträgerhaftung und Anstaltslast) besteht aber auch in diesen Instituten ein erheblicher Handlungsdruck.

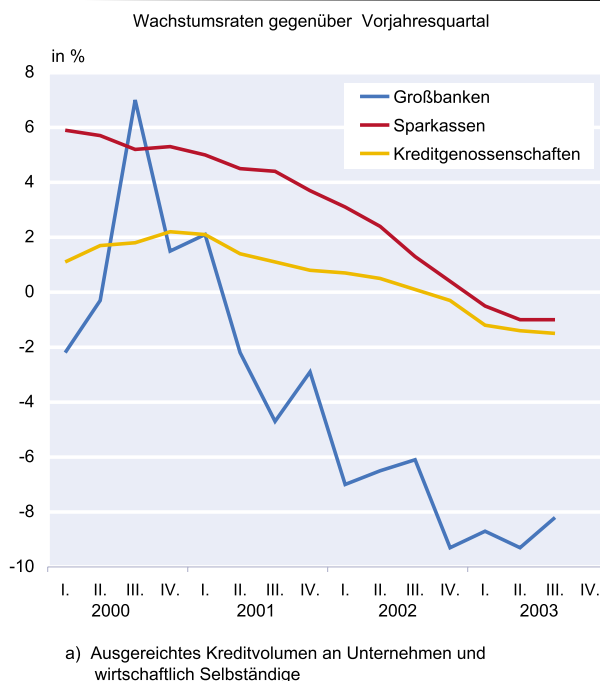
Diese Befunde spiegeln sich auch in den von der Bundesbank veröffentlichten Statistiken: So wird die von den Unternehmen wahrgenommene stärkere Risikodifferenzierung in der Kreditpolitik der Banken und Sparkassen durch Daten des Bank Lending Survey bestätigt, der über die Kreditanbieterseite Veränderungen in deren Kreditvergabepolitik ein-

Abb. 6
Wachstum des ausgereichten Kreditvolumens der Banken an Unternehmen und wirtschaftlich Selbstständige vs. Gesamtwirtschaft



fängt (Hempell 2003). Danach haben deutsche Banken damit begonnen, ihre Kreditpreise stärker am individuellen Kreditnehmersrisiko zu orientieren, ihre Anforderungen an Sicherheiten erhöht und weitere vertragliche (Zusatz-)vereinbarungen verschärft. Abbildung 6 zeigt außerdem die von der Bundesbank berichteten Veränderungen in den Obligobeständen aller Kreditinstitute: Demnach ist das an Unternehmen und wirtschaftlich Selbstständige ausgereichte Kreditvolumen in 2003 rückläufig. Die Wachstumsrate (seit Oktober 2000 auf markanter Talfahrt) betrug im dritten Quartal 2003 -1,9% im Vergleich zum entsprechenden Vorjahreswert.¹

Abb. 7
Unterschiede in der Kreditexpansion nach Bankengruppen^{a)}



Dabei sind mittlerweile alle drei großen Sektoren der Kreditwirtschaft am absoluten Rückgang des Kreditvolumens beteiligt: dramatisch die Großbanken (III. Quartal 2003 - 8,2%), moderater die »Tankstellen des Mittelstandes« Sparkassen (- 1,0%) und Volksbanken (- 1,5%; Abb. 7).²

Geringerer Kreditbedarf wegen schwacher Konjunktur

Wie der 10-Jahres-Vergleich in Abbildung 6 zeigt, ist dies jedoch nicht ungewöhnlich für konjunkturelle Schwächephasen. Gestützt auf ein ökonometrisches Schätzmodell kommt beispielsweise eine Analyse von Barclays Capital in Bezug auf das in Deutschland an Private und Unternehmen ausgereichte Kreditvolumen zu dem Ergebnis, dass

der beobachtbare Rückgang der Wachstumsraten der Obligobestände angesichts der seit Mitte 2000 rückläufigen und sich seit Juni 2001 um den Nullpunkt³ bewegenden Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts primär konjunkturell bedingt ist. Demgegenüber spielten angebotsseitige Restriktionen wie zum Beispiel eine Kreditrationierung durch die Banken keine dominante Rolle: »Most of the decline in real bank loan growth can be explained by the factors incorporated in the long-run demand function for bank credit« (Polleit 2003, S. 31). Dort, wo – mit Blick auf die Unternehmen – aufgrund der schlechten wirtschaftlichen Lage die Absatz- und Gewinnaussichten unbefriedigend sind, fehlt der Anreiz zu investieren und damit eben auch die Notwendigkeit einer Kapitalbeschaffung über Investitionskredite. Insoweit ist das gesunkene Kreditvolumen nicht zuletzt mit der ausbleibenden Kreditnachfrage zu erklären.

Mittelstand fehlt Eigenkapitalstrategie

Wenn sich dennoch gerade im Mittelstand die Stimmen derjenigen Unternehmen mehren, die immer schwerer den Zugang zu Kreditmitteln finden, dann ist diese wahrgenommene Angebotsverknappung auch auf die Verfassung eben dieser Unternehmen zurückzuführen. Unsere empirischen Erhebungen weisen auf Defizite gerade im Hinblick auf Instrumente zur Schaffung von Transparenz insbesondere im Bereich der strategischen Unternehmensführung hin. Außerdem finden wir Bestätigung für unsere Vermutung, dass ausgerechnet die Kriterien, mit Hilfe derer Banken die Zukunftsfähigkeit der Unternehmen zu beurteilen suchen, in ihrer Relevanz tendenziell unterschätzt werden. (Grund für diese Fehleinschätzung mag allerdings auch sein, dass die Ban-

¹ Vgl. www.bundesbank.de, Zeitreihe PQ3001, Stand 13. November 2003.
² Vgl. ebenda, Zeitreihen PQ0001, PQ1601, PQ1201, Stand 13. November 2003.
³ Vgl. ebenda, Zeitreihe JB9728, Stand 13. November 2003.

ken selbst – ihre Firmenkunden- bzw. Kreditbetreuer – die »neuen« Kriterien der Raterstellung noch nicht so in die Beratungspraxis haben einfließen lassen, dass bei den Unternehmen Bedarfsevidenz hinsichtlich der Verbesserung ihrer eigenen betrieblichen Infrastruktur besteht.)

Kernproblem vieler Mittelständler ist allerdings, dass das Eigenkapital als Teil der Finanzierungsstrategie (seit mehr als zwei Dekaden!) eine stiefmütterliche Behandlung erfährt: Dabei ist der Befund einer Eigenkapitallücke bereits an anderer Stelle umfänglich diskutiert worden. Wichtiger ist Folgendes: In einer ersten bundesweiten (Vor-)Untersuchung unseres Instituts zu diesem Themenkreis gaben weniger als die Hälfte der befragten 300 Firmenchefs an (46%), konkrete Ziele für die Ausstattung ihres Unternehmens mit Eigenkapital zu definieren. Nur eines von zehn Unternehmen in der Stichprobe ermittelt systematisch den Eigenkapitalbedarf und plant seine Deckung quantitativ und qualitativ. Diese fehlende Ziel- respektive Strategieorientierung trifft zusammen mit einer sehr stark innenorientierten Sichtweise und einem damit korrespondierenden Unabhängigkeitsstreben:

- 50% der befragten Unternehmer lehnen es kategorisch ab, neue Eigenkapitalgeber aufzunehmen, weitere 21% tendenziell.
- Externe Eigenkapitalbeschaffung wird von den Unternehmen lediglich als Notnagel gesehen (Motto: Wenn schon externes Eigenkapital benötigt wird, dann »nach den Geschäftsinhabern lieber der Staat«).
- Diejenigen, die Probleme mit der Kreditversorgung durch ihre Hausbank haben, sind tendenziell aufgeschlossener; für Investoren vermutlich aber auch unattraktiv.

Erschreckend schließlich auch die Angaben zur Bereitstellung von Ressourcen für den Finanzbereich: Bei Betrieben mit Umsätzen unter 5 Mill. € sagt jeder dritte Unternehmer, dass er Finanzierungsangelegenheiten so wenig Zeit wie möglich widmet; bei den größeren »nur« jeder Sechste.

Sofern also im aktuellen Konjunkturmilieu überhaupt Kreditmittel für interessante Investitionsprojekte benötigt werden, besteht die größte Hürde mittelständischer Unternehmen bei der Beschaffung von Kreditkapital offenkundig darin, dass nicht nur nicht genügend Eigenkapital vorhanden ist, das eine Ausgleichsfunktion für laufende Verluste und Haftungsfunktion im Insolvenzfall übernehmen kann. Es mangelt vor allem an einer klaren Strategie, diesen Umstand abzustellen! Demgegenüber kann eine generelle Kreditklemme für deutsche Unternehmen anhand der verfügbaren Daten nicht belegt werden.⁴

⁴ Die Bundesbank weist in ihrer Analyse der Finanzierungsprobleme der Produktionsunternehmen im Übrigen daraufhin, dass im ersten Halbjahr 2003 Bankkredite netto getilgt worden sein dürften (Bundesbank 2003c, S. 12).

Allerdings: Die andauernde konjunkturelle Schwächephase sowie insbesondere der damit einhergehende Strukturwandel im deutschen Unternehmenssektor (zur Rekordzahl von Marktaustritten siehe oben) hat eine in Deutschland zuvor nie gekannte hohe Summe von Krediten in den Bilanzen der Banken und Sparkassen faul werden lassen. Weil aber das Kreditrisiko das bedeutendste Einzelrisiko der Banken darstellt (Bundesbank 2003d), treffen diese faulen Kredite dort auf ein gewandeltes Bankverhalten, das im Streben nach Wiedergewinnung von Ertragskraft und höherer Bonität prozyklisch wirkt. Im Verbund mit dem Kostendruck aufgrund der technischen Revolution, dem Margendruck wegen höherer Preistransparenz (Internet!), Wettbewerbs- und Performancedruck durch die Globalisierung des Konkurrenzumfeldes bzw. Kapitalgeberkreises hat dies dazu geführt, dass die Kreditinstitute immer sorgfältiger auswählen müssen, mit welchen Kunden sie welche Geschäfte zu welchen Konditionen abschließen. Die Bereitschaft, reines (Eigenkapital bindendes, niedrig verzinsliches und zudem risikoträchtiges) Kreditgeschäft ohne die Chance auf Zusatzerträge aus anderen Geschäftsfeldern anzubieten, wird in Zukunft tendenziell immer weiter abnehmen.

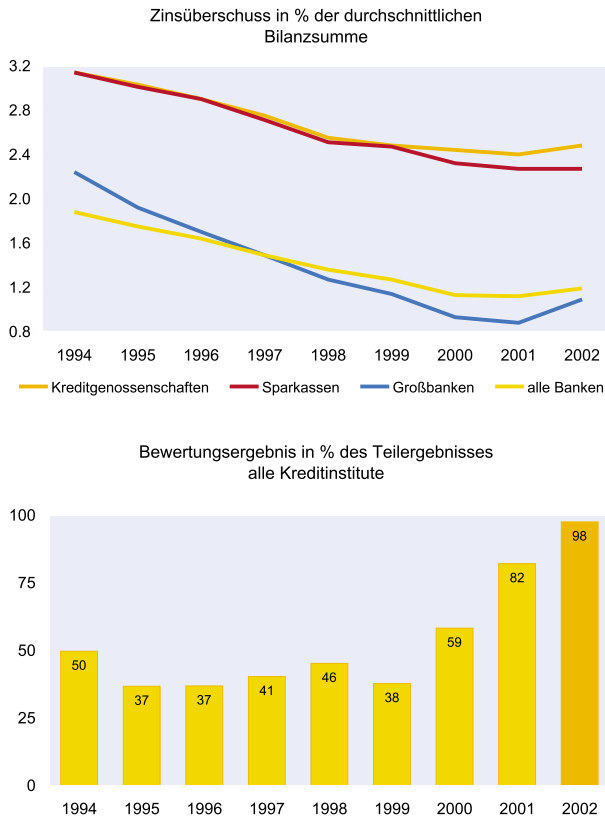
Bankenkrise in Deutschland?

Hohes Volumen Not leidender Kredite

Die bereits angesprochene neue Dimension der Verlusteinstellungen für Not leidende Kredite, spektakuläre Krisenfälle (SchmidtBank, Gontard Metallbank), Massenentlassungen von weit über 50 000 Mitarbeitern sowie unglücklich kommunizierte Gespräche von Branchenvertretern im Kanzleramt bei der Ausschau nach Staatshilfe haben leichtfertigerweise den Eindruck provoziert, die deutsche Kreditwirtschaft sei von der japanischen Krankheit befallen. Aber statt der dort vorzufindenden, chronischen Systemkrise mit exorbitanten, durch den Staat aufgefangenen Verlusten der Banken ist in Deutschland eine Strukturkrise zu konstatieren, die schwerste der Nachkriegszeit (Paul et al. 2003).

Ursachen für die Malaise in Deutschland: Eine verteuerte Refinanzierung, geringere Zinserträge aus der Fristentransformation und ein immer stärkerer Trend der großen Unternehmen zur Wertpapierfinanzierung an den Banken vorbei hat deren Haupterfolgsquelle »Zins« austrocknen lassen (siehe auch Bundesbank 2003c). Ein Blick in die Jahresabschlüsse der Banken und Sparkassen der letzten zehn Jahre zeigt, dass sich die verdienten Zinsmargen seit ihrem Rekordtief im Jahre 2001 ein Jahr später zwar etwas erholt haben. Dennoch: Die Zinsspanne ist bei Großbanken in dem Zeitraum 1994–2002 um 50%, bei den Sparkassen um 28% und bei den Kreditgenossenschaften um 20% gesunken (vgl. Abb. 8).

Abb. 8
Faule Kredite belasten die Profitabilität der Banken



Eine angesichts dessen viel zu nachlässig betriebene Risikopolitik hat dazu geführt, dass immer größere Teile der immer geringeren Erträge durch dramatische Ausfälle im Kreditgeschäft aufgezehrt wurden. Im Durchschnitt der Jahre 1994–2002 haben Wertberichtigungen mehr als die Hälfte des Teilbetriebsergebnisses (also Zins- und Provisionsüberschuss abzüglich Sach- und Personalaufwand) der Kreditinstitute beansprucht. In 2002 stieg diese Quote sogar auf 98%! Der weitaus größte Teil betrifft dabei – wie erwähnt – das inländische Kreditgeschäft (vgl. Abb. 8). Die prekäre Börsenlage hat diese Situation zusätzlich verschärft. Die Kurseinbrüche an den (inter-)nationalen Aktienmärkten führten (im Übrigen: wie in der Assekuranz!) zu empfindlichen Wertminderungen der Kapitalanlagen von Banken (stille Reserven kehrten sich in ebenso stille Lasten) sowie zu dramatischen Rückgängen der Provisionserträge mit Produkten und Dienstleistungen rund um den Kapitalmarkt, insbesondere im Bereich des Investment Banking.

Schwache Eigenkapitalrenditen

Spätestens jetzt rächt es sich, dass die deutschen Kreditinstitute seit längerem ihre Hausaufgaben nicht gemacht (Cartellieri 1990) und ihre mit zu hohen Fixkosten verbundene Personal- und Systeminfrastruktur nur unzureichend

an die neue Informations- und Kommunikationswelt angepasst haben. Im internationalen Bereich spielt Deutschland daher von der Ertragskraft her nicht mehr in der Champions League: Die Eigenkapitalrendite nach Steuern ist nicht einmal halb so hoch wie in den USA (allerdings immer noch deutlich höher als in Japan; vgl. Abb. 9).

Die meisten Institute scheinen inzwischen ihre Kostenseite durch Potenzial- und Prozessveränderungen wieder (besser) im Griff zu haben. Banken aller drei Säulen der Kreditwirtschaft arbeiten daran, ihre Kredit- und anderen Risiken effizienter zu steuern (die Neufassung der Eigenkapitalvorschriften (Basel II) wirkt hier als Katalysator) und Skalenerträge in der Abwicklung standardisierbarer Vorgänge (wie etwa in der Abwicklung von Zahlungsverkehrs- und Wertpapiertransaktionen) besser auszunutzen. Insbesondere die Großbanken und Landesbanken haben zudem ihre Kreditbücher in den Jahren 2002/03 gesäubert und abgeschmolzen, Beteiligungsportfolios bereinigt und sind dabei, ihre Produktions- und Vertriebsapparate zu restrukturieren.

Stiefmütterlich behandeltes Marketing

Dagegen besteht noch erheblicher Nachholbedarf der Banken, das Wertsteigerungsziel über die Stabilisierung und Verbesserung der Erlösseite zu erreichen: Abbildung 10 vermittelt einen Eindruck davon, dass die US-amerikanischen Commercial Banks angesichts des auch dort intensiven Wettbewerbs offenkundig den deutschen Geschäftsbanken

Abb. 9
Ertragslage deutscher, japanischer und US-amerikanischer Kreditinstitute im Vergleich

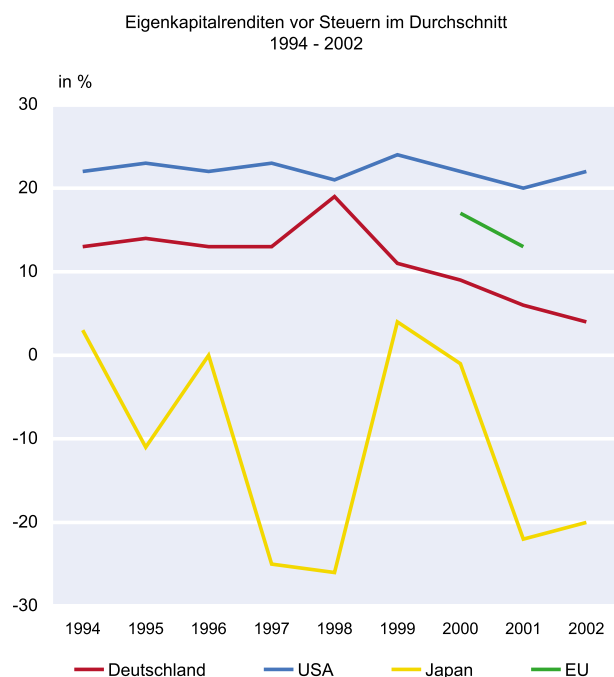
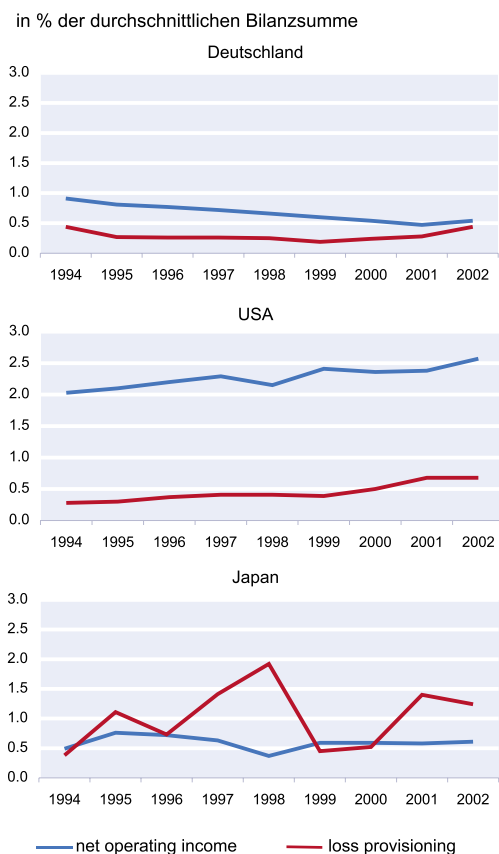


Abb. 10**Bewertungs- vs. operatives Ergebnis deutscher, japanischer und US-amerikanischer Kreditinstitute im Vergleich, 1994 - 2002**

deutlich voraus sind, Erlösquellen durch eine klare Ausrichtung auf profitable Geschäftsfelder bzw. Kundengruppen nachhaltig zu erschließen. (Wie die Abbildung 10 ebenfalls zeigt, müssen dann auch im Konjunkturverlauf »atmende« Risikokosten kein ernstes, existenzbedrohendes Problem darstellen.)

Dabei spielt das Marketing eine besondere Rolle: Strategische (Neu-) Positionierungen und ihre operative Umsetzung dienen dazu, die benötigte Grundrentabilität wieder zu gewinnen. Statt des Verfolgens von u. U. auch noch identischen Musterstrategien ist dabei die deutlichere Profilierung gegenüber der Konkurrenz entscheidend. Dabei kann nur entweder am Effizienzkriterium angesetzt (Erarbeitung von Kostenvorteilen, die dann in eine preisliche Überlegenheit münden) oder das Effektivitätskriterium fokussiert werden (Kundenbindung durch Herausstellen von besonderen Nutzensvorteilen für den Nachfrager). Empirische Untersuchungen zeigen über alle Branchen hinweg, dass diejenigen Unternehmen am erfolgreichsten sind, die eine dieser beiden Strategiealternativen konsequent verfolgen und in ihrer Gestaltung von Potenzialen, Prozessen und Produkten entsprechend umsetzen (Paul und Stein 2004).

Forschungsergebnisse unseres Instituts zu diesem Themenkomplex (Paul und Stein 2003; Paul, Paul und Stein 2003) offenbaren, dass hier die Achillesferse deutscher Banken liegt: Keiner Bankengruppe gelingt es heute, ein ganz eigenständiges Profil im Markt zu entwickeln, das sich von der Konkurrenz unterscheidet. Die Beratungsqualität der Hausbank etwa im mittelständischen Firmenkundengeschäft wird über alle Qualitätsmerkmale hinweg weitgehend gleichförmig und undifferenziert wahrgenommen. Zudem ist es dabei um die Qualität der Beratung nicht gut bestellt.

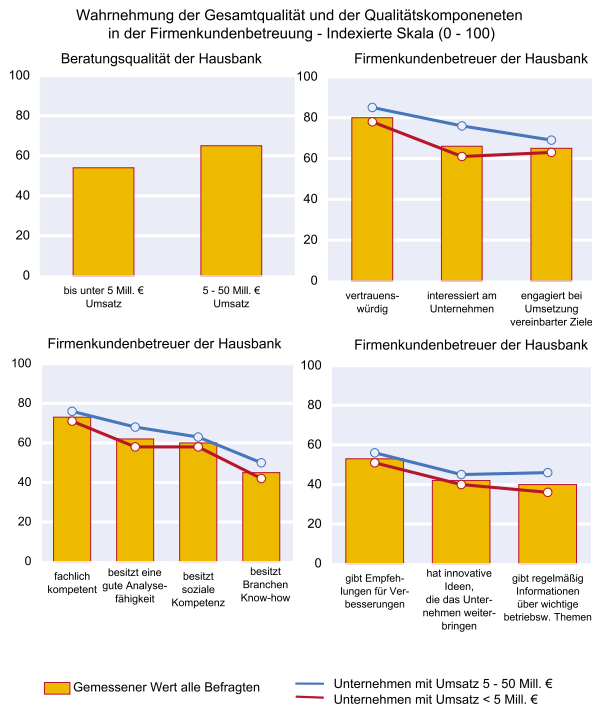
Die in einer Erhebung ermittelten Werte – von uns durch eine Ampel veranschaulicht – sind ein warnender Hinweis darauf, dass die Unternehmen deutliche Defizite in der Beratung durch ihre Hausbank verspüren. Von maximal 100 im Hinblick auf die Qualität zu erreichenden Punkten erzielen die Kreditinstitute im Schnitt nur 58 – ein Wert, der in wissenschaftlichen Untersuchungen zur Güte einer Geschäftsbeziehung als alarmierend gewertet wird (hierzu und im Folgenden Paul und Stein 2003).

Weniger als die Hälfte der befragten Unternehmer (43%) bescheinigen demzufolge ihrer Hausbank eine hohe oder sehr hohe Beratungsqualität. Fast ebenso viele (42%) stufen ihre Hausbank nur mittelmäßig ein, jeder siebte empfindet sogar eine niedrige oder sehr niedrige Beratungsqualität (15%), die dann in seinen Augen kaum noch in einem angemessenen Verhältnis zum geforderten Entgelt stehen dürfte.

Auffällige Unterschiede konnten zwischen kleineren und größeren Mittelständlern gemessen werden. Unternehmen, die beim Umsatz unterhalb der Schwelle von 5 Mill. € liegen, fühlen offensichtlich eine erheblich schlechtere Beratungsqualität (54 Punkte; Ampelphase: rot; Beziehung gestört!) als diejenigen, die oberhalb dieser Schwelle liegen (65 Punkte, Ampelphase gelb; Beziehung mit ersten Störsignalen; Bandbreiten für die Ampelphasen: »grün« = 100–75 Punkte; »gelb« = 75–65 Punkte; »rot« = weniger als 65 Punkte). Anders ausgedrückt: Nur 36% der kleinen Unternehmen stufen die Qualität der Beratung ihrer Hausbank als hoch oder sehr hoch ein, bei größeren sind es immerhin 56%. Besonders vermissten die Kunden ein tiefer gehendes Interesse der Berater am geschäftlichen Geschehen in den Unternehmen. Bei diesem Kriterium war mit 15 Punkten der registrierte Abstand zwischen großen und kleinen Mittelständlern besonders markant. Augenscheinlich gibt es in der Wahrnehmung der Firmenkundenberatung der Banken so etwas wie eine Zwei-Klassen-Gesellschaft.

Geht man weiter ins Detail, schneiden die Banken lediglich bei allgemeinen Vertrauen bildenden Merkmalen zufriedenstellend ab. Demgegenüber ist die unterdurch-

Abb. 11
Beratungsqualität der Banken im mittelständischen Firmenkundengeschäft



schnittliche Bewertung bei der Kompetenzwahrnehmung und der Unterstützung durch Informationen besonders kritisch.

Nach Ansicht der befragten mittelständischen Unternehmer verfügt z.B. nur jeder vierte Bankberater über Branchen-Know-how (24%), nur die Hälfte von ihnen besitzt eine gute Analysefähigkeit (51%) und weniger als die Hälfte bescheinigt ihren Beratern soziale Kompetenz (45%). Lediglich 40% der Unternehmer geben an, von ihren Beratern Empfehlungen für Verbesserungen des eigenen Geschäfts zu bekommen. Nicht einmal jeder fünfte Unternehmer spricht seinem Berater innovative Ideen zu, die das eigene Unternehmen weiterbringen (19%). Und genauso wenige erhalten regelmäßig Informationen über wichtige betriebswirtschaftliche Themen.

Die Ergebnisse liefern einen klaren Hinweis darauf, dass in den Instituten ein Effektivitäts- und Effizienzcheck erforderlich ist, ob die Mitarbeiter die geforderten Problemlösungsfähigkeiten überhaupt besitzen und wo – unter Beachtung des Ziels der Wirtschaftlichkeit – die Beratungsqualität erhöht werden muss bzw. verschlankt werden kann. Ein eventueller Veränderungsbedarf lässt sich zwar stets nur bankindividuell bestimmen. Im Schnitt der Kreditwirtschaft ergibt sich aber angesichts der vorgestellten Befunde wohl überwiegend Nachhol- und damit Weiterqualifizierungsbedarf, um die Grundrentabilität unabhängig von Konjunktur und Börsenlagen zu erhöhen.

Resümée

Selten in der Nachkriegszeit stand die deutsche Finanzindustrie so stark in der öffentlichen Diskussion wie im letzten Jahr. Die Angst vor ohne Halt abrutschenden Assetpreisen, einem Finanzierungsstopp für die Realwirtschaft und nicht zuletzt die »Blutspur in den Bankbilanzen« (so BVR-Präsident und DZ Bank-Aufsichtsratschef Christopher Pleister) hat in den Medien albatraumhafte Horrorszenarien hervorgerufen. Doch oberflächliche Diagnosen und auf dieser Basis vorschnell verabreichte Rezepturen helfen nicht weiter. Ein Blick in unsere Anamnese des Patienten zeigt:

- Nicht Deflation, sondern Inflation wird das Thema der nächsten Zeit sein, weshalb eine expansivere Geldpolitik in Euroland (über den Angriff auf die Verfassung der EZB respektive des ESZB hinaus) das falsche Medikament wäre.
- Unabhängig davon, dass der empirische Nachweis einer Kreditklemme nicht gelingt, verspüren insbesondere mittelständische Unternehmen Probleme bei der Verfügbarkeit von Bankkrediten. »Mittelstandsbanken« oder auch »Verbriefungsinitiativen« sind keine Patentrezepte. Statt der Verabreichung von Breitbandantibiotika ist die gezielte Formulierung einer auf Nachhaltigkeit ausgelegten Eigenkapitalstrategie durch die Unternehmen selbst erforderlich; strahlt doch die Eigenkapitalsituation entscheidend auf die Fremdkapitalposition aus. Ohne ein ausreichendes Gesundheitsbewusstsein der mittelständischen »Patienten« ist eine Therapie durch Allgemeinmediziner und Fachärzte (Haus- und Spezialbanken) nicht möglich – die indes spiegelbildlich in der Lage sein müssen, zielgerichtet zu behandeln. Dazu bedarf es auch der Hilfestellung durch die wissenschaftliche Forschung, Verbände, Kammern und Wirtschaftsvereinigungen, die bei der Formulierung verständlicher »Beipackzettel« (praxisnahe Strategieleitfäden) unterstützen können.
- Der Patient Kreditwirtschaft kann zwar von der Intensivstation verlegt, aber noch nicht aus dem Krankenhaus entlassen werden. Der Therapieerfolg zur Bekämpfung der schwersten Strukturkrise der Nachkriegszeit hängt von einer individuellen Profilierung im Markt ab. Die jeweilige Bank muss anders sein als ihre Konkurrenten, nur dann kann sie sich in den Augen der Nachfrager einen Vorsprung erarbeiten. Deshalb führen auch an dieser Stelle die Patentrezepte vor allem der Beratungsgesellschaften auf keinen Königsweg. Stärker zugespitzte Strategien und deren konsistente Umsetzung im Qualitätsmanagement waren ja auch das Erfolgsrezept der kleinen und mittleren Banken in den USA für ihren Wiederaufstieg nach der dortigen schweren Bankenkrise Anfang der 1990er Jahre. Bevor indes über (gar sektorübergreifende) Fusionen nachgedacht wird, müssen zuerst die Hausaufgaben gemacht werden. Ansonsten droht auch 2004 zu einem (unruhig) verschlafenen Jahr zu werden.

Literatur

- Bofinger, P. und H. Flassbeck (2002), „Das Risiko einer Deflation. Die Wirtschaftspolitik sollte nach Kräften gegensteuern“, *FAZ*, Nr. 279 vom 30. November, 13.
- Cartellieri, U. (1990), »Aktuelle Perspektiven deutscher Banken im internationalen Wettbewerb«, in J. Süchting (Hrsg.), *Semesterbericht* Nr. 32, Bochum, 36–39.
- Cassel, D. (2003), »Inflation«, in D. Bender et al. (Hrsg.), *Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik*, Bd. 1, 8. Aufl., München, 331–395.
- Creditreform (2003), *Insolvenzen, Neugründungen, Lösungen – Jahr 2003*, Dezember, Neuss.
- Deutsche Bundesbank (2003a), *Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 4, Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*, August, Frankfurt a.M.
- Deutsche Bundesbank (2003b), »Zur Diskussion über Deflationsgefahren in Deutschland«, *Monatsbericht* 6, Frankfurt a.M., 15–28.
- Deutsche Bundesbank (2003c), »Bericht zur Stabilität des deutschen Finanzsystems«, *Monatsbericht* 12, Frankfurt a.M., 5–53.
- Deutsche Bundesbank (2003d), »Das deutsche Bankensystem im Stresstest«, *Monatsbericht* 12, Frankfurt a.M., 55–63.
- Deutsche Bundesbank (2003e), »Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2002«, *Monatsbericht* 9, Frankfurt a.M., 15–35.
- European Central Bank (2003), *EU Banking Sector Stability*, Frankfurt a.M.
- Grömling, M. (2003), »Im Blickpunkt: Argumente gegen eine Deflationsgefahr«, *IW-Trends* 2, 1–17.
- Hempell, H.S. (2003), »Bank Lending Survey des Eurosystems – Erste Ergebnisse für Deutschland«, in KfW (Hrsg.), *Droht eine Kreditklemme in Deutschland – was sagen die Daten?*, Frankfurt a.M., 3–10.
- Hoffmann, J. (1999), »Zur Abschätzung der statistischen Verzerrung in der deutschen Inflationsrate«, in Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank (Hrsg.), *Zur Diskussion über den Verbraucherpreisindex als Inflationsindikator*, Diskussionspapier 3, Frankfurt a.M., 7–20.
- IMF (2003a), *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options – Findings of an Interdepartmental Task Force*, Washington D.C.
- IMF (2003b), *Germany: Financial System Stability Assessment*, November, Washington D.C.
- Krugman, P. (1998), »It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap«, *Brookings Papers in Economic Activity*, no. 2.
- Michler, A. (2003), »Die Bedeutung der Geldmenge für die Konjunkturentwicklung in Industrieländern«, in D. Cassel, H. Müller und H.J. Thieme (Hrsg.), *Stabilisierungsprobleme in der Marktwirtschaft. Prozesse und Strukturen*, München.
- Paul, M., S. Paul und S. Stein (2003), *Szenen einer Ehe – Mittelstand und Banken in der Beziehungskrise?*, Berlin, Bochum, Wien.
- Paul, S., Chr. Brütting, A. Horsch und S. Stein (2003), »Diagnosis, therapy and prophylaxis of banking crises – challenges in financial supervision and monetary policy«, in S. Paul und S. Stein (Hrsg.), *wissen & handeln* 01, Bochum.
- Paul, S. und S. Stein (2003), »Auf der Bremsspur: Für den Mittelstand und seine Banken zeigt die Qualitätsampel gelb-rot«, *Finanz-Betrieb* 5., 417–431.
- Paul, S. und S. Stein (2004), *Bedarfsituationen für Finanzdienstleistungen im Mittelstand*, Bonn.
- Polleit, T. (2003), »The Slowdown in German Bank Lending – Revisited«, in KfW (Hrsg.), *Droht eine Kreditklemme in Deutschland – was sagen die Daten?*, Frankfurt a.M., 21–32.
- Thieme, H.J. (2003), »Transmission monetärer Impulse: Theoretische Grundlagen und geldpolitische Implikationen«, in D. Cassel, H. Müller und H.J. Thieme (Hrsg.), *Stabilisierungsprobleme in der Marktwirtschaft. Prozesse und Strukturen*, München.
- Thieme, H.J. und U. Vollmer (1985), »Theorien des Geldwirkungsprozesses«, in H.J. Thieme (Hrsg.), *Geldtheorie*, 2. Aufl., Baden-Baden, 73–109.
- Wagner, H. (2003), »Deflation: Japan als Warnung«, *Handelsblatt*, Nr. 41 vom 28. Februar, 8.
- Wittkowski, B. (2003), »Blutspur in den Bankbilanzen«, *Börsen-Zeitung*, Nr. 35, vom 20. Februar, 8.